

**韓国の企業再生手続での DIP financing**  
**(DIP Financing in Korean Business Rehabilitation Procedure)**

June Young Chung、鄭 峻永 (Judge, Seoul Central District Court)

**I. 序 論**

2011 年、大型建設会社であるサムブ土建の回生(再生)手続申立および取下げ過程は債務者改正及び破産に関する法律(以下、統合倒産法)の第 2 編、回生手続での DIP Financing の問題を逆説的に表すものであった。

国内順位 34 位の大型建設会社であるサムブ土建はプロジェクトファイナンス(PF)を通じた、ホンイン(獻仁)村住宅建設事業の施工会社であったが、事業が難航し経営難に陥ったため、2011 年 4 月 12 日、企業回生手続を申立てた。その後、回生手続開始の延長を受け、貸主団との協議を通じて、子会社所有のルネサンスホテルを追加担保として提供、7,500 億ウォンの貸出しを受け、2011 年 6 月 28 日に、回生手続申立てを取下げた。マスコミによると、貸付金 7,500 億ウォンは、ほとんど既存のプロジェクトファイナンスの貸付金、社債、企業手形債務返済などに使われ、運転資金としては 200-300 億ウォン程度しか残ってないと言う<sup>1</sup>。

他方、同じホンイン(獻仁)村住宅建設事業の共同施工会社であり、国内順位 35 位の建設会社である東洋(ドンヤン)建設産業もまた、事業の悪化により経営難に陥り、サムブ土建が回生申請した三日後である 2011 年 4 月 15 日に回生手続の申立てをし、その間に貸主団と協議を試みたものの、担保余力の不足により運転資金について貸付を受けることができず、2011 年 7 月 12 日、回生手続が開始された。

このような過程は、以下のような点で DIP financing に関し意味を持つ。第一に、大規模企業の倒産手続での DIP financing の重要性を知ることができたが、サムブ土建は運転資金の不足により回生手続の申立てをするも運転資金調達に成功し、回生計画を取下げた点から、運営資金の調達、つまり DIP financing がいかに重要であるかが分かる。第二に、倒産企業が大規模 DIP financing を得るためには、担保余力がなければならないだけでなく、新規貸出金の一部を既存債務返済に使う、いわゆる roll-up の手法の必要性が分かる。

---

<sup>1</sup> <http://www.mt.co.kr/view/mtview.php?type=1&no=2011053111156061659&outlink=1>(マネートゥデイ 2011.5.31.)

## II. DIP financing の意義

企業には失敗もある<sup>2</sup>。失敗した企業の残存価値を債権者が分配し、清算するのが原則的な倒産企業の処理である。

この様な清算手続きの代わりに、倒産企業が事業を続けながら継続企業価値を債権者に分配する企業回生制度は、19 世紀末、米国の鉄道会社に対する equity receivership 手続から創造的に生まれたものと言える。しかし、当時 equity receivership を通し、倒産した鉄道会社を再建することができたのは、receiver's certificate を通した運営資金の調達が可能であったためである。この様に、運営資金を調達し、事業を続けながら企業再建を図る equity receivership は、その後、連邦倒産法 11 章の企業再建手続 (business reorganization) へと発展し、receiver's certificate 制度は DIP financing 制度へとつながった。

企業の運転資金は血のようなものである。運転資金がなければ、勤労者の賃金や、協力業者の部品代金を支払うことができず、事業を続けることができない。倒産企業もまた、事業を続けるためには運転資金が必要となるが、通常、倒産企業の場合、運転資金が枯渇しているため、その緊急な調達、つまり輸血とも言える DIP financing が必要である。倒産企業がすぐに DIP financing を受けることができなければ、迅速な売却 (quick sale) か清算 (liquidation) を選択するしかない。

実際に、米国での研究結果、再建手続初期に DIP loan を得た場合、企業再建の失敗率 (再建手続が棄却されるか、清算手続である連邦倒産法 chapter 7 の手続に履行される比率) が低くなるという現象をうかがうことができるが、これは DIP lender が再建可能性のある企業を選別し、DIP loan を提供しているということを表すものでもある。米国の場合、DIP loan は企業再建手続の成功を左右する重要な要素であるのみならず、金融機関の立場からすると安定的な収益を得ることができる金融商品でもある。しかし、2008 年の米国金融危機以後、信用規制のため DIP loan 市場も萎縮し、DIP loan を得るのが難しく、その貸出条件も債務者に不利になっているという。

しかし、韓国での企業再生の場合、米国での様な大規模な DIP loan は行われず、金融機関もまた、DIP loan を収益性のある金融商品としてみていない。韓国の場合、立法や実務で DIP loan に対し担保権に優先する保障をしておらず、1997 年の金融危機以降、不実な金融機関の倒産により金融業界で回生企業に対する DIP loan 商品を開発することさえもできない状態であるといえる。

そうだとすると、DIP financing は韓国の企業回生手続にも必要なものなのだろうか。必要だとすると、DIP financing を活性化させる方法とはどのようなものであるか。米国での DIP financing 実務と比較し、示唆を受ける点を検討する。

---

<sup>2</sup> Elizabeth Warren, Chapter 11: Reorganizing American Businesses (Aspen Publishers, 2008), 1

