

回生計画での企業価値

ジョン・ウォンヨル、全 元烈(弁護士、キム・ジャン法律事務所)

1. 序 論

過去に、会社整理法、和議法、破産法と分かれていた韓国の倒産法制は、2005年、債務者回生(再生)及び破産に関する法律(「債務者回生法」)に統合され、2006年4月1日から施行されている。債務者回生法は、再建型倒産手続である回生手続と清算型倒産手続である破産手続の両方を持ち、回生手続と破産手続は倒産企業の処理の目的が異なるが、倒産企業を回生手続を通し再建させるか、破産手続を通し再建させるかの判断は、倒産企業を維持するほうが良いのか、それとも即時清算させたほうが良いのかという判断が、最も重要な基準となる。

債務者回生法は「債務者の企業を継続させた場合の価値」と「債務者の企業を清算させた場合の価値」を比較し、回生手続と破産手続の中、どちらの手続を開始させるべきかを定めるよう定めているが、学問上、前者を「継続企業価値」後者を「清算価値」という。つまり、手続開始の時点で継続企業価値が判断されなければいけないことになる。また、継続企業価値が清算価値より大きい場合のみ回生手続が意義を持つので、債務者回生法は、継続企業価値が清算価値を下回る場合には、回生手続を中断や廃止することができるという規定を置いている。

回生手続開始後も、企業価値の判断は最も重大な論点である。回生手続上、回生計画を通し回生債権者及び回生担保権者が債務者会社に対し有する権利が再調整され、これを基に債務者の再建を図ることになるが、この回生計画の提出及び認可においても継続企業価値が清算価値を上回らなければいけないという原則は続いている。

以下では、①継続企業価値と清算価値について詳しく説明し、②特に現在、韓国の大法廷規則が定める企業価値評価方法、③回生計画の認可用件としての清算価値保障原則と、これに対する実務と、その批判を検討したい。

2. 継続企業価値と清算価値

(1) 継続企業価値と清算価値の意義

債権者の立場からして、継続企業価値が清算価値より小さければ、回生手続を開始または続ける必要が無いので、継続企業価値は再建型倒産手続を選択するか否かを定める重大な基準になり、また、回生計画は倒産会社の将来の収益を基に、継続企業価値の範囲内で利害関係人の権利調整がされるので、回生計画の

適法性を判断する重大な基準となる。

債務者回生法上で定義してはいないが、継続企業価値は、企業財産を解体・清算させること無くこれを基に企業活動が続ける場合の価値を意味し、清算価値とは、倒産企業を破産的清算を通し解体・消滅させた場合に、企業を構成する個別財産を分離し、処分した時の額を足した金額を意味する¹ ²。学問上の表現では、継続企業価値とは収益を創出する資産の集合及び営業を続ける企業としての継続的使用価値(value in continued use)と言い、清算価値は企業の資産を分解し処分するが、この為の適当な中古市場がない状態で非自発的に売却する場合の交換価値(value in exchange)と定義³することもある。

(2) 回生計画における企業価値

債務者回生法によると、裁判所は債務者会社の継続企業価値が清算価値を上回ると認めるとき、管理人等に債務者の存続、株式交換、株式移転、合併、分割、分割合併、新会社の設立または営業譲渡等による事業の継続を内容とする回生計画案の提出を命じなければならず(債務者回生法第 220 条第 1 項)、逆に清算価値が継続企業価値を上回ると認めるときは、管理人等の申請により清算(営業の全てまたは一部の譲渡、物的分割を含む)を内容とした回生計画案の作成を許可することができ(債務者回生法第 222 条第 1 項)、債務者の清算価値が継続企業価値を明らかに上回る場合は、回生手続の廃止決定をしなければならない(債務者回生法第 285 条)。つまり、債務者回生法は再建型倒産手続である回生手続が維持されるためには、継続企業価値が清算価値を上回ることを条件としている。

