

韓国の回生会社 M&A の経験

Byung Joo LEE、李炳周 (Attorney at Law, Shin & Kim)¹

1. はしがき－韓国倒産法の発展の歴史的な契機

ア. Bankruptcy Lawyer の逆説

2008 年リーマンブラザーズの破産をきっかけに引き起こされたアメリカ発の世界経済危機に応じて、世界各国の Law Firm の大多数は Firm 内の倒産業務に関するチームを拡大・改編し、増えてくる破産および回生業務による収入の増加を期待していました。しかし、実際、金融会社や自動車会社などを対象に大規模の破産・回生手続きが行われたアメリカを除いて、ユーロッパとアジアの大半の国家では政府の財政を投入した Bail-out などの事前予防的な措置が行われ、経済危機はある程度で治まることになりました。その結果、アメリカ以外の世界の主要国家の中で大規模の破産・回生事件が発生した場合は少なく、各国の Bankruptcy Lawyer たち、つまり、倒産専門の弁護士たちが大きな実績を上げることは殆どありませんでした。

このような点から、‘企業の不幸は Bankruptcy Lawyer の幸せであり、企業の幸せは Bankruptcy Lawyer の不幸(?)である’という逆説が成立します。しかし、‘人が病になるから医者稼げる’とあって、人の病を治す医者の尊い仕事を軽視するわけにはいかないように、財政的な危機に陥った企業が倒れず、回生と復活の道に進めるよう、倒産法という法律的なマジックを使う Bankruptcy Lawyer の肯定的な役割と使命は軽視できないものとおもいます。

イ. 韓国の倒産法の発展の逆説－IMF 経済危機

韓国の倒産実務は、1990 年代の半ばまでは、全体の法律実務の中でも極めて小さな部分に過ぎませんでした。裁判官や弁護士の中でも、倒産法である会社整理法と破産法について詳しくて実務での対応が可能な専門家は極少数でした。また、会社整理に入った会社の回生手続も、その殆どが 10 年にわたる長期の存続型整理計画案によって消極的・漸進的に進むものでした。しかし、1997 年以降約 10 年の間、韓国の倒産実務は見事な発展を遂げました。今では、裁判官や弁護士の中にも企業の回生・破産の専門家が多くいますし、専門家ではなくても、大半の法律家が倒産法と倒産手続に関して相当程度の知識を持っていて、実際に

¹ 環太平洋弁護士協会 (Inter-Pacific Bar Association) 倒産法委員会委員長、大韓弁護士協会企画取締役

実務を行った経験があります。1997 年から 2010 年までの間に、韓国の裁判所は「回生会社の M&A」という新しい回生事件実務を定着させ、数多くの回生会社の M&A を主導的に行い、成功させました。韓国の裁判所と弁護士のように、短期間で豊富かつダイナミックに回生実務を発展をさせた例は、おそらく全世界の中でも稀であると思います。

以上のように、韓国の倒産法の発展は、1997 年、韓国が国家破産直前の状況まで追い込まれながら味わった深刻な経済危機と、それによって大手企業や金融機関を含む韓国企業の大半が不渡り直前まで追い込まれた歴史的な経験と密接にかかわっています。結局、韓国倒産法の画期的発展は、韓国経済の深刻な危機と破綻が切っ掛けであったという点から、前述した「Bankruptcy Lawyer の逆説」と一脈相通するものがあります。

それでも、1990 年代の末に回生手続に入った会社の多くは、裁判所の回生会社 M&A 手続きを通して優れた財務構造の会社に生まれ変わり、韓国の経済は、IMF 経済危機という過酷な訓練を経て、それ以前よりもずっと強い体質になって発展しています。そして、現在の丈夫な韓国経済の裏では、資金の流動性危機という病にかかった企業を確実に治せる韓国倒産実務のわざと能力が働いています。