### Ⅲ. 米国の企業再建手続きと DIP financing

#### 1. 一般論

倒産企業の資金調達には、手続初期および手続中の資金調達(DIP financing)と手続終結時の資金調達(exit loan)があり、手続初期および手続中の資金調達(DIP financing)は新規資金貸出(DIP loan)と現金担保物の利用(use of cash collateral)がある。

→ DIP financing (DIP loan / use of cash collateral)

→ exit loan

現金担保物は、倒産財団やほかの者が権利を持つ現金や売掛金、受取手形、預金等、現金と同視することができるものを言う。倒産企業は、申立の直前まで資金を使用するため、倒産申請後に現金を多額に有している場合は稀である。現金等価物を有しない倒産企業が、倒産申請後、新規資金貸出を受けることができなければ、運転資金の枯渇により事業を続けることは難しく、清算へと追い立てられることになる。

倒産手続初期の DIP loan は、再建計画認可後、再建手続から抜け出すための exit loan に取り替えられる。一般的に、DIP lender が exit loan lender となるが、他の新しい金融機関が exit loan lender となる場合もある。再建計画認可後の exit loan は、正常時の与信のように安定的であるため、貸出条件も DIP loan より債務者会社に有利になるという。

#### 2. 企業再建手続の変化の過程と DIP financing

##### ア. 19 世紀末～20 世紀初頭: Equity Receivership<sup>3</sup>

倒産企業が清算する代わりに、事業を続けながら返済計画を立てるという方法は、19 世紀末、米国の鉄道会社倒産事件で革新的に生まれた equity receivership 制度として、こんにちの米国連邦倒産法 11 章、企業再建制度の母胎になった。

この制度の基本的な仕組みは、手続申立てがあれば、裁判所は管理人(receiver)を選任し債権者の個別的な執行を禁止し、企業財産の執行手続(foreclosure)を進めるというものである。執行手続での資産の売却は数ヶ月から数年間、延期され、その間、当事者は再建計画(reorganization plan)の内容

---

<sup>3</sup> Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1908~1913

について協商したという。

その過程で投資銀行の J. P. Morgan は、社債権者委員会や株主委員会を構成し、債権や株を預かり、協議を主導した。協議の目的は、利子率の引下げや返済期限の延長等を通し債務を減少させ、鉄道会社の資本構成を再調整することであった。社債権者委員会や株主委員会が再建計画に同意したことによって、個別の委員会は再建委員会(Reorganization Committee)と呼ばれる単一の上位委員会に統合され、その再建委員会が財産売却手続で、現金に代わって預かった債権の額面価格で入札に参加し、鉄道会社の財産を買収したため、誰も競争入札に参加しなかったと言う。再建委員会は買取った鉄道会社の財産を、すぐに、新しく設立したペーパーカンパニー(shell corporation)へ移し、その新設会社の株式や債権証券が再建計画により従来の債権者に分配された。

しかし、この様な過程の間、鉄道会社の事業を続ける必要性があったため、管理人は裁判所の許可を受け、担保権にも優先する最優先返済を保障する receiver's certificate を発行し、運営資金を調達し、倒産申請の 6 ヶ月以内の商取引債権の返済をしながら、従来の経営陣が事業を続けられるようにした。

この様な equity receivership は、当初鉄道会社の再建事件に適用されたのが、19 世紀末から 20 世紀に入り、次第に一般会社にも適用されるようになった。この制度は、現在の倒産法第 11 章、企業再建手続と基本的な仕組みと似ており、特に当時の receiver's certificate 制度は、現在の米国企業再建実務上、もっとも重要な制度である DIP financing と同じ機能を持っていると言える。

#### イ. 1938 年～1978 年: いわゆる Chandler Act of 19384

1938 年改正倒産法は、当時ニューディール時代の企業に対する不信を反映し、大規模な企業の場合、企業再建手続があれば Chapter X により既存経営者の経営権を剥奪し、第三者管財人(court-appointed trustee)を選任し再建手続を進め、証券取引委員会(Securities and Exchange Commission; SEC)が監視するよう定めた。

この様な Chapter X はイェール大法学部の教授で、後に SEC 委員長および連邦大法官となった William Douglas が主に立案したのだが、施行後、大規模な企業再建事件は、1938 年、500 件から 1944 年、100 件へと急減したという。

#### ウ. 1978 年～1980 年代: Debtor in Control

1978 年、改正倒産法は既存の経営者管理(debtor-in-possession; DIP)制度へ

---

<sup>4</sup> Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1913~1914

と政策を転換した。DIP 制度は、企業経営のノウハウのある既存の経営陣に企業再建手続の責任を持たせる制度で、新しい経営陣を取り入れるより既存の経営陣を活用するほうが効率的であるという判断を根拠とするものである。

企業再建制度は企業継続価値(going concern value)を維持するためのものであり、この目的のため、債権者の個別の執行を禁止し、債務者が経営陣に再建計画案を提示させ債権者と協商する機会を与えた。つまり、企業再建制度は債権者からの救済(relief from creditors)と債務者の息をつく機会(breathing spell)を与える手続として見られた。

同時に DIP に対応する中心的な役割および DIP の監督者(watchdog)役として、債権者委員会(creditors' committee)の機能と権限が強化された。債権者委員会の存在は再生手続の成功の鍵となるという。債権者委員会の機能と権限は、倒産法 1103 条(c)<sup>5</sup>および 1109 条(b)<sup>6</sup>で定めている。