しかし、このような債務者回生法の態度に対する批判もある。特に、①清算価値、負債すべてが継続企業価値より若干大きい場合にも、債務者企業の個別財産があまりにも高価であるか特殊な目的のため製作されたものであり、買取先を見つけることが困難な場合「継続企業価値対比清算価値」という画一的な基準を持って、企業の存廃を決定するのではなく、利害関係者たちの判断と妥協の結果を尊重するほうが望ましいと言う批判、②継続企業価値は、確実でない未来予測を基準として算出されたものであり、主観的かつ不正確なものにならざるを得ないため、裁判所がこれを絶対的な基準として企業の存廃を決定するということは、私的団体である企業の自己決定権または経済活動の自由に対する重大な侵害となる

¹ 回生事件の処理に関する規則 第 9 条

² 大法廷 2007. 10. 11. 2007 마 919 決定, 2005. 11. 14 자 2004 그 31 決定等

³ 倒産手続における財産及び企業価値の評価、ユンナンゲン、コリョ法学 56 号(2010 年)、8 面、9 面

ため、清算価値が継続企業価値を上回るという点は、債権者等の利害関係者が回生計画案の可決するか否かを判断する参考資料とすれば十分であるという批判は、注目すべきである。⁴

(3) 継続企業価値の算定方法および韓国の実務

継続企業価値の算定には様々な方法がある。割引配当法(dividend discount model)、DCF 型(discounted cash flow)、残余利益法(residual income valuation model)、EVA 法(economic value added model)、類似企業分析法、類似取引分析法等がある。

上記の内、いずれか一つが必ず他の方法より優れているもしくは性格であるとは断定し難い。韓国の大法廷が定める継続企業価値の算出方法は以下のとおりである。

<回生事件の処理に関する規則(재민 2006-5)>

第 9 条(清算価値と継続企業価値の算定)

- ① [債務者回生及び破産に関する]法律第 220 条第 1 項、第 222 条第 1 項、第 285 条、第 286 条第 2 項等で規定する、債務者が事業を清算する時の価値は、債務者が清算を通し解体・消滅する場合、企業を構成する個別財産と分離し処分した時の価格を足した金額とし、清算貸借対照表上の個別財産の価格を基準とし清算する。ただし、有形固定資産は裁判所の不動産入札手続の平均落札率を適用し、割引した価格を基準とし算定する。
- ② [債務者回生及び破産に関する]法律第 220 条第 1 項、第 222 条第 1 項、第 285 条、第 286 条第 2 項等で規定する、債務者が事業を継続する時の価値は、債務者が財産を解体・消滅させることなく、これを基に企業活動を継続する場合の価値とし、企業の将来の収益の流れを現在価値で割引するキャッシュフロー法により算定する。

つまり、韓国の裁判所は継続企業価値の評価方法に関し実務上、企業の将来の収益の流れを現在価値で割引する DCF 法⁵により算定するよう定めている。

⁴ ユンナングン、上記、41 面

⁵ DCF 法を更に分類すると、純原価法と内部収益率法に分けることができるが、一般的に DCF 法という時は純原価法を示す場合が多い。企業が営業活動を通し創出する純キャッシュフロー(Free Cash Flow, FCF)を使い企業の価値を評価する方法として、将来の純キャッシュフローの累積合計の現価を算定し、企業価値を評価する方法である(朴ゾンシク・朴ゾンウォン・趙ゼホ、現代財務関係(第 7 版)、ダサン出版社、118 頁以下；金グォンゾン・金ムンリョル。財務諸表の分析と価値評価(第 3 版)、チャンミンサ(2008 年)、254 頁)。

DCF 法について詳しく説明する。DCF 法は、企業が「営業活動」を通し創出する純現金の流れ(free cash flow, FCF)を利用し企業の価値を評価する方法である。したがって、DCF 法を適用するためには、まず企業のキャッシュフローを把握する必要がある。企業のキャッシュフローはその流れの順序からすると、〈営業活動のキャッシュフロー〉⇒〈投資活動のキャッシュフロー〉⇒〈財務活動のキャッシュフロー〉の三段階に分けることができる。

