

법정관리의 주주지분증가효과와 결정요인 - 비상장기업을 중심으로 -

Incremental Effect and Determinants of Equity to Shareholders in Regal Management
- Focusing on Non-Listed Firms -

강호정
배재대학교 경영학과

Ho-Jung Kang(hjkang66@pcu.ac.kr)

요약

무조건 퇴출에 해당하는 파산제도와 달리 기업재건제도인 법정관리 제도 하에서는 자본잠식과 청산가액이 채무변제액에 미달하는 점에서 파산대상기업과 차이가 없음에도 불구하고, 기업의 주주에게 일정한 지분이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다. 본 연구는 이용이 쉽지 않은 법원에 의해 인가된 46개 비상장기업들의 정리계획안을 수집하여 채무조정을 통해 정리담보권자 및 정리채권자와 같은 채권자들의 부(富)가 주주에게 이전됨으로써 발생한 주주지분증가효과의 수준과 이에 영향을 미치는 결정요인에 대하여 분석하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 회사정리를 신청하여 인가된 46개 비상장기업의 정리계획안을 분석한 결과 주주지분증가효과가 발생했음을 확인할 수 있었다.

둘째, 다중회귀분석 결과 회사정리기업의 지불능력이 약할수록, 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중이 클수록, 기업규모가 클수록 주주지분증가효과는 감소할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 하지만 회사정리기간은 주주지분증가효과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

■ 중심어 : □법정관리 □정리계획안 □주주 지분 증가

Abstract

The main results of this study can be summarized as follows. First, the incremental effect of equity to shareholders is common in the sample of this study. The sample contains 46 non-listed firms that filed for legal management and had confirmed their reorganization plans. Second, the results of the regression model analyzing the determinants of incremental equity to shareholders in legal management show that it is negatively related to the solvency (total debt/total asset), firm size, and weight of claims for secured creditors and banks significantly. But corporate reorganization period (from filing to confirmation) are not significant.

■ keyword : □Legal Management □Reorganization Plan □Incremental Equity to Shareholders □

* 이 논문은 2005년 정부(교육인적자원부)의 재원으로 한국학술진흥재단의 지원을 받아 수행된 연구임.

(KRF-2005-003-B00101)

접수번호 : #081114-001

접수일자 : 2008년 11월 14일

심사완료일 : 2008년 12월 05일

교신저자 : 강호정, e-mail : hjkang66@pcu.ac.kr

1. 서론

완전시장을 가정하는 경우 시장경쟁원리에 입각하여 적자생존의 논리에 따라 살아남을 수 없는 비효율적인 기업들은 신속성과 형평성 기준에 의하여 과감하게 퇴출시키는 것이 원칙이다. 비효율적인 기업의 퇴출은 자원의 효율적 배분을 가능하게 하여 사회·경제적 가치를 높일 수 있기 때문이다. 그러나 자본시장이 불완전한 현실 세계에서 재무적인 어려움을 겪는 기업이 모두 비효율적인 기업이라고 단정할 수 없고, 한시적으로 어려움을 겪는 회생가능 한 기업은 오히려 재건·경쟁의 기회를 줌으로써 사회경제적 비용을 절감하는 것이 필요하다 [4]. 즉, 부실기업의 도산은 직접적으로는 주주, 종업원, 채권자, 거래업체에게 피해를 주게 되며 더 나아가 연쇄 도산에 의한 산업기반의 붕괴, 금융기관의 부실화, 실업의 증가, 자원의 낭비 등을 초래함으로써 사회 전체적인 파급효과가 막대하므로 파산에 직면하였으나 경제적 회생가능성이 있는 기업의 재건을 지원할 필요성이 대두된다.

