

企業再生における公的機関の役割についての一考察 —韓国造船業の事例を中心として—

鄭 裕 勲¹ ・ 朴 唯 新²

A case study on the role of public institutions in corporate restructuring

Yu-hoon JEONG and You-sin PARK

1. はじめに

最近、韓国では主要輸出産業の不振と供給過剰などの構造的な貧弱性が続いて企業再生（あるいは企業構造調整）の問題が国の最大懸案の一つになっている³。特に、主要な「企業構造調整」の対象企業が造船、海運業のみならず、鉄鋼、建設、石油化学などの国の基幹産業に属しているため、該当企業の生存は雇用、消費、地域経済などの様々な面で及ぼす影響は計り知れない。そのため、韓国国会では2016年9月8日から9日まで2日間で「造船・海運産業の構造調整の聴聞会」が実施された。この聴聞会では韓国国内第3位の造船会社である「大宇造船海洋」などの造船・海運企業らの経営不振に対して主要債権者である韓国産業銀行や韓国輸出入銀行、関係政府機関などの管理・監督責任について究明し、該当企業らの経営不振の原因などについて明らかにするものであった。しかし、企業の経営不振に陥っている原因を探ることは簡単ではない。なぜなら、各企業は属する産業によって特徴が異なり、各社の属性も異なるからである。

一般的に企業再生とは、企業が主導して経営不振から回復する活動であると定義できる (Slatter & Lovett, 1999)。このような企業再生が必要な状況について明確な定義はないが、ここでは短期的に何らかの措置をとらない限り、近い将来経営破綻することが明らかな危機的状況であると定義する⁴。従って、一般的な定義では企業がキャッシュ不足に陥った場合を前提とされるが、まだキャッシュ不足に陥っていない企業を含む場合もあるので、ここではより広い解釈で議論する。さらに、当該企業とその利害関係者らが企業再生のために行う活動を企業構造調整 (Corporate restructuring) という。つまり、企業構造調整とは、企業が組織構造、事業領域、財務構造などを急激に変化させることで、経営環境に適切な対応が取れず、経営危機の状況に追い込まれた際に行う経営活動である。企業構造調整は主に企業側が主導的に行うが、外部の利害関係者からの介

1 Jeong, Yuhoon (Policy Researcher) Strategy and Finance Committee, The National Assembly of Korea

2 Park, Yousin (Associate professor) Prefectural University of Hiroshima

3 韓国では「企業再生」よりは、企業再生するための活動に注目し、「企業構造調整 (Corporate restructuring)」という表現をよく使うため、本稿では企業再生と企業構造調整を厳密に区別せず、同じ意味で使うことにする。

4 企業の経営破綻とは、当該企業が約束通りに債務を履行できなくなった状態を意味する。

入で行われる場合も稀ではない⁵。本稿では特に企業が経営危機に追い込まれて、そこから回復する一連の過程である企業構造調整において韓国の公的機関が担ってきた役割に注目する。特に、韓国で最近の話題であった造船・海運企業の事例を用いて、果たして企業構造調整において公的機関の介入が必要であるかについて考察する。特に、造船産業が装置産業であり、寡占的な産業構造を持っていることから、企業レベルに限定せずに、産業レベルの分析を試みる。本稿の構成は以下の通りである。まず、第二章では、韓国の造船産業が危機に陥った背景と原因について説明する。第三章では、企業側の観点から当該企業が経営危機を乗り越えるための手段として用いる企業再生（あるいは、企業構造調整）とその限界について検討する。第四章では、企業構造調整において韓国の公的機関が果たした役割について評価する。最後に、今回の韓国の造船産業の事例を踏まえながら、今後の企業再生における公的機関の役割について示唆点を導く。

2. 韓国造船産業の経営不振の背景と原因

韓国の造船産業の経営不振の背景には、まず、企業の売上高と直接的に関連する受注量の減少が挙げられる⁶。図表1はイギリスの造船・海運の市況分析機関であるClarkson社が作成した2009年以降の主要国の造船企業が確保している受注量及び市場占有率の推移である。特に、この図表1から世界全体の受注量が2009年の世界経済危機から一時期回復したものの、2016年に前

図表1 主要国の年度別受注量及び市場占有率の推移

(単位：百万CGT, %) ⁷

区分	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16.1～9
韓国	4.7 (27)	13.3 (28)	14.6 (40)	8.9 (33)	19.0 (31)	12.9 (29)	10.6 (31)	1.3 (15)
中国	9.3 (52)	22.6 (48)	12.7 (35)	9.0 (33)	25.6 (41)	16.6 (37)	10.4 (30)	3.2 (37)
日本	2.0 (11)	6.2 (13)	4.6 (13)	4.5 (17)	10.3 (17)	9.8 (22)	9.4 (27)	1.0 (11)
韓・中・日 合計	16.0 (90)	42.1 (89)	31.9 (87)	22.4 (83)	54.9 (89)	39.3 (87)	30.4 (88)	5.5 (63)
その他	1.7 (10)	5.3 (11)	4.9 (13)	4.7 (17)	7.0 (11)	5.7 (13)	4.3 (12)	3.2 (37)
合計	17.7 (100)	47.4 (100)	36.8 (100)	27.1 (100)	61.9 (100)	45.0 (100)	34.7 (100)	8.7 (100)

資料：Clarkson Research

5 例えば、企業が経営破綻に追い込まれた場合は、経営決定権（Corporate control right）を債権者が掌握することになるが、その前から日本と韓国では公的機関やメインバンクの金融機関などが企業再生に積極的に介入し、中心的な役割を果たす場合が多い。

6 製品としての船舶は、大型生産財の一つであるため、受注生産が一般的である。そのため、受注から生産までのリードタイムには約二年を要する産業である。このことから、造船産業は船価、為替変動、原材料変動、景気循環による需給変動の影響を受けやすく、不確実性が高い産業であると言える（具・加藤 2013）。

7 表の中にある括弧は各国の市場占有率（%）を意味する。

図表 2 世界の造船産業の供給能力

(単位：百万 CGT, %)

