ハイブリッド方式の企業再建事例の検討および展望

崔曉鍾　（Choi　スゾン）[1]

I. 序説―ハイブリッド方式の企業再建制度の意味と必要性

２０１９年下半期、東アジア３国（韓国、中国、日本）は未曾有の世界的な貿易戦争の荒波に直面している。最近の何年間、アメリカを筆頭に多くの国において保護貿易の障壁が高くなっており、Brexit など排他的自国中心主義が広く台頭している。これを受けて、２０世紀の半ば頃から各種の工業生産品を全世界に輸出する加工貿易を経済成長の原動力としてきた東アジアの３国は、２００８年に起きたアメリカ発金融危機による経済低迷（recession）およびそれによる大規模の企業倒産の問題が約１０年ぶりに再現される可能性を恐れている。

このような厳しい東アジアの経済現実の中で各国は迅速で効果的な企業再建制度を発展させる必要があることを実感している。韓国は２０１７年から法廷内再建手続(In-Court Restructuring)と法廷外再建手続(In-Court Restructuring)のメリットを組み合わせた新しい企業再建制度[P-Plan, ARS Program, ストーキング・ホース M&A など]を導入して早期に不振企業の再建を完了し市場に復帰させようとすることを試みてきた。これをいわゆる「ハイブリッド方式の企業再建」と呼んでいる[2]。

ハイブリッドとは、動物の雑種、混血児を示すラテン語「hybrida」

[1] 法務法人(有)DR&AJU 所属弁護士。翻訳：崔廷任（早稲田大学大学院法学研究科博士課程在籍）

[2] 但し、法律用語ではない。

から由来した英語単語であり、混合物・異種交配を意味する。ハイブリッド方式の企業再建制度は、法廷内再建手続と法廷外再建手続、二つの手続に存在するメリットとデメリットを混合し補完することで、より実効的でマーケットにフレンドリーな企業再建手続の進行を実現させることが目的である。

ここでは、法廷内再建手続と法定外再建手続のメリットとデメリット、ハイブリッド方式の企業再建制度の一般的な内容、ハイブリッド方式の企業再建制度の実例・評価および示唆点などについて検討することとする。

II. 法廷内再建手続と法廷外再建手続のメリット・デメリットの比較

1. 法廷内再建手続のメリット・デメリット

債務者回生および破産に関する法律（以下「債務者回生法」）による法廷内再建手続は合憲性と適法性を保障しながら利害関係人の強制的な権利変更が可能であるとのメリットがある。原則的に再建に同意した債権者と債務者に対してのみ効力を与える。権利の強制的変更が不可能である法定外再建手続と異なる点でもある。企業の成功的な回生のためには徹底した財務構造の改善が必要であり、そのためには強制的な権利変更が必須である点を鑑みると強制的な権利変更は法廷内再建手続のもっとも大きなメリットである。

また、利害関係人に対する適切な情報の公開、清算価値保障原則の厳守、公正で衡平な回生計画の樹立などの側面も法廷内再建手続のメリットとして挙げることができる。また、すべての債権者に対して手続参加が保障されるという点もメリットである。法廷内再建手続では、当事者ではない第３者的立場に立った裁判所がすべての債権者の手続参加を監督することで、利害関係人の一部による偏向的な手続主導と公正性の是非の問題を遮断することができる。

その反面、法廷内再建手続には比較的長期間の手続進行、貸付契約・商取引契約等の期限の利益の喪失事由(EOD, Event of Default)の発生可能性、金

融機関の貸倒引当金設定の負担、倒産企業というスティグマ効果((Labelling Effect)、新規運営資金確保の困難などのデメリットがある。特に貸倒引当金は金融機関の保有資産の健全性を確保するために金融政策的に維持するものであるので、金融機関である債権者が債務者の法廷内再建手続への進入を好まない一番の理由になっている。

2.　法定外再建手続のメリット・デメリット

一方、法定外再建手続のメリットとしては、まず、手続の柔軟性を挙げることができる。債権者と債務者との間で私的契約によって再建手続の具体的な内容を各企業の個別的な状況に合わせて構成することができる。法的根拠がないという特徴が法的制限を受けないことにつながり、メリットとして作用する。また、新規の運営資金の確保が比較的に用意であり、貸倒引当金の設定規模も法廷内再建手続より少ない。原則的に非公開で進行されるのでスティグマ効果の危険性も法廷内再建手続より低く、EOD も発生しないケースもある[3]。

しかし前述したように、強制的な権利変更が不可能であるという点は法定外再建手続のもっとも大きなデメリットである。金融債権の私的整理を規律する企業構造調整促進法（以下、「企促法」）では、例外的に共同管理手続(workout)において債権者の議決に反対する少額債権者に対して債権買取請求権を与える方法で(同法２７条)権利変更の間接的強制力を付与しているが、法廷内再建手続の回生手続における一般的、直接的権利変更の強制的付与とはその次元が違うと言える。