しかし、1978 年改正倒産法の施行以後、初期の段階であるこの時期には、債権者委員会がうまく機能しなかったという。債権者委員会は債務者の調査、監督、再建計画案提出等、改正倒産法が与えた権限を行使せず、そのため債務者は引き続き企業債権手続を主導し、企業支配権を失わなかったようだ。<sup>7</sup>

しかし、この様に債権者の監督なしに DIP が主導する企業再建手続の場合、手続が遅れ、その間に企業価値が毀損されるという問題が発生した。例えば、

---

<sup>5</sup> 米国倒産法 1103 条

- (c) A committee appointed under section 1102 of this title may -
- (1) consult with the trustee or debtor in possession concerning the administration of the case;
  - (2) investigate the acts, conduct, assets, liabilities, and financial condition of the debtor, the operation of the debtor's business and the desirability of the continuance of such business, and any other matter relevant to the case or to the formulation of a plan;
  - (3) participate in the formulation of a plan, advise those represented by such committee of such committee's determinations as to any plan formulated, and collect and file with the court acceptances or rejections of a plan;
  - (4) request the appointment of a trustee or examiner under section 1104 of this title; and
  - (5) perform such other services as are in the interest of those represented.

<sup>6</sup> 米国倒産法 1109 条

- (b) A party in interest, including the debtor, the trustee, a creditors' committee, an equity security holders' committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee, may raise and may appear and be heard on any issue in a case under this chapter.

<sup>7</sup> LoPucki, The Debtor in Full Control - Systems Failure Under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?, 57 Am. Bankr. L. J. 247 (1983), 272

Eastern Airlines 事件で破産裁判所の裁判官は、債務者会社が内部崩壊しかけているという債権者の主張にもかかわらず、数年に掛けて手続を進め、結局、Eastern Airlines は債権者が受け入れる計画案を提出することなく崩壊したという。そして、LTV 事件は実に 7 年も続いたという。

## エ. 1990 年代以降、最近の変化: Creditors in Control

### (1) DIP financing と金融機関の影響力の拡大

企業再建申請後、債務者が DIP financing の許可を裁判所から得ると、連邦倒産法第 364 条の規定により、DIP lender は、新規貸出金につき優先返済権または担保権者より優先する最優先担保権 (priming lien) を確保することになる。これにより、再建手続が失敗しても、DIP lender は DIP loan をその貸出約定により、最優先に再建企業の財産から回収することができる。再建手続が成功すれば、DIP loan は exit loan に入れ替わる。

企業再建手続初期の DIP financing の成功は、企業再建手続成功の鍵となるだけでなく、金融機関からしても DIP loan は、ほぼ不履行のない安定した投資であるといえる。ムーディーズ信用評価会社の 2008 年 10 月の報告書<sup>8</sup>によると、1988 年から 2008 年まで、大規模な企業の DIP loan の 297 件中、不履行されたのはたった 2 件で、不履行率は 0.5% に過ぎず、不履行となった 2 件のうち 1 件のみが全額返済にならなかったという。このように、安定的で高収益を保障する DIP loan を提供する金融機関を line-up させ協商し、もっとも有利な条件の金融機関から DIP loan を受けたと言う。

再建企業の全てが DIP financing を得るわけではない。しかし、大規模な企業の場合、DIP financing を得る比率が増加し続けており、その比率は 1988 年 7.41% から 1996 年 48.21% に増加<sup>9</sup>、1990 年代中盤以降は、ほとんどの大規模な再建企業が再建手続初期に DIP financing に頼るようになったという。

DIP lender は、再建手続を申請する裁判所を決めるだけでなく、貸出約定を通し再建手続の方向性に大きな影響を与える。この様な影響力の行使方法は様々であるが、再建企業に CRO (Chief Restructuring Officer) を採用させたり、資産を売却または迅速なリストラクチャリングをさせること等が含まれる<sup>10</sup>。それにより、DIP financing は再建手続でもっとも重要な企

---

<sup>8</sup> Moody's Investors Service, Moody's Comments On Debtor-In-Possession Lending (2008/10)

<sup>9</sup> Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906

<sup>10</sup> Ayotte & Skeel, An Efficiency-Based Explanation for Current Corporate Reorganization Practice, 73 U. Chi. L. Rev. 425 (2006), 456~457

業支配の手段となった。United Airlines 事件の場合、DIP financing を提供した貸主団は、労働組合が大幅な貸金削減を認めるよう債務者会社に圧力を行使した。

また、高級おもちゃ会社である FAO Schwarz 事件の場合、DIP financing を提供した貸主団は、債務者会社が2ヶ月以内に再建手続を完了させるか資産を売却するようにし、それができない場合、営業を閉鎖させると言ったという<sup>11</sup>。

## (2) 資産の迅速な売却

最近、21世紀に入り、DIP financing を通し企業支配権を握った債権者が企業再建手続初期に連邦倒産法 363 条により債務者会社の重要資産を即時、売却する迅速な企業リストラクチャリングを進める事例が増えている。

資産の即時売却許可申請で、債務者会社の資産を「解けかけている氷 (melting ice cubes)」と比喻し、切迫感 (No Time to Spare) を強調したが、破産裁判所の裁判官は、資産売却許可を決定するのに、他の要素について考える余裕は無い、という。この様な資産の即時売却事例として、Lehman Brothers (申請後、4 日で売却許可)、Chrysler.GM (数週間うちに売却許可) 等を挙げられる。