国家	最大供給能力 (2010～2012)	2015年	削減率
韓国	18.5	15.0	18.9
中国	25.7	18.9	26.5
日本	11.5	8.7	24.3
欧州・その他	9.9	7.3	26.3

資料：Clarkson Research

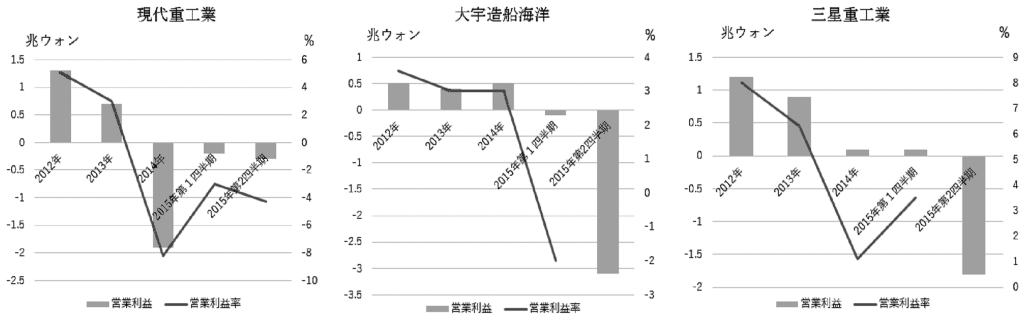
年に比べて急激に減少していることが分かる。例えば、2015年の全世界の受注量は前年対比23%が減少した34.7百万CGTであり、受注残量は前年対比7%が減少した111.3百万CGT（標準貨物船換算トン数、Compensated Gross Tonnage）である。2016年第3四半期までの全世界受注量は、前年同期対比72%が減少した8.7百万CGTであり、受注残量は前年同期対比18%が減少した93.7百万CGTである。さらに、Clarkson社の資料によると、売上価格である船価も下落している。2014年6月以降の新造船価指数は下落し続けている。2014年6月に140ポイントから2015年11月には131ポイントまで下落し、2016年3月に130ポイントから2016年8月には125ポイントまで下落していた。このような受注量と船価の下落によって、2016年9月時点で稼働中である造船企業は全世界で402社になり、2009年末の931社から2倍以上減少している。特に、韓国、中国、日本の主要国の変化に注目すると、内需市場の規模が大きい中国よりは相対的に小さい韓国と日本の受注量の減少がより深刻であることが見受けられる。

第二に、供給能力の過剰に対する設備調整の失敗である。すでに全世界の供給能力は2011年に最高値である63.6百万CGTに至って、その後、各国の設備調整で持続的に減少している。しかし、2015年末に全世界の供給能力は、49.9百万CGTであり、建造量37.8百万CGTに比べて依然として12.1百万CGTの過剰状態であった。このような全世界の造船産業の不況に合わせて各国の造船企業が設備調整を行ってきたが、韓国の造船企業はそれに遅れを取ってしまった可能性がある。例えば、図表2が示すように、2011年から2015年までの韓国造船企業の供給能力の削減率は、中国と日本に比べて相対的に低かった。韓国の造船業界は需要側面で受注条件が悪化するという展望があったのに、供給側面での過剰設備の削減は相対的に十分ではなかったのである。つまり、韓国の造船企業は過剰生産能力を抱えていた。

第三に、各造船企業の経営陣が行った経営戦略に関する意思決定の失敗である。韓国の造船企業は世界造船市場において中国企業との価格競争の激化から生き残るため、高付加価値の事業である海洋プラント分野に参入した。なぜなら、当時、高い石油価格で海洋プラントの需要が今後大きく伸びると予想されていたからである。さらに、彼らは既存の大形コンテナ船、LNG船、LPG船などの分野で競争優位にあったため、海洋プラントの分野でも競争優位になれる可能性が高いと思われていた⁸。しかし、経営陣のこのような経営戦略は結果的にうまく行かなかった。例えば、昨年9月の韓国国会の聴聞会で大宇造船海洋の現社長は、海洋プラントの失敗原因とし

8 造船事業の区分については付録を参照してほしい。2000年以降、日本の造船企業が市場状況を悲観的に判断し、企業構造調整と陸上の公共事業分野への非関連多角化を行っていたのに対して、韓国の造船企業は積極的な関連多角化戦略を採用し、攻撃的な設備投資を試みていた（具・加藤 2013）。

図表3 韓国の造船BIG3社の営業実績



資料：各社の公示資料

て、1) 設計能力が脆弱、2) 発注処の引き受けの取り消し・遅延、3) 過当競争による低価受注などを挙げ、問題視している。特に問題なのは、海洋プラントの基本設計を海外企業（フランスの Technip 社、米国の KBR 社など）に全的に依存していたことで、せっかく造船企業が海洋プラントを受注しても原価の予測が難しかった点である。それに、海洋プラントの核心資機材は国産化率がわずか25%に過ぎず、各社にとって受益性の基盤が貧弱であったことも課題であった。そこに世界原油市場で低油価の趨勢が変わり、グローバル石油企業などの海洋プラントの発注処が納期を遅延させたり、契約を取り消したりする事例が多発してしまった。韓国内の造船企業BIG3が主に建造する主力船種（掘削船、半潜水式掘削船など）も類似していた状況であり、韓国企業間の過当競争による低価受注が多発していた。さらに深刻な問題は、海洋プラントの受注残量が相当な量にのぼり、掘削設備の比重が高いため、今後も追加損失が発生する可能性が非常に高いことである。