また、手続の公正性と衡平性が欠けるという点もデメリットとして指摘されている。実際に法定外再建手続（特に企促法上の共同管理手続）は、多くの場合債権額が大きい主債権者によって一方的に主導されており、ほかの少額債

[3] 企業構造調整促進法によるワークアウト手続の開始が EOD 事由になるかに関しては契約書の規定によって異なる。裁判所も個別事件ごとに判断する。

権者は手続進行の過程で疎外されることが多い。特に産業銀行、輸出入銀行などの政策金融機関が主導する法定外再建手続は本来的に官治金融という批判から逃れられない状況である。

3. 検討

以上のように、法廷内再建手続と法定外再建手続は両方ともそのメリット・デメリットが明確であるところ、より実効性の高い最適の企業再建のために両手続のデメリットを最小化し、メリットを極大化する一元手続、または連結手続の構成を検討する必要性がある。一元手続又は連結手続には、以下のような内容を含むことができると考える。

（１） 法定外で利害関係人間における事前交渉の進行、事前交渉は迅速で予測可能な回生手続の存在を前提とする。

（２） 交渉の結果をもとに事前計画案(Pre-Packaged Plan)回生手続の申立て(事前計画案が成立できなかった場合はPre-negotiated型回生手続の申立て)

（３） 回生手続の開始前事前計画案とともに企業実査報告書、債権者目録などを裁判所に提出するようにして効率的な手続進行を図る。

（４） 回生手続の早期終結でスティグマ効果の最小化および正常企業としての復帰を促進する。

III. ハイブリッド方式の企業再建関連制度

韓国においてハイブリッド方式の企業再建制度として裁判所が運営している制度は(ｉ)２０１６年５月に改正された債務者回生法第２２３条に基づくP-Plan 手続、(ⅱ)ARS Program、(ⅲ)ストーキング・ホース・ビット方式のM&A などがある。上記の(ⅱ)、(ⅲ)制度は法律に基づくものではなく、裁判所

が２０１７－２０１８年から自主的に運営している制度である。以下ではその制度の内容について簡単に説明する[4]。

1. P-Plan手続

P-Plan 手続は通常の回生手続と違って、回生手続開始決定以前にすでに企業の実査報告書と債権者目録、負債額の２分の１以上の債権者の同意などをすでに備えた状態で予め事前計画案を作成および提出して迅速な手続進行を図ることをその特徴とする。

P-Plan を申請した企業は、回生手続協議会とインターネットなどを通じて債権者に回生手続に関する具体的な情報を公開し、異議申立期間を設定したり、尋問期日を随時指定したりするなど、事前計画案の非同意債権者に異議申立ての機会を与えている。また、調査委員の選任を任意選任にし、調査の範囲を限定させることで、必要のない調査にかかる費用と時間の重複を避けている。既存の回生手続と P-Plan 回生手続を図表で比較すると以下のようである。

<図１：既存の回生手続と P-Plan 回生手続の比較 >

既存の回生手続進行過程	P-Plan 回生手続進行過程
① 回生手続開始の申立て	① 限界企業が投資家又は債権者と協議し、新規資金投資等の内容の事件計画案を作成・提出
② 審査/開始決定 （約 4 週間所要）	

[4] 具体的には（i）P-Plan に関しては 2017 년 본 심포지엄 Session II 임장호 변호사 발표および 2018 년 본 심포지엄 Session I 최효종 변호사 발표,（ii）ARS Program に関しては 2018 년 본 심포지엄 Annual Review 부분의 이진만 부장판사 발표,（iii）ストーキング・ホース方式の M&A に関しては 2017 년 본 심포지엄 Annual Review 부분의 이진만 부장판사 발표で、その概要が詳しく説明されているので、ここでは重複しない範囲内で簡単に説明する。

③　－債権届出および調査 －第 1 回関係人集会 （約 3 カ月以上所要）	②　開始決定 （裁判所の裁量で即時決定可能）
④－回生計画案提出命令 －回生計画案提出 －回生計画案の審理および決議 （第 2 回および第 3 回関係人集会） （数ヶ月所要）	③　債権届出および調査（2 週） ④　回生計画案の審理および議決のための関係人集会 （回生計画案報告のための関係人集会は省略）
⑤　－回生計画認可決定 －回生計画遂行および変更 －回生手続終結 （最長 10 年、ほとんど数年所要）	⑤　事件計画案認可決定 ⑥　回生手続終結 （申立日から 3 カ月以内終結が目標）