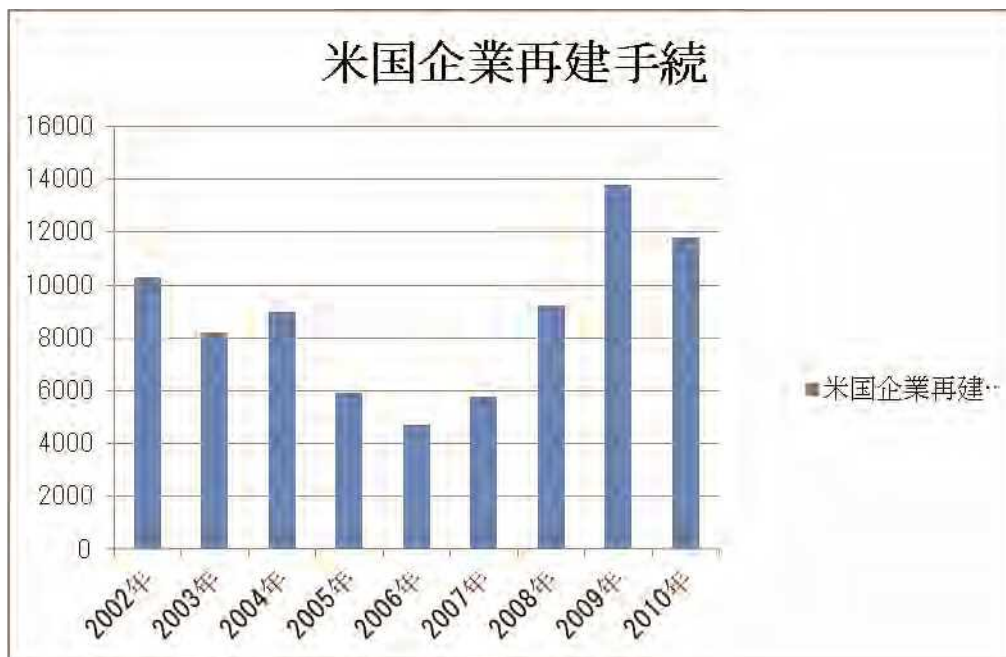
## (3) 政府が主導し、企業再建計画を活用

米国連邦政府は、「大きすぎてつぶせない (too big to fail)」という理論に則り、救済金融 (bailout) を通し大規模な企業の倒産を防ぐ事が多い (最近では、大規模な金融会社である Bear Sterns, AIG, Citibank)。この様な、政府救済金融に対しては、不実な経営の責任を納税者に押し付けるという理由で批判する見解も少なくない。

しかし、2009 年大規模な自動車製造会社である Chrysler や GM の企業再建手続でも伺えるように、連邦政府が DIP Lender でかつ企業支配権をもつ債権者として、企業再建手続を活用し、迅速な売却を主導した。この様に、迅速な売却を通じた企業再建手続を進めた GM は、2010 年 4 月に米国連邦政府およびカナダ輸出開発公社に対する債務、\$5,800,000,000 を全額弁済し、同年 11 月に株式再上場に成功し、クライスラーは 2011 年 5 月に米国およびカナダ政府に対する債務、\$7,700,000,000 を全額弁済したという。

---

<sup>11</sup> Skeel, The Past, Present and Future of Debtor-In-Possession Financing, 25 Cardozo L. Rev. 1905 (2004), 1906



### 3. 最近の DIP financing の縮小現象による変化

#### ア. DIP lender の変化

主要な DIP lender の内、Lehman Brothers が 2008 年 9 月 15 日に、倒産の申立てをし、GE Capital はこれ以上 DIP loan を提供しないと宣言し、DIP loan 市場は閉塞しはじめた。それにより、DIP loan を得ることが難しくなり DIP loan を提供していた金融機関の数も 30 個以上から 5~6 個に減ったという<sup>12</sup>。このような状況の中、伝統的な DIP lender の代わりに投資ファンドやヘッジファンド (equity and hedge fund)、地域金融機関、政府等が新しい DIP lender となりうるという<sup>13</sup>。

#### イ. 既存の担保債権者からの DIP financing (roll-up)

金融市場崩壊後、新規の金融機関による DIP financing は減り、既存の担保債権者が既存の担保債権の一部弁済と新規資金を貸出す roll-up をもって、DIP lender となるケースが増えている。

DIP financing を受ける金融機関を見つけることができなかった場合、既存の債権者から DIP financing を受けるしかないが、cross-collateralization(新規貸出しをしながらか提供された担保を、既存の無担保債権の担保にもする方法)

<sup>12</sup> Morabito, Debtor-In-Possession and Exit Financing in Today's Market, 2010 WL 556191 (2010), 2

<sup>13</sup> Martin, et al, Freefalling with a Parachute that may not Open: Debtor-In-Possession Financing in the wake of the Great Recession, 63 U. Miami L. Rev. 1205 (2009), 1205-1206



は、無担保債権者を不当に有利にするものであり許容できないため<sup>14</sup>、roll-up(既存の担保債権者が、その担保債権の一部を弁済すると同時に新規資金を貸出)方式を使うことになる。roll-up の場合、既存担保債権の弁済額と新規資金額の比率は、通常 1:1 程度であるという。金融市場崩壊以後、2009 年 11 月 15 日まで行われた DIP financing の 56.5%が新規資金であり、他は既存担保債権の弁済であると言う(連邦政府が担保債権者である GM や Chrysler は除外)<sup>15</sup>。このような roll-up により、既存の債権金融機関は倒産手続に縛られることによるエクスポージャー(exposure)を減らし、債務者企業の将来にさらに大きな影響力を持つことになるという。

roll-up された既存の担保債権は、弁済されることによって、共益債権となり、再建手続の中で権利の減免ができなくなるので、roll-up の事前にこのような点を慎重に考えなければならない。