우리나라의 경우 2005년 3월2일 국회본회의에서 의결되고 동년 3월 31일 법률 제 7428호로 채무자회생 및 파산에 관한 법률(일명 통합도산법)이 제정되었으며, 이는 기존의 회사정리법, 회생법, 파산법, 개인채무자회생법을 하나의 법으로 통합한 것이라 볼 수 있다. 채무자회생 및 파산에 관한 법률의 특징적인 것 가운데 하나는 기업 회생절차 제도 가운데 하나였던 회의제도를 폐지하고 회사정리제도를 수정하여 회생절차로 일원화를 하였다는 점이다. 이 법은 전체 6편 660개의 조문으로 구성되어 있으며, 2006년 3월31일부터 신청되는 사건에 적용된다. [그림 1]은 채무자회생 및 파산에 관한 법률 가운데 회생절차를 나타낸 것으로(이는 기존의 회사정리절차와 동일하며, 단지 정리라는 용어를 회생이라는 용어로 대체했을 뿐이다) 본 연구의 회사정리제도(법정관리라고도 한다)와 맥을 같이 한다고 볼 수 있다. 본 연구는 채무자회생 및 파산에 관한 법률이 제정되기 전인 1983년부터 1998년까지 법정관리를 신청하여 법원에 의하여 정리계획안이 인가된 비상장기업을 연구대상으로 하고 있기 때문에 법정관리의 토대가 되었던 회사정리법상의 용어를

쓰기로 한다.

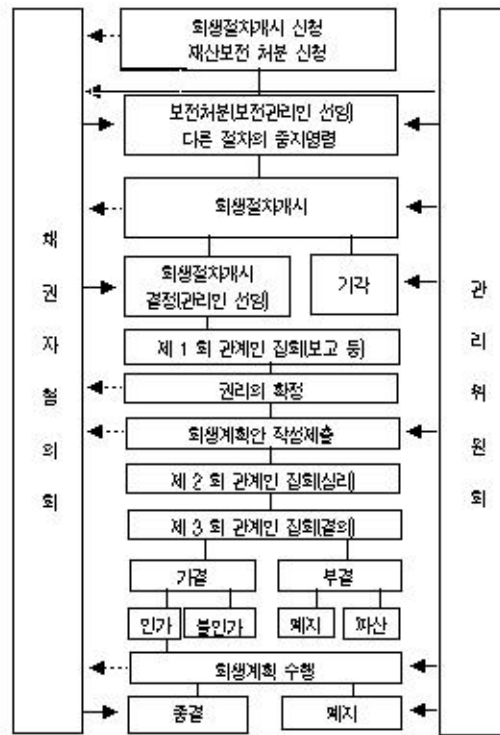


그림 1. 회생절차

기업이 채무변제능력이 없고 회생의 가능성 또한 없을 때 채무기업은 파산하게 된다. 채무변제능력이 없어 파산절차를 밟게 되면 채무기업은 보유하고 있는 모든 자산을 기업전체 단위가 아닌 형태로 분리 매각하여 법에 정해진 권리행사절차에 따라 채무를 변제하게 된다. 파산과정에서 이루어지는 변제우선순위규칙(priority rule)은 일반적으로 절대적 우선순위규칙(Absolute Priority Rule(APR))을 적용하게 되는데, 이는 파산전의 계약에 의해 설정된 채무변제우선순위가 파산 시에도 그대로 적용되는 것을 의미한다. 채권을 크게 담보채권과 무담보채권으로 구분할 때 절대적 우선순위규칙 하에서는 담보채권자가 가장 우선적으로 채권을 회수할 권리를 갖게 되며, 여타 채권의 경우에도 채무계약에 의한 우선순위가 그대로 유지된다. 따라서 파산에 직면한 기업들이 누적결손금 등으로 인한 자본잠식상태에 있고 청산가액이

기업채무변제에 미달하는 경우가 일반적인 점을 고려할 때 절대적 우선순위규칙을 따르는 파산제도 하에서는 청산가액 중에서 기업의 주주에게 분배될 몫은 거의 존재하지 않게 된다.