なお、P-Plan 手続に関する実務上の争点として、負債額 2 分の 1 という判断基準と時期の問題、調査委員選任の有無と調査範囲限定の問題、否認権の行使、債権存否に関する紛争、取締役等の損害賠償責任追及の問題、事前計画案の修正と事前同意の有効性判断基準の問題、回生調停委員の活用などが挙げられている。

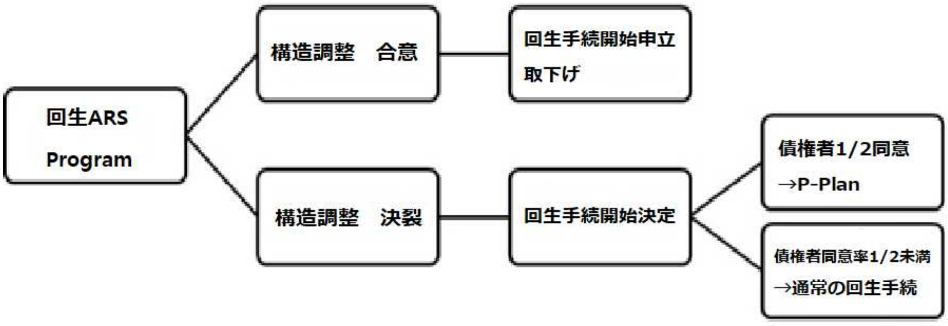
2.　ARS Program

ARS(Autonomous Restructuring Support) Program を概要すると、裁判所は回生手続開始の申立てをした企業に対して、直ちに回生手続開始決定をせずに、一定期間（最長 6 カ月、一月ごとに延長決定）の留保を決定する[5]。その

[5] これは、アメリカ連邦破産法チャプター１１手続と違って、韓国の債務者回生法上の「回生手続開始申立て」だけでは何の効果も発生せず、「回生手続開始決定」があってから回生手続が本格的に進行するので、「回生手続開始申立てから回生手続開始」までの間、債

間、企業と債権団が自立的債務調整をすることができるように時間的空間を用意することが制度の核心である。裁判所は回生手続の法的手段を用いて（保全処分/包括的禁止命令の発令など）企業が債権団とより安定的な状況で自律構造調整の交渉ができるように努力する。そして自律構造調整案が成立すると回生手続に入る必要がなくなるので回生手続開始の申立てを取下げるのが通常の手順であるが、自律構造調整案が成立できない場合は回生手続開始決定がなされる。手続の流れは以下の図のようである。

〈図２： ARS Program 手続の流れ〉



ARS Program の進行期間中、企業は通常営業をしながら主債権者と自律的に私的整理に関する協議を進めることができ、回生手続開始決定によるスティグマ効果を防止することができる。特に、回生手続協議会（主債権者、債務者、諮問機関、管理委員等が参加）を通じて債権者・債権者間の意思の収容及び尊重、回生手続制度（保全処分および包括的禁止命令、開始前の調査、DIP Financing に対する裁判所の許可、債権者推薦の構造調整担当役員（CRO）の選任、交渉支援のための調停委員の選任など）の活用可能、自律的私的整理手続における交渉を促進、企業再建手続の１回的解決などの効果を得ることができる。

3.　ストーキング・ホース・ビット方式のM&A

権者と債務者が自律的構造調整を協議することができるという点を利用したものである。

ストーキング・ホース（ストーキング・ホース）とは、アメリカから由来した再建手続であり、債務者が引受希望者と公開入札を前提に、条件付き引受契約を締結する方式を意味する。債務者が予め随意契約によって引受希望者を確保した状態で公開競争入札を行い、応札者がない場合は引受希望者が最終引受予定者として確定される。しかし、より良い引受条件を提示する応札者がある場合は既存の条件付き引受契約は解除できる。２０１７年にこの制度を導入するまでは上記のような過程を経ずに直ちに裁判所の監督下において公開競争入札を行った。

法定外で柔軟に進行される随意契約のメリットと法廷内で公正に進行される公開競争入札のメリットを組み合わせた制度であり、最近はその利用率が高い。ストーキング・ホース手続の核心的機能は引受希望者の安定的確保と引受代金の極大化である。経済的窮境に直面した債務者に対して先に引受の意向を示すことで友好的な関係性の中で「優先買取権」を行使することができ、引受ができなかったとしても解約補償金（breakup fee）などによる補償あるという点もメリットである。

ストーキング・ホース・ビット方式の M&A は必ずハイブリッド方式の回生手続でのみ行われる手続ではなく、一般企業においても行うことはできるが、公正で迅速な手続進行を要とする最近の回生手続進行の傾向を鑑みると最適の M&A の方式であると考える。

IV. 韓国におけるハイブリッド方式の企業再建の最新ケース

韓国のハイブリッド方式の企業再建制度は、２０１８年初、レイクヒルズ順天 CC、楊平 TPC（大地開発）、バードウッド（イルグァンレザー開発）の３つのゴルフ場が債権者との事前協議の下、事件計画案を提出する P-Plan 手続