韓国、中国、日本の中で、日本は豊かな企業再生と M&A の経験があり、中国は倒産法の制定以来、眩しい発展しています。しかし、韓国は一度国家破綻の危機に陥った国として、その非常な時期に企業を回生させるため、非常な手段を生み出すしかなかった状況の下、「回生会社の M&A」という独自の法律理論を発展させました。それゆえに、その内容を三国の専門家の方々に話すのは意味のあることだと考えます。

以下では、韓国で回生会社 M&A が必要だった理由と、それが可能であった歴史的・経済的背景を概観して、具体的な M&A の手法の説明をした後に、実務で現れるいくつかの争点と課題を議論していきたいと思います。

2. 韓国の回生会社 M&A 実務の背景と発展(1997ー)

ア. 韓国の IMF 経済危機(1997 年ー2000 年)⇒大規模の会社整理手続²申立て

通貨危機は 1997 年の初頭、東南アジアのタイや台湾などで広がっていましたが、1997 年 9 月ないし 10 月頃からは韓国も深刻な通貨危機に陥ってました。あげくには、1997 年 10 月韓国銀行のドル保有高は 10 億ドル未満に減って行き、国家破綻の直前の状況にまで追い込まれることになりました。そこで、韓国政府はやむを得ずプライドを捨て、1997 年 12 月国際通貨基金(IMF)に緊急の救済金融を申請し、IMF が要求する Stand-By Arrangement に従い国家経済レベルの構造改革を行うこととなります。

当時 IMF は韓国に米貨 195 億ドルの緊急貸付や債務期限の延長などの支援措置を取る代わりに、IMF が勧告する金融改革および開放措置の履行し、また、高い為替・高金利の政策を取ることを要求してきました。そのために、韓国の為替は米貨 1 ドルにつき 800 ウォンだったレートが米貨 1 ドルにつき 2,400 ウォンまで急上昇することになり、銀行の金利もまた、年 10%から年 20%まで急上昇することになりました。

このような高金利・高い為替の圧迫によって、韓国の企業は、不振企業だけでなく、ある程度健全だった企業すら不渡りを出す危険にさらされることになりました。その結果、1997 年から 2000 年まで、韓国の主要大手企業が会社整理手続に入りました。また、主要な市中銀行は政府の公的資金が支援される Bail-Out 措置で生き延びましたが、殆どの貯蓄銀行や総合金融会社などは破産手続の対象になりました。

この時期にどれ程の多くの主要大手企業が会社整理手続に入るようになったのかを端的にあらわした表があります(下の表を参照)。1997 年を基準に、韓国で 30 位内に入っていた企業グループの中、半分以上である 16 のグループが会社整理手続などによって解体されました。興味深いのは、当時の最上位であった 10 大財閥グループの中で解体されたのは 3 社しかなかったのが、11 位ー12 位の企業の中では 6 社、21 位ー30 位の企業の中では、半数以上である 7 社が経営圧迫により会社整理手続で解体されることになったという点です。

² 2006 年度に統合倒産法である「債務者回生および破産に関する法律」が制定される以前は、韓国の倒産法は会社整理法、和議法、破産法の三つの法律に分けられていました。それで、2006 年以前の企業 Restructuring に関しては会社整理法に従って「整理手続」、「整理会社」、「整理計画」という用語が使用されましたが、2006 年以降は債務者回生および破産に関する法律に従って「回生手続」、「回生会社」、「回生計画」という用語に変わりました。以下では、2006 年の統合倒産法の適用時期の前後によって「会社整理手続」又は「回生手続」という表現を適宜分けて使用します。

