

## 법정관리 종결기업의 성과

강호정

서울대학교 증권·금융연구소 특별연구위원  
(hikang66@hitel.net)

본 연구는 법정관리가 종결된 기업들의 종결이후의 성과를 점검함으로써 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적으로 중요한 편이가 존재하는지를 살펴보고자 하였다. 또한 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인도 분석하였다. 연구결과 첫째, 법정관리가 종결된 이후 +1, +2, +3년도의 성과를 살펴보면 산업평균보다 유의적으로 작은 것으로 나타났다.

둘째, 법정관리 종결 이후의 부채 비율의 추이를 살펴보면 법정관리를 신청한 기업들의 법정관리를 신청하기 3년 전의 부채비율(총부채/총자산)은 평균 0.83이다. 신청 2년 전과 1년 전의 부채 비율은 각각 평균이 0.84와 0.94이다. 그러나 법정관리 종결 이후의 +1과 +2의 평균 부채 비율은 평균이 각각 1.09와 1.06으로 종결 이후의 부채비율이 신청 전에 비하여 개선이 이루어지지 않고 오히려 더 증가한 것으로 나타났다. 따라서 종결기업의 재무부실 상태가 심하기 때문에 또다시 도산의 가능성이 커짐을 알 수 있었다.

셋째, 법정관리를 받고 빠져 나온 기업들중에 어느 정도의 비율이 또다시 도산하는지를 살펴보는 것은 법정관리의 성과를 파악할 수 있는 가장 기본적인 방법인데 약 15%가 또다시 실패한다. 분석결과를 종합해보면 동종업종의 다른 기업들보다 빈약한 성과를 나타내고 있어 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적인 편이가 존재한다. 마지막으로 법정관리 종결이후의 성과에 영향을 미치는 요인은 법정관리 신청전 수익성과 채무면제 비율(대용치로 부채비율 이용)로 정(+),의 관계로 유의적이었으며, 회사정리기간과 기업 규모는 비유의적인 것으로 나타났다.

### 1. 서 론

기업이 도산하거나 도산에 직면한 경우 이를 처리하는 절차 중의 하나인 회사정리절차(법정관리)는 그 절차 개시전의 원인에 의하여 발생한 회사에 대한 채권을 정리담보권 또는 정리채권으로 하여 그 채권의 개별적인 행사를 금지하고 정리담보권 또는 정리채권에 대한 감면이나 변제 기간의 유예, 발생이자에 대한 낮은 이자율, 주식 또는 사채의 발행, 대주주 및 특수관계인에 대한 무상소각 등 권리변경을 내용으로 하는 정리계획을 수립하여<sup>1)</sup>

이를 수행함으로써 회사를 갱생시킨다는 점에 특색이 있다.

즉, 법원의 관여하에 채무를 동결하고 원금의 조기상환에 대한 부담으로부터 자유로운 상태에서 경영을 계속하여 수익의 창출 및 유휴자산 등을 매각하여 변제 자금을 마련하게 함으로써 회사를 갱생시키는 절차이다.

원칙적으로 기업이 도산하는 경우 자본주의 경제 체제하에서는 경쟁원리에 입각하여 기업이 퇴출되는 것이 원칙이기 때문에 채권자들의 회생과 양보하에 회사를 갱생시키는 회사정리절차는 여러 도산 처리 유형가운데 예외적인 제도라고 볼 수 있다.

1) 정리계획상 인정되지 않는 권리는 원칙적으로 실권된다.

오늘날 기업의 형태 가운데 대표적이라 할 수 있는 주식회사는 자본의 집중, 고용증대, 손실 발생시 위험의 분산 등의 경제적 기능을 수행하면서 현대 산업사회에 있어 중대한 사회적 가치를 창조하고 있다. 따라서 주식회사가 재정적인 파탄에 이르렀다고 하여 즉시 이를 청산시키는 것은 기업을 둘러싸고 있는 채권자나 주주, 종업원, 거래업체에게 피해를 주게되며 더 나아가 연쇄도산에 의한 산업기반의 붕괴, 금융기관의 부실화, 실업의 증가, 자원의 낭비 등을 초래하게 되어 사회 전체적으로도 큰 손실을 초래하게 된다. 회사정리절차는 이와 같은 사회 경제적 가치를 지닌 기업(주식회사)의 해체를 방지하고 그 정리·재건을 도모하는데 그 존재 의의가 있다고 할 수 있다. 회사정리제도는 경제적으로 갱생 가능한 부실기업의 청산을 막고 계속적으로 영업을 영위하도록 법원의 관여하에 채무담감 및 채무의 장기간 유예 등의 혜택을 향유하면서 기업 가치를 증대시켜 기업을 재건시키는 제도이다. 여기서 경제적으로 갱생 가능한 부실기업이란 기업 재산을 해체·청산함이 없이 이를 기초로 하여 기업활동을 계속할 경우의 가치, 즉 계속기업의 가치가 청산가치보다 큰 기업을 가리킨다. 청산가치란 부실기업이 파산적 청산을 통하여 해체·소멸되는 경우에 기업을 구성하고 있는 개별자산을 분리하여 처분할 때의 가액을 합산한 금액을 말한다.

따라서 경제적으로 갱생 가능한 부실기업은 존속시키는 것이 바람직하고 경제적으로 갱생 불가능한 부실기업은 청산시키는 것이 더 효율적이다. 따라서 경제적 효율성의 견지에서 판단하건대 법원은 회사정리를 신청한 부실기업 가운데 경제적으로 갱

생 가능한 기업에 대해서는 회사정리 신청을 받아들이고 즉 인용 결정을 내리고, 경제적으로 갱생 불가능한 기업에 대해서는 회사정리 신청을 기각하는 것이 사회적 경제적 가치를 높이는 것이 된다. 회사정리제도의 큰 틀은 도산에 직면했지만 경제적으로 갱생 가능성이 있는 부실기업의 정리·재건과 이를 달성하기 위해 필수적이라 볼 수 있는 이해관계인들 간에 존재하는 첨예한 이해 관계의 조정이라고 할 수 있다. 이해관계인들 사이의 이해의 조정은 기업을 청산·해체시키지 않고 영업을 계속 영위함으로써 발생하는 수익에 대한 배분에 기초하여 기업의 재건을 가능하게 하는 정리계획안을 수립하고 이 계획의 실행에 적합하도록 장래 발생할 수익에 대하여 각 이해관계인의 권리를 변경하는 것을 의미한다. 회사정리제도는 도산에 직면한 경제적으로 갱생 가능한 기업을 청산시키기보다는 정리·재건을 도모하는 것이 주주 및 채권자 등 이해관계인에게는 물론 국가 전체적으로 바람직하다는 점에 있어서 그 정당성이 부여된다. 채무자의 회생과 양보를 통하여 도산에 직면했지만 경제적으로 갱생가능성이 있는 기업을 갱생시켜 사회적 안정과 경제적 손실을 줄여 보려는 제도가 바로 회사정리제도이다. 우리나라의 회사정리제도와 유사한 제도로는 일본의 회사갱생제도와 미국의 Chapter 11을 들 수 있다. 법정관리제도는 일본의 회사갱생제도와 여러 가지 면에서 비슷하며, Chapter 11과는 기존경영진의 경영권 유지 측면에서 큰 차이가 있다. Chapter 11의 효율성과 관련된 연구는 최근까지 지속적으로 이루어져 온 반면 우리나라의 회사정리제도에 대한 효율성 연구는 거의 이루어지지 않고 있는 실정이다.<sup>2)</sup>

2) 최도성과 지현열(1998)은 법정관리 신청기업과 법원간의 정보비대칭하에서 법정관리 개시결정에 오류가 있을 수 있음을 게임이론을 이용하여 보여주었다.

이에 본 연구는 처음으로 법정관리 절차를 성공적으로 받고 빠져 나온 종결 기업들을 표본으로 하여 종결 이후의 성과를 점검한다. 이를 통해 만약 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 함으로써 경제적으로 중요한 편이가 존재하는지를 검증하고자 한다. 즉, 도산에 직면한 부실기업의 채무를 한시적으로 동결하고 채무감면 및 채무 변제의 장기간 유예 등의 혜택을 부여하여 경제적으로 갱생 가능한 부실기업에게 회생의 길을 도모하고자 하는 법정관리제도의 좋은 취지가 제대로 달성되고 있는가를 검토하고자 한다. 아울러 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인도 분석한다. 이를 통하여 법정관리 인용 및 종결에 대한 정책적 시사점을 찾아보는데 본 연구의 의의가 있다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, 제II절에서는 선행 연구를 검토하고 제III절에서는 연구가설 및 연구방법에 대해 살펴본다. 제IV절에서는 연구자료에 대한 기초통계량을 제시하고 제V절에서는 본 연구의 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제VI절 결론에서는 본 연구의 결과를 간략하게 요약하고 한계점 및 추후의 연구과제를 제시한다.