を成功的に進行したことをその嚆矢とする[6]。それ以降、現在に至るまで約１０個の回生企業が P-Plan、ARS Program、ストーキング・ホース M&A などのハイブリッド方式の企業再建手続を進行したが、ここでは特に検討すべき５つの事例を簡単に紹介する。

(1) ドンイン光学ケース(ソウル回生法院2018回合100210) – ARS中断後、P-Planを進行して企業再建成功

ドンイン光学は、武器製造業を営む防衛産業体であり、経済的窮境に陥って２０１８年１０月１日にソウル回生法院に回生手続開始の申立てをして、それと同時に債権団との交渉のため ARS Program も一緒に申請した。裁判所は２０１８年１１月１日に右の申請を受け入れ回生手続開始決定を保留した。ドンイン光学は続けて農協銀行のほか、７個の金融機関で構成された債権団と３回に渡って回生手続協議会等を開催するなど債務調整の交渉を行い[7]、韓国資産管理公社(KAMCO)を通じて外部の投資誘致交渉も同時に進行した。

債権団および投資家との交渉は６カ月間続いたが、最終的には決裂し、裁判所は２０１９年５月７日に、ドンイン光学に対して回生手続開始決定を下した。ただ、ドンイン光学は上記の６カ月間行われた交渉の結果をもとに２０１９年５月２日に、裁判所に債務調停内容が含まれた事前計画案[8](pre-packaged plan)を、会計実査報告書、回生債権者目録、債権者同意書と一緒に提出した。２０１９年６月１９日に、関係人集会において右の事前計画案が開始決定

[6] 上記のゴルフ場の P-Plan 事例に関するより詳しい説明は、2018 년 중일도산법심포지엄 Session I 최효종 변호사 報告を参照。

[7] さらに、ドンイン光学は ARD 申請後２０１８年１１月８日に企促法による共同管理手続を申請して共同管理手続が進行されたが、２０１９年３月１５日に金融債権者協議会の決議が否決され、共同管理手続は中断された。

[8] ドンイン光学の事件計画案の内容は、回生担保権は 100％弁済、回生債権は 35％は出資転換、残りの 65％は現金弁済するものだった。

以降４２日で認可され、以降２０１９年７月１１日に、回生手続が終結された。

ドンイン光学のケースでは債務者回生法における P-Plan 特別規定[9]が適用され、債権者目録の提出機関が存在せず、調査報告書も共同管理手続で作成された会計実査報告書に代えることにした。企業再建のための交渉がすでに進行していた点を考慮して、裁判所が選任した調査委員の調査内容は事前計画案の清算価値保障の有無、遂行可能性の有無などに制限された。

これは ARS Program 過程において協議した内容をもとに P-Plan を提出した初の事例として自律的構造調整の合意にまでは至らなかったが、ARS の進行中に債権者と協議された内容をもとに提出された事件計画案が短い期間で成功的に認可され今後のハイブリッド方式の企業再建手続に対して重要な先例になれるケースであった。

(2) イルソン開発ケース(ソウル回生法院2018回合100253) - ARS中断後一般回生手続進行

ゴルフ場（レイクヒルズ龍仁 CC、レイクヒルズ安城 CC）の経営会社であるイルソン開発は２０１４年から続いてきた財政的窮境で、２０１８．１１．２２．ソウル回生法院に回生手続開始の申立てをした。それとともに DIP Financing を誘致する目的で ARS Program も申請した。イルソン開発は 3 カ月の ARS Program の進行期間内に外部の投資家から投資を受け会社の財務構造を

---

[9] 第 227 条第 4 項 「사전계획안을 제출하는 자는 회생절차개시 전까지 회생채권자ㆍ회생담보권자ㆍ주주ㆍ지분권자의 목록, 제 92 조제 1 항 각 호에 규정된 사항을 기재한 서면 및 그 밖에 대법원규칙으로 정하는 서면을 법원에 제출하여야 한다.」
同条第 4 項 회생채권자ㆍ회생담보권자ㆍ주주ㆍ지분권자의 목록이 제출된 때에는 이 목록을 제 147 조제 1 항의 목록으로 본다.」

改善することを債権団と協議して pre-packaged plan を作成する P-Plan 回生手続を進行しようと計画を立てた。ソウル回生法院は ARS 申請を受け入れ２０１８年１１月２９日に、回生手続開始を保留する決定を下した。

しかし、会社の財務状態の調査結果偶発債務[10]が発見され、当初の計画通りの投資誘致は失敗した。結局イルソン開発は ARS Program を中断した。裁判所は２０１９年２月２１日に、イルソン開発の回生手続開始決定を下した。

