

## 効率的な回生手続のための取引費用の減少方法

車承桓 (Cha, Seunghwan) <sup>59</sup>

### 1. 概要

企業の構造調整を迅速に進めるためには先ずは、裁判所の手続進行のスピードが速くなければならない。韓国の場合、2011年から施行しているファスト・トラック(Fast Track)によって回生手続のスピードが画期的に改善されたと評価されている。しかし、回生手続の核心は回生計画案に対する債務者と債権者の交渉にあるので、債務者と債権者の交渉が円滑に進まないと、回生手続が遅れて、その分債務者の回生の成功も難しくなる。

債務者と債権者の交渉が円滑に進むためには、交渉の過程において利害関係者が負担する各種の取引費用(transaction costs)、例えば債務者に関する情報の誤りによって発生するリスクや交渉に必要な手続費用などを減らす努力が必要である。本稿では韓国の回生手続における債務者と債権者の取引費用を減らすための方策を紹介する。

### 2. 交渉情報の信頼度の向上

#### (1) 調査報告書：交渉の基礎資料

回生手続が開始されると、裁判所は必要と認めた時に、調査委員を選任し、

---

<sup>59</sup> ソウル中央地方裁判所裁判官

債務者に関する各種の調査結果を裁判所に報告するように命令することができる（債務者回生法第87条）。実務においても特別な事情がない限り、裁判所は調査委員を選任している。調査委員は大手の会計法人の中から選ばれて、債務者の資産と負債、清算価値と継続企業価値(going concern value)を調査し、裁判所に提出する。調査報告書は回生計画案の基礎となる資料であるため、取引費用を減らすためにはまず信頼できる調査報告書が必要になる。

調査報告書の結果が利害関係人の権利に与える影響は大きいが、企業価値の判断は自然科学的な厳密性を備えることが困難であるため、市場の状況等に対する評価者の主観的な判断によって結果が変わる可能性があるという問題がある。このような問題を考慮して、最近のソウル中央地方裁判所は、調査報告書の信頼度を高めるための方策を試みている。以下においてはこれについて説明する。

## **(2) 中間報告書の提出命令**

調査報告書には負債の規模を調査した結果も含まれるので、調査報告書の提出は債権調査終了後であり、通常手続開始から約45日が経過した以降になる。従来の裁判所の実務では、調査報告書が最終段階になると管理人と債権者協議会の構成員が参加する調査報告書の検討会議を開催していたが、債権者に調査報告書を十分に検討できるための時間が確保されていなかったため、適切な意見の提示が難しい状況だった。

ソウル中央地方裁判所は2016年から、STX造船海洋事件をはじめに、調査委員が調査報告書を提出する前に中間報告書を提出するようにしており、必要

な場合は経営正常化案および新規資金供与の必要性も調査するように指示する中間報告書提出制度の導入を試みている。STX造船海洋は負債規模6兆7、000億ウォン規模の大手造船会社であり、2016年5月27日ソウル中央地方裁判所に回生手続開始の申立てをした。裁判所は2016年6月7日回生手続開始の決定を行い、調査報告書の提出期限を2016年8月11日と指定し、それと同時に中間報告書の提出命令を発した。これに従い、調査委員は2016年7月18日裁判所に中間報告書を提出した。

中間報告書が提出されることにより、債権者が調査委員の価値評価を検討して裁判所に意見を陳述する時間を確保することが可能になり、裁判所も、必要な場合、調査委員に債権者の意見を反映するように命ずることが可能になった。十分な検討ができることによって、調査報告書の内容に対する利害関係者の信頼を高めることができる。そしてこれは債権者の取引費用の減少にも繋がると考えられる。

### **(3) 債権者協議会の調査委員の推薦**

裁判所は大手監査法人で構成されている調査委員候補者名簿を管理し、その順番を決めて調査委員を配置している。しかし、調査委員ごとに特定の事業分野に対する専門性などに差があるため、債務者の状況に応じた適切な調査委員の選任が、債権者を中心に要求されてきた。

ソウル中央地方裁判所は、2016年から調査委員に対する業務評価を強化している。またそれと同時に、一定規模以上の債務者の場合、債権者協議会から既存の調査委員の名簿から複数の監査法人の推薦を受けて監査法人を選任す