## II. 선행연구

미국의 회사정리제도가 할 수 있는 Chapter11의 효율성에 관한 연구는 Chapter 11의 비효율성을 주장하는 연구와 효율성을 주장하는 연구로 나눌 수 있다. Morse와 Shaw(1988)는 1973년과 1982년 사이에 파산한 기업들 162개를 대상으로 분석한 결과 기업의 체계적 위험은 파산공표에 별로 영향을 받지 않았지만 파산기간 동안 주식수익

률의 표준편차는 증가했으며 Chapter11에 들어간 기업의 3년간 평균 비정상수익률은 거의 0과 비슷함을 발견하였다.

Gilson, John과 Lang(1990)은 실증분석을 통해 부실기업들이 사적으로 부채를 재조정하여 기업을 재조직하는 것이 Chapter11을 통하여 기업을 재조직하는 것보다 더 높은 기업가치를 가지며 평균적으로 기업재조직에 소요되는 시간도 적게 걸리는 것을 발견하고, 사적으로 부채를 재조정하여 기업을 재조직하는 것이 좀더 효율적이라고 주장하였다. 그들은 기업재조직을 하려는 기업에 있어서 무형자산이 많을수록, 은행부채가 총부채에서 차지하는 비중이 클수록, 채권자의 수가 적은 경우에 사적으로 부채를 재조정하는 것이 용이함을 발견하였다.

Gertner와 Scharfstein(1991)과 Chen, Weston과 Altman(1995)은 Chapter 11의 특성인 자동보전처분, 절대우선원칙 위배 등에 의하여 Chapter11내에서의 투자가 사적으로 기업을 재조직하는 과정에서의 투자보다 더 증가된다고 주장하고 이렇게 증가된 투자와 기업의 재무구조와의 관계를 연구하였다. 그들은 채권자들 사이의 난이한 이해조정을 중요한 비효율성의 원천으로 보고 있다. 이는 투자 측면에서 은행부채가 다른 부채에 비하여 상위의 부채일 때 채권의 만기가 짧을 때, 채권에 우선권 보장이 되어 있을 때 과소 투자문제를 야기시킬 수 있다고 주장하였다.

Bi와 Levy(1993)는 기업에 있어서의 채권등급 하락이 부실기업 주식의 비정상수익률에 미치는 영향을 두 그룹으로 나누어 분석하였다. 그들은 채권등급이 하락한 후에 Chapter 11에 들어간 부실 기업과 Chapter 11에 들어가지 않은 부실기업에 있어서의 주식의 비정상수익률을 비교하였다. Chapter 11에 들어간 부실 기업의 경우 Chapter 11에 들어간

시점을 전후해서 부(-)의 비정상수익이 나타나는 것을 발견하였다. White(1994)는 Chapter 11 내에서 기업을 재조직하는 경우와 사적으로 부채를 재조정하여 기업을 재조직하는 경우에 있어서 주주와 채권자 사이에 기업 가치에 대한 정보불균형으로 인하여 효율적인 부실기업이 청산하거나 비효율적인 부실기업이 존속하는 결과를 가져 올 수 있기 때문에 둘 다 비효율적이라고 주장하였다. 이 중에서 사적으로 부채를 재조정하여 기업을 재조직하는 경우가 Chapter11을 통하여 기업을 재조직하는 경우보다는 좀 더 효율적이라고 주장하였다.

Hotchkiss(1995)는 Chapter 11의 효율성 정도에 관하여 실증분석을 하였다. Chapter 11을 경험한 197개 기업들에 대하여 기업을 재조직한 후의 기업 성과를 측정하였는데 40% 정도의 기업들이 파산 이후에도 계속적으로 영업손실을 계속했으며, 16%이상의 기업들이 또 다시 Chapter 11에 들어간 것을 보고 Chapter 11이 비효율적이라고 주장하였다.

Giammarino(1990)는 부실기업의 문제를 해결 시 비용이 적게 들면서 기업과 채권자 사이에 상호 이익이 되는 사적으로 기업을 재조직하는 것이 있음에도 불구하고, 기업과 채권자 사이에 정보불균형이 존재할 경우에는 비용이 많이 소요되지만 공적으로 기업을 재조직하는 것이 더 합리적일 수 있음을 보였다. 한편 Mooradian(1994)은 Chapter 11이 비효율적인 부실기업이 효율적인 부실기업을 모방하는데 비용을 부과하여 Chapter 11내에서는 비효율적인 부실기업이 자발적으로 파산하게 되고 효율적인 부실기업만이 살아남게 되어 Chapter 11이 효율적인 제도라고 하였다.

Chen, Weston과 Altman(1995)은 부실기업의 재무구조가 투자의 효율성에 미치는 영향을 분석하

고 Chapter11이 투자에 미치는 영향을 살펴보았다. 그들은 총부채가치/기업의 청산가치가 높을수록 부채의 만기가 길수록, 기업이 부채의 우선순위를 조정할 수 있을 때 과대투자문제를 야기할 수 있으며 모든 부채 원금이 똑같은 우선 순위를 가지고 있을 때는 은행부채가 총부채에서 차지하는 비율이 높을수록 투자결정의 효율성이 증가한다고 하였다. Chapter11의 특성과 관련해서는 자동보전 처분과 구경영진이 계속 경영하는 것은 기업회생을 위해 요구되는 투자에 있어서 새로운 자금조달을 더욱 증가시키는 경향이 있다고 하였다. 또한 절대 우선원칙의 위배, 채권자들 사이에 만장일치를 요구하지 않는 투표권 규칙은 Chapter11 내에서의 이해관계인들 사이에 협상을 수월하게 함으로써 이들이 기업재조직 계획에 쉽게 동의하도록 한다고 하였다.

Alderson과 Betker(1995)는 1982년과 1993년 사이의 Chapter11을 통하여 재조직된 88개 기업을 선정하여 그러한 기업에 있어서의 자본구조와 기업자산의 청산비용 사이의 관계에 대하여 연구하였다. 그들은 높은 청산비용을 가진 기업일수록 Chapter11을 통한 기업 재조직 후에 낮은 부채비율을 갖게 되고 공적이고 담보권이 없는 부채를 많이 쓰며, 배당과 자본지출, 자본구조 변경 등을 금지하는 부채계약을 덜하는 것을 발견하고 높은 청산비용을 가진 기업일수록 재무부실이 적게 발생하는 자본구조를 갖게 된다고 하였다.

Alderson과 Betker(1998)는 1983년과 1993년 사이에 Chapter11으로부터 빠져나온 기업들의 파산 후의 현금흐름을 분석하였다. 그들은 이 기업들이 재조직화 이후에 정상화됨을 발견하였다. Andrade와 Kaplan(1998)은 파산이나 재무부실로부터 빠져 나온 20개의 주식을 점검하고서 이들 기업이 빠져 나온

후에 비정상적으로 잘 수행함을 밝혀냈다. Eberhart, Altman과 Aggarwal(1998)은 chapter11으로 부터 빠져 나온 131개 기업의 주식수익률을 평가하였다. 빠져 나온 후 200일 동안의 수익률이 큰 정(+ )의 초과수익률을 얻음을 발견하였다.

### III. 연구가설 및 연구방법

#### 3.1 연구가설

Hotchkiss(1995)는 Chapter 11에 들어가기전 외생적 충격을 경험하는 경우 기업의 수익성에서 지속성을 가짐을 보였다. 우리나라의 경우 법정관리 신청 기업들은 기업의 통제권 밖에 있는 외생적 충격 및 극심한 수익성의 저하를 경험한다. 이는 법정관리 신청 전 수익성이 종결 이후의 수익성과 강하게 관련되어 있음을 암시하기 때문에 아래와 같은 가설을 세울 수 있다.

가설 1. 법정관리 신청전의 수익성이 좋은 기업일수록 종결 이후의 성과가 좋을 것이다

법정관리 신청시점에서 대부분의 기업들은 자본 잠식 상태에 있다. 법정관리 신청이 법원에 의하여 받아들여지는 경우 법정관리 신청기업은 채무유예,

채무탕감, 저리의 이자적용 및 면제 등으로 여러 혜택을 받아 재무구조가 크게 개선된다.

따라서 법정관리로 인한 채무면제 비율이 높은 기업일수록 종결이후의 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설을 설정할 수 있다.

가설 2. 법정관리로 인한 채무면제 비율이 높은 기업일수록 종결이후의 성과가 좋을 것이다.