その後、イルソン開発の回生債権届出および調査確定手続において偶発債務の内容を調査し、具体的な総債務規模（約 4,200 億ウォン程度）が確認された。そして KB 証券、ゴルフゾーンカウンティ等の債権者で構成された貸主団から 1,700 億ウォン規模の DIP Financing（利息年 5.74%、貸付期間 3 年）の提供を受けることを約定して、回生債権を一部弁済する内容の回生計画案を裁判所に提出した（但し、債権者 3 人から別途の 3 つの回生計画案がそれぞれ提出された）。提出された複数の回生計画案は２０１９年１０月１８日、関係人集会の審理及び決議に付される予定である。

(3) ゼイル医療財団ケース（ソウル回生法院2019回合100015） - ARS中断後ストーキング・ホース方式の資産売却を進行

1963 年に韓国初の産婦人科専門病院として開院したゼイル病院は、出生率の減少などが原因で経営難が続き、２０１８月１１日からは外来診療を中断するなど閉院の危機に陥ってしまった。そこでゼイル病院を運営するゼイル医療財団は、外部の投資家と無償出捐金 300 億ウォン及び貸付金 250 億ウォン規模の投資交渉を進行した。そして、２０１９年１月２８日、ソウル回生法院に回生手続開始の申立てをすると同時に外部投資家との交渉のための ARS

[10] イルソン開発の系列である JEJUCC が会員たちに龍仁 CC も利用できるクーポンを発行したが、このクーポンが今後の偶発債務になる可能性があった。その規模は約 1000 億ウォンだった。

Program の進行申請も行った。裁判所は２０１９年２月１５日、それを受け入れ回生手続開始を２カ月間保留した。

しかし、ゼイル医療財団の過大な債務（総債務約 1,400 億ウォン程度）の負担等を理由に、病院の継続運営を前提とする M&A[11]および外部投資資金誘致などの投資交渉は中々進まず、条件にあう投資家が現れなかったことで、ARS Program は中断され裁判所は２０１９年４月２５日、回生手続開始決定を下した。

その後、ゼイル医療財団病院はストーキング・ホース方式で土地所有権を約 1、300 億ウォンで不動産資産運用会社に移転し（資産運用会社は病院の土地にマンション・商業施設等を建設する計画）、売却代金で回生債務を割引弁済して、病院はほかの土地に移転する内容の回生計画案を準備している。債権団はこの計画に反対して外部医療業界からの投資を受け回生債務を弁済する別の回生計画案を準備している。

(4) ダイナマックケース（ソウル回生法院2018回合100166） – ARS中断後ストーキング・ホース方式のM&A進行

ダイナマックは 1997 年に設立された自動車部品製造会社であり、自動車業界の不振によって流動性危機に直面し、２０１８年８月２７日、ソウル回生法院に回生手続開始の申立てをした。ソウル回生法院はダイナマックに対して ARS Program を適用することを決定し、２０１８年９月２１日、回生手続開始を保留した。

[11] 韓国の医療法は医療法人の売買を禁じており、M&A 交渉は法人の取締役の任命権を譲渡するという間接的な方法などで行われた。このような間接的な M&A は医療法に違反しないという趣旨の判例として서울회생법원 2017. 9. 21. 자 2016 회합 100116 결정参考。

ダイナマックは上記の保留期間の間、3 回に渡って回生手続協議会を進行するなど、債権者と自律構造調整の交渉をして来たが、最大債権者である企業銀行が保有債券を第 3 者に売却したことで交渉は決裂され、これを受け裁判所は２０１８年１１月２８日、ダイナマックに対して回生手続開始決定を下した。

その後も多数の投資家と投資誘致の交渉を進めたが、会社の運営資金を得ることができず窮境に陥ってしまった。そこで会社は裁判所の許可を得てストーキング・ホース方式の M&A 手続に入り、私募ファンドに約 300 億ウォンの金額に売却された。現在上記の M&A を内容とする回生計画案が提出され２０１９年９月６日、関係人集会を予定している。

(5) ミジュ製鋼ケース（水源地方裁判所2018回合10003） - P-Plan手続進行によって企業再建成功

ステンレススチールパイプ製造会社であるミジュ製鋼は、財政難によって２０１８年1月１５日、水源地方裁判所に回生手続開始の申立てをした。しかしミジュ製鋼はすでに２０１３年から２０１５年まで回生手続を進行したことがあったので、債権者調査および企業価値の算定はある程度完了していた。ミジュ製鋼それをもとにして２０１８年２回目の回生手続開始の申立てをする前に、 予め主債権者である株式会社連合資産管理（UAMCO）と水源地方裁判所と一緒に数回にわたる事前協議を経て事前計画案を準備することができた。