順位	財閥グループ	存続/解体	会社整理手続	銀行 Work-out 手続
1	Hyundai	存続		Hynix, Hyundai 建設
2	Samsung	存続	Samsung 自動車 (M&A→ルノ)	
3	LG	存続		LG Card
4	Daewoo	解体	Daewoo 自動車 (M&A→GM)	** Daewoo 建設 (M&A→Kimho グループ, 60 億ドル)
5	SK	存続		** SK Global (SK Networks)
6	SSANGYONG	解体		SSANGYONG 自動車 (M&A→シャンハイ自動車)
7	ハンジン	存続		
8	KIA	解体	KIA 自動車 (M&A→Hyundai 自動車)	
9	Hanhwa	存続		
10	LOTTE	存続		
11	キンホ	存続		
12	ハンラ	解体	マンド機械(M&A)	
13	ドンア	解体	** 大韓通運 (M&A, 40 億ドル)	
14	Doosan	存続		
15	デリム	存続		
16	Hansol	解体		
17	Hyosung	存続		
18	Dongguk	解体	Dongguk 製鋼	
19	ジンロ	解体	** ジンロ(M&A, 30 億ドル)	
20	コロソ	解体	コロソ TNS	
21	Gohab	解体	Gohab	
22	ドンブ	存続		
23	東洋	存続		
24	ヘテ	解体	ヘテ電子	
25	ニュコア	解体	ニュコア	
26	アナム	解体	アナム電子	
27	ハンイル	解体	ハンイル建設	
28	Gupyung	解体	Gupyung 重工業	
29	ミウァン	存続		
30	シンホ	解体	シンホ	

当時、韓国企業ของบริษัท整理手続の大半を担当していたソウル中央地方裁判所破産部は韓国の 5 大財閥の一つであると言われていましたが、それは 2001 年の当時、ソウル中央地方裁判所破産部が管理していた整理会社の資産を合わせると、Samsung-Hyundai-LG-SK に続いて 5 番目の規模になっていたからです。

1997 年から数年間、韓国の裁判所で審理された訴訟事件の中で、正真正銘の Bankruptcy 事件を除いても、一般民事事件の 1/4 以上が整理会社や破産会社の当事者ないし利害関係人と絡んだ事件であり、倒産法が全体の法律実務の中心となっていたので、ほぼすべての裁判官や弁護士や銀行家において会社整理と破産に関する実体法・手続法の勉強は必須のものになっていました。

この時期(1997-2000)に会社整理手続を申立てた企業の大半は債務減免、返済

期の伸長、および債権の出資転換を内容とした 10 年存続型整理計画が立てられて、整理会社 M&A が行われることは珍しかったです。なぜなら、当時の法曹界と経済界では「整理会社 M&A」というのが知り渡ってなかったし、ほとんどの韓国の金融機関や企業は、自分の生存だけで精一杯で、整理会社を引受ける余力がなかったからです。

この時期に考案され、ほぼすべての整理計画に適用されていた債権の DES (debt-equity swap) は特記しておく必要があります。この時点での DES は、整理会社の経済的条件が極めて劣悪であったため、大幅な債務減免が行われ、名目上免除された債権を株式化しましたが、実際の利益はほぼ期待できない状態でした。しかし、このような DES により、整理会社の財務構造は画期的に改善され、以降の整理会社 M&A が円満に行われることになりました。また、経済の好転により、一部の場合、DES の当時はゴミ屑のように思われた整理会社の株価が本来の債権額の何倍も上昇して、債権者が大きな利益を得ることもありました。以来、韓国の回生手続や銀行主導の企業構造調整手続 (Work-Out) では DES が債権調整の基本手段の一つとして活用されています。

1998 年には、会社整理手続および和解手続を申請したハンラグループが、企業側の initiative で、アメリカのロスチャイルドグループのブリッジローンを活用し、2 段階外資誘致 M&A で企業回生を成功した事例がありました。これは回生会社 M&A の実務の発展過程において先駆的な事例でした。

イ. 韓国経済の回復と景気の上昇 (2001-2008 年) ⇒ 回生会社 M&A の本格的な発展

底なし沼のような状況だった韓国の経済は、2000 年以降からは意外と早いスピードで回復と好況期に入ることになります。2001 年、韓国は IMF から借りた米貨 195 億ドルを返済し、IMF の統制を卒業することになり、Samsung 電子と LG 電子に代表される電子産業や自動車産業 (Hyundai 自動車) および IT 産業 (携帯およびインターネット) などの主要産業が更なる発展を遂げていきました。すべての経済の指標も劇的に改善され、1997 年の経済危機の時 9 億ドルまで落ちてた外貨保有高は 2006 年 2,240 億ドルまで増加し、1 ドルにつき最高 2,400 ウォンまで上がっていた為替も 2006 年には 1 ドルにつき 1,000 ウォン程度で安定され、金利も低金利体制に代わりました。