上述したように、韓国造船企業の経営不振は、多様な要因によって起因している。昨今の世界貿易量の減少による造船需要の減少と既に投資された供給能力の調整失敗、そこに各社の経営陣の能力不足などが複合的に噛み合っ、各企業が急激な経営環境の変化に適切に対応できなかったことで昨今の経営危機を招いてしまったのである。そしてこの危機は各社の経営成果にも表れている。例えば、図表3のように、2013年以降韓国の造船ビッグ3の財務諸表から各社の営業利益と売上高営業利益率の推移を見ると、2015年の第2四半期に現代重工業が0.3兆ウォン、大宇造船海洋が3.1兆ウォン、三星重工業が1.8兆ウォンなど5兆ウォン以上の営業赤字を記録していた。ここで現代重工業の営業赤字が相対的に小さかったのには、2014年大規模な損失として1.9兆ウォンをすでに反映していたからである。さらに、各社が公示した財務諸表などの資料を見ると、経営不振の長期化と追加的な赤字が危惧されている。

3. 企業再生のための企業側による構造調整の限界

前述したように、韓国の造船企業は企業再生（以下、ターンアラウンド）が必要な状況である。以下では前半で企業の観点から Slatter と Lovett (1999) のターンアラウンド理論の一部について簡単に紹介した後、後半では企業再生における外部利害関係者による介入の必要性について検討

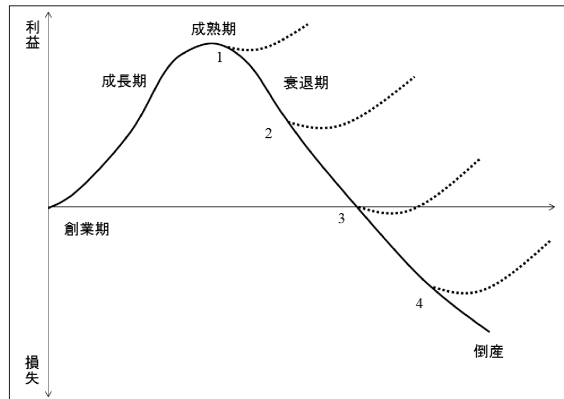
9 韓国造船ビッグ3が保有している海洋プラントの受注残量は、総40機（ボーリング設備：22機、生産設備：18機）である（2016年9月の韓国国会の聴聞会の報告時点）

する。

企業が経営危機に陥るはるか以前からその兆候を示されている。例えば、そのような企業は、往々にして資産稼働率が低く、非効率的な経営が行われており、こうした低迷状態から脱却しなければ経営危機は必ず訪れる。いずれにせよ、企業が倒産を避けるために、なんらかの是正措置を取り、企業再生にかけるべきである¹⁰。図表4のように、企業のライフサイクルを考えると、経営危機がいつ訪れるかは分からない。企業による経営危機への対応が早ければ早いほど、企業再生の規模も少なく済み、企業の存続と再生の確率は高くなる。理想的なのは、経営危機が訪れる前（図表4の中で1の段階）に、企業が再生戦略を実行することであろう。しかしながら、経営危機が発生してからはじめて、多くの企業は必要な新しい学習を開始するのが一般的なことから、経営改革にはまず経営危機が必要かもしれない。なぜなら、多くの企業では既存の固定概念（慣性、Inertia）を捨てなければ、新しいことを学ぶことに抵抗するからである。例えば、企業の経営者は以下のことを知らなければならない。

- ・新しいリーダーの指示に従う前に、現リーダーに対する信頼を捨てる。
- ・新しい目標を受け入れる前に、現在の目標を放棄する。
- ・今まで見過ごしてきた事象に気づく前に、知覚にかかっていたフィルターを取り除く。
- ・新しいやり方を受け入れる前に、現在のやり方では通用しないことを理解する。

図表4 企業のライフサイクル



資料：Slatter と Lovett（1999）

組織の固定概念の放棄は経営判断にかかわるものであり、意思決定に関わる主要要素であることから、極めて重要な問題である。経営者が意思決定を行う際、個人の信念や長年の経験から結論を導くことが多い。しかし、経営不振に陥った企業は、こうした「信念」を放棄し、新たな「信念」を導入しなければ、経営不振自体を止めることはできない。深刻な経営危機に瀕している企業の多くは、経営能力が欠如し、意思決定能力の不足に苦しんでいる。そこでは、経営危機に陥りやすい体質が前面に出て、意思決定の質はさらに低下する。したがって、現経営陣が改革

10 企業が深刻な経営危機に陥った場合に、主要な債権者が取る対応の仕方としては、当該企業を速やかに清算する方法と、再生計画の下で時間をかけて企業再生させる方法とが考えられる。理論的には仮に企業の再生価値が清算価値を上回ると予想されるのであれば、企業を再生した方が社会的に望ましい選択となる（深澤 2004）。

推進者となって再生を成功させることは稀である。さらに、根本的にターンアラウンドが必要な状況で現経営者の強い意志があったとしても、それが簡単ではない理由は、市場の価格メカニズムが作動しない点である。収益の観点から考えると、経営者が企業再生のために費用を削減したり、売上を高くしたりすることであるが、一般的に優先的には前者の方式で意思決定を行う傾向がある。そこで企業の過剰設備を売却しようとするが、これを買収する投資家の立場からは投資リスクを測定できず、統制可能性が低いのである。従って、投資家の立場ではその分不確実性が存在するため、投資意思決定が容易に決められない。売る側である現経営者も該当設備について実質価値を知っているために、安価では売りたいくない。そのため、双方が意見対立し、交渉を行うが、妥結に至るまでにはかなりの時間がかかる。