우리나라의 신청시부터 종결까지의 기간은 자료에서 보는바와 같이 평균적으로 10년이 소요된다. 짧게는 약 4년부터 길게는 약 18년까지 장시간이 소요되고 있다. 따라서 법정관리 기간이 길면 길수록 법정관리를 받음으로 해서 여러 가지 혜택 즉, 채무 원금의 감면, 경과이자 및 발생이자에 대한 면제나 감면을 받은 상태에서 채무를 장기간에 걸쳐 변제를 하게 된다. 그러므로 상대적으로 좋은 여건에서 기업을 영위할 수 있기 때문에 이는 종결 이후의 성과에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이고 다음과 같은 가설을 수립할 수 있을 것이다.

가설 3. 회사정리기간이 길수록 종결 이후의 성과가 좋을 것이다.

지금까지 설명한 독립변수들이 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 영향을 요약하면 <표 1>과 같다

<표 1> 설명변수와 종결 이후의 성과간에 예상되는 부호

	법정관리 신청전 수익성	채무면제 비율	회사정리기간
예상부호	+	+	+

### 3.2 연구방법

본 연구는 법정관리가 종결된 기업들의 종결이후의 성과를 점검함으로써 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적으로 중요한 편익이 존재하는지를 살펴보고자 한다. 다시 말하면 파산위기에 처한 부실기업의 채무를 한시적으로 동결하여 경제적으로 갹생 가능한 기업에게 희생의 길을 열어주려는 법정관리제도의 좋은 취지가 제대로 달성되고 있는가를 점검하고자 한다. 아울러 법정관리 종결 이후에 영향을 미치는 요인도 분석한다. 본 연구를 위해 첫째, 법정관리 종결 이후의 성과를 검토하기 위하여 재무제표 자료를 이용한 수익성 지표를 이용한다.

회계자료를 이용한 수익성지표는 각 기업의 수익성뿐만 아니라 동종산업에 있는 다른 기업들과 비교한 상대적 성과까지 측정 가능하다. 본 연구는 재무제표에 근거를 둔 수익성 지표를 이용하여 법정관리가 종결된 이후의 성과를 판단한다. 또한 법정관리를 신청하기전의 성과와 정리계획안이 법원에 의하여 인가된 이후의 성과도 함께 점검한다. 법정관리 종결기업의 신청 전, 인가 및 종결 이후의 성과가 좋은지 나쁜지를 판단하기 위한 대응표본(match sample)으로 한국은행에서 연간으로 발간하는 기업경영분석에 나와 있는 동종산업평균을 사용하였다.<sup>3)</sup>

수익성지표로는 총자산경상이익률과 매출액영업이익률을 사용하며 절대적 수준 및 산업평균으로 조정한 수준으로 보고한다. 종결기업의 각 기간의 수익성이 산업평균과 유의적으로 차이가 있는지에 대하여는 표본기업의 수가 많지 않기 때문에 중위

수(median)를 찾아 이를 검정한다. 중위수를 검정할 수 있는 방법으로 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed rank test)을 이용한다. 이는 관측치의 크고 작음뿐만 아니라 관측치의 상대적인 크기도 고려하여 검정을 실시하는데 가장 널리 사용되는 비모수적 검정법이다.

본 연구는 다음과 같은 방법으로 기업의 재무자료를 입수하여 성과를 측정하였다.

-5	-4	-3	-2	-1	F...	C	+1	+2	+3	+4	+5
					...	E	+1	+2	+3		

F: 신청 연도 C: 인가 연도 E: 종결 연도

종결이후의 성과는 표본기업의 자료 부족으로 종결이후 +3까지만 본다.

둘째, 법정관리 종결 이후의 부채비율이 법정관리 신청 전에 비하여 얼마나 개선이 있는지를 살펴보는 것은 또 다른 성과 측정치를 제공할 것이다. 왜냐하면 대부분의 법정관리를 신청한 기업들은 심한 재무부실 상태에서 법정관리에 들어간다. 법정관리에 들어가게 되면 정리계획안을 통하여 정리담보권자, 정리채권자 및 주주에 대한 권리변경이 이루어지게 된다.

권리변경을 통해 원래 채권자들이 받아야할 부분에 대하여 원금탕감, 경과이자 및 발생이자 부분에 대한 감면 혹은 저리의 이자율을 적용하게 되며 권리변경이 이루어지고 난 후의 확정채권액에 대한 변제가 장기간에 걸쳐(채무유예) 이루어지게 된다. 따라서 법정관리를 받는 기업은 재무구조의 개선이 이루어지게 되며 이를 통해 기업 회생에 주력하여 갹생하

3) 법정관리종결기업의 대응표본은 동종업종에 있는 유사한 기업특성을 구비한 기업을 선정하기가 어려워 부득이 동종업종의 산업평균을 사용하였다.

게 되는 것이다. 따라서 법정관리가 종결이 된 이후 재무구조가 또다시 악화된다면 이는 다시 도산으로 연결될 가능성이 높다. 이렇게 되는 경우 국가 전체적으로 막대한 사회 경제적 손실을 초래하게 될 것이다.

셋째, 법정관리 종결이후의 성과를 파악할 수 있는 가장 기본적인 방법은 종결된 기업가운데 어느 정도의 비율이 또다시 도산하여 법정관리나 회의를 신청하는 지를 파악하면 된다. 이 비율이 높다는 것은 법정관리의 좋은 취지가 제대로 달성되는 지에 대하여 문제가 있음을 암시하며 막대한 비용을 초래하는 사회 경제적인 비효율성에 직면하게 된다.

한편, 설정된 연구 가설을 검증하기 위하여 다음과 같은 다중회귀모형을 이용한다.

$$POSTPERFO = \alpha_0 + \beta_1 PREPERFO + \beta_2 DEBT + \beta_3 PERIOD + \beta_4 SIZE + \epsilon$$

POSTPERFO: 법정관리 종결이후의 성과  
(수익성)

PREPERFO: 법정관리 신청 전의 수익성

DEBT: 부채비율(채무면제 비율의 대용치)

PERIOD: 회사정리기간

SIZE: 기업규모

### 3.3 변수의 측정

#### 3.3.1 종속변수: POSTPERFO<sub>1</sub> POSTPERFO<sub>2</sub>

본 연구의 종속변수는 법정관리 종결 이후의 성과(수익성)로 설정하였다. 종결 이후의 성과는 종결 이후의 성과가 +1만 존재하는 경우 여기에 대응되는 산업평균 +1과의 차이로 놓았다. 그리고 법정관리

종결 이후의 성과가 +1 과 +2 만 존재하는 경우 이에 대응되는 산업평균 +1과 +2를 찾아 종결이후의 성과 +1과 +2의 평균을 구하고 역시 산업평균 +1과 +2의 평균을 구한 다음 그 차이를 종속 변수로 설정하였다. 법정관리의 종결 이후의 성과가 종결 이후 3년간의 자료가 모두 존재하는 경우 똑같은 방법으로 평균의 차이를 종속변수로 놓았다.<sup>4)</sup>

종속변수로는 매출액영업이익률(POSTPERFO<sub>1</sub>)과 총자산경상이익률(POSTPERFO<sub>2</sub>)로 측정한다.

- ① 매출액영업이익률(POSTPERFO<sub>1</sub>): 영업이익/매출액
- ② 총자산경상이익률(POSTPERFO<sub>2</sub>): 경상이익/총자산

#### 3.3.2 독립변수(설명변수)

- ① 법정관리 신청전 수익성(PREPERFO<sub>1</sub>, PREPERFO<sub>2</sub>)

법정관리 신청전 수익성은 신청하기 1년 전의 매출액영업이익률(PREPERFO<sub>1</sub>)과 총자산경상이익률(PREPERFO<sub>2</sub>)로 측정하였다. 법정관리 신청전의 수익성은 종결 이후의 성과(수익성)와 정(+ )의 관계가 예상된다.

- ② 채무면제비율(DEBT)

채무면제비율(대용치로 부채비율)은 법정관리 신청 1년 전의 자료를 이용하여 측정하였다. 부채비율은 총부채/총자산의 산식으로 계산하였다. 이 비율로 사용하는 이유는 부채비율의 산식을 타인자본/자기자본으로 하는 경우 자기자본이 부(-)의 값을 갖는 경우가 생기기 때문이다. 이 변수는 법정관리

4) 원래 종속변수로는 표본의 크기가 큰 경우 법정관리 종결 이후의 성과가운데 산업평균보다 높은 경우와 산업평균보다 낮은 경우로 나누어 LOGIT 회귀 분석을 하는 것이 바람직하나 자료의 부족으로 그렇게 하지 못하였다.