このような経済的好調を背景に、急激な高金利・高い為替によって会社整理手続に入ったが、基本的には堅実な売上と営業能力の優良整理会社を中心に積極的な M&A が行われることになりました。数年間多すぎる破産業務で苦勞していた韓国の破産裁判所は、これに応じて、積極的に「整理会社の M&A」を利用して整理手続

の早期卒業を進めていきました。

2000年から2008年までの間、代表的な整理会社 M&A ケースは JINRO(引受代金約 20 億ドル)、インチョン精油(引受代金約 30 億ドル)、国際商事(引受代金約 8 億ドル)、大韓通運(引受代金約 40 億ドル)などがあり、これらの M&A の場合、引受代金で当時残っていた整理債権のすべてが弁済できたし、その上、企業の資本金まで拡充できて、すべての利害当事者が満足するような成果を上げました。

ウ. 韓国の回生会社 M&A 実務の基本構造—主に新株発行方式を使用

2000 年代以降、韓国の裁判所が定着させた「回生会社 M&A」の最も大きな特徴は、(1)裁判所の監督の下での公開競争入札と(2)新株発行を主な方法として活用することにあります。

まず、裁判所の監督の下での公開競争入札は M&A 手続の適法性と公正さを担保し、M&A の過程において健全な引受人の発見、整理会社の債務構造の改善、堅実さの向上に寄与しました。そして、M&A の過程で生じる債権者、株主および整理会社の間のような利害対立を処理するため、公正と平等の原則の下で適法な法的手続を作りました。

次に、韓国の裁判所は回生会社の M&A において、「事業譲渡」「資産譲渡」の方法よりは「新株引受」の方法が多く使われたところ、これは、回生会社が M&A 過程で相当な規模の資本投資を受け、それを財源として既存の整理債務を弁済し、資本と負債の比率が 1:1 水準の健全な財務構造を確保した状態で企業を新しくスタートさせることが主な目的でした。

韓国の裁判所破産部の回生会社 M&A 準則によると、回生会社の引受希望者は基本的に引受け代金の 2 分の 1 以上を「回生会社が発行する新株を引受ける方法」で投資しなければならず、残りの 2 分の 1 以下の金額は回生会社の社債で引受なければなりません。

そして、引受人の新株引受代金と社債引受代金の形式で投資された金額は、既存の回生債務の弁済に使用され、残額が残る場合は会社に留保し運転資金として使われます。

引受代金で既存の回生債務を 100% 弁済できる場合には「回生計画の変更手続」、つまり、関係人集会の決議なしに、裁判所の許可だけで回生会社の M&A が終結されるケースも多く、引受代金だけでは既存の回生債務を 100% 弁済できない場合には「回生債権の減免のための回生計画の変更手続」を経なければなりません。引受代金が納入され、既存の回生債務の殆どが弁済されると、裁判所

は回生手続の終結決定を下します。

2000年から2008年までの頃は、韓国の資金マーケットが活発になり、この頃に行われた回生会社 M&A において、優良企業の場合は既存の債務をすべて弁済できる程度の引受代金が納入されました。大韓通運の M&A の場合には、回生債権の全額の弁済ができただけでなく、更に、出資転換して得ていた株の価額が出資転換以前の回生債権の額面金の3倍くらいに上がって、追加的な利益も得ることができました。