ミジュ製鋼は回生手続開始の申立てをする際に、同じ日付で回生債権者目録および事前回生計画案、債権者同意書も提出した。裁判所は回生手続開始の申立ての４日後である２０１８年1月１９日、回生手続開始決定をした。回生債権者目録の提出期間は省略され、２０１８年２月２１日、関係人集会において回生計画案が可決され、認可決定を得た後に２０１８年２月２７日、回生手

続が終結した[12]。回生手続開始の申立てから回生計画の認可までは 37 日、終結までは 43 日がかかった。

V. 評価および示唆点

1. 評価

ここまで検討したハイブリッド方式の企業再建の事例は交渉・圧縮された手続・裁判所の支援にまとめることができる。韓国では、ハイブリッド方式の企業再建制度は成功するケースもあり（レイクヒルズ順天 CC、ドンイン光学など）、ハイブリッド方式を利用して成功することはできなかったが、その後の一般回生手続の進行過程において成功を模索するケースもある（イルソン開発、ダイナマックなど）。ここで紹介しなかったが最後まで企業再建に成功できなかったケースもある。

企業再建手続の成否は、企業の内在的価値、債権者等の利害関係人の立場、当時の経済状況等の時期的問題、国家経済政策など、様々な要素によって決められるものであるが、企業再建をより容易に進行させるためには法制度の改善も重要な要素であることは言うまでもない。これに関してはすでに金融機関の貸倒引当金の調整問題、回生手続を理由とする不利益な扱い（新規受注禁止、倒産解除条項、EOD 事由など）の制限、倒産専門家の育成制度の改編など、いくつかの改善点が議論されているが、ここではそれ以外にハイブリッド方式の企業再建制度をもっと発展させることができる争点について検討することにする。

---

[12] ミジュ製鋼の回生担保権 100%を保有している UAMCO は、順天工場売却によって弁済を受けることができると判断して事前回生計画案の提出に積極的に協力した。ほかの回生債権者も浦項工場が 2 年連続黒字だったので事前回生計画案の提出に異議を提起することはなかった。認可された回生計画案に従って、ミジュ製鋼は回生担保権全額を 10 年間分割弁済する予定である。一方、回生債権者の債務額は 20%現金弁済、75%は出資転換され、現金弁済額は 10 年間分割弁済される。

2.　長期的に企業再建手続を債務者回生法上の回生手続に一元化

韓国でハイブリッド方式の企業再建手続は、現行債務者回生法と裁判所の内部指針によって運営されている。そのほかにも、韓国の企業再建手続として、企促法、自律協約など多様な制度があることは多く知られていると考える。

しかし、２０１８年１０月１６日から５年間の時限法として再度制定・施行された企促法は、制定当時国会の付帯意見として「金融委員会は第 20 代国会の任期内[13]に企業構造調整制度の成果および効用に関する評価を実施して法院、企業構造調整関連機関および専門家等の意見収斂を通じて債務者回生法との一元化又は企促法の恒久法化の方案など、企業構造調整制度の総合的運営方向に関して国会に報告しなければならない」と明記されている。これを受けて、金融委員会は２０１９年５月頃「企業構造調整制度の点検タスクフォース（TF）」を設立して企促法と債務者回生法を単一化する方案又は企促法の恒久法化の方案を模索している。

韓国の倒産手続として回生手続、企促法上の共同管理手続、自律協約など様々な手続が存在していることは、個別企業の状況にあう適切な再建手続を選択できるというメリットではあるが、類似する手続が重複して存在することで利害関係人を混同させ、事前的・事後的効率性を低下させるという大きなデメリットもあった。

企促法と自律協約などの法定外再建手続制度の存続の必要性を主張する見解は回生手続の硬直性、裁判所の専門性不足および新規資金確保の可能性などをその論拠よして挙げているが、前述したように、柔軟なハイブリッド方式の企業再建手続の成功事例の蓄積、企業再建に対して専門性を備えた回生専門裁判所の開院および民間資本市場の発展など、法定外再建手続のメリットを法廷内再建手続に取り入れられる多様な方策が用意された今になっては別の状況を考慮する必要がある。

---

[13] ２０２０．５．まで

“Simple is the best”という Steve Jobs の言葉のように、長期的には複雑で多岐にわたる企業再建手続を債務者回生法上の回生手続に統合して一元化することが望ましいと考える。そのためにはハイブリッド方式の企業再建手続を利用した成功事例がより多く蓄積されなければならず、民間資本市場の DIP Financing もより活性化されなければならない。さらに、裁判所は「回生手続における一般的主宰者・監督者」という役割から「利害関係人が主導する回生手続の後見者・仲裁者」というより柔軟な役割に代わる必要がある。そして、現行の債務者回生法の中に、企促法、自律協約などの企業再建手続から効率性を高めることができる要素を積極的に取り入れ、法廷内・法定外の企業再建手続を統合した新しい回生手続を生み出すことで韓国の企業再建制度は一層発展した制度になれると考える。