〈표 2〉 표본의 기술통계

단위: 백만원

구분	기업수	평균(중위수)
총 자산	33	51,245(10,814)
매출액	26	66,456(21,984)
부채비율	33	1.18(1.11)

\* 총자산 및 부채비율(총부채/총자산)은 신청시점, 매출액은 신청 -1시점

〈표 3〉 법정관리 종결기업의 기간분포

년도	신청년도	인가년도	종결년도
1977	2	0	0
1978	0	1	0
1979	0	0	0
1980	4	1	0
1981	2	4	0
1982	11	1	0
1983	8	9	0
1984	6	5	0
1985	2	5	0
1986	2	4	0
1987	5	0	1
1988	1	2	0
1989	1	2	1
1990	1	4	4
1991	0	2	5
1992	0	0	8
1993	5	0	5
1994	2	0	7
1995	0	5	1
1996	0	3	10
1997	0	0	6
1998	0	0	7
계	53	48	55

를 받음으로 인해서 채무상의 여러 혜택이 부여되므로 종결 이후의 성과와는 정(+)<sup>의</sup> 관계를 가질 것으로 예상된다.  $DEBT = \text{총부채} / \text{총자산}$

③ 회사정리기간(PERIOD)

이 변수는 법정관리 신청에서부터 법정관리 종결까지의 기간으로 측정하였다. 즉 법정관리 종결일-법정관리 신청일을 365로 나누어 계산한다. 법정관리를 장기간 받으면 그 만큼 법정관리를 받는 기업에게는 긍정적인 영향을 미칠 것이므로 이 변수와 종결 이후의 성과와는 정(+)<sup>의</sup> 관계를 가질 것으로 예상된다.  $PERIOD = (\text{법정관리 종결일} - \text{법정관리 신청일}) / 365$

관리 신청일)/365

④ 기업규모(SIZE)

기업규모는 법정관리 신청 1년 전의 총자산에 log를 취하여 측정하며 이 변수는 통제 변수로 이용한다.  $SIZE = \ln(\text{총자산})$

IV. 연구 자료에 대한 기초통계분석

본 연구의 표본은 법정관리를 받고 빠져 나온

〈표 4〉 법정관리 종결기업의 업종별 분포

업종	기업수 (비중·%)
섬유제품	2(3.6)
기계 및 장비	8(14.5)
건설업	3(5.5)
가구 및 기타제조업	5(9.1)
전기기계 및 전기변환장치	4(7.3)
운수창고 및 통신업	2(3.6)
고무 및 플라스틱제품	2(3.6)
펄프 및 종이제조	4(7.3)
화합물 및 화학제품	8(14.5)
제 1차금속	4(7.3)
음식료품	3(5.5)
조립금속	2(3.6)
비금속광물제품	3(5.5)
목재 및 나무제품	2(3.6)
부동산 및 사업서비스	1(1.8)
의복 및 모피제품	1(1.8)
기타	1(1.8)
계	55(100)

55개 기업을 연구대상으로 하였으며 표본의 명세 및 회사정리기간에 대한 자료는 각 지방법원의 회사정리 담당부서를 이용하여 구하였다. 각 표본의 재무제표 자료는 매일경제신문사에서 매년 발간하는 회사연감, 한국신용정보의 NICE-TIPS 및 한국신용평가의 KIS-LINE 및 KIS-DIAL, 한국기업평가의 KMCC로부터 입수하였다.

또한 법정관리 종결기업의 해당 연도의 동종산업 평균은 한국은행에서 발간하는 기업경영분석에 나오는 동종산업평균 자료를 이용하였다.

〈표 2〉는 표본기업의 기술통계를 보여 주고 있다. 법정관리 신청 시점에서 측정환(n=33) 평균 총자산은 512억이었다. (중위수는 108억) 또한 법정관리 신청 1년전의 평균 매출액은 665억 이었고 중위수는 220억 이었다.

법정관리 신청 시점의 부채비율(총부채/총자산)은 평균 1.18(중위수는 1.11)로 심한 재무부실 상

태에 있음을 보여 준다.

〈표 3〉은 표본의 신청 년도, 인가 년도 및 종결 년도의 분포를 나타낸다. 신청 년도는 1980년대가 84.9%를 차지하고 있으며, 인가 년도는 70.8%가 1980년대에 법원에 의하여 인가되었다. 그리고 표본의 96.4%가 1990년대에 종결되었다.

〈표 4〉는 표본기업의 업종별 분포를 나타내고 있다. 화학물 및 화학제품 8개, 기계 및 장비 8개 등 전 업종에 골고루 분포되어 있음을 알 수 있다.

〈표 5〉는 표본의 회사정리기간을 나타내고 있다. 신청에서 개시까지 소요되는 시간은 평균 6개월이며 개시에서 인가까지는 평균 1.15년이 걸리는 것으로 나타났다. 한편 인가에서 종결까지는 평균 7.78년이 소요되며 신청에서 종결까지 평균 9.3년이 소요되었다.

한편, 법정관리 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인을 찾기 위한 종속변수와 독립변수에 대한

〈표 5〉 법정관리 종결기업의 회사정리기간

구분	내용	기업수	평균	중위수	최소	최대
신청-개시		51	179.01일	140일	50일	547일
			5.97월	4.67월	1.67월	18.23월
			0.5년	0.39년	0.14년	1.52년
개시-인가		47	414일	309일	132일	4118일
			13.8월	10.3월	4.4월	137.27월
			1.15년	0.86년	0.37년	11.44년
인가-종결		47	2802.1일	2840.4일	435.6일	5529.6일
			93.40월	94.68월	14.52월	184.32월
			7.78년	7.98년	1.21년	15.36년
신청-종결		51	3347.55일	3590일	1358일	6404일
			111.58월	119.67월	45.27월	213.47월
			9.3년	9.97년	3.77년	17.79년

〈표 6〉 표본기업의 기술통계량

변수명	평균	중위수	최소	최대
POSTPERFO <sub>1</sub>	-0.0877	-0.0631	-0.5000	0.0608
POSTPERFO <sub>2</sub>	-0.0809	-0.0567	-0.6000	0.1034
PREPERFO <sub>1</sub>	0.0183	0.0538	-0.4679	0.1389
PREPERFO <sub>2</sub>	-0.0349	-0.0243	-0.2442	0.1354
DEBT	1.0209	0.9262	0.7635	3.2712
PERIOD(단위:년)	9.6598	9.3	3.9	17
SIZE(단위:백만원)	43,972	21,323	2,316	410,000

POSTPERFO<sub>1</sub> : 종결이후 종결기업의 매출액영업이익률의 평균과 이에 대응되는 산업평균의 평균과의 차이(매출액영업이익률 : 영업이익/매출액)

POSTPERFO<sub>2</sub> : 종결이후 종결기업의 총자산경상이익률의 평균과 이에 대응되는 산업평균의 평균과의 차이(총자산경상이익률 : 경상이익/총자산)

PREPERFO<sub>1</sub> : 법정관리 신청 1년전 매출액영업이익률 (매출액 영업이익률 : 영업이익/매출액)

PREPERFO<sub>2</sub> : 법정관리 신청 1년전 총자산경상이익률 (총자산경상이익률 : 경상이익/총자산)

DEBT : 법정관리 신청 1년전 부채비율(부채비율 : 총부채/총자산)

PERIOD : (법정관리 종결일-법정관리신청일)/365

SIZE : 법정관리 신청 1년전 총자산 (ln 총자산)

기술통계량은 〈표 6〉에 나타나 있다. 〈표 6〉을 살펴보면 종속변수는 종결 이후에 대하여 법정관리 종결기업과 산업평균과의 차이로 설정하였는데 매출액영업이익률의 경우 평균은 -8.77%이며 중위수는 -6.31%이다. 총자산경상이익률의 경우 평균은 -8.09%이고 중위수는 -5.67%로 나타났다.

이를 통해 알 수 있는 것은 종결 이후에도 여전히 산업평균과 수익성 측면에서 많은 차이가 존재함을 알 수 있다. 독립변수로 설정한 변수 가운데 법정관리 신청 전 수익성은 신청하기 1년 전의 매출액영업이익률과 총자산경상이익률로 측정하였는데 매출액영업이익률의 경우 평균은 1.83%이고 중위수는 5.38%이었다. 총자산경상이익률의 경우는 평균이 -3.49%이고 중위수가 -2.43%이다. 이

는 법정관리 신청 1년전부터 수익성 측면에서 많이 악화되고 있음을 알 수 있다.

부채비율의 경우 신청 1년 전의 총부채를 총자산으로 나누어 산출하였는데 평균은 1.0209이고 중위수는 0.9262이다. 한편 회사정리기간은 법정관리 종결일-법정관리 신청일/365로 측정하였는데 평균이 9.7년이고 중위수가 9.3년으로 나타났다. 마지막으로 통제변수로 설정한 기업 규모는 법정관리 신청 1년 전으로 측정하였는데 평균은 43,972(백만)이었고, 중위수는 21,323(백만)이었다.