하지만 무조건 퇴출에 해당하는 파산제도와 달리 기업재건제도의 법정관리 제도 하에서는 자본잠식과 청산가액이 채무변제액에 미달하는 점에서 파산대상기업과 차이가 없음에도 불구하고, 기업의 주주에게 일정한 지분이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다. 이는 법정관리제도와 같은 기업재건제도의 주된 내용이 채무조정에 있기 때문이다. 즉 법정관리 과정에서 기업회생을 위해 채무기업과 채권자들은 채무(원금과 발생된 이자)유예 또는 감면, 신규자금의 지원 등을 통해 기존의 채무를 조정하게 된다. 채무조정 가능성은 채권자들이 채무조정을 감수할 수 있다는 데 있다. 그리고 채무조정 감수의 동기는 채무조정을 통한 기업회생 실현 시 기대되는 채권자들의 채권회수 가능액의 하한이 파산 하에서의 회수 가능액을 초과할 것이라는 판단에 있다.

따라서 법정관리제도 상 채무조정을 통해 채권자들이 얻게 되는 회수가능액이 파산 하에서의 회수가능액 보다 많다는 전제하에서의 채무조정은 채무기업 회생과정의 주체이자 당사자들인 채무자와 채권자간의 합의를 통한 분배게임이라 할 수 있다. 협상과 합의를 통한 이러한 분배게임의 결과 채권자는 자신의 지분 일부를 채무조정으로써 양보하게 되고 채무자인 채무기업의 주주는 채권자가 양보한 부(富)를 이전 받음으로써 자신의 지분이 증가하는 효과가 발생하게 된다. 이렇게 파산제도에서 채무변제를 위해 절대적 우선순위규칙을 엄격하게 적용하는 것과 달리 법정관리 제도에서 채무조정을 채권자와 채무기업간의 합의를 통해 결정케 함에 따라 동일한 처지의 기업이 파산절차 대신 회사정리절차를 밟게 되는 것만으로 주주지분증가효과가 발생할 가능성이 있다[1].

미국에서 이루어진 Chapter 11 내에서 이해관계인들 사이의 절대적 우선순위규칙 위배 정도와 결정요인에 관한 연구들로는 [9-15] 등의 연구가 있다. 미국의 경우 우리나라의 법정관리에 해당하는 제도인 Chapter 11 내에서 이해관계인들 간의 몫의 분배에 관한 연구는 절대적 우선순위규칙의 위배 이유와 위배 정도 그리고 그 결정

요인을 밝히는 데 초점을 맞춰 행해져 왔다. 미국에서 이루어진 선행연구들의 결과를 종합해 보면, Chapter 11 즉 기업재건과정에 있어 채권자 지분의 일부가 주주의 지분으로 이전되는 현상이 일반적으로 관찰된다. 그리고 이러한 주주지분증가효과는 채무기업의 지불능력이 많을수록, 정리담보권 및 은행이 보유한 청구권의 비중이 작을수록, 최고경영자의 지분이 많을수록 증가하며, 최고경영자의 보수와 주주의 부(富)가 정(+)의 관계를 가질 때, 기업이 재조직안을 독점적으로 제안할 권리를 가질 때 차별적으로 발생한다. 본 연구는 이용이 쉽지 않은 법원에 의해 인가된 46개 비상장기업들의 정리계획안을 수집하여 채무조정을 통해 정리담보권자 및 정리채권자와 같은 채권자들의 부(富)가 주주에게 이전됨으로써 발생한 주주지분증가효과를 확인하고 그 크기를 측정하는데 목적이 있다. 더 나아가 채권자와 채무기업 간 협상과정을 통해 결정되는 주주지분증가효과와 크기에 영향을 미치는 결정요인을 파악해 보고자 한다.