ることで、調査委員に対する債権者の信頼度を上げる方案を積極的に検討している。

### 3. 新規資金の投入による事業失敗の危険減少

#### (1) 新規資金が取引費用に及ぼす影響

回生手続は債務者を破産させた時より、事業を継続させた時の価値が高いことを前提にしている。しかし、債務者が事業を継続する場合、事業失敗のリスクは主に債権者が負担することになり、特に債務超過状態の企業の場合は、すべて債権者の負担になる。仮に、債権者が負う事業失敗のリスクが少なくなると、その分回生手続の取引費用も減少し、債務者と債権者との交渉もより円滑に進むようになる。

債権者のリスクを減らす方法の一つは、新規の投資家に事業継続によるリスクを負担させ、債権者をリスクから解放することである。新規資金の投入を通じて債権者のリスクを減少させる方法として、回生計画認可前のM&A, DIP Financing, Sale & Lease Backなどがあるので、以下ではこれらについて検討する。

#### (2) 認可前のM&A

回生手続におけるM&Aは、手続進行時点によって、①回生手続開始前から進行するM&A、②回生手続開始時から回生計画認可前まで進行するM&A、③回生計画認可後に進行するM&Aに分類できる。回生手続開始前から進行するM&Aについては第4章で改めて検討することにして、ここでは開始後認可前のM&Aについて検

討する。

回生手続におけるM&Aは、経営能力と資金調達能力がある第三者に、債務者を買収・合併させ、その代金を財源として回生債権者・回生担保権者に一括弁済する構造調整方法である。具体的な手続は通常M&Aと同様であるが、M&Aが回生手続開始後に進行され、M&Aの結果を回生計画案に反映して最終的に裁判所の認可を得なければならないという点に違いがある。M&A代金は、債務者が破産する場合に債権者が弁済を受ける清算価値以上の金額でなければならず、債権者の回生計画案に対する同意を得ることができる程度の金額でなければならない。

認可前のM&Aは、回生計画認可直後、債権者が債権の満足を得て、さらには事業失敗のリスクを減らすことで取引コストを減らす。その結果、認可前にM&Aが成功した事件では債務者と債権者の交渉が迅速で円満に進行するケースが多い。

ただ、認可前M&Aは回生計画認可前まで売却手続を完了しなければならないので、時間の余裕があまりなく、M&Aに失敗した場合、回生計画案に対する債権者の同意を得ることが困難になることもあり、買収意向がある予備の投資家たちをある程度確保してから進行することが一般的であるため、買収後のM&Aよりは事例の数が少ない。

一方、債務者の事業現状から考えて、認可前M&Aを推進することが妥当であるにも関わらず、管理人が消極的な態度を示す場合があるので、上述の中間報告書等を通じて、認可前M&Aの必要性に関する検討が手続の初期段階から活発に行われるように誘導する必要がある。

### **(3) DIP Financingによる一括弁済**

債務者の回生成功率を上げるためには、新たな信用(credit)を得ることが必要であるが、韓国の場合、金融規制や投資家の無関心などが原因で、DIPファイナンスの市場が活性化されていない。しかし、最近、連合資産管理(UAMCO)<sup>60</sup>等の不良債権投資機関と私募ファンド(PEF)を中心に、債務者に投資する事例が増えており、今後の推移に注目が集まっている。これに関して本稿ではデゼンの事例を紹介する。

株式会社デゼン(D-Gen)は産業用プリンターを製造・販売する中小企業であるが、海外取引先の突然の取引停止により大きな損失を被ることになり、2015年11月13日ソウル中央地方裁判所に回生手続開始の申立てをした。裁判所は2015年12月3日デゼンに対する回生手続開始を決定し、管理人不選任が決定されたことにより、法律上は、デゼンの代表取締役が管理人とみなされることとなった。また債権者協議会が推薦した者がデゼンのCRO(chief reorganization officer)として選任され、資金現況等に関する各種の報告業務を行った。そして調査委員である監査法人の評価の結果、デゼンの継続企業価値は約128億ウォン<sup>61</sup>であると評価された。

管理人は手続の初期段階から私募ファンドであるユアムコオパス(UAMCO-OPUS)企業財務安定私募投資専門会社と交渉を行って、最終的に裁判所に対して

---

<sup>60</sup> UAMCO は、大手銀行らが出資して作った不良債権(NPL)投資会社である。

<sup>61</sup> 対象期間である10年1か月の営業活動による価値は約101億ウォン、対象期間以降の営業活動による価値は約26億ウォンとして評価され、非営業用の資産の価値は5000万ウォンとして評価された。回生期間は10年を上限に定めることができる。