## V. 실증분석결과

본 연구의 실증분석 결과는 먼저 법정관리 종결 이후의 수익성 지표를 분석하며 그 다음 신청 전과 종결 이후의 부채비율의 점점 및 재도산의 비중을 분석한다. 마지막으로 법정관리 종결 이후의 수익성에 영향을 미치는 요인을 찾는다.

### 5.1 법정관리 종결 이후의 수익성 지표

〈그림 1〉과 〈그림 2〉는 신청 이전과 정리계획안 인가 이후의 성과를 나타내며 〈그림 3〉과 〈그림 4〉은 신청 이전과 종결 이후의 성과를 보여 주고 있다. 이는 각 시점 성과의 평균을 그림으로 표시한 것이다. 종결 기업의 각 기간의 수익성이 산업

평균과 유의적으로 차이가 있는지는 윌콕슨 사인랭크 테스트(Wilcoxon signed rank test)를 이용한다. 이에 대한 결과는 〈표 7〉과 〈표 9〉에 나타나 있다.

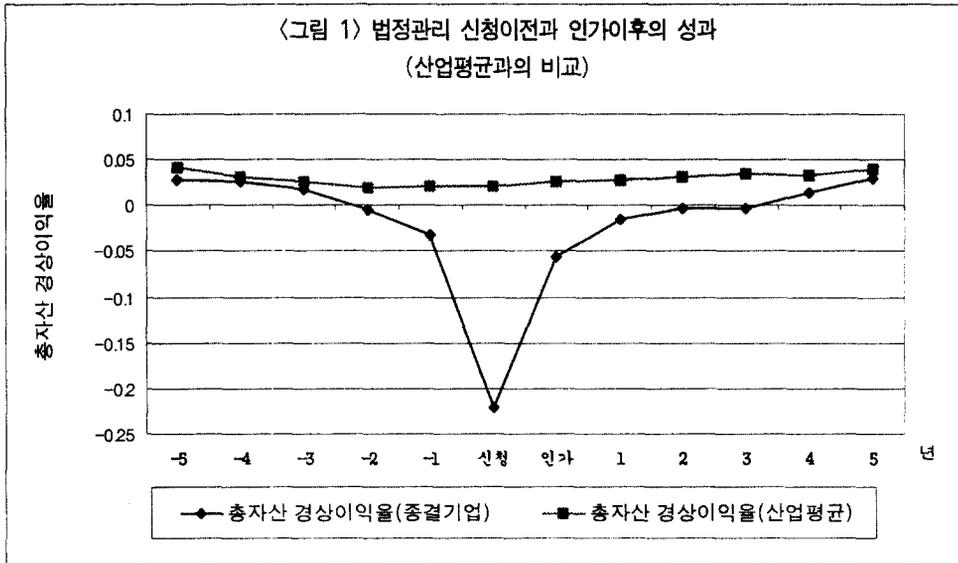
〈표 7〉은 법정관리 신청이전과 정리계획안 인가 이후의 성과를 나타내고 있다. 각 수익성 지표의 절대수준 및 산업평균으로 조정한 중위수를 보고한다. 기업수가 다른 이유는 법정관리 신청 전과 인가 이후의 재무제표를 구하지 못한 결과이다.

매출액영업이익률의 경우 법정관리 신청 5년전부터 2년전까지는 1%수준에서 유의적으로 정(+ )의 값을 나타내고 있으며 산업평균과도 유의적으로 차이가 나지 않는다. 그러나 법정관리 신청 1년 전 1%수준에서 유의적인 정(+ )의 값을 나타내고는 있지만 산업평균과는 10%수준에서 유의적으로 차이가 나타남을 알 수 있다. 이는 법정관리 신청기

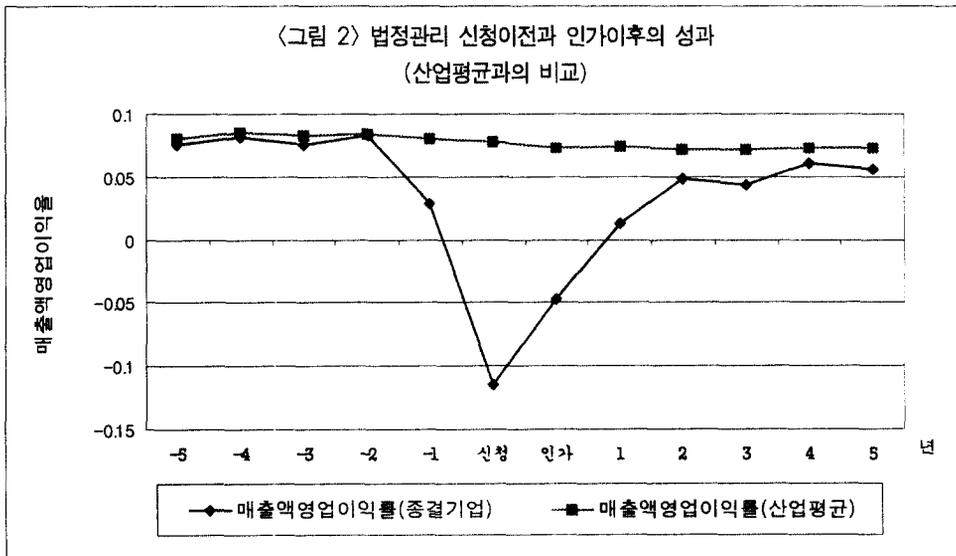
〈표 7〉 법정관리 신청이전과 인가이후의 성과

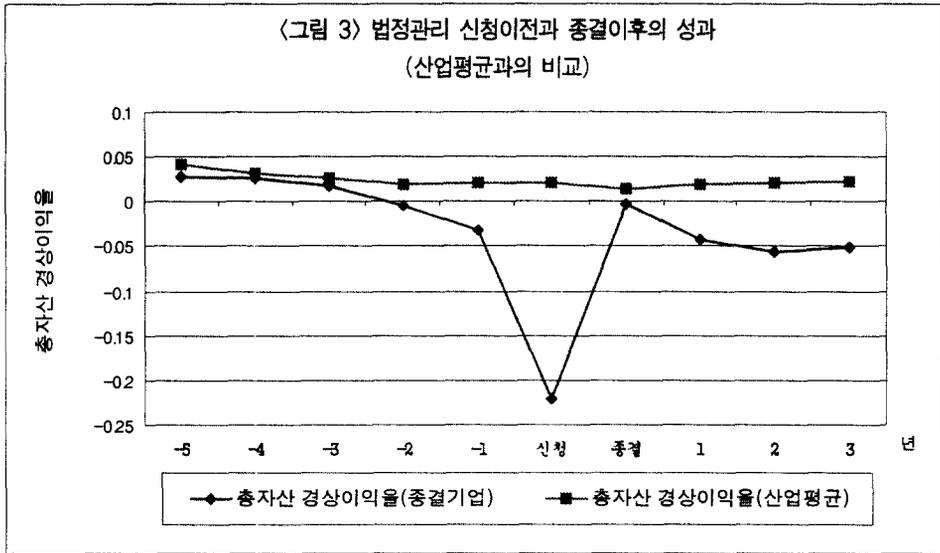
년 도	기 업 수	매출액 영업 이익율		기 업 수	총자산 경상 이익율	
		중위수(median)	산업평균으로 조정한 중위수		중위수(median)	산업평균으로 조정한 중위수
-5	26	0.0757***	0.0042	24	0.0262**	-0.0197
-4	30	0.0714***	-0.0026	29	0.0220***	-0.0057
-3	30	0.0804***	0.0009	30	0.0158***	-0.0012
-2	31	0.0825***	-0.0009	31	0.0038	-0.0202**
-1	28	0.0636***	-0.0069*	29	-0.0222**	-0.0421***
신청	25	-0.1349***	-0.2099***	25	-0.1684***	-0.1780***
인가	26	-0.0011	-0.0842***	26	-0.0519***	-0.0704***
+1	30	0.0445***	-0.0333***	30	0.0083	-0.0236***
+2	27	0.0547***	-0.0180**	27	0.0220*	-0.0059*
+3	21	0.0494***	-0.0151**	21	0.0229	-0.0177*
+4	22	0.0640***	-0.0153*	22	0.0209**	0.0019
+5	20	0.0555***	-0.0105**	20	0.0245**	-0.0008