II. 연구가설 및 연구방법

1. 연구가설

[13] 및 [9]은 Chapter 11에 있어서의 주주의 청구권을 기업자산에 대한 옵션으로 모형화 하였다. 이들은 주주 입장에서 재조직안에 대한 협상지연이 기업자산의 가치를 부채의 액면가 이상으로 증가시킬 수 있는 시간을 확보할 수 있으며 다른 한편으로는 채권자들에 의하여 보유하게 될 재무부실비용을 증가시키게 되므로 채권자 입장에서 주주의 협상지연을 막아 재무부실비용을 회피하기 위해서 어쩔 수 없이 자신의 몫 가운데 일부를 주주에게 양보하게 된다고 주장하였다. 이러한 주장은 주주의 협상지연동기가 상대적으로 지불능력이 큰 기업에서 강하다고 볼 때 채권자는 기업의 지불능력이 많을수록(자본잠식이 적을수록) 더 많은 몫을 주주에게 양보해야 함을 의미한다고 해석된다. 이와 관련하여 [14]와 [15]는 기업의 지불능력이 많을수록(자본잠식이 적을수록) 주주에게 더 많은 몫이 분배됨을 실증적으로 관찰하였다.

특히 우리나라의 경우 회사정리신청 당시 대부분의 기

업들은 자본잠식 상태에 있으나 자본잠식의 정도는 기업마다 많은 차이가 있다. 현행 회사정리법은 정리절차 개시 당시의 부채의 총액이 자산의 총액을 초과하는 경우 회사발행주식의 2분의 1 이상을 소각하도록 규정하고 있는데 실무적으로 소각의 규모는 기업의 자본잠식 정도를 고려하여 행하고 있다. 따라서 우리나라의 경우 미국의 선행연구에서 제시하고 있는 주주의 협상지연동기와 이를 회피하고자 하는 채권자의 동기가 있을 수 있고, 감사 규모결정에 자본잠식 정도가 고려되는 실무를 고려할 때 자본잠식정도가 심할수록 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 자본잠식정도가 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

〈가설 1〉 기업의 자본잠식정도가 심할수록 주주지분증가효과는 작을 것이다

[1]은 정리담보권자와 은행의 채권액이 총채권액에서 차지하는 비중이 클수록 주주에게 분배되는 몫이 작아짐을 보였다.

우리나라의 경우에도 실무상 주거래 은행 등 주된 정리담보권자들은 정리절차에 의하지 않더라도 담보물을 처분하면 피담보채권의 상당부분을 회수할 수 있기 때문에 가능하면 채무변제를 짧은 기간 내에 변제할 것과 그 동안 충분한 이자가 지급될 것을 요구한다. 따라서 정리담보권자와 제 금융기관의 채권액이 총채권액 중에서 차지하는 비중이 클수록 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 총채권액에서 차지하는 정리담보권자와 은행과 같은 채무조정과정상 협상력이 큰 채권자의 채권액 비중이 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

〈가설 2〉 총채권액 중 정리담보권자와 제 금융기관(은행)의 채권액의 비중이 클수록 주주지분증가효과는 작을 것이다

[4]는 기업규모가 큰 경우 기업과 관련되어 있는 채권자들의 수도 많고 이해관계도 복잡하게 얽혀 있는 경우

가 일반적이라고 지적하였다. 이로 인하여 채권자들간 몫의 분배에 대한 의견이 여러 갈래로 나누어지게 됨에 따라 협상력이 저해될 가능성이 높아진다. 그 결과 주주에게 분배되는 몫이 커질 수 있음을 주장하고 이를 실증하였다. 하지만 [1]은 기업규모가 클수록 채권자로부터 주주에게 더 많이 몫의 부(當)가 이전되는 것을 실증적으로 검증하였으나 유의하지 않았다. 이렇듯 기업규모와 주주지분증가효과와의 관계에 대해 미국의 선행연구 결과는 일관되지 않고 있다.