次のような回生計画案を提出した。

- ① 債務者が私募ファンドに社債を発行し、105億ウォンを調達
- ② 回生担保権者の債権106億ウォン中、27.39%をDES、72.61%を弁済
- ③ 回生債権者の債権181億ウォン中84.5%をDES、15.5%を弁済
- ④ 2016年6月30日まで弁済完了

管理人が提出した回生計画案は2016年4月29日に開催された関係人集会において可決され、同日裁判所の認可を得た。デゼンは回生計画に従って社債を発行し、2016年6月15日回生債権・担保権付債権を全額弁済し、現在、回生手続の終結に向かっている。

DIPファイナンスによる債権の一括弁済の方法は、M&Aより費用が少なく、事業失敗による債権者のリスクも減らすことができるので、投資家の取引コストを大きく減らすことができる。また、既存の経営者が管理人とみなされて経営権を維持できるので<sup>62</sup>、M&Aと比較してより積極的に手続を進行する誘因をもつと考えられる。

#### **(4) Sale & Lease Back**

回生担保権者は一番リスクが少ない保守的な投資家であり、回生債権者や株主などより優先して弁済を受ける権利がある。問題は、債務者の主要な営業資

---

<sup>62</sup> ただし、経営権消失の可能性が全くないわけではない。ファストトラックにおいては、回生計画認可後、債務の株式化による株主、つまり既存の債権者を含む株主が株主権を行使し債務者の代表者を決めると定められているが、債務の株式化以降、既存株主の持分率は大幅に下落するので、場合によっては債権者の意思によって既存経営者管理人が経営権を消失することがある。

産が回生担保権の目的になる場合が多いので、担保権が設定された資産を売却して回生担保権の弁済を行うと債務者の事業に支障が生じる点にある。また、営業収益だけで回生担保権を弁済する場合は、回生債権者への弁済率が著しく落ちる問題というもある。したがって、回生担保権者を長期投資傾向のある新規投資家に代替することで、債務者は資産売却の負担から解放され、回生担保権者が即時弁済を受けることが可能になり、さらには回生債権者への弁済率の下落も防ぐことができるという点で、全体的に取引コストの減少効果を得ることができる。

ソウル中央地方裁判所は2015年7月韓国資産管理公社(KAMCO)<sup>63</sup>と業務協約を結び、セール&リースバック(sale & lease back)を通じて回生担保権処理を積極的に進めている。これに関して本稿ではエバーテクノの事例を紹介する。

株式会社エバーテクノは、産業用自動化設備を製造・販売する中小企業であり主要取引先の取引停止によって固定費用の増加と新規事業の不振に陥って2015年1月16日ソウル中央地方裁判所に回生手続の申立てをした。裁判所は2015年2月11日エバーテクノに対する回生手続開始を決定し、管理人不選任決定によりエバーテクノの代表取締役が法律上の管理人とみなされた。

エバーテクノの主要資産は工場建物と土地であり、その価値は173億ウォンとして評価された。管理人は回生計画認可後である2016年7月13日にカムコとセール&リースバック契約を締結した。その主な内容は以下のとおりである。

---

<sup>63</sup> 韓国資産管理公社は不良債権等の迅速な処理のために法律上の定めによって設立された公社である。



- ① エバーテクノは信託会社である韓国土地信託に不動産を信託
- ② エバーテクノはカムコに優先収益権を 182 億ウォンで譲渡
- ③ カムコは 2021 年までエバーテクノに対して不動産を賃貸
- ④ エバーテクノは賃貸借が終了するとカムコから不動産を買戻す<sup>64</sup>

管理人は優先収益権譲渡代金と営業収益金で回生担保権 207 億ウォン中 189 億ウォンを弁済し、現在回生手続の終結に向かっている。エバーテクノの事例は管理人が回生計画認可後セール&リースバックを進めたが、回生手続初期段階から進行することが可能であれば、回生担保権の処理および回生計画案の交渉がより円滑に進むと考えられる。

#### 4. 事前交渉結果の反映

##### (1) 事前交渉による交渉コストの減少

回生手続開始前に進行した、債務者と債権者との間の交渉内容を回生計画案に反映すると、債務者と債権者はより少ない費用で回生手続交渉を進めることができるであろう。以下においては、事前交渉と関連して、回生手続開始前に進行した M&A と事前回生計画案の提出について検討する。