윌콕슨부호순위 검정에 의해 \*\*\* : 1 % 수준에서 유의적 \*\* : 5 % 수준에서 유의적 \* : 10 % 수준에서 유의적

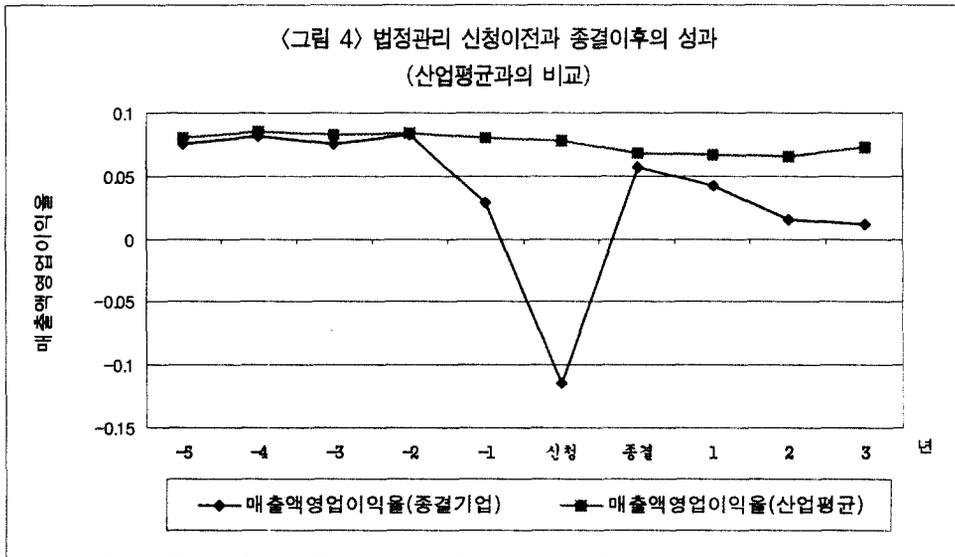


\* 총자산 경상이익률 =  $\frac{\text{경상이익}}{\text{총자산}}$  \* 매출액 영업이익률 =  $\frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}}$





\* 총자산 경상이익률 =  $\frac{\text{경상이익}}{\text{총자산}}$  \* 매출액 영업이익률 =  $\frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}}$



업들이 회계자료를 분석한 결과라 볼 수 있다.<sup>5)</sup> 총 자산경상이익률의 경우 법정관리를 신청하기 5년 전은 5%수준에서 유의적으로 정(+)<sup>6)</sup>의 값을 나타내고 산업평균과도 유의적으로 차이가 없다. 신청 4년 전과 3년 전은 1%수준에서 유의적으로 정(+)<sup>6)</sup>의 값을 나타내고 산업평균과도 유의적으로 차이가 없다. 신청하기 1년 전 5%수준에서 유의적인 부(-)<sup>7)</sup>의 값을 나타내고 있으며 신청2년 전은 산업평균과 5%수준, 1년 전은 1%수준에서 유의적으로 차이가 나고 있음을 알 수 있다. 이는 법정관리 신청 5년 전부터 신청에 가까워질수록 부채비용이 늘어나는 것으로 설명 가능하다(그림 6 참조). 신청시점에서 법정관리 신청기업의 매출액영업이익률의 중위수의 크기는 -13.49%이며 총자산경상이익률의 중위수 크기는 -16.84%이다. 둘 다 1%수준에서 유의적인 부(-)<sup>7)</sup>의 값을 갖고 산업평균과도 1%수준에서 유의적으로 차이가 남을 알 수 있다.

정리계획안 인가이후의 성과를 살펴보면 매출액영

업이익률의 경우 +1에서 +5까지 1%수준에서 유의적인 정(+)<sup>6)</sup>의 값을 나타내지만 신청하기 2년 전 수준까지는 회복이 되지 않고 있으며, 산업평균과도 유의적인 차이를 나타내고 있다. 총자산경상이익률의 경우 정리계획안 인가 이후의 성과를 살펴보면 +2, +4, +5에서는 유의적인 정(+)<sup>6)</sup>의 값을 나타내고 +4, +5를 제외한 +1, +2, +3에서는 산업평균과 각각 1%, 10%, 10%수준에서 유의적인 차이를 나타내고 있다.

인가이후 +4 및 +5에서는 산업평균과 유의적인 차이가 없다. 그 이유는 정리계획안이 인가되면서 채무유예, 채무탕감 및 저렴한 이자비용 혹은 이자면제 등으로 인하여 영업외비용 측면에서 혜택이 주어져 매출액영업이익률은 산업평균보다 낮지만 총자산경상이익률은 산업평균과 유의적으로 차이가 나지 않는다. 따라서 총자산경상이익 측면에서 먼저 정상화가 이루어짐을 알 수 있다.

참고로 <표 8>은 표본가운데 6개 기업의 정리계

<표 8> 정리담보권자 및 정리채권자의 권리변경내역

회사	정리담보권		정리채권	
	이자율	변제기간	이자율	변제기간
극동산업	9%	4-16	면제	1-16
대한유화	10%	1-10	8.75%	2-11
극동해운	채권종류별 소정의 이율	1-4	상환당시의 약정이자율	1-2
진로건설	11%	5-15	면제	1-15
남한제지	(주)서울은행의 Prime Rate+2.5%	1-7	면제	1-6, 11-15
			(주)서울은행의 Prime Rate-1%	4-10
신한제분	시중은행의 일반대출이율중 일반금리	1-13	시중은행의 일반대출이율중 일반금리	6-13

5) 표본 기업가운데 많은 경우 재무제표에 대한 감사의견이 한정 의견, 부적정 의견, 또는 의견거절이다

확안을 입수하여 정리담보권자 및 정리채권자의 권리 변경내역을 요약한 것이다. <표 8>에서 보는바와 같이 장기간 채무유예, 낮은 이자율, 어느 경우에는 이자가 면제되기도 하는 등 법정관리를 받음으로 해서 여러 혜택을 통해 기업의 경상이익 측면에서 개선 되어짐을 알 수 있다.

<표 9>를 보면 종결시점에서는 매출액영업이익률이나 총자산경상이익률 둘 다 산업평균과 유의적으로 차이가 나지 않는다. 따라서 법원에서는 법정관리를 받은 기업이 어느 정도 정상화되었다고 판단하여 종결 결정을 내리는 것으로 보인다. 즉 총자산경상이익률 측면에서 정상화가 먼저 이루어지고 뒤이어 매출액영업이익률 쪽에서 정상화가 이루어지면 종결 결정을 내린다.

<그림 5>는 인가에서 종결까지 소요되는 기간의 분포를 보여주는 것으로 평균 7.64년 주변에 모여 있는

것으로 나타난다. 그러나 종결이후 +1, +2, +3에서 매출액영업이익률은 각각 5%, 10%, 10%수준에서, 총자산경상이익률은 각각 10%, 5%, 5%수준에서 산업평균보다 유의적으로 작음을 알 수 있다.

종결이후 시간이 지날수록 매출액영업이익률보다 총자산경상이익률이 좀더 유의적으로 차이가 나타나는 이유는 부채비율이 산업평균과 비교해볼 때 높기 때문이다.

### 5.2 법정관리 종결 이후의 부채 비율의 추이

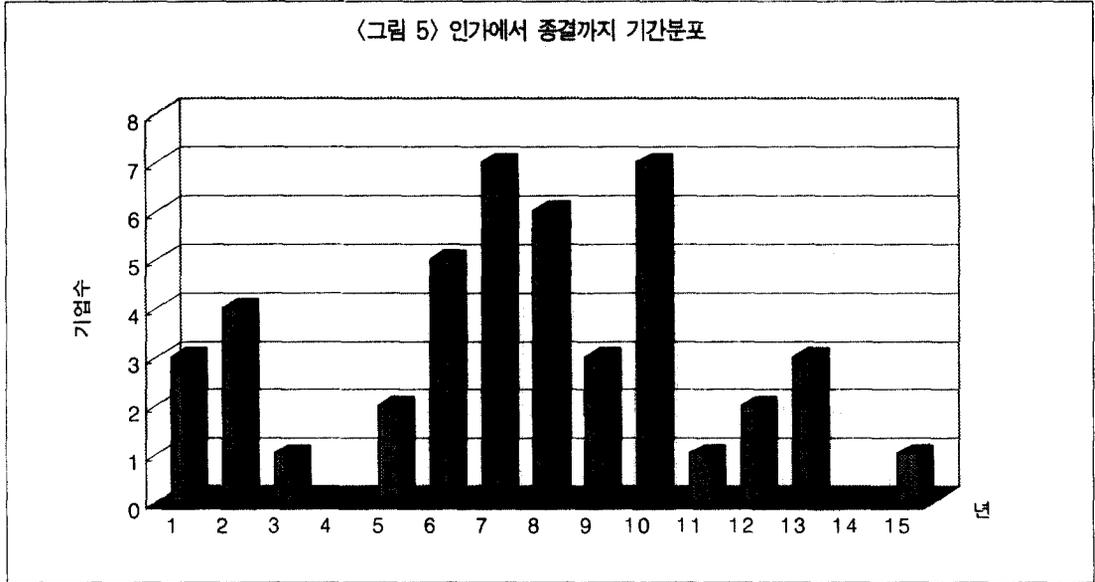
법정관리를 신청한 기업들의 법정관리를 신청하기 3년전의 부채비율(총부채/총자산)은 평균 0.83이다. 신청 2년전과 1년전의 부채 비율은 각각 평균이 0.84와 0.94이다.