最近の DIP loan のうち、roll-up の事例を見てみると、Circuit City (\$1,100,000,000 の DIP loan 中、\$898,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Lyondell Chemical Co. (\$8,000,000,000 の DIP loan 中、\$3,250,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Blockbuster Inc. (\$250,000,000 の DIP loan 中、\$125,000,000 は既存担保債権者への弁済)、Landsource Communities Dev. LLC (\$1,185,000,000 の DIP loan 中、\$1,050,000,000 は既存担保債権者への弁済)等がある。

しかし、roll-up の場合、既存の担保債権へ弁済する分を除外し、新規資金のみを見るとかなり高率の利子を負担している。つまり、Lyondell Chemical Co. 事件では債務者が、約 \$8,000,000,000 の貸出しを受けたが、そのうち約 \$3,250,000,000 は既存の担保債権への弁済であった。この DIP loan 全体に対する収益は、約 20%(13%の利子と 7%の手数料)であるが、新規資金 \$4,750,000,000 のみを見ると、実質的な利子率は約 33%となる。また、後に取り上げる Circuit City の件の場合、新規資金のみの実質的な利子率は 41%にも及ぶ<sup>16</sup>。

#### ウ. DIP loan 約定内容の変化と、迅速売却、清算

DIP loan 市場が萎縮するにより、DIP loan を得ることが難しくなり DIP loan の条件も不利になっているという(高い利子率、貸与期間の短期化)。そして、

<sup>14</sup> cross-collateralization 에 관하여는 임치용, “DIP financing - 한국과 미국의 비교”, 과산법연구 3, 박영사(2010), 203

<sup>15</sup> Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 317~318

<sup>16</sup> Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28-29, 2011

DIP lender は貸出約定をもって再建手続に主導的な位置で関与することになるが、貸出約定により、ほとんどの資産は早期売却、各種取引および再建計画による DIP lender の承認、経営陣の交代等を要求するようになる。

具体的な事例は、米国連邦政府は DIP lender として、GM、Chrysler の企業再建事件で、主要資産を数週間で新設会社(New Company)に売却し、事業を続けさせ、残存会社(Old Company)は清算手続を進めるようにした。

Circuit City 事件は、DIP lender が短期間に再建する機会を与え、失敗した場合資産売却と清算を要求した事例である。Circuit City は、2008 年 11 月 10 日、チャプター11 手続を申請し、裁判所から DIP loan として 12 ヶ月満期の \$1,100,000,000 の借入について許可を受けたが、休暇シーズン後の 2008 年 12 月 29 日に、自動的に貸出金は \$900,000,000 に減縮されるよう約定した。DIP loan のうち、\$898,000,000 は既存の担保債権を弁済するものである。全体の貸出金に対し、年間約 7.25%の利率の利子と手数料が支払われるが、新規資金に限っては、41%に及ぶという。休暇シーズン後の新規資金である \$200,000,000 を償還しなくてはならないため、休暇シーズンの間の売上で、十分な現金を確保できなければ会社の運営が難しくなる。Circuit City は 2009 年 1 月 16 日まで事業売却を行ったが、買い手が現れなかったため、結局連邦倒産法第 7 章の清算手続に転換され、全ての商店が閉鎖され、3 万人の労働者が職を失った。DIP financing がなければ Circuit City は、はるかに急激に清算していたと思われるが、DIP loan 貸出約定上の制限が無かったとしても、Circuit City が事業を続けられた否かは明確では無いという<sup>17</sup>。

## エ. 代案—早期(early)再建申請

このように DIP loan を受けることは難しく、受けたとしても債務者企業の過酷な貸出条件により、再建より清算や資産売却へと繋がってしまう場合が多い。これを避けるため、早期に担保余力のある状態で再建申請をした後、正常の新規貸出をうけた事例(Tribune Co.)と、現金 \$2,400,000,000 を保有している状態でチャプター11 申立てをした事例(Nortel Networks)が注目を浴びている<sup>18</sup>。

---

<sup>17</sup> Goldstein, et al, Debtor in Possession Financing and Second Lien/Subordination Issues, American Law Institute - American Bar Association Continuing Legal Education ALI-ABA Course of Study, April 28-29, 2011

<sup>18</sup> Rice, Changes in Debtor-In-Possession Financing Following the Financial Collapse of 2008, 29 Rev. Banking & Fin. L. 312 (2010), 320

#### IV. 韓国の企業回生手続と DIP financing

##### 1. 従前の会社整理手続での DIP financing

1962年、制定された旧会社整理法(2006年4月1日総合倒産法施行により廃止)は米国の企業再建制度をモデルとしたものである。

しかし、会社整理法の実務は企業主から経営権を剥奪することを原則として行われており<sup>19</sup>、会社整理申請をした以上、会社整理計画認可前に廃止されたり、整理計画が不認可になった場合も、必要的破産宣告をするようにする等、厳格に運営されている。そのため、倒産企業は会社整理制度の利用を避ける現象が生まれ、よって会社整理制度の利用実績は低調であった。1997年の金融危機以後も、財政的に困難な企業主も経営権の喪失を恐れ、会社整理手続の申請を避け、その空白は金融監督機関と金融権のワークアウト制度が埋めることになった。