営業活動のキャッシュフローとは、企業の正常かつ主な経済活動からくるキャッシュフローを意味する。つまり、売上、貸貨等の営業活動による現金のキャッシュフローから、営業費用、すなわち売上げた商品の資材の代金、従業員の給与、広告費、法人税等を差引いた純流入額(net inflow)を示す。

投資活動キャッシュフローとは、営業のための投資と関係のある金額、すなわち固定資産の購入や処分に関するキャッシュフローを意味する。営業への投資は、営業運転資本投資と営業固定資産投資で構成される。企業が営業活動キャッシュフローの一部を切り離し資産を買入れれば、それに費やされたキャッシュは投資活動キャッシュフローとなる。逆に、固定財産を処分した代金は純流出となるため、この金額は投資活動キャッシュフローでマイナス(-)として表記する。

財務活動キャッシュフローとは、負債の借入れや新株の発行、または負債の償還、配当金の支給等、企業の資金調達と関係するキャッシュフローである。これは営業活動キャッシュフローの内、投資活動キャッシュフローに流入され残った残額であり、他人資本投資者に対する純支給(利子+金融負債償還-新規差入)と、自己資本投資者に対する純支給(配当+自己株式の取得-有償増資納入)等で消尽されたものを表す。

営業活動により利益が生じれば、その一部が営業の投資に使われ、それ以外が負債の返済、配当等に使われる。継続企業の観点からすると、投資活動キャッシュフローは企業の維持・発展のため必要な費用であるため、結局、企業の純キャッシュフロー(FCF)は、営業活動キャッシュフローから投資活動キャッシュフローを差引いたキャッシュフロー、つまり財務活動キャッシュフローと一致する。この様にみると、企業の純キャッシュフロー(FCF)は当該企業が投資をしながら、利子と負債を支払う能力があるのか評価する尺度となる。したがって、プラス(+)¹の純キャッシュフロー(FCF)を出している企業は外部資金に頼らずにすむが、マイナス(-)の純キャッシュフロー(FCF)を出している企業は借入をしなくてはならない。純キャッシュフロー(FCF)が継続企業価値を評価する基準となる理由がここにある。

しかし、継続企業価値を DCF 法を通し算定するよう定めている、上記のような韓国の大法廷の基準は批判を受けている⁶。つまり、企業価値評価はそれ自体が、独自の学問的領域があり、継続企業価値を評価する方法も様々な評価法が開発されているにもかかわらず、その中でも特定の評価法のみを適用するよう大法廷の規則で定めるのは、法的・理論的根拠が薄弱であるという。そのみならず、DCF 法が他の評価法に比べ必ずしも優れていると言えず、評価者の主観により評価の結果が大きく異なることもある点が、批判の理由となっている。更に、裁判所が回生手続きを開始するとき、調査委員に調査を命じる⁷事項の中に、継続企業価値と清算価値が含まれるため⁸、結局、裁判所は回生手続開始当時を基準とし継続企業価値を評価するよう定めていることになるが、回生手続開始当事と改正手続が続いている時、更に回生計画による権利変動があった時は、継続企業価値を算定する評価要素に変動が生じるため、回生計画案の遂行可能性および利害関係人間の公平という観点から、回生計画案を作成する際に評価するほうが望ましいという批判もある。

3. 清算価値保障の原則

(1) 清算価値保障の原則の意義

回生計画は利害関係人集会で法定の要件(回生担保権者組の 3/4 以上の同意、回生債権者の 2/3 以上の同意、改正手続開始時に資産超過であった場合は、株主組の 1/2 以上の同意)を備えれば可決となる。そして、裁判所が回生計画を認可するためには、利害関係人集会で可決するという要件以外にも、債務者回生法で定める様々な要件を備えなければならない。その要件には「回生計画による返済方法が債務者の事業を清算させた際、各債権者に返済されるものより不利にならないよう返済させる内容であること」という、所為、清算価値保障の原則が含まれる(債務者回生法 第 243 条 第 1 項 第 4 号)⁹。