우리나라의 경우는 기업규모가 클수록 부실경영에 대한 책임을 물어 대주주 및 특수관계인의 주식은 일반적으로 무상소각하며, 일반주주의 경우는 제3자의 인수를 용이하게 하기 위해 높은 비율로 주식병합을 하게 된다. 따라서 회사정리신청기업의 기업규모가 클수록 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 기업규모가 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

〈가설 3〉 기업규모가 클수록 주주지분증가효과는 작을 것이다.

[11]는 Chapter 11 내에서 발생하는 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 재조직안을 지연시킬 수 있는 주주의 권리를 포기하는 대가에 해당한다고 주장하면서 재조직 협상이 지연되는 정도와 주주가 받는 몫 사이에 부(-)의 관계가 있음을 밝혀내었다. 우리나라의 경우도 주주는 정리계획안의 작성을 위해 관리인과 교섭하는 기간 중에 정리계획안을 지연시킬 옵션을 갖게 되고 주주들이 이 옵션을 가능한 한 빠른 시일 내에 포기할 경우 교섭을 통해 이에 대한 대가를 채권자로부터 받아냄으로써 결과적으로 주주지분을 증가시킬 수 있을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 회사정리기간이 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

〈가설 4〉 회사정리기간이 길수록 주주지분증가효과는 작을 것이다.

다음의 [표 1]은 지금까지 설명한 여러 결정요인들이 주주지분증가효과에 미치는 영향을 부호로 표시하여 정

리한 것이다.

표 1. 주주지분증가효과와 독립변수간의 예상되는 부호

	지분장식 정도	정리담보권자 및 제1금융기관의 비중	기업 규모	회사정리기간
예상 부호	-	-	-	-

2. 연구방법

2.1 표본

본 연구는 1983년부터 1998년까지 회사정리(법정관리)를 신청하여 법원에 의하여 정리계획안이 인가된 비상장 기업을 연구대상으로 한다. 표본기업에 대한 정리계획안은 각 지방법원의 회사정리 담당 부서 및 해당기업으로부터 입수하였는데 모두 46개 기업이다(부록 참조).

2.2 회귀모형

본 연구의 실증가설을 검증하기 위한 다중회귀모형은 다음과 같다.

()의 최대값은 0.8900이고, 최소값은 0이다. 기업의 총자산에 대한 총부채비율을 이용한 채무지불능력의 측정치인 '자본잠식정도()'는 평균이 1.7162(중간값은 1.3542)로 나타나 자산총액으로 부채총액을 변제하기에 부족한 상태에 있음을 확인할 수 있다. '자본잠식정도()'의 최대값은 6.0400에 달하며, 최소값은 0.6500이다. '총채권액에서 정리담보권자 및 제 금융기관의 채권액이 차지하는 비중()'은 평균 51.10%(중간값은 53.01%)이며, 최대값은 0.9400이고, 최소값은 0이다. 총자산에 자연로그를 취해 측정된 '기업규모()'는 평균 24.4819(중간값 24.3875)이며, 최대값은 27.4400, 최소값은 21.6600이다. 법정관리 신청에서 인가까지 소요된 '회사정리기간()'은 평균 1.7476년(중간값은 1.33년)이며, 최대값은 11.58년, 최소값은 0.5000으로 나타났다.

표 2. 주요 변수의 기술통계량

변수 (N=46)	평균	표준편차	최소값	최대값
	0.0666	1.1419	0.0000	0.8900
	1.7162	1.0129	0.6500	6.0400
	0.5110	0.2531	0.0000	0.9400
	24.4819	1.4730	21.6600	27.4400
	1.7476	1.7389	0.5000	11.5800

주요 변수들 간의 상관관계 행렬은 [표 3]에 나타나 있다. 종속변수인 '주주지분증가효과(DAPR)'는 독립변수인 '기업규모()'와 '총채권액에서 정리담보권자 및 제 금융기관의 채권액이 차지하는 비중()'과 통계적으로 유의적인 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 하지만 다른 독립변수인 '자본잠식정도()'와는 가설에서 예측한 바와 같이 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의한 수준은 아니었으며, '회사정리기간()'은 가설에서 예측한 것과 달리 양(+)의 상관관계가 있는 것으로