3. DIP Financingの活性化のための民間資本の育成

最近の何年間、韓国の企業再建制度の特徴として、民間資本市場の発達による冒険資本（私募ファンド、VC など）の企業再建手続への積極的に参加を挙げることができる。彼らは単独で又は UAMCO 等と一緒に、転換社債（CB）、転換権付き配当優先株式（RCPS）、NPL の売買など、様々な金融テクニックを用いて、企業再建の対象企業に対する financing に能動的に参加することで、企業再建の市場を成長させる主導的プレーヤーの役割を果たしている。

信用が低い再建企業に対する Financing は、投資家の立場からはハイリスクがあることである。しかしながら、韓国の DIP Financing の活性化に関する議論は通常、一般国民の預金、公的資金等を運用する第 1 金融[14]を主要投資家と想定してなされているが、一般国民の財産を保守的、安定的に運用する責務がある第 1 金融の役割とは合わない面がある[15]。また、これは多重的な代理人

[14] 銀行法に基づく銀行(シンハン銀行、ウリ銀行、KEB ハナ銀行、国民銀行)と、特殊銀行法(韓国産業銀行法、中小企業銀行法、韓国輸出入銀行法)に基づく銀行を合わせた通称。

[15] また、イム・ゾンリョン前金融委員長も、２０１９年７月１８日に、「内部評価制度と

構造（国民―国会―政府―国策銀行―不振企業）によって代理人費用（agency cost）を増加させ、WTO 補助金問題を引き起こす余地がある。

再建企業に対する投資は、攻撃的な投資を好む資本として、シンプルな意思決定の構造を持ち、効率的に運用して、ハイリスクハイリターンを追求する民間の冒険資本に任せるのが理論的に妥当であり、第 1 金融である銀行は既存の債権を適切に refinancing する程度で進行するだけで十分である。韓国でこのような変化が起きているように見えるのは望ましいことであると考える。

それでも、冒険資本の投資をより積極的に活性化させるためには、(ⅰ)最も重要な問題として現行債務者回生法には、牽連破産時に DIP Financing を公益債権の最優先弁済権とする規定がない点[16]、(ⅱ)DIP Financing を受ける場合に、投資家に対して最優先公益債権の放棄同意および強制執行放棄覚書[17]を要求する一部裁判所の慣行、(ⅲ)マーケットで形成されている危険企業に対する投資の適正利息率ではなく、低利で DIP Financing を求める暗黙の了解、(ⅳ)未だに存在する DIP Financing に対する背任罪成立のリスクなどに対して、徹底的に再検討して制度を改善する必要がある。

既存の文化、金融当局の監督制度などを鑑みて、一般銀行の DIP Financing は事実上不可能である。これからは UAMCO、民間資産運用会社など、資本市場のプレーヤーが主導的に DIP Financing に参加しなければならない。」と説明したことがある（2019. 7. 18. 자이데일리 기사）。

[16] 牽連破産手続においても DIP Financing による公益債権の最優先弁済権を維持しようと数回にわたって法改正を試みたが、租税債権の弁済不能を心配した国税庁の反対によって成功できなかった。詳しい内容は임치용, ‘국내 DIP 금융 활성화 방안’, 2019 년 제 1 회 기업구조혁신포럼 발표문 参考。

[17] 서울회생법원 편저 ‘관리위원 직무편람’ 355 면 参考。DIP Financing の投資家に最優先弁済権を認めることに対して一般債権者の反発がある場合このような覚書を要求する事例がある。.

また、冒険資本投資家は投資の対象である回生企業に関する投資情報は不足していることを指摘している。最近大法院のサイト[18]にある「回生会社 M&A 案内公告」の情報充実性は大きく改善されたが、まだ投資家に対して適時に十分な情報を提供しているとは言い難い。優良回生企業の場合、裁判所の支援を受けて、潜在的な主要投資家を相手に投資説明会(IR)を開催する方法を検討すべきであると考える。法定外再建手続は新規資金の確保が容易である点が大きなメリットである。さらに、法廷内再建手続においても、新規運営資金の確保が容易にできるように制度が改善されると、二つの制度の連携ないし融合の可能性は高くなり、効率性も増加するはずである。

4. Secondary ARSの導入検討

自律的企業再建制度の理念が、回生手続開始前の段階でのみ限定的に適用されるべき特別な理由があるわけではない。したがって、回生手続開始前の ARS Program に対応する手続として、回生手続開始後の ARS Program の導入についても検討する必要がある。