⁶ ユンナンゲン、上記、35 面

⁷ 債務者回生法第 87 条、第 90 条

⁸ 回生事件の処理に関する規則第 7 条第 1 号

⁹ 第 243 条(回生計画認可の要件)

① 裁判所は次の要件を備えている場合のみ、回生計画認可の決定することができる。

1. 回生手続または回生計画が法律の規定に適合すること
2. 回生計画が公正かつ衡平であり、遂行可能であること
3. 回生計画の決議を誠実・公正な方法によって行ったこと

債務者回生法が導入される前、会社整理法の時代に、法はこの様な清算価値保障の原則を明文として定めておらず、当時、大法廷は「整理担保権者が会社整理手続で整理計画により返済された金額は、少なくとも整理会社が会社整理手続を経ずにすぐさま清算された場合より大きくなってはいけない、という主張は独断的な見解に過ぎず、採用できない」と、判決を下した例¹⁰があるが、債務者回生法が導入されてからは、このような判決は維持できないものであると考えられる¹¹。

(2) 回生計画案の強制認可時の清算価値保障の原則

清算価値保障の原則は、利害関係人が清算型倒産手続である破産手続きによらず、再建型倒産手続である回生手続を選択させる根拠となり、債権者の個別の同意を前提としない権利変更が強制的に行われる回生手続の正当性を維持する最低限の要件となる、と言える。一方、過去の会社整理法はもちろん現在の債務者回生法も、一部の組で回生計画案が否決となった場合にも、裁判所は権利保護条項を定め回生計画案を強制的に認可することができるが(債務者回生法第 244 条)、回生計画案が清算価値保障の原則を遵守していない回生計画案を裁判所が強制認可することは違法である、と言える。過去の会社整理法時代にも大法廷は、「整理計画案が一部の組で法定多数の同意を得られなかったにもかかわらず、裁判所の職権を持って整理計画案を認可するにあたり、整理計画案に不同意した組に属する権利者に対し定める会社整理法第 234 条第 1 項各号の権利保護条項は権利の

-
4. 回生計画による返済方法が債務者事業を清算させた際、各債権者に返済されるものより不利にならないよう返済させる内容であること。ただし、債権者が同意した場合はその限りでない。
 5. 合併または分割合併を内容とする回生計画については、他の会社の株主総会または社員総会の合併契約書または分割合併契約書の承認決議があったこと。ただし、その会社が株主総会または社員総会の承認決議を要しない場合はその限りでない。
 6. 回生計画で行政庁の許可・認可・免許その他の処分を要する事項が、第 226 条第 2 項の規定による行政庁の意見と重要な点において差異がないこと
 7. 株式の包括的交換を内容とする回生計画に関しては、他の会社の株主総会の株式の包括的交換契約書の承認決議があること。ただし、その会社が「商法」第 360 条の 9(簡易株式交換)および第 360 条の 10(小規模株式交換)の規定により株式の包括的交換をする場合は、その限りでない。
- ② 回生計画の認可の決定に至るまでの手続が法律の規定に反する場合にも、その違反の程度、債務者の現状その他すべての事情を考慮し、回生計画を認可しないことが適当でないと認められる時は、裁判所は回生計画認可の決定をすることができる。

¹⁰ 大法廷 2000. 1. 5. 99 コ 35 決定

¹¹ 清算価値保障の原則が明文として規定されていなかった、旧会社整理法でも、上の判例は批判され、整理計画認可の要件として「計画が公正・衡平で遂行可能であること」(会社整理法 第 233 条第 1 項 第 2 号)を根拠とし、清算価値保障の原則が求められるという見解もあった(オスグウン、清算価値を下回る整理計画案の可否、民事判例研究 23 号(2000)、595 面)。