では、新株引受の方法による回生会社の M&A について具体的な例を挙げて説明します。

ある回生会社に、米貨4億ドル相当の回生債務と米貨1億ドル程度の公益債務があるとします。過去の不振により資本は「0」であり、資産は5億ドルです。

回生会社 M&A の手続が行われ、引受人が決定されました。その引受人は米貨5億ドルの引受代金を支払うことで、その中の2分の1以上である3億ドルは新株引受代金として納入し、残りの2億ドルは社債の引受代金として支払ったとしましょう。5億ドルの引受代金の中で4億ドルを利用して、既存の回生債務を100%弁済し、残りの1億ドルは会社の運転資金として留保します。その結果、M&A 引受以降の会社の資本は3億ドル、負債は3億ドル(共益債務1億ドル、社債債務2億ドル)になり、資本対負債の比率は1:1に、会社の資産は6億ドルに増加することになります。

世界的な焼酎製造会社であるジンロ、インチョン精油株式会社、韓国一の物流会社である大韓通運などは、このような回生会社 M&A の手続を経て、早期回生に成功しました。

そして、2008年、米貨40億ドル規模の引受代金で7億ドルの既存の回生債務を全額弁済することができた大韓通運の回生会社 M&A を最後に、1997年の IMF 危機以降、会社整理手続に入った韓国の企業を対象として10年間行われた回生手続は一段落します。

この期間中、韓国の裁判所が行った回生会社 M&A の大きな特徴は、「回生会社の利益」を一番に考えていたことです。この時期の回生会社において、既存の大株主の殆どは経営不振の責任を問われ株式の大半を消却されることになり、会社の所有株が無力になってしまった状況でした。まだ DIP 制度が導入されていない状態で、裁判所から選任された第三者管理人(Trustee)は主に裁判所の指示によっ

て業務を処理していました。裁判所主導の回生手続の中で、債権金融機関は十分な発言と影響力の行使することができなかつたです。それ故に、「債権者」、「株主」、「企業」の中では、「抽象的な enterprise としての企業」そのものの利益が、「債権者」や「株主」の利益より優先される傾向にありました。

このように、回生会社 M&A において公的な性格が強かつたので、難しい時期に多くの企業の運命を抱えていた裁判所としても、回生会社 M&A の効率を大きく引き上げることができました。しかし、倒産手続における私的・自治的性格が弱体化された分、後になっては、相対的にみて、債権金融機関主導の企業構造調整手続(Work-out)の方が好まれることになり、倒産法による回生手続の利用が減る副作用が現れました。

実際に、1997 年から 2000 年までは不振企業の殆どが会社整理手続を利用しましたが、2002 年になってからは、経営不振になった SK Global, LG カードなどの大手企業が、企業構造調整促進法による債権金融機関主導の企業構造調整手続を利用し、既存の所有権を維持しながら再生に成功したことで、大手企業の回生手続の利用が大幅に減少されました。

エ. 2006 年の統合倒産法の制定と、2008 年の世界経済危機以降の状況

韓国は IMF が要求した経済改革措置の一環として倒産法の改正を行い、2006 年に「債務者回生および破産に関する法律」という名で、回生手続と破産手続を網羅する新しい統合倒産法を制定しました。韓国の統合倒産法は、若干の違いはあるものの、基本的にはアメリカの U.S.C. Title 11 Bankruptcy Code を基本モデルとしたもので、統合倒産法の下での回生手続はアメリカの Chapter 11 reorganization proceeding に似ていて、破産手続はアメリカの Chapter 7 liquidation bankruptcy proceeding と似ています。

統合倒産法の制定以来、韓国の破産裁判所は、原則的にはアメリカの DIP (Debtor in Possession) 制度に類似の、債務者の代表取締役を管理人といて選任する方針をたてました。回生会社の既存株主の株式消却に関してもより慎重な態度をとることで、企業が回生手続を利用しやすくなりました。

2008 年には、アメリカのリーマン・ブラザーズの破産により触発された世界経済危機で、韓国の経済も、全体ではないが、建設・海運などの一部の産業において不振企業の経営危機が発生し始めました。