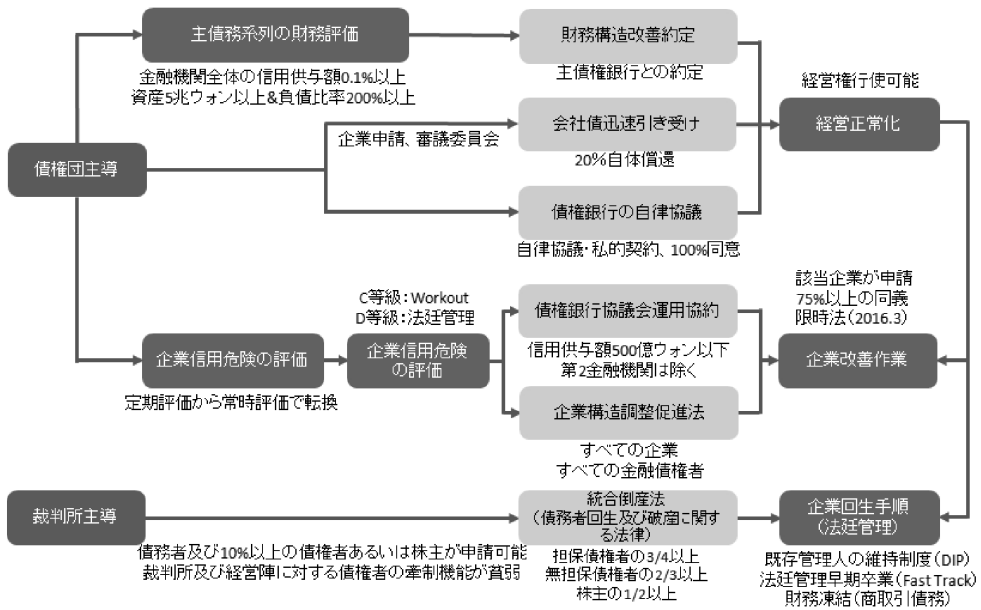
そのため、企業再生にあたっての新経営陣の任命は、企業の崩壊の終焉と企業再生の始まりを意味する。しかし、新経営陣の施策が失敗する可能性もあり、再生が軌道に乗り始めたといえるのは、新経営陣が業績を好転させ始めてからである。新経営陣が受益と費用の観点から新しい措置を取って成功するのは至難である。このような理由で外部から企業再生のための介入が入る場合も多い。その場合、主要な債権者である銀行などの外部利害関係者からの介入が変革をもたらすきっかけとなることがある。銀行が貸越枠の延長を拒むなどで、現状の経営危機をさらに厳しいものとして、企業が改革を促さなければならない場合などがこれにあたる。銀行は経営不振に陥った企業に対し、融資の実行と引き換えに、会計士や経営陣を送り込んだりすることがある。このような状況では現経営陣は主導権を失う。このような時、新経営者は主導権を維持しながら外部利害関係者の要求を満たすことが極めて重要となる。それに、新旧経営陣の入れ替えへの影響力を強める外部利害関係者として、機関投資家も重要である。例えば、近年、セブンイレブンの事例のように社外取締役と協働して経営陣の入れ替えに舞台裏で大きな役割を担っている。また、社外取締役がいる場合、彼らが最も影響力をもっているはずである。しかし、実際には社外取締役は権限もなく、経営能力も足りない場合も多い。そのため、私的調整（買収など）による所有者の変更に伴う経営陣の入れ替えが、最も簡単な方法となる。この場合、経営陣を即入れ替え、新オーナーがキャッシュや経営スキルなどを注入でき、改革への原動力を確保できるからである。

このような企業側による企業再生理論の限界の一つとして、経営危機に陥った個別企業のみで果たして正常化できるかという疑問が残ることである。すなわち、企業再生理論では経営者が高度な経営判断が必要な状況である深刻な経営危機下で当該企業を巡る多様な利害関係者の理解を得られることを前提に、経営を正常化しようとする理論である。言い換えれば、企業再生理論は企業の観点から直面する経営危機の状況に対する方策を説明することはできるが、企業の経営危機を解決するために、主要な外部利害関係者の観点から彼らの役割はなにかについて検討も必要であろう。場合によっては、外部組織からの当該企業に対する特殊な経営コンサルティングが必要かもしれない。なぜなら、同一業種・産業内でも各々の企業の経営成果は多様な要因によって決定されるからである。しかし、経営危機が深刻な状況において、企業主導による企業再生が難しい場合、外部利害関係者が企業の将来価値を評価し、清算価値がそれより大きい場合は、債権の優先順位を考慮し、利害関係者の持分によって企業資産を分配する。一方、企業の将来価値が清算価値より大きいと判断すると、企業再生までの追加出資を行い、企業構造調整を支援する役割が必要である。そして韓国においてこのような主要な役割を担うのが、公的機関である金融監督院と韓国産業銀行である¹¹。

4. 企業再生における韓国の公的機関の役割

現在、韓国の造船企業は経営不振に陥り、従業員や債権団、地域経済、韓国経済などに及ぼす悪影響が心配されているため、外部機関による企業再生が必要な段階に入っている。ここでは最初に、韓国において企業外部側による企業再生（企業構造調整）の方法について概観し、その中でも債権団主導による市場主導型であるワークアウト制度について詳しく説明する。韓国において流動性危機あるいは資金難に苦しんでいる企業が、回生するために選択できる企業再生に関する制度としては、図表5のように、「統合倒産法」に基づいた裁判所による手続きや「企業構造調整促進法」を基本とした債権団主導による手続き、PEF（Private Equity Fund）などの構造調整市場による方法などに大別できる。まず、裁判所による企業構造調整制度では、統合倒産法による「企業回生手順」があり、次に、企業・金融機関などが主導する制度には、企業構造調整促進法による「ワークアウト」と主債権銀行との「債務構造調整約定」あるいは「自律協定」などがある。これらの二つの違いは、当該企業が経営権の行使ができるフリワークアウトと経営権の行使が難しくなる債権団主導型のワークアウトであるかという点である。ここでは特に、債権者による企業構造調整の方式であるワークアウトについて詳しく説明する。韓国の経済的側面でも経営不振に陥った企業を正確に把握し、迅速に適切な企業構造調整を実施することで企業は経営危機を克服し、国の産業競争力も強化できる。しかし、企業構造調整に対する経験が少なかった韓国では、イギリスのロンドン方式（London Approach）¹²を参考にしたワークアウト制度を導入して

図表5 韓国における企業の構造調整制度



11 上述のように、日本においても2000年以降の企業再生案件の多くは、公的機関が企業再生を支援する側として中心的な役割を果たしてきた（深澤 2004）。日本の主要な公的機関としては株式会社産業再生機構（既に業務を終了）、株式会社整理回収機構、株式会社企業再生支援機構、政策投資銀行などがあげられる。