実質的な価値を保障するためのものであり、財産権の本質的な内容を害するのを防ぐため、最低限、権利者が会社財産に対し有する清算価値が保障されなければならず、この時、清算価値は該当企業が破産的清算を通し解体消滅する場合に企業を構成する個別財産を分離し処分した時を想定した処分金額を意味する」と、判決を下し¹²、強制認可の要件として清算価値保障の原則を認めていた。

このような強制認可時、裁判所は所為、権利保護条項を定めることになるが、その方法は大きく 4 つがあるが、その一つが、「裁判所が定める、その権利の公正な取引価格を権利者に支給する方法」である(債務者回生法第 244 条第 1 項第 3 号)¹³。これに対し、上記の「公正な価格」を清算価値と認識すれば、一般的な回生計画の認可要件と差異がないという点、および回生計画案は清算価値と継続企業価値の差異、すなわち継続企業の譲与価値を債権者と株主間でどのように分配するかを定めるものであるのに、強制認可をするときは、このような分配方法に対し、利害関係者の間で合意に達することができなかった場合(つまり、利害関係人集会で同意しなかった組がある場合)であるため、反対した組に対し、清算価値に継続企業の剰余価値を上乗せして分配しなければならないのに、それを行わずに強制認可できると見なすのは、反対した組が存在すると言う事実を無視するものである、という批判がある¹⁴。また、担保負債権額が担保権の目的額を超える場合、その価格の範囲内で回生担保権として認められる、と定めた債務者回生法第 141 条第 4 項に対しては、その価格を市場価値として解釈しながらも、権利保護条項においては清算価値として解釈するのは、論理的に一貫性が無く、この場合も市場価値(fair market value)を意味するものとするべきである、という批判もある¹⁵。

¹² 大法廷 2005. 11. 14. 2004 コ 31

¹³ 債務者回生法第 244 条(同意しない組がある場合の認可)が定める 4 つの方法は以下のとおりである。

1. 回生担保権者に関し、その担保権の目的である財産をその権利が存続するようにしながら、新会社に移転するか、他人に譲渡するか、債務者に留保する方法
2. 回生担保権者に関して、その権利の目的である財産を、回生債権者に関してはその債権の返済に充当される債務者の財産を、株主・持分権者に関しては残余財産の分配に充当される債務者の財産を、裁判者が定める公正な取引価格(担保権の目的である財産に関しては、その権利による負担がないものと評価する)以上の価格で売却し、その売却代金から売却費用を差引いた残金で返済するか供託する方法
3. 裁判所が定める、その権利の公正な取引価格を権利者に支給する方法
4. その他の第 1 号から第三号の方法に準ずる、公正かつ衡平な権利者を保護する方法

¹⁴ オスグワン、清算価値保障の原則、民事判例研究 29 号(2007)、19 面

¹⁵ ユンナンゲン、上記、10 面

4. 結 語

倒産企業を再建するか、それとも清算するかは当該企業はもちろん、債権者、株主などたくさんの人々の利害関係と繋がっている。そのため、再建型・生産型倒産手続を選択するにおいて、その基準となる倒産企業の企業価値を公平・妥当に算定する作業は、倒産手続において核心的な意味を持つ。

韓国の大法廷が規則で、継続企業価値の評価は DCF 法によらなければならないと定めていることが妥当であるかは疑問である。つまり、大法廷規則でこのように一つの方法のみを定めておくのは、法的安全性と予測可能性の面からすると合理的にも思えるが、全てのケースで DCF 法が、より優れた方法であると断定できないため、状況によって第一審裁判所や調査委員が他の方法を選択できるよう、上記規則を柔軟に改正する必要があると思われる。具体的にどのような規則条文が適切であるかは、今後研究すべき課題である。

また、現在の回生手続上、継続企業価値が回生手続開始直後に判定され、その判定結果が事実上、手続全体を支配する継続企業価値となる傾向があるが、手続開始時点より、回生計画案作成を基準として継続企業価値が評価されるように制度を改善する必要がある。