<표 9> 법정관리 신청이전과 종결이후의 성과

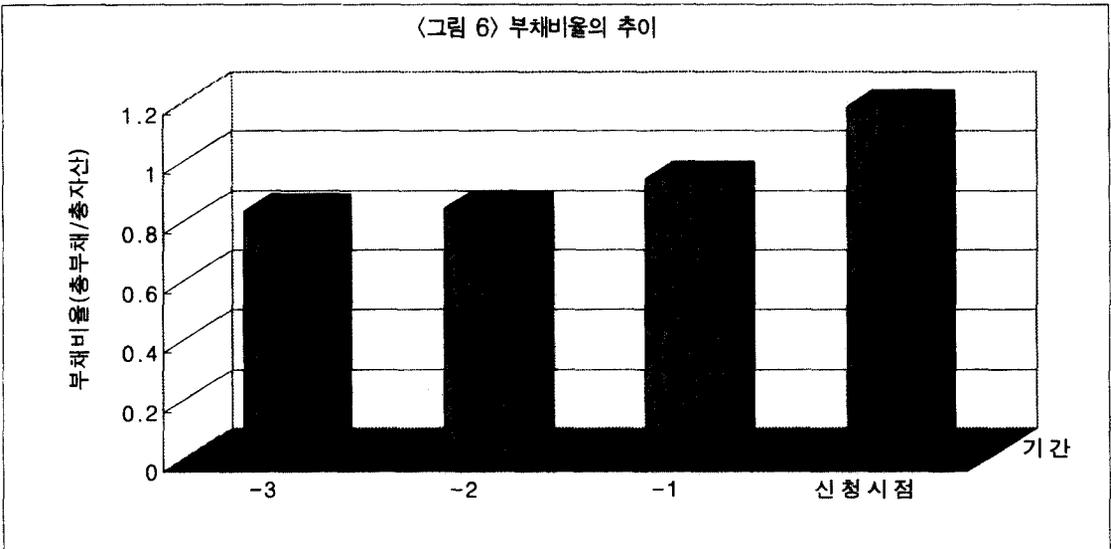
년 도	기 업 수	매출액 영업 이익율		기 업 수	총자산 경 상 이익율	
		중위수(median)	산업평균으로 조정된 중위수		중위수(median)	산업 평균으로 조정된 중위수
-5	26	0.0757***	0.0042	24	0.0262**	-0.0197
-4	30	0.0714***	-0.0026	29	0.0220***	-0.0057
-3	30	0.0804***	0.0009	30	0.0158***	-0.0012
-2	31	0.0825***	-0.0009	31	0.0038	-0.0202**
-1	28	0.0637***	-0.0069*	29	-0.0222**	-0.0421***
신청	25	-0.1349***	-0.2099***	25	-0.1684***	-0.1780***
종결	29	0.0534***	-0.0079	29	0.0148	0.0001
+1	25	0.0405***	-0.0154**	25	0.0134	-0.0089*
+2	18	0.0413	-0.0249*	18	0.0078	-0.0259**
+3	16	0.0538	-0.0212*	16	0.0092	-0.0222**

· 월록순부호순위 검정에 의해 \*\*\* : 1 % 수준에서 유의적 \*\* : 5 % 수준에서 유의적 \* : 10 % 수준에서 유의적

〈그림 5〉 인가에서 종결까지 기간분포



〈그림 6〉 부채비율의 추이



〈표 10〉 부채비율의 추이

구분 \ 시점	-3	-2	-1	0(신청)
평균부채비율 (중위수)	0.83 (0.85)	0.84 (0.86)	0.94 (0.91)	1.18 (1.11)
기업 수	36	39	36	33

〈표 11〉 법정관리 종결이후의 부채비율

구분 \ 시점	종결 +1	종결 +2
평균부채비율 (중위수)	1.09 (0.99)	1.06 (0.91)
기업 수	25	24

그러나 법정관리 종결 이후의 +1과 +2의 평균 부채비율은 평균이 각각 1.09와 1.06으로 종결 이후의 부채비율이 신청 전에 비하여 개선이 이루어지지 않고 오히려 더 증가한 것으로 나타났다. 따라서 종결기업의 재무상태가 좋지 않기 때문에 또다시 도산의 가능성이 커짐을 알 수 있다.

받고 빠져 나온 기업들중에 약 15%가 또다시 실패한다.<sup>6)</sup> 이는 장기간 동안 법정관리를 받고 종결된 기업이 또다시 도산한다는 것은 국가 전체적으로 막대한 비용이 초래되고 있음을 나타낸다.

### 5.3 법정관리 종결 이후의 재 도산의 비중

법정관리가 종결된 표본기업 55개 가운데 또다시 도산하여 법정관리를 신청하였거나 화의를 신청한 기업이 8개 기업에 달하고 있다. 즉 법정관리를

### 5.4 법정관리 종결 이후에 영향을 미치는 요인 분석

〈표 12〉와 〈표 13〉은 법정관리 종결기업의 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인을 찾기 위해서 회귀분석한 결과를 나타낸다. 종속변수로는 종결기업의 총자산경상이익률과 산업평균의 차이의 평균 및 매출액영업이익률과 산업평균의 차이의 평균으

6) 표본기업 중 법정관리나 화의를 신청한 기업은 8개사에 달한다.  
 퍼시픽콘트롤즈: 종결(91.7.15), 법정관리재신청(92.10.6), 개시(93.5.31), 인가(94.5.2)  
 두레어메탈: 종결(97.9.18), 법정관리재신청(98.4.13), 개시(98.8.14), 인가(99.3.16)  
 국제벨브: 종결(90.3.10), 법정관리재신청(96.4.27), 기각(97.2.14)  
 거평(구 대동화학): 종결(92.9.30), 법정관리재신청(98.5.13), 개시(98.9.22)  
 대동조선: 종결(93.10.29), 법정관리재신청(97.2.6), 개시(97.10.31), 인가(98.8.20)  
 동신중공업: 종결(92.5.18), 화의개시(98.2.26), 화의인가(98.4.10)  
 진로건설: 종결(96.12.31), 화의개시(98.2.24)  
 삼성계약: 종결(87.4), 화의신청(98.3.4), 화의개시(98.7.2), 화의인가(98.8.12)

〈표 12〉 회귀분석결과(1)

$$POSTPERFO_2 = \alpha_0 + \beta_1 PREPERFO_2 + \beta_2 DEBT + \beta_3 PERIOD + \beta_4 SIZE + \epsilon$$

변수명	예상부호	모수추정치	t-value	p-value
절편		-0.4924**	-1.7540	0.0964
PREPERFO <sub>2</sub>	+	0.9137**	2.283	0.0348
DEBT	+	0.1246**	2.098	0.0503
PERIOD	+	0.0016	0.273	0.7882
SIZE		0.0194	1.224	0.2369
F-value		1.886	p-value	0.1586
R <sup>2</sup>		0.2953	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1387

\*\* : 5% 수준에서 유의적 \* : 10% 수준에서 유의적

PREPERFO<sub>2</sub> : 경상이익/총자산, DEBT : 총부채/총자산

PERIOD : (법정관리종결일-법정관리신청일)/365, SIZE: ln(총자산)

〈표 13〉 회귀분석결과(2)

$$POSTPERFO_1 = \alpha_0 + \beta_1 PREPERFO_1 + \beta_2 DEBT + \beta_3 PERIOD + \beta_4 SIZE + \epsilon$$

변수명	예상부호	모수추정치	t-value	p-value
절편		-0.4924**	-1.754	0.0964
PREPERFO <sub>1</sub>	+	0.5423**	1.951	0.0668
DEBT	+	0.1743**	2.374	0.0289
PERIOD	+	0.0036	0.575	0.5378
SIZE		0.0086	1.224	0.5727
F-value		1.681	p-value	0.1980
R <sup>2</sup>		0.2720	Adjusted R <sup>2</sup>	0.1102

\*\* : 5% 수준에서 유의적 \* : 10% 수준에서 유의적

PREPERFO<sub>1</sub> : 영업이익/매출액, DEBT : 총부채/총자산

PERIOD : (법정관리종결일-법정관리신청일)/365, SIZE : ln(총자산)

로 놓고 회귀분석을 수행하였다. 전자의 결과는 〈표 12〉에 후자의 결과는 〈표 13〉에 나타나 있다.

법정관리 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인을 찾기 위한 회귀분석 결과는 아래와 같다.<sup>7)</sup> 법

정관리 종결기업의 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 변수로는 법정관리 신청 전 수익성과 법정관리 신청 전 부채비율이 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편 기업규모와 회사정리기간은

7) 신청 3년전과 신청 2년 전의 자료를 가지고 회귀분석을 한 결과 비유의적 이었다.