韓国の政府は 2008 年の後半、主要債権金融機関に、45 個の大規模の企業群と

建設・海運・朝鮮などの危険な産業群の企業に対する不振企業評価を実施させて、A、B、C、D に等級を分け、その中で B、C の等級の企業に関しては債権者の金融機関が主導して弁済期を延長するなどの企業構造調整手続(Work-out)を行うことにしました。反面、D 等級の企業に関してはこれ以上の支援をしないで退出させました。

その結果、現在まで大規模の企業が倒産する事態が起きることなく、不振企業の大半は企業構造調整手続を通じて債権者の金融機関が管理しています。債権者の金融機関が Work-Out 手続を諦めた marginal 企業や、海外債権者が多いので国内の債権者だけを拘束する Work-Out 手続が適切ではない一部企業だけが回生手続を活用しています。

このような環境なので、最近の韓国の企業回生手続は、1 次的に債権金融機関の Work-Out 手続を利用して、その手続で回生することが不可能な場合に 2 次的・最終的に回生手続を利用する傾向になり、韓国裁判所の回生手続が大きく縮小しています。また、優良な企業が回生手続を利用しないことで、「回生会社 M&A」の実務もあまり活躍できない状況にあります。

最近行われた回生会社 M&A の中で一番大きかったのケースは SSANGYONG 自動車の回生会社 M&A で、このケースの場合、(1)既存の大株主が中国のシャンハイ自動車グループだったが、回生手続後は事実上経営に関与しなかった点と(2)債権者の中の大多数が海外の社債権者であったので国内金融機関主導の Work-Out 手続には向いていなかった事案です。SSANGYONG 自動車の回生会社 M&A は、約二年後、インドシアのマヒンドラグループに引受られることで終結されましたが、これも同じく新株発行の方式によって行われました。

3. 韓国の回生会社 M&A 実務に関わるいくつかの論点

ア. 回生手続と競争する Work-Out 手続の存在

最近の韓国の企業と債権者の金融機関は、裁判所で行われる回生手続より、裁判所外で企業構造調整促進法に従って金融機関の主導で行われる企業構造調整手続(Work-Out)の方を好んでいて、韓国の回生事件の実務は一種の危機に晒されていると思います。

企業が Work-out の方を好む理由は、対象企業が回生手続に入ると、当該不良債権の貸倒引当金の計上が必要になるが、Work-out 手続に入ると早い段階では貸倒引当金を計上する必要がないので、銀行の財務構造に有利な点と、裁判所の

回生手続では債権者金融機関の発言権がないが、Work-out 手続では債権者金融機関が回生手続においての裁判所のような全面的な主導権と意思決定権を持つことができる点などがあります。

しかし、Work-out 手続だけを過度に好むことで生じる問題点も少なくありません。企業構造調整手続では、事実上回生手続の回生計画とほぼ類似の債務再調整(debt rescheduling)が行われるが、これに対する適法性のコントロールが殆どできない状態で、主要な金融機関が恣意的な構造調整が行い、倒産法が求めている公正・衡平の原則が大きく侵害されている点が問題です。実際にも、いくつかの Work-out 手続において、債権額が少ない債権金融機関の利益が債権者金融機関の Drive によって無視されてしまい、企業構造調整促進法の手続だけでは回生手続のような権利救済ができないケースも現れています。

私としては、いくつかの問題点がありますが、それでも伝統的な倒産法の手続による企業回生の方が、企業構造調整手続より優れていて、法治主義原則にも符合すると思いました。したがって、企業構造調整手続が裁判所の回生手続より優れている点を回生手続に取り入れて、韓国の回生手続が、不振企業が当然に身を任せられるアメリカの Chapter11 のような制度になれるよう、画期的な改革が必要だと思えます。

そのためには、回生手続においての債権者や株主の自律性の保障、裁判所の後見的・主導的権限を弱化できる実質的な立法による改善、回生手続に入った企業の債権と Work-out 手続に入った企業の債権が財務会計上同じく待遇されるような立法的・実務的な改善などが切実に必要だと判断されます。