現在一般回生手続では回生手続開始決定がなされた後、通常 2 カ月前後で調査委員の調査報告書が提出される。調査報告書において債務者の清算価値が継続企業価値を超える場合、裁判所は調査報告書提出日から 2～3 週以内に回生手続の廃止決定をする。さらに、稀ではあるが、職権破産を宣告する事例もある[19]。なお、実務上債務者の既存経営者管理人側から調査委員の清算価値又は継続企業価値の算定が間違っていると主張して裁判所に異議申立てをした

[18] http://www.scourt.go.kr/portal/notice/mainfo/MaNoticeList.work

[19] 債務者回生法第 286 条第 2 項「회생계획안의 제출 전 또는 그 후에 채무자의 사업을 청산할 때의 가치가 채무자의 사업을 계속할 때의 가치보다 크다는 것이 명백하게 밝혀진 때에는 법원은 회생계획인가결정 전까지 관리인의 신청에 의하거나 직권으로 회생절차폐지의 결정을 할 수 있다….」と規定している。これは従前の清算価値超過時における義務的手続廃止規定を裁量による柔軟な規定に改正(2014)したものであるが、実務的には調査報告書の提出するまでに投資意向書などが提出されなかった場合、直ちに廃止決定をしている。

り、数ヶ月以内に投資家から投資意向書をもらうことができるので廃止決定を猶予して欲しいとの要請をしたりする場合があるが、このような異議申立て・要請が認められるケースはほとんどない。

清算価値と継続企業価値、特に継続企業価値の算定は様々な前提条件が必要になる複雑な作業であり、調査委員ごとに算定基準が異なる場合も少なくない。また調査時期によって算定結果が異なる場合もある。経済状況のサイクルは誰も正確に予測することができないものであるので、現在に投資価値ないように見える会社でも将来の企業価値は変わる可能性がある。それでも、特定の時点で継続企業価値が清算価値より下回ることを理由に一律的に回生手続を廃止すべきであるかについては再考する余地がある[20]。

回生手続開始後、調査報告書で清算価値が継続企業価値を超えるとしても、管理人の回生手続継続進行の要請がある場合は、債権者協議会の明示的な反対意思表示がないことを前提に、調査報告書の提出後最大６カ月間は回生手続廃止決定を留保して債務者―債権者間の追加的債務調整交渉、M&A、又は投資交渉などを支援する方法も検討すべきであると考える。この方法をいわゆる「Secondary ARS」と呼ぶ。

韓国には「雨の日に傘は奪わない」ということわざがある。スティグマ効果の負担、予納金などの費用負担、その他の不利益な扱いがあるにもかかわらず、悩んだ末にやっと裁判所というシェルターを尋ねてきた債務者を、清算価値超過という理由だけで申立てから３－４カ月で廃止決定をして追い出すことは、裁判所が法的手段を提供して当事者間の自律的な債務調整を最大限に支援しようとするARS制度の趣旨にも整合しないと考える。

---

[20] その代表的な事例として、ドンア建設(2001)は整理手続の調査委員が算定した清算価値が 1,669,300,000,000 ウォンであり、継続企業価値の 1,475,000,000,000 ウォンを超えていたので裁判所が破産宣告の決定をしたが、営業を続けて２００７年に第３者 M&A が成功的に行われた。最近には、キンホタイヤ(2017)のワークアウト手続において、清算価値が 1 兆ウォン、継続企業価値が 4,600 億ウォンと算定され存続不可であると予想されたが、２０１８年に中国のDouble Star Tireに売却され成功的な再建手続が進行している。

VI. 結論

現在の企業再建に関する世界的流れは、法定外再建手続のメリットを活用して企業価値の毀損を防ぐことであり、より迅速で柔軟な事業再生を求める方向に向けて法律と制度の改革が議論されている。特に従来の倒産手続の目的は「債権の公平な配分と配当額の極大化」という側面に当てられていたが、企業再建手続の法理が発展するとともに「再建企業の保護」又は「当該産業の保護」という側面も重視するようになり、最近では AI(Artificial Intelligence)革命・欧米の先進国の自国中心主義によって「自国内の就職口の維持保存」も重要な課題となっている。

韓国は、２０１３年－２０１７年の間、約４０００社の回生手続開始申立企業があったが、この中で事業再生が成功した企業は４００社未満であると推定されている。今後ハイブリッド方式の企業再建手続を活性化することで事業再生を成功する企業の割合をわずか５％程度上げることで、２００社の企業において２万名ほどが働けるようになると言われている[21]。結局法廷内再建手続と法定外再建手続の融合が成功することは、ただ理論的・思弁的な問題だけではなく、国民経済の発展と国民生活安定に直結される問題であることがわかる。したがって、これから迫ってくる経済危機に先制的、能動的に対応して、企業再建手続を整備しておくことが何より重要な課題であると言うべきである。

[21] 김두일 UAMCO 본부장, 2019 년 제 2 회 기업구조혁신포럼 발표문 参考。