나타났으나 이 또한 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

독립변수들 간의 상관관계를 살펴보면 '자본잠식정도()'와 '기업규모()' 사이에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하였다. 독립변수 간 높은 상관관계는 다중공선성(multicollinearity)의 문제를 야기할 수 있지만 이 두 변수 간 상관정도가 37.6%로 다중공선성(multicollinearity)의 문제는 심각하지 않을 것으로 판단된다. 나머지 독립변수들 간에는 통계적으로 유의한 수준의 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

표 3. 주요 변수들 간의 피어슨 상관관계분석

변수 (N=46)				
	-0.1210 10.42401	-0.3170 10.03201	-0.2660 10.07201	0.0600 10.59701
		-0.0840 10.56101	-0.3760 10.01001	-0.0770 10.61101
			0.1230 10.41401	0.2220 10.13601
				-0.1260 10.40301

[표 4]는 다중회귀모형을 이용하여 분석한 <가설 2> <가설 3> <가설 4>에 대한 검증결과를 요약한 것이다.

표 4. 회귀분석결과

변수 (N=46)	예상부호	계수추정치	t값	p값
	-	-0.2590	-1.7260**	0.0920
	-	-0.3210	-2.2460**	0.0300
	-	-0.3140	-2.0630**	0.0450
	-	0.0920	0.6370	0.5260
F값		2.97	0값	0.0310
R ²		0.2240	수정된 R ²	0.1490

주1) **는 각각 5% 수준에서 유의함
주2) 변수는 단축결정

[표 4]의 내용을 구체적으로 살펴보면, 채무지불능력의 측정치인 '자본잠식정도()'의 계수추정치(β)는 -0.2590으로서 5%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 정리계획인가 직전연도의 총부채가 총자산에 비해 많을수록 즉, 자본잠식정도가 심해 지불능력이 약할수록 주주지분증가효과가 감소한다는 의미로서 <가설 1>을 지지하는 것이다. 그러므로 실증가설에서 주장하고 있는 바와 같이 우리나라의 경우 자본잠식정도가 심할수록 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 가능성이 있다. 그리고 그 원인은 미국의 선행연구에서 제시하고 있는 바와 같이 우리나라도 상대적으로 지불능력이 큰 기업에서 주주의 협상지연동기와 이를 회피하고자 하는 채권자의 동기가 강하기 때문이며, 또한 회사정리과정에서 감자규모를 결정함에 있어 자본잠식 정도가 고려되는 실무적 관행 때문으로 해석된다.

총채권액 중 담보권 행사를 통한 채권회수가능성의 정도에 대한 측정치인 '총채권액에서 정리담보권자 및 제금융기관의 채권액이 차지하는 비중()'의 계수추정치(β)는 -0.3210으로서 5%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 총채권액에서 정리담보권자와 은행 같은 채권회수능력이 강한 채권자의 채권액이 차지하는 비중이 클수록 채권자 부(當)의 주주이전으로 인한 주주지분증가효과가 감소할 수 있다는 <가설 2>를 지지하는 것이다.

채권자의 수와 이해관계의 복잡성에 대한 대응치인 총자산으로 측정된 '기업규모()'의 계수추정치(β)는 -0.3140으로서 5%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 채권자 부(當)의 주주이전으로 인한 주주지분증가효과가 감소한다는 의미로서 <가설 3>를 지지하는 것이다. 따라서 우리나라의 경우 기업규모에 따른 이해관계의 복잡성으로 야기될 수 있는 채권자 협상력의 약화로 인한 영향이 미국에 비해 크지 않을 수 있고, 오히려 회사정리법상의 규정으로 인해 기업규모가 클수록 대주주와 특수관계자 주식의 무상소각과 일반주주지분에 대한 높은 비율의 주식병합으로 인하여 주주지분증가효과가 작을 가능성이 높다고 판단된다.