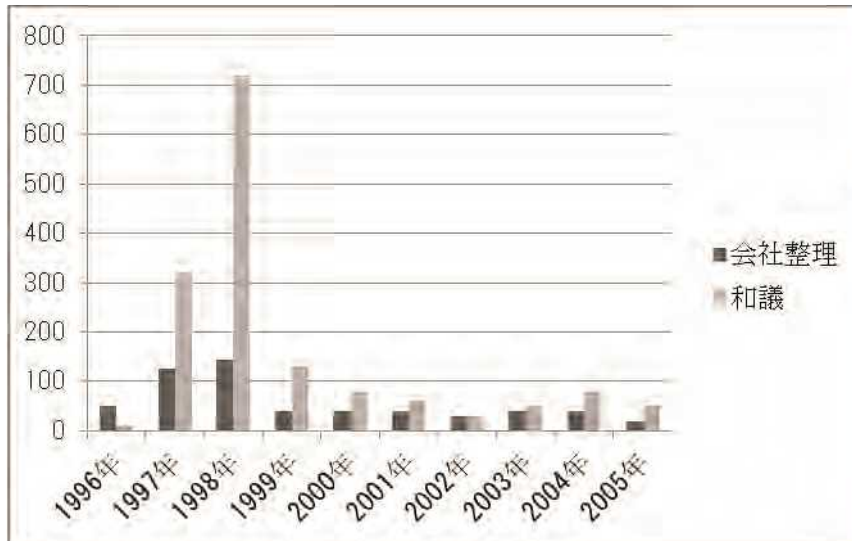
一方、旧和議法(2006年4月1日統合倒産法施行により廃止)による和議手続が存在したが、和議は既存の経営者および企業主が企業支配権を維持したまま、債権者との集団協議を通し和議案を作成する制度であり、中小規模の企業のみが利用できた<sup>20</sup>。企業の支配権を維持しながら破産を避けるため、債務者は主に、債権者に債務期間の延長または一部減免を内容とする和議案を提示し、その過程で債権者が主導権を行使することができなかった。これにより、企業主が経営権維持のため悪用するという批判、破産を免れるために遂行不可能な和議案が認可され、その後再び倒産に陥る場合もあるという批判があった。

---

<sup>19</sup> 旧会社整理法 94 条：「裁判所は管理委員会と債権者協議会の意見を聞き、管理人の職務を遂行するのに適当な者を管理人として選任しなければならない。」

▶ 会社整理事件の処理の手引(大法延例規、廃止)4 条(保全管理人・管理人の選任方法)

<sup>20</sup> 2006 年 4 月 1 日統合倒産法の施行と同時に廃止された旧和議法 19 条の 2 によると、「債務者の財産・負債の規模が大きいか、債権者等の利害関係人の数が多い等、諸々の事情から鑑み、和議手続によるのが不適切である場合」は、裁判所は管理委員会と債権者協議会の意見を聞き、和議の申請を企画することができる。(1998 年 2 月 24 日改正)



大企業が経営権の剥奪を恐れ、会社整理手続を避けている現象を目撃した金融当局は、財務構成改善を通じた効率的な企業リストラクチャリングと、その過程で債権者の企業支配権を実現させるための案として、不渡し猶予協約制度等を経て、企業構造調整促進法(2001年8月14日、法律6504号に制定)によるワークアウト制度を導入した。

企業構造調整促進法の制定当時、有効期間は2005年12月31日までとなっていた。失効以前の2005年3月31日に制定された統合倒産法の施行により、企業回生手続および自立的な企業リストラクチャリングが円滑に行われることを期待して、この期間の延長がされることなく、同法は2005年12月31日に失効した。しかし、2006年4月1日統合倒産法の施行以後も同前に、債権金融機関の自立的な合議を通じた企業リストラクチャリングが市場に定着しなかったため、企業リストラクチャリングが迅速かつ円滑に行われるようにする目的で、2010年12月31日まで時限的に適用される企業構造調整促進法を2007年8月3日に再び制定した。その後、2010年12月31日の期限の経過で同法は失効したが、不動産プロジェクトファイナンスの貸出不良化により、大型建設会社が倒産する現象が起き、2013年12月31日まで時限的に適用される企業構造調整促進法が、2011年5月19日にふたたび制定された。これによって、ワークアウト推進過程における企業の自立性を強化し、金融機関協議会の議決に反対する金融機関および小額債権金融機関の権利の保護を強化する方向で、法整備が図られた。

債権金融機関が主導する企業構造調整促進法によるワークアウトの性格を分析すると、米国倒産法第11章のDIP制度に基礎をおいた、企業再建手続が裁判所外で進行される方式であることが伺えられる。つまり、債権金融機関行議会の監督の下、債権者が債務者会社に新規資金供与(DIP Financing)し、回生を積極的に支援し、既存の経営者が事業を続けながら、債権金融機関の債務のみを期限延長、減免、出資転換等により迅速に調停する方法である。このように、金融当局は主債権銀行が周期的に企