12 ロンドン方式は、イギリスで1990年初めに経営不振に陥った企業構造調整を行うため、イングランド銀行（Bank of England）が非公式的な調整者として債権者である金融機関と債務者である企業とを調整・仲裁していた企業構造調整の方式である。

いる¹³。これにより、1998年6月25日に210の金融機関が参加した「企業構造調整を促進する金融機関協約」が採決され、1998年7月2日には企業構造調整委員会¹⁴を設置し、円滑な企業構造調整を支援していたが、金融機関の自律的な市場調整に対する経験不足のため、企業再生の遅延などの問題点が出た。それにより、韓国政府は2001年に「企業構造調整促進法（以下、旧企促法）」を裁定し、迅速・効率的な企業構造調整の推進する基盤を作った。しかし、債権金融機関間の異見で企業構造調整の推進が失敗するケースが現れるなど、債権金融機関による自律的な市場調整が定着できていない限界を見せた。そこで韓国政府は2007年8月に新しい「企業構造調整促進法（以下、企促法）」を裁定するようになる。

韓国でワークアウト制度が導入された後、1998年55社、1999年22社、2000年6社が債権金融機関の共同管理、つまり、ワークアウトの対象企業であったが、その後、韓国経済の回復とともに新規にワークアウト対象として選定される企業は多くなかった。それにより、一部の産業で不良企業が企業構造調整を行わず、延命する副作用が生まれてしまった。そこに、2007年以降の米国でサブプラインモーゲージの問題が表面化することにより触発した金融危機は、2008年9月のリーマンブラザーズ（Lehman Brothers）の破産保護申請で全世界に拡散された。そのような状況下で、韓国政府は市場からの不安心理の拡散を防止し、経済の不確実性を解消するために、再生可能な企業とそうではない企業との分別を行った。特に、対外経済依存度が高い韓国の場合、金融と実物の両方から大きな衝撃を受けて、建設、造船、海運業及び一部の大企業、中堅・中小企業が流動性危機に陥った。このため、韓国政府（金融監督院）は2008年11月に金融委員会と共同で「企業債務改善支援団」を設置し、企業構造調整の業務全般を総括・企画する政府及び債権金融機関と有機的な協調体制を維持するように努めた。このように、グローバル金融危機以降、韓国では経営不振に陥った建設、造船、海運業をはじめ、その他の大企業及び中小企業を対象とした企業構造調整が推進中である。

4.1. イギリスのワークアウト制度の発展

ワークアウト制度が不良企業の退出可否とその方式を決定する手続きであることから広い意味での倒産手続きであるとも言える。しかし、裁判所を通さず、当事者間の合意による債務調整を行うため、自律的な債務調整である。韓国政府はワークアウト制度の出帆初期からイギリスのロンドン方式を参考にしていると説明している。従って、これからはイギリスのロンドン方式（London Approach）と韓国のワークアウト制度の発展について簡単に紹介する。

Oh（2008）によると、イングランド銀行が企業構造調整過程に介入したのは、第二次世界大戦以前に遡るが、積極的に介入しはじめたのは、1970年中盤からであると言われている。当時、イギリスではインフレーションと失業率の増加により、企業は深刻な財政的な危機に直面するようになり、銀行は不実債権を整理するためにワークアウト部署を設置し、自ら企業構造調整を試みた。問題は韓国の場合と同様、銀行が債務企業の企業構造調整に対する経験が不足していたことと関連倒産法の不備で、銀行と企業間の自発的な債務調整があまり進まなかったことである。そのため、イギリス銀行は積極的な仲裁者の役割が必要であると判断し、財務省などの他の政府省庁もイギリス銀行のこのような考えを支持していた。さらに、イギリス銀行が企業構造調整（企

13 金融監督院（2010）「グローバル金融危機以降の企業構造調整」

14 企業構造調整委員会は、企業構造調整に関する協約により設置され、ワークアウト制度を効率的に実行できるように債権金融機関間の異見を調整・仲裁する役割を担当する。

業改善作業)に介入できる法的根拠がなかったのにも関わらず、介入が正当化された理由としては、イギリス銀行は金融機関と企業から公平な立場で中立的に仲裁を実行し、関係者の秘密を徹底的に保障すると信頼されていたからである。そしてロンドン方式は1989年以降、イギリスが再び景気不振になり、イギリス銀行が企業構造調整に関与することで生まれた言葉である¹⁵。

ロンドン方式の一番大きな特徴は、利害当事者の自発的な参加とイギリス銀行の介入を最小に留めたことである。なぜなら、イギリスでは金融自由化が進み、多くの企業の最大債権者が外国系金融機関に転換された状況で特定の利害関係者、例えば、自国の有力銀行を支援する偏頗的な仲裁案は現実的に不可能であるからである。そしてこのようなロンドン方式がイギリスの企業構造調整で成功的に適用されるようになったのには、長期的な観点からイギリス銀行が提示する原則を遵守した方が最善の選択であると利害関係者の間に共通認識があったからである。さらに、ロンドン方式では、具体的な案を提示するのではなく、債権団自らのような条件で企業を回生させるかを定める柔軟な体制であった(Kang 1998)¹⁶。1990年代初めにイギリス銀行は約160件のワークアウトについて関与し、その他にも債権銀行の要請によって相当数のワークアウトについて助けを行った。むろん、債権銀行が望まなかったら、イギリス銀行は介入せず、実際に債権銀行が独自にワークアウトを行ったケースも相当数あった。