주주의 기업재건협상 지연정도에 대한 측정치인 '회사정리기간()'의 계수추정치(β)는 0.0920으로서 통계적으로 유의하지 않다. 이러한 결과는 우리나라의 경우 회사정리절차가 개시되면 기업의 실질적인 운영이 구사주와 관련이 없는 법정관리인에 넘어가고 이 법정관리인이 정리계획안의 작성 책임을 지면서 관리인을 통한 주주와 채권자간의 협상이 이루어지기 때문인 것으로 사료된다.

IV. 결론

파산에 직면한 기업들이 누적결손금 등으로 인한 자본잠식상태에 있고 청산가액이 기업채무변제에 미달하는 경우가 일반적인 점을 고려할 때 절대적 우선순위규칙을 따르는 파산제도 하에서는 청산가액 중에서 기업의 주주에게 분배될 몫은 거의 존재하지 않게 된다. 하지만 무조건 퇴출에 해당하는 파산제도와 달리 기업재건제도인 법정관리 제도 하에서는 자본잠식과 청산가액이 채무변제액에 미달하는 점에서 파산대상기업과 차이가 없음에도 불구하고, 기업의 주주에게 일정한 지분이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다. 본 연구는 이용이 쉽지 않은 법원에 의해 인가된 46개 비상장기업들의 정리계획안을 수집하여 채무조정을 통해 정리담보권자 및 정리채권자와 같은 채권자들의 부(當)가 주주에게 이전됨으로써 발생한 주주지분증가효과의 수준과 이에 영향을 미치는 결정요인에 대하여 분석하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 회사정리를 신청하여 인가된 46개 비상장기업의 정리계획안을 분석한 결과 주주지분증가효과가 발생했음을 확인할 수 있었다. 둘째, 다중회귀분석 결과 회사정리기업의 지불능력이 약할수록, 총채권액에서 정리담보권자와 제금융기관의 채권액이 차지하는 비중이 클수록, 기업규모가 클수록 주주지분증가효과는 감소할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 하지만 회사정리기간은 주주지분증가효과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 비상장 기업을 연구대상으로 한 본 연구 결과는 상장기업을 대상으로 한 [1]의 연구결과와 비교해 볼 때 수준에 있어서의 차이는 있지만 주주지분이 증가

된 효과가 있다는 점에서 일치한다. 주주지분증가효과와 결정요인의 경우에는 회사정리기업의 지불능력이 약할 수록, 기업규모가 클수록 주주지분증가효과는 감소할 가능성이 있다는 점에서는 일치하나 비상장 기업을 연구대상으로 한 본 연구의 경우 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중이 클수록 주주지분증가효과는 감소할 할 가능성이 있다는 점에서 차이가 있다. 본 연구는 비상장 기업이 도산에 직면하여 회사정리에 들어가게 되는 경우 투자자(기존주주)의 입장에서 회사정리에 들어간 비상장 기업들의 특성에 따라 감수해야 할 위험에 대한 정보를 시사하고 있다는 점에서 의의가 있다.

31	한화산업	97.12.20	99.1.26
32	두레금융	98.4.18	99.3.16
33	두레기계	98.4.13	99.3.16
34	호성금융	98.11.27	99.7
35	주원농산	88.2.6	89.6.1
36	고려평양어업	91.11.16	93.11.3
37	신한제분	84.3.8	85.10.25
38	동주철호	95.7.10	97.12.20
39	보베도시가스	95.7.10	97.12.20
40	일신산업	91.9.16	94.4.1
41	한보에너지	97.1.31	98.10.14
42	삼흥산업	89.11.18	92.2.1
43	범양방방	98.3.23	99.4.6
44	대한모방	98.7.30	99.6.19
45	서주산업	87.9.12	90.9.13
46	우흥산업	86.11.21	89.5