業の経営不備の兆候を診断することによって、常時、企業リストラクチャリングし、大規模な不良債権化を防げるようにした。

このような金融機関が主導するワークアウトを成功させた企業として、ハイニックス、ヒョンダイ建設、キョンナム企業、イス建設等があり、一方、ワークアウトを成功させることができず再び企業回生手続を申立てた企業には、サムヌン建設、ワールド建設、デウ自動車販売等がある。

## 2. 統合倒産法上の企業回生手続での DIP Financing

### ア. 概 観

2006年4月1日に施行された統合倒産法上の企業回生手続は、既存の経営者が管理する制度を基本としながらも、債権者協議会の機能と権限を強化するものである。しかし、実務上には債権者の積極的な参加がないため、最近まで企業回生手続は債務者の主導により行われてきた。

また、金融機関が手続を主導するワークアウトとは異なり、回生企業に対する新規の資金供与はほとんどなかった。さらに、最近のサムン建設の改正申請取下げの事例からも伺えるように、債務者企業が金融機関から新規資金の支援を受ければ、回生手続申請を取下げると。つまり、DIP financing に成功すれば、回生手続外でワークアウト等を通し、債務再調整、リストラクチャリングを試みる。金融機関は DIP financing の提供を条件として、回生申請の取下げを誘導することもある。金融機関と信担当事者にとっても、企業が回生手続に入ると一律的に信用ランクが D ランクと下方調整され、信用ランクの墜落により企業に新規資金貸出ができず、回生手続がかえって企業回生を害すると考えるため、一旦回生手続を避けようとする傾向がある。金融機関は、信用ランクも C ランク程度にとどまり、新規資金貸出も可能で、金融機関が手続を主導できるワークアウトが企業回生に実質的にプラスになると考えているように思われる。

統合倒産法の施行以後、DIP financing の必要性に関する学界と実務界の要請により、2009年10月21日、統合倒産法の改正で、資金借入による請求権を最優先返済権のある共益債権とする規定が新設された(統合倒産法第179条第1項第5号、第12号、第180条第7項)<sup>21</sup>。ただ、米国の DIP financing 規定で定めるような回生担保権に優先する地位は与えられず、破産手続で履行する場合、他の財団債権より優先返済権を認める規定も新設されなかった。このような新設規定により回生手続での DIP financing が、以前よりは活発になると期待されているが、まだ事例が増えずにいるのが実状である。

<sup>21</sup> オスグッソン、企業改正制度の現状と改善方案、司法第4号、司法発展財団(2008/6)、69;梨花女子大学 倒産法研究センター、倒産法制の先進化の為の比較法制の研究(2008/12)、169;イムチヨン、「DIP financing-韓国と米国の比較」、破産法研究3、博英社、(2010/6)、204-213

## イ. DIP financing の可能性

DIP financing は、主に大規模企業で必要とするものであるが、その事例がほぼ無いとすれば、韓国の企業回生手続での DIP financing は存在しがたいのであろうか。

ワークアウトにおいて新規資金貸出が可能な理由は、債権者の金融機関がその手続を主導でき、弁済の権利行使に裁判所の制約が無いからである。米国の DIP lender は、貸出約定を通し効率の収益を得られるだけでなく、債務者の財産に対し最優先担保権を得ることにより、再建手続が失敗したとしても DIP loan の回収を保障されている。

資金回収が疑問視されたとしたら、誰が回生申立をした企業に新規資金を貸出するだろうか？ 韓国でも、DIP financing が回生手続中にも可能とさせるためには、この様な点を考えぬわけにはいかない。少なくとも、DIP lender に資金回収を保障せねばならず、既存の担保債権者から DIP financing をする場合、担保債権の一部を弁済する roll-up も必要である。ただし、サンブ土建の事例でも伺えるように、担保債権と無担保債権の区別無しに、全額を弁済したり、弁済される既存の債権の比率が圧倒的に無担保債権者を不当に有利に取り扱うこと、または cross-collateralization に該当し、回生手続では認められないはずである。

一方、東洋建設産業の事例でも分かるように、担保余力が無い限り、ワークアウトの場合であっても、新規資金の支援を受けることは難しい。しかし、不動産のみならず動産や債権等を担保として提供して DIP financing を得ることは可能である。そのうえ、2012年6月に施行を予定されている、動産・債権等の担保に関する法律が施行されれば、回生企業の売上債権、在庫等を担保とする DIP financing が活性化されることも期待できる。ただし、売掛債権はその売掛債権の債務者が財政的な困難に陥った場合、価値が急落することもありうるし、在庫はその取引市場の規模が小さく担保価値が過大評価された場合、全額返済を受けるのが難しくなる恐れがある。

## ウ. DIP financing の事例

このように、韓国では DIP financing を得ることが難しいにもかかわらず、最近、企業回生手続中にある企業が DIP financing に成功する事例を見受けることができる。

### (1) 回生手続中の DIP financing

中小規模の企業の場合、売掛債権や電子手形を担保に、金融機関から小規模な運営資金を貸出す事例が増えている。その他に、事業運営資金または、

調査委員の調査の結果、継続企業を存続させるために必要な資金を知人から借り入れる場合等があり、このような運営資金を返済することが難しい場合には回生計画でデッド・エクイティ・スワップするように定める場合もある。