このように、米国などの他の国では裁判所の倒産手続きが発展していく中で、イギリスでは企業再生の対案としてワークアウト制度が発展してきた。ロンドン方式では基本的に財政難に陥った企業を存続させ、管財人などを任命しない。これは企業の生存を保証するという意味ではないが、ロンドン方式では一般的な倒産手続きと比較して次のような特徴がある。第一に、裁判所ではなく、債務企業は営業を継続する形で、債権者が相互合意(満場一致)下で債務を調整する手続きである。従って、債務企業に対する債務調整を審査する間、企業の営業活動は持続し、債権銀行は企業との取引を正常に行う。第二に、債務企業が長期的に回生可能であるかどうかは、主に公認会計者が独立的に判断し、債務企業と債権者は資料と情報を共有する。主な債権者は長期間支援するかどうかを判断し、どのような条件下で支援するかを協議する。このような協議を容易にするために、代表銀行を指名できるし、債権者協議会を開催して主な事項を決定できる。第三に、企業の流動性が足りない場合、新規で資金を借りられる。合意された企業計画は満期延長あるいは会社買収を内容としている¹⁷。

このように、ロンドン方式は裁判所の手続きではなかったもので、手続き的な制限に縛れなく、事案によって柔軟に適用できるのが長所である。反面、暗黙的な合意に基づいているため、手続き進行の安定性には問題がある。さらに、ロンドン方式が採択している満場一致の原則は、債権銀行の数が少ない場合には向いているが、債権銀行数が多く、銀行以外の債権者が多数存在する場合は向いていない。また、ロンドン方式では債務調整を行う間には債権者が権利行使を中止しないとイケないため、主要な債権者が企業の財政状態が良くなるまで助けたいと思っているのに

15 ロンドン方式の語源は、Financial Timesの記者であるDavid Lascelles氏が1990年11月29日の記事でロンドンルール(London Rules)と表現したことから由来する。しかし、この言葉にはあまりも公式的なイメージが強いという指摘もあり、イギリス銀行はロンドン方式(London Approach)という改名し、非公式的であると意味を付与している。実際にイギリス銀行は公式的な文書よりは演説文などの形で企業の構造調整の実行案を提示している。例えば、イギリス銀行の元総裁であったPeter Kentの演説文の一つである“Corporate Workouts: A UK Perspective”, *International Insolvency Review* (1997)がその一例である(Oh, 2008)。

16 Kang, Sungu「先進国事例で見たワークアウトの成功条件」『LG経済週刊』p.5, 1998。

17 Perter Brierley and Gertjan Vlieghe, “Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability”, *Financial Stability Review*, pp.3-6, Nov. 1999.

対して、企業の回生可能性に対して否定的な判断をする他の債権者たちが債権行使を猶予する決定を躊躇することで、参加者の間に債権行使の中止に対する合意が導出できない場合もある。

4.2. 韓国のワークアウト制度の発展

イギリスのロンドン方式とは異なり、韓国のワークアウト制度は法的根拠に基づいている。韓国のワークアウト制度の法的根拠は、以下の三つの時期に分類できる。第一時期は、1998年にアジア経済危機による企業構造調整に関する協約が採決されてからこの協約が満了する2000年12月31日までの時期であり、第二期は企業構造調整に関する協約が満了されてから2001年の企業構造調整促進法が発効される以前までであり、第三期は2001年に企業構造調整法が発効された以降の時期である。第一期では、韓国で企業構造調整に関する協約がワークアウト制度の基礎になった。企業構造調整に関する協約の主な内容は、1) 主債権銀行が協議会を招集したら、すぐ協約加入機関の債権行使の猶予処置すること、2) 債権金融機関協議会及び運営委員会の構成及び議決方式などの債権団の意思決定手続き及び方法、3) 債権金融機関の調整機構である企業構造調整機構には企業構造調整委員会を設置し、調整申請及び違約金の賦課などで構成されている。しかし、相互信用金庫、連基金、韓国資産管理公社、海外金融機関などは加入しておらず、債権者間の公平性の維持が難しく、金融機関などの出資制限、有価証券の保有制限などの制約と法的強制力の不足などが弱みであった¹⁸。第二期では、企業構造調整に関する協約とほぼ同一の内容の債権金融機関間の協約として名前を変えて締結された。ただし、参加した金融機関は当時のワークアウトが進行していた企業の債権を持っていた金融機関に限っていた。第三期では、企業構造調整促進法がワークアウト制度の基礎となった。企業構造調整促進法もやはり企業構造調整に関する協約を大部分そのまま受容していた。私的整理では債務者が複数、特に金融機関の場合は交渉が難航する可能性が高く、時には数年間もかかる。また当事者間の調整のゆえに不公正な処理が行われる可能性もあると言えよう。韓国では私的調整より公的機関の介入による調整が多く、1990年後半のアジア通貨危機の克服する過程で、このような方式が定着されていた。従って、米国のように完全な私的調整ではないが、一方、中央政府が主導的に構造調整をすることでもない。次節からは今回の造船産業の構造調整事例において公的機関である金融監督院と韓国産業銀行が担った役割について考察する。

4.3. 韓国の公的機関である金融監督院と韓国産業銀行の企業構造調整の方針

ここからは韓国の公的機関である金融監督院と韓国産業銀行が企業構造調整における役割について考察する。まず、韓国の金融機関を監査・監督する金融監督院は、企業構造調整の過程で発生する混乱を防止するために、下記のようなガイドラインを提示している。金融監督院によると、まず、企業に対する信用評価は企業構造調整促進法に基づいて債権銀行が主体的に行い、企業構造調整の手続きは市場機能により自律的に行うべきであると述べている。さらに、企業の信用評価を①基本評価と②細部評価の二段階に分けて、基本評価では細部評価が必要な企業を選定する作業であり、事前に決められた評価基準で選定する作業である。次に、細部評価では基本評価で選定された企業に対して深層評価を行う段階であり、主債券銀行は当該企業の財務諸表のみではなく、産業属性などの多様な側面を考慮できるような細部基準を設けることができる。最後に、

18 Yoon, Chechul 「不良企業の整理と企業構造調整」『上場協』第45号, p.19, 2003.

図表 6 2008 年以降の企業構造調整の現況

(単位：件)