回生会社 M&A は、不振企業の既存株主に経営権喪失の危険を感じさせるという点から、「回生手続の活性化」の要請と齟齬する面があります。「回生手続に入れば、いつかは裁判所が M&A を通して経営権を変える」と認識されている状況で、どちらの手によっても回生の可能性が少ない会社の大株主がともかく、一時的な危機はあっても業績上、回生可能性が高いと思われる企業の大株主が、Work-out 手続ではなく回生手続を選ぶとは考え難いことです。それを考えれば、今の時期に韓国の破産裁判所が回生会社の M&A 実務を積極的に宣伝するのが適切なことなのか疑問が生じます。

イ. 回生会社 M&A の主体と利益考量的問題

過去、回生会社 M&A が積極的に行われた時期に、私が遂行した回生会社 M&A において、大株主と管財人の中で激しい論争が起きたことがあります。その回生会社は一次整理計画において、債権減免と DES が行われ、債務超過は免れました。

それで、株主と関係人集会の議決権が回復されたので、経営権の取得目的で50%以上の株を取得した大株主と破産裁判所および管財人との間で、回生会社M&Aの必要有無をめぐって激しい法的議論と争訟が起きました。

初めの頃、大株主は新たな資金投資もなしに経営権を取得し、回生会社の資産を売却して回生債務を弁済するという利己的な態度をとっており、裁判所と管財人は、これを許容すると企業の価値が著しく低下させると判断し、公開競争入札を通じて回生会社M&Aを行いました。当時、当該会社の残存回生債権は米貨3億5千万ドル程度で、最終的に決定された引受人の投資金額が新株引受金4億ドル、社債4億ドル、合計8億ドルあったので、既存の債務は全部弁済できる状況でした。そこで、大株主も回生債権を100%弁済できる資金の調達および回生会社に対する新株引受による投資を約束して、回生会社M&Aを行わないよう要請して来ましたが、結局M&Aによる第三者引受が決まりました。この事案は、債権者の立場から見れば、誰が会社を所有しても債権はすべて保証できる状況でしたが、「抽象的な企業そのもの」としては、財務構造の改善および運転資金の確保という側面から考えて、第三者引受の方が有利な状況でした。

当時のM&Aは、IMF危機により多くの企業が裁判所の「公的保護網」の中に入っていたので、裁判所の後見的な役割を極めるという面から正当化されていました。しかし、現在のような通常時にすべての企業に回生会社M&Aが必要であるとは思いません。

結局、個々の回生事件において、(i)回生会社M&Aを通じた経営権の変更が必要であるか、(ii)既存の株主の経営権維持ないし回復に対する期待が尊重されるべき事案か、(iii)完全債務超過の状態の会社であって、債権者を株主に代わる存在としてみるのが正当な場合ではないかなどを判断するため、どこを基準点にするかが重要な問題になります。

4. 結 論

1997年のIMF経済危機以降、韓国の倒産法は著しく発展しました。その中でも、回生会社M&Aの実務は、韓国の破産裁判所および破産弁護士らが誇らしく思う程の成果をあげました。また、韓国の倒産法の発展とその経験は、2008年のアメリカ発の世界経済危機においても、韓国が困難に陥ることなく、安定した対応ができた大きな要因であります。

しかし、韓国における大規模な倒産の経験により、法曹界だけでなく、政府や金融

界にも多くの倒産専門家が現れることになり、最近の韓国の倒産実務は「裁判所主導の倒産法体系」と「政府および金融機関主導の Work-Out 体系」がお互い競争する形状になっています。しかし、事実上、法律界はその主導権を失ったと評価されています。倒産手続においては、効率性と法治主義という二つの要素が求められていますが、法治主義が効率性に席を譲っているような状況を克服するためには、韓国の裁判所と倒産法界が回生手続の効率性をもっと強化する必要があるし、回生会社 M&A の実務もこのような時代の変化に合わせて新しい方向に進む必要があると思います。