他方、大規模な企業の DIP financing の事例は多くない。

2009年1月9日、回生申請をしたサンヨン自動車は、約2,500億ウォンの新規資金(=退職金等、人員リストラクチャリング費用1,500億ウォン+新車C-200のリリース関連費用1,000億ウォン)が必要だったが、回生手続中に本社の工場およびその他の不動産を担保権として提供し、メイン銀行から2009年8月18日、人員リストラクチャリング費用の1,300億ウォンのみ貸出すことができたという。その後、2010年に、会社所有の不動産を第三者に売却し、新車のリリースの費用、1,000億ウォンを調達した。サンヨン自動車はその後、インドのマヒンドラアンドマヒンドラ Ltd. に引取られ2011年3月14日に、回生手続は終結した。

2011年4月1日に回生手続が開始された、国内順位47位である大型建設会社のLIG建設の企業再生手続を見ると、債権者協議会が活性化し、回生手続の初期から債務者会社に資金管理委員を派遣し、資金の収支及び経営を監督しながら金融機関の回生手続に積極的に参加しているが、債権者協議会を主導の下に、LIG建設の事業継続のための新規金融(工事履行保障、住宅分譲者に対する内金貸出等)を持続的に提供している。

## (2) 回生手続の終了時の DIP financing (exit loan)

アメリカの企業再建実務には、再建計画認可後、exit loan が DIP loan を代替する。しかし、韓国では DIP loan の事例がほとんど存在しないため、これに代わる exit loan の事例もまた、ほぼ存在しない。DIP loan に代替しない新規の exit loan、つまり回生手続認可後、回生手続の終結のための新規資金調達は、回生手続ではあまり大きな意味を持たない。回生計画が認可された以上、既存の債権者と債務者会社との間で既存の債権債務は全て消滅し、新しい契約である回生計画による債権債務のみが残り、回生手続の認可後、終結するための資金調達は正常企業の資金調達と異ならないためである。しかし、従前には第三者に引取られた場合を除いては、回生計画認可後、回生手続終結前に企業が新規資金を調達する事例はほとんど無かった。このことは回生企業に対する新規資金の貸出に厳しい制約があったことを示している。

最近、韓国では回生計画の認可後、回生手続の終了のための新規資金調達である exit loan の事例が出現している。デウロジスティックスは海運物流企業として、2010年10月29日、回生計画の認可を受けた。政策金融公社

等の投資者は「投資専門会社(private equity fund; PEF)」を設立し、デウロジスティックスに1,200億ウォンを投資した。デウロジスティックスは、その内600億ウォンを回生担保権及び回生再建全額の早期の一時返済に、450億ウォンを営業用船舶の購入に、150億ウォンを運転資金として使用する予定であるという。このような exit loan に成功したデウロジスティックスは、2011年6月8日、回生手続が終結された。

一方、認可された回生計画によると、営業用資産である工場を、即時に売却し回生担保権を返済するようになっているが、適当な価格で工場を売却するのが難しく、工場移転費用および新しい工場の取得・賃借費用がさらに必要となる場合、工場を担保に地域金融機関(チョチュク銀行等)から新規に貸出し、既存の回生担保権を返済し回生手続の終結を進めている回生企業がある(Nレミコン、Jテク)。もし、廉価に担保物を売却する場合、回生計画が挫折し、担保物を売却することができなければ、回生計画による返済を不履行したこととなり、回生手続廃止理由となる、危機状況から逆に担保権を設定して新規の貸出を受け、回生担保権及びその時まで支払うべき債務を返済して回生手続を終結させるものであり、回生手続の終結に必須的な資金調達、つまり exit loan であると言える。

## V. 今後の DIP financing 制度

米国の場合、DIP financing の発達により、大規模な企業の企業再建手続きが DIP lender の主導の下迅速に行われ、企業価値が保存され回生の可能性が高まるというポジティブな効果がある反面、経済性のある企業でもすみやかに DIP financing を獲得できなければ、清算へと追いたてられるという副作用もある。DIP lender の立場からすると、企業が再建に失敗し清算するとしても DIP loan の回収が保障されているため、DIP lender に偏った再建手続きの進行は、他の利害関係人に被害をもたらすこともある。これを防ぐため、倒産企業としては運転資金を保有したまま、早期に再建手続の申請をし、金融機関と同等な立場で DIP financing 貸出約定をし、再建手続を進めるのが望ましいと言う。

韓国の場合、DIP financing の市場が発達していないため、DIP lender の手続主導もなく、かえって回生企業が信用規制により運転資金の調達が困難であるか、不可能な場合がほとんどである。運転資金が足りない場合、回生手続の進行中に、必要な人的資源が流出し続け、取引が中断する等、企業価値が毀損されるので回生手続が廃止されたり、回生手続が認可されても回生計画の遂行が難しく破産に追い立てられることが多い。このような場合、回生手続は、「企業が清算されるまで経営を続けられる」という、心理的な満足や旧経営陣に与える以上の意味を持たない。

倒産企業が事業を続けることができないならば、清算するしかない。事業を続けるため



には運営資金が必要なため、運営資金の調達が回生手続の要であると言える。回生企業の運転資金調達は、アメリカの DIP financing と現在の韓国のワークアウトでの新規資金貸出の実務を参考すべきである。回生手続と調和を保ちながらも効果的な運営資金調達法は、回生担保権の一部の弁済と新規資金を結ぶ roll-up 法を使い、DIP lender が手続の初期から債権者協議会を通し、企業支配権を行使できるようにすることである。この過程で、経済性のある企業が不当に清算や売却されぬよう、DIP lender の主導権を法の枠組みの中で適切に制御するのが、裁判所の役割である。