区分	構造調整企業数*			
	開始	進行中	卒業	中断
KEB ハナ銀行	12	4	4	4
SC 第一銀行	1	1	-	-
光州銀行	3	-	1	2
国民銀行	17	1	5	11
企業銀行	15	5	4	6
農協	16	7	5	4
大邱銀行	2	1	-	1
釜山銀行	2	1	-	1
韓国産業銀行	47	13	13	21
水協	1	-	-	1
新韓銀行	16	1	7	8
シティ銀行	2	-	2	-
ウリ銀行	26	7	4	15
合計	160	41	45	74

* 2016 年 6 月時点での企業構造調整促進法上、ワークアウト進行企業数

資料：金融監督院

金融監督院は 2006 年から信用評価の結果に異議がある企業から評価結果に対する異議申し立ての手続きができる制度を導入している。

しかし、このような金融監督院のガイドラインはあくまでも最小限の指針であり、実務的なことについては主債務銀行が行うことになる。そして公的金融機関である韓国産業銀行が多くの企業構造調整に関わり、主要な役割を担ってきた。例えば、図表 6 のように、2007 年以降のグローバル金融危機以来、韓国で進行されていた企業構造調整を整理したもので、この図表からも韓国産業銀行が大きな役割を担っていたことが理解できる。上述した韓国の造船・海運業界の企業構造調整の事例についても、韓国産業銀行は主債権銀行として重要な役割を果たしていた。韓国産業銀行は企業構造調整の方向性と原則について金融監督院のガイドラインに遵守していたと述べている。ここでは著者らがよりその具体的な内容について韓国産業銀行の副頭取から書面インタビューで頂いた結果について簡単に紹介する。「韓国産業銀行はグローバル供給過剰などにより経営不振に陥った伝統的な主力産業である造船、鉄鋼、海運産業などの企業競争力が少しずつ低下していたと評価している。この問題を解決するために、既存の流動性支援及び財務構造調整のやり方のみでは現状維持するのにとどまり、結果的に企業競争力が再び下落する悪循環が繰り返されたと認識している。そのため、韓国産業銀行では企業構造調整方式として個別企業レベルではなく、産業レベルで企業構造調整を行う必要があると認識し、3つのトラックに分けて企業構造調整を実施する予定である。しかしながら、1990 年後半のアジア金融危機以降に激変している企業と金融市場の状況を反映していない既存の制度のみでは限界に直面し、制度改善が必要であろう」と指摘している。韓国産業銀行は次のように、これからの企業構造調整の方向性と原則

について答えている。企業構造調整の方向性は、1) 企業が事業構造調整及び内部の競争力強化などで先制的に対応し、不良要因を事前に遮断、2) グローバル金融危機以降、建設、造船、鉄鋼などの貧弱産業に属する個別企業レベルで企業構造調整を推進したが、それが限界に直面し、今後は産業レベルにおいて企業構造調整を推進することが必要、3) 不良企業に対する経営正常化法案を推進し、一貫的で確固な原則によって迅速かつ効率的に実施する。さらに、企業構造調整の基本原則として、1) 正常化可能性に対する厳格な評価、2) 大株主及び従業員などの利害関係者の自求労力が前提、3) 当該企業の状況に合わせた企業構造調整方式の選択と述べている。

5 結論

ロンドン方式においてイギリス銀行は、債権者が集まる機会を提供し、債権者が望んだ場合に中立的な意見を提示しているが、韓国のワークアウト制度では政府機関である金融監督院が対象企業の選定と企業改善計画の作成などの手続きの始終を主導している。また、構造的な観点から、金融監督院と金融機関の権力関係上、金融監督院が債権金融機関の意思決定に大きな影響力を与える立場になりやすい。それに、企業構造調整の手続きが裁判所の倒産手続きに比べて債務者である対象企業に有利な場合が多いため、企業側からワークアウトを拒む理由はあまりなかった。従って、韓国のワークアウト制度をイギリスのロンドン方式を基にした自律的な債務調整手続きであると呼ぶには、イギリスのワークアウト制度の本質を間違えて解釈したり、企業退出に公的機関が介入する意味を正確に捉えなかったりする結果になるかもしれない。経済学の観点からは、不良企業の退出もやはり市場原理によって決定することで経済効率性が達成できる。そこで仮に公的機関が介入しなければならない必要性があれば、その状況と将来のあるべき姿との違いを明確に認識することが重要であろう。そうでなければ、韓国で過去30年間繰り返されたように、今後も公的機関が企業退出市場に介入する不幸なことが絶えないかもしれない¹⁹。

今回の事例を通じて考えられる公的機関が企業の構造調整に担うべき役割は果たして何であるか。まず、公的機関は企業の構造調整の明確な基準を提示すべきである。上述のように、韓国において企業の構造調整制度は1998年のアジア金融危機以降に整備され、現在でも持続的に整備されつつある。従って、このような制度が支援対象と内容が類似な産業・企業において異なる方式で適用されるケースが発生している。さらに、構造調整のための構造調整制度になり、場合によっては構造調整の手続きが政治的な意思決定によってなされる可能性がある。例えば、韓国では韓進海運、現代海上、大宇造船海洋に対する構造調整の方式に相違点が多かったことが問題として指摘する専門家も多い。むしろ、金融監督院と韓国産業銀行は原則によって構造調整が実施されているという説明を繰り返しているが、市場参加者からはこのような説明に納得していないようである。清算手続きに入った韓進海運がいわゆる財閥系の企業集団であったのに対して、再生手続きに入った大宇造船海洋は韓国産業銀行の傘下企業である。さらに、韓進海運とは異なり、再生手続きに入った現代海上は両社が同じ財閥系の企業集団であるが、企業オーナーが韓国産業銀行に自救策を提示していたことが、企業の構造調整の違った結果につながった。

続いて、企業再生の観点から生産性の改善、経済効率性の追求することで企業再生が達成でき

19 国が深刻な経済危機に直面している状況では、政府の迅速かつ強力な介入は不可避であったといえる。しかし公正で透明な構造調整政策基準を示さない介入は、金融部門及び企業部門の構造調整を遅らせるのみならず市場メカニズムを歪める要因となる(金 2010)。