##### (2) 開始前の M&A

企業構造調整の方法として M&A を推進しても、企業価値に比べて過大な負債

---

<sup>64</sup> 債務者が賃貸契約終了時である 2021 年までに営業収益で 92 億ウォンの資金を保有し、金融機関から不動産担保貸出を受けて買戻しのための資金が用意できると考えられた。

があると M&A を成功させることは難しい。この問題を解決するために債務者が回生計画による債務減免等の手続を行うことを前提に M&A を進行し、その後回生手続開始の申立てをする場合があるが、これを回生手続開始前の M&A という。以下では極東建設の事例を検討する。

株式会社極東建設は土木と建築を主たる事業として営む建設企業であり、以前にも回生手続を通じて債務減免を受け、回生手続を終結した経験がある。しかし、それ以降も営業不振が続いて独自の生存が難しい状態であった。それ故に、極東建設は M&A を進め、2015年12月3日 セウン建設コンソーシアムと M&A 契約を締結し、2015年12月7日にソウル中央地方裁判所に回生手続開始の申立てをした。裁判所は2015年12月14日に回生手続開始の決定をした。そして債務者の代表取締役は法律上の管理人とみなされた。

管理人はセウン建設コンソーシアムとの M&A 契約を反映した以下のような回生計画案を提出した。

- ① 極東建設はセウン建設コンソーシアムに対して新株を発行し、297 億ウォンを調達
- ② 回生担保権 45 億ウォンの 100%を弁済
- ③ 開始時の回生債権 1 兆 3,600 億ウォン<sup>65</sup>中 89.4%を DES、10.6%を弁済

管理人が提出した回生計画案は、2016年5月20日に開始された関係人集会において回生債権者組の同意を得られずに否決されたが、2016年5月27日裁判所は権利保護条項を定めて回生計画を認可した。極東建設は回生計画に従って、2016年6月23日回生債権・回生担保権付債権のほとんどを弁済し、2016年6月30日回生手続終結の決定がなされた。

---

<sup>65</sup> ただし、その中の1兆1,900億ウォンは将来の債権でまだ現実化されていない状態であった。

開始前 M&A は、すでに推進された M&A の結果を持って、債務者と債権者との間で迅速に交渉を進めることができるため、取引コストを減らすことができる。また買収者の信用を基にして、企業価値の下落を防ぐことができるというメリットもある。その反面、買収過程の透明性が確保されなければ、買収代金が適切であるかという問題と関連して、債権者の取引コストがかえって増加してしまう可能性がある。したがって、開始後に管理人が M&A の結果を承継する過程において、裁判所が買収過程の公正さと買収代金の適正さを評価することが非常に重要である。

### **(3) 事前回生計画案(prepackaged plan)**

事前回生計画案は債務者の負債の 1 / 2 以上に当たる債権を持つ債権者、またはその債権者の同意を得た債務者が、回生手続開始前まで提出することができる（債務者回生法第 2 2 3 条第 1 項）。従来、債務者回生法においては、提出する主体を債権者に限定する代わりに、提出時期を調査期間満了前までと定められていたが、2016年5月29日の債務者回生法改正で、提出主体を債権者にまで拡大し、その一方で提出時期を回生手続開始前までと制限した。

事前回生計画案が提出されると、管理人は回生計画案を提出せずに済む。また、その他の債権者は、決議のための関係人集会前まで、回生計画案に同意するとの意思表示をすることが可能で、この場合その債権者は決議に同意したとみなされる。

事前回生計画案制度は、回生手続開始前に進行した構造調整の交渉を回生計画案に反映し、迅速に手続を進行させるために導入されたものである。ただ、

現在まで事前回生計画案を利用して手続を進めた事例を見つけることは困難である。なぜなら、通常の手続に比べると、債務者と債権者が得られる手続的な利益がそれほどなく、提出債権者が債務者の負債規模を正確に把握していない状態で回生計画案を作成しなければならないというリスクを負うからである。したがって事前回生計画案を提出する債権者の取引コストを減少させる方策を、早急に講じる必要がある。