부록. 표본기업

번호	기업명	신청	인가
1	동화산업	98.11.24	99.5.24
2	고신열관리	92.5.26	94.3.31
3	한국국토개발	83.9.16	89.6
4	우동건설	95.12.28	98.3.30
5	경우연지니어링	87.4.27	89.9
6	신환	93.11	95.11
7	도스빌	98.7.24	99.6.30
8	대한산업	90.9.29	93.9
9	대한유화공업	93.8.23	95.3.13
10	대일광기	91.7.9	93.1.30
11	영남방직	92.2.22	93.7.30
12	서래화성	97.5.16	98.12.4
13	동흥	97.11.27	98.10.20
14	생방울개발	96.5.19	99.8.12
15	경일이연씨	98.1.6	99.4.2
16	기아인터트레이드	97.9.26	98.12.22
17	건영중합개발	96.9.2	99.5.12
18	건영산업개발	96.9.2	99.5.12
19	삼양유지사료	98.6.24	99.3.31
20	성원	98.6.21	99.9.3
21	신원중합개발	98.7.20	99.7.20
22	새한연선	86.11.4	88.4
23	호성다이아몬드공업	95.11.16	97.1.17
24	전로건설	88.10.28	90.2.20
25	성원기업	98.6.21	99.9.3
26	두레상사	98.4.13	99.3.16
27	고하산업	97.4.9	98.12.4
28	주화산업	98.5.1	99.3.12
29	한보건설	97.3.21	98.4.10
30	에틸인터네셔널	98.6.3	99.6.17

참고문헌

- [1] 강호정, 김갑순, "회사정리제도의 주주지분증가효과와 결정요인", 경영학연구, 제33권 제3호, pp.33-955, 2004.
- [2] 중소기업청, *기업회생관련제도 해설* 1998.
- [3] 서정환, *한국의 기업회생제도*, 한국경제연구원 2000.
- [4] 최도성, 강호정, "기업구조조정과 기업회생", 경영논집, 제35권 제1호, pp.155-198, 2001.
- [5] 최도성, 지현열, *회사정리제도*, 서울대학교 출판부, 1998.
- [6] 최도성, 지현열, "정보 비대칭하에서의 법원의 회사정리 결정의 효율성에 관한 연구", 재무연구, 제15호, 1998.
- [7] 법원행정처, *회사정리·회생·파산자료집* 1998.
- [8] 대구지방법원, *회사정리 실무*, 1998.
- [9] L. Bebchuk and H. Chang, "Bargaining and division of value in corporate reorganization," *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol.8, pp.253-279, 1992.
- [10] B. L. Betker, "Management's incentives, equity's bargaining power, and deviations from absolute priority in chapter 11 bankruptcies,"

Journal of Business Vol.68, pp161-183, 1995.

[11] A. C. Eberhart, W. T. Moore, and R. L. Roenfeldt, "Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings," Journal of Finance, Vol.45, pp.1457-1470, 1990.

[12] A. C. Eberhart and L. W. Senbet, "Absolute priority rule violations and risk incentives for financially distressed firms," Financial Management Vol.22, pp.101-116, 1993.

[13] J. Franks and W. Torous, "An empirical investigation of U.S firms in reorganization," Journal of Finance, Vol.44, pp.747-770, 1989.

[14] J. Franks and W. Torous, "A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and chapter 11 reorganization," Journal of Financial Economics Vol.35, pp.349-370, 1994.

[15] L. Weiss, "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims," Journal of Financial Economics Vol.38, 1990.

[16] K. H. Wruck, "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency," Journal of Financial Economics, Vol.27, pp.419-444, 1990.

저자 소개

강 호 정(Ho-Jung Kang)

총신회원



- 1991년 2월 : 충남대학교 경상대학 경영학과 (경영학사)
- 1993년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2000년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)

•현재 : 배재대학교 경영학과 교수

<관심분야> : 기업재무, 투자론