るならば、公的機関を通じた政府の関与についてはより熟考が必要であろう。一般的には、企業が市場に参入する際に、自由市場原則によって意思決定することがより効率的であるように、企業が市場から退出する場合も、自由市場原則によって行うことが望ましい。例えば、今回の事例で紹介された大宇造船海洋に対して1990年代末に韓国産業銀行が行っていた企業構造調整を考えると、2001年以降に当該企業が一時的に正常化した際、大宇造船海洋を民間へ売却するチャンスを逃したあげく、当銀行を子会社化していたことにより企業不祥事が多発した。つまり、公的機関による支援が存在したため、企業側のモラルハザードを誘発させる大きな要因になった。現在、韓国で存在する不良企業の生存は、全体産業の生産性を低下させる要因でもあると言われている。今後、企業再生において公的機関の介入基準をより明確にし、最小限の支援に留めるべきである。

最後に、このような公的機関の支援には企業再生以降の資金回収という観点からも、企業のモラルハザードを根本的に防止する必要がある。公的機関による企業の構造調整はいつも国民の税金を投入している。正常な企業の利益の配分は株主などの利害関係者を中心としてなされるが、公的機関による企業構造調整の対象企業に投入される財源は通常税金で行われる。これは個別企業の損失が社会化することを意味する。このような特徴のため、企業の構造調整の過程で利害関係者のモラルハザードが発生し、損失が拡大する可能性がある²⁰。今後、公的機関による構造調整において、国民に負担が転嫁される資金を調整・投入する場合には最小費用の原則と公平な損失分担の原則が厳格に適用できる法制度的な統制装置を構築する必要がある。それに、経営失敗の責任がある主体について妥当な法律責任を負わせることでモラルハザードを防ぐ必要がある。

参考文献

- 深澤映司（2004）「公的機関が関与した企業再生支援」レファレンス pp.56-79.
- Kang, Sungu（1998）「先進国事例で見たワークアウトの成功条件」『LG 経済週刊』p.5.
- 金秉基（2010）「金融危機と企業の構造調整：韓国の構造調整の成果とその方向性」『彦根論叢』pp. 245-271
- 具承桓・加藤寛之（2013）「日韓造船産業の競争力転換とその要因分析：成熟産業における製品戦略と多角化戦略の罫」『MMRC DISCUSSION PAPER SERIES』pp.1-34.
- 韓国金融監督院（2010）『グローバル金融危機以降の企業構造調整』金融監督院企業財務改善支援団
- Oh, Sugun（2008）『倒産法の理解』Ewha Womans University Press
- Pertter Brierley and Gertjan Vlieghe（1999），“Corporate Workouts, the London Approach and Financial Stability”, *Financial Stability Review* pp.168-183.
- Peter Kent（1997）“Corporate Workouts: A UK Perspective”, *International Insolvency Review*, pp.165-182
- Stuart Slatter & David Lovett（1999）“Corporate Turnaround”, Penguin Business.（ターンアラウンドマネジメントリミテッドジャパン訳（2003）『ターンアラウンド・マネジメント企業再生の理論と実務』ダイヤモンド社）
- Yoon, Chechu（2003）「不実企業の整理と企業構造調整」『上場協』第45号 pp.17-30

20 企業再生のために、「市場の失敗」を克服するために行われる政府の支援活動は、複数の面で「政府の失敗」につながるおそれがある。なぜなら、最終的に薄く広くリスクを分散できることから、政府の側で自らのリスクの引き受け方が適切かどうかを監視する誘因が乏しくなるという弊害も見落とせないからである（深澤 2004）。

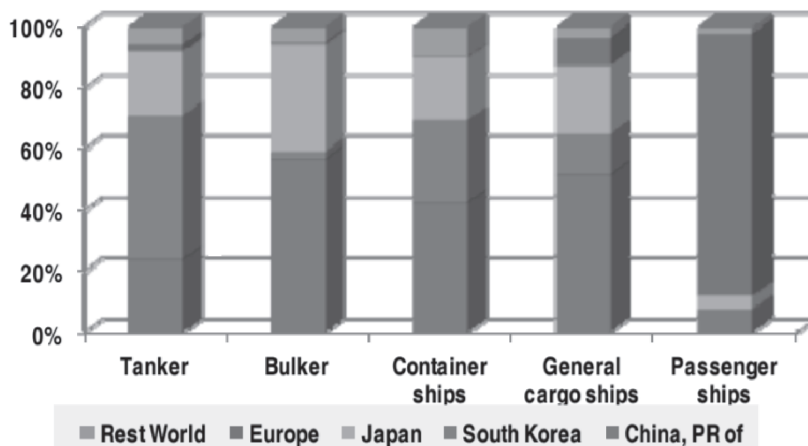
付録 造船業界の定義と船種区分

ここで造船業界とは、海運業、水産業、軍需産業、レジャー産業などで使用される各種の船舶、水上構造物を設計及び建造する総合組立産業である。造船業界で主な生産する船の種類は図表7のようである。

図表7 造船業の船種区分

区分		詳細船種
船舶	Crude & Product Tanker	●用度別の区分 －原油運搬，製品運搬，化学製品運搬 ●大きさ別の区分 － UL/VLCC, Suezmax, Aframax/LR2, Panamax/LR1, Handysize/MR
	Gas Carrier	● LNG, LPG
	Bulk Carrier	●大きさ別の区分 － Capesize, Panamax, Handymax, Handysize
	Containership	●大きさ別の区分 － Post-Suezmax, Post-Panamax, Panamax, Sub-Panamax, Intermediate, Feeder
	その他	●旅客船フェリー，クルーズ，自動車運搬船など
海洋プラント	試錐	● Jack-up, Drillship, 半潜水式
	生産・貯蔵	● FPSO, FPU

図表8 船種別世界占有率（2016年） 単位 CGT（%）



Source: Based on Clarkson Research Services Limited (CRSL). Please see disclaimer