## 5. 小規模企業のための簡易回生手続

### (1) 小規模企業のための手続の必要性

回生手続は内容が専門的で、調査委員の報酬等として相当な費用を支払わなければならないため、人的・物的資源が不足している小規模企業が利用するには、手続的な負担があまりにも大きい。そこで債務者回生法は2014年12月30日の改正によって、小規模企業に対する手続を簡略化した簡易回生手続を導入した。簡易回生手続は交渉自体に要する費用を減らして回生手続の効率性を上げる方法である。以下では簡易回生手続の主要な内容を紹介する。

### (2) 適用対象

簡易回生手続は通常の手続と異なり債務者だけが申立てをすることができる。そして簡易回生手続を利用できる債務者は少額営業所得者に限定される。ここでいう少額営業所得者とは、開始時において回生債権と回生担保権付債権の総額50億ウォン以下の範囲で、大統領令で定める金額以下の債務を負担す

る営業所得者であり（債務者回生法第293条の2第2号）、現在の大統領令では少額の基準金額を30億ウォン以下と規定している。

### **(3) 管理人不選任の原則**

債務者回生法は、簡易回生手続において例外的な場合のみ管理人を選任するよう定めている（債務者回生法第293条の6第1項本文）。ファストトラックの実施以降、裁判所の実務の主流は管理人を選任せずに、債務者の代表者を管理人と法律上みなす方法を採用しているが、上記の条項はこのような実務の傾向を確認しているものである。

ソウル中央地方裁判所は簡易回生事件においても債務者のCROを選任している。ただし、CROの業務の負担が大きくない点を考慮し、CROの一人が複数の企業を担当するようにして債務者の費用負担を減らしている。

### **(4) 簡易調査委員による簡易な調査**

小規模企業は保有資産が少額で、債権者も小人数であるため、簡単な方法で価値評価をしても、情報に誤りがあったことによるリスクは大きくない。債務者回生法は、裁判所が選任した簡易調査委員が、簡易な方法で債務者に対する調査を行うことができるように定めている。簡易調査委員は既存の典型的な調査方法、例えば会計帳簿の検討、書類閲覧、資産の実査、債務者の役職者に対する面談、外部資料の探索、傾向分析、統計資料のうち、債務者の業種および営業特性に照らして、効率的と判断される一つまたはそれ以上の方法を選択して簡易な方法で調査することができる（債務者回生法第293条の7第2項第

3項)。

簡易調査委員の報酬は一般的に 300 万ウォン程度で、通常の回生手続においての調査委員の報酬基準の下限が 1,500 万ウォンであることに比べると、小規模企業の手続費用がかなり低く設定されていることがわかる。

#### **(5) 回生計画案可決要件の緩和**

回生債権者組の場合、回生債権者議決権総額の 1 / 2 および議決権者の過半数が同意すると回生債権者組で可決されたと判断される（債務者回生法第 2 9 3 条の 8 第 2 号）。

#### **(6) 制度施行以降の状況**

簡易回生事件はソウル中央地方裁判所の場合、2015年7月1日から2016年3月11日まで 98 件の申し込みがあり、平均的に申立てから開始まで 10.5 日、開始から回生計画認可まで 106.8 日、認可から終結まで 43.8 日を要した。申立てから回生計画認可までに要した期間は回生手続の半分程度なので、簡易回生事件が小規模企業の迅速で簡易な構造調整に大きく寄与していると評価されている。今後、簡易回生手続の実務が定着できれば、債務者回生法が定めている負債 50 億ウォンの企業まで対象を拡大する方法も議論する必要があると考えられる。

### **6. 今後の課題と展望**

本稿では、債務者と債権者の取引コストを減らして、より効率的な回生手続を作るための方法を検討した。取引コストを減少させるためには交渉の基礎となる情報の信頼向上、債権者が負う事業失敗のリスクの減少、交渉に必要な手続コストの減少等が必要である。韓国ではそのために、調査報告書の信頼向上、新規資金の投入による債権者のリスク減少、事前交渉による交渉コストの減少、簡易回生手続導入による小規模企業の手続コストの減少等を試みている。なかでも特に回生企業に対する投資が以前より増えており、取引費用の減少に肯定的な影響を与えることが期待されている。

一方、長期の低成長時代が到来し、韓国では企業の構造調整が日常的なものになっており、これらの企業が法廷外で行った構造調整を回生手続において適切に反映させることができる柔軟な運営が必要であると考えられる。特に事前回生計画案制度の整備と実務の改善は、至急の課題である。