비유의적인 것으로 나타났다. 이는 가설 1과 가설 2는 지지하는 반면 가설3은 지지하지 않는 것으로 나타났다. 이는 법정관리 개시 결정시 법정관리 신청 기업의 수익성을 고려해야 한다는 정책적 시사점을 던져 준다. 한편 회사정리 기간과 종결 이후의 성과와의 관계는 유의적이지 않기 때문에 회사정리기간을 장기간 받게 하는 것은 많은 사회경제적 비용을 초래하게 된다. 따라서 매년 정리계획의 수행가능성을 엄격하게 평가하여 종결결정을 빨리 내릴 필요가 있음을 암시한다. 기업규모 역시 별 영향을 주지 않으므로 개시 결정시 대기업이라 할지라도 경제적으로 갱생 가능성이 없는 경우 법정관리 신청을 기각하는 것이 바람직할 것이다. 그동안 대기업들에게 대마불사(Too big to fail)라는 안이한 관념을 심어줘 결과적으로 대기업의 도덕적 해이(Moral hazard)를 초래하여 왔으므로 이를 바로 잡을 필요가 있다. 다행하게도 1998년 2월 24일에 개정된 회사정리법은 공익성 조항을 삭제하였다.

## VI. 결 론

본 연구는 법정관리가 종결된 기업들의 종결이후의 성과를 점점함으로써 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적으로 중요한 편이가 존재하는지를 살펴보고자 하였다. 다시 말하면 파산위기에 처한 부실기업의 채무를 한시적으로 동결하여 경제적으로 갱생 가능한 기업에게 회생의 길을 열어주려는 법정관리제도의 좋은 취지가 제대로 달성되고 있는가를 검토하였다. 또한 종결이후의 성과에 영향을 미치는 요인도 분석하였다.

연구결과 첫째, 법정관리가 종결된 이후 +1, +2, +3년도의 성과를 살펴보면 산업평균보다 유의적으로 작은 것으로 나타났다.

둘째, 법정관리 종결 이후의 부채 비율의 추이를 살펴보면 법정관리를 신청한 기업들의 법정관리를 신청하기 3년 전의 부채비율(총부채/총자산)은 평균 0.83이다. 신청 2년 전과 1년 전의 부채 비율은 각각 평균이 0.84와 0.94이다. 그러나 법정관리 종결 이후의 +1과 +2의 평균 부채 비율은 평균이 각각 1.09와 1.06으로 종결 이후의 부채비율이 신청 전에 비하여 개선이 이루어지지 않고 오히려 더 증가한 것으로 나타났다. 따라서 종결기업의 재무부실 상태가 심하기 때문에 또다시 도산의 가능성이 커짐을 알 수 있었다.

셋째, 법정관리가 종결된 표본기업 55개 가운데 또다시 도산하여 법정관리를 신청하였거나 화의를 신청한 기업이 8개 기업에 달하고 있다. 즉 법정관리를 받고 빠져 나온 기업들 중에 약 15%가 또다시 실패한다. 이로 인해 많은 사회적, 경제적 비용이 초래되고 있다. 동종업종의 다른 기업들보다 빈약한 성과를 나타내고 있어 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적인 편이가 존재한다. 만약 법정관리제도가 현행대로 지속될 경우 또다시 법정관리 및 화의에 들어가거나 청산으로 이어질 가능성이 높다 할 것이다. 마지막으로 법정관리 종결이후에 영향을 미치는 요인은 법정관리 신청전 수익성과 채무면제 비율(대용치로 부채비율 이용)은 정(+ )의 관계로 유의적 이었으며, 회사정리 기간과 기업 규모는 비유의적 이었다. 본 연구의 정책적 시사점으로는 첫째, 법정관리 개시 결정 시 법정관리 신청기업의 신청전 수익성을 고려하여 한다는 점이다. 둘째, 회사정리를 너무 장기간 받는 것은 경제성 측면에서 비효율적

이므로 매년 정밀 검토하여 정리계획의 수행이 확실시 되는 경우 되도록이면 빨리 종결시키는 것이 효율적이. 셋째, 법정관리 개시 결정을 내릴 때 기업규모보다는 경제적 갱생가능성을 검토하는 것이 바람직하다는 것이다.

본 연구의 한계점은 표본을 최대한 확보하였음에도 불구하고 표본 중 비상장기업의 수가 많아 이에 대한 자료가 불충분하고 종결 이후의 기간이 짧음으로 인하여 회귀분석시 표본의 수가 부족하다는 점을 들 수 있다. 그리고 종결이후의 성과가 산업평균보다 못하다고 해서 반드시 그 성과가 나쁘다

고 보기는 어렵다는 점을 들 수 있다.

본 연구의 미래 방향은 첫째, 법정관리를 받고 종결된 기업들 가운데 상장기업의 수가 어느 정도 확보되면 종결 이후의 주식의 성과를 점검할 필요가 있다. 둘째, 구사주와 관련된 관리인과 구사주와 무관한 관리인에 대한 자료가 충분히 확보되면 이들과 종결 이후의 성과를 점검함으로써 관리인 선임에 대한 정책적 시사점을 이끌어 낼 수 있을 것이다.

〈부 록〉 종결기업 현황

일련	관할지방법원	정리회사명	신청일	개시일	인가일	종결일	비고
1	창원	범한금속	84.1.25	84.5.7	85.2.11	98.6.3	
2	대구	고려나이론	77.11.14	78.1.13	80.1.21	95.5.29	합병
3	대구	대구중공업	82.8.27	82.12.29	84.5.21	94.6.8	
4	수원	대성제지공업	80.3.3	80.5.22	81.7.25	89.4.8	
5	수원	오공산업	81.11.24	82.5.2	82.11.6	94.10.14	
6	수원	우진화학	81.12.28	82.7.19	83.4.29	93.12.30	
7	수원	신호제지	82.1.19	82.7.22	83.3.11	91.7.24	상장
8	수원	창덕금속	82.3.23	82.7.19	83.1.28	92.9.2	
9	수원	오공금속	82.5.3	82.9.20	83.3.11	96.12.3	
10	수원	선도산업	82.10.24	83.3.15	83.11.2	91.5.27	
11	수원	동신중공업	82.12.23	83.4.29	83.10.21	92.5.18	화의신청
12	수원	동신특강	82.12.23	83.4.29	83.10.21	92.6.2	
13	수원	퍼시픽콘트롤즈	83.3.18	83.6.11	83.12.22	91.7.15	법정관리 재신청
14	수원	창희유리	83.4.6	83.5.30	83.11.2	94.10.11	
15	수원	한국소프트기계	83.12.20	84.2.28	84.8.30	92.6.17	
16	수원	태흥	84.7.20	84.10.31	85.8.10	92.1.20	
17	수원	제일농장	84.9.17	85.1.29	86.1.23	94.8.16	
18	수원	제일축산	84.9.17	85.1.29	86.1.23	94.8.16	합병

감호점

19	수원	고려정밀	85.8.12	86.1.23	86.11	92.6.17	
20	수원	한솔	94.2.7	94.7.20	96.11.18	98.2.20	상장
21	서울	삼우금공업	83.12.17	84.7.14		91.1.30	
22	서울	서울교통공사	84.11	85.1.11	90.2.23	91.9.13	상장(합병)
23	서울	극동해운	87.12.31	88.4.20	90.5.28	93.4.15	합병
24	서울	신명전기	83.3.19	83.6.13		93.4.28	
25	서울	국제전광	82.3.2	82.7.6		94.1.29	
26	서울	정우석탄화학	86.12.24	87.10.6		94.11.8	
27	서울	신한제분	84.3.8	84.7.14	95.10.25	96.2.14	
28	서울	극동산업	82.1.17	83.3.30	85.5.25	96.3.16	합병
29	서울	벽산엔지니어링	87.3.31	87.9.8	89.12.13	96.5.2	
30	서울	서부산업	86.10.31	87.1.22	88.6.4	96.5.20	
31	서울	한진중공업	87.4.16	88.4.20	90.5.28	96.9.30	상장
32	서울	진로건설	88.10.28	89.1.23	90.2.20	96.12.31	
33	서울	두레에어메탈 (구 삼선공업)	82.10.6	83.8.27	85.1	97.9.18	상장 (법정관리재신청)
34	서울	진양	82.9.29	83.2.18	84.12	98.1.5	상장
35	서울	고려개발	87.1.19	87.9.22	88.10.10	98.9.23	상장
36	서울	근화계약	93.9.13	94.7.1	96.6.24	98.9.23	상장
37	서울	삼성계약	77.9	78.1	78.8	87.4	상장 (화의신청)
38	인천	한양공영	93.5.19	94.11.17	95.12.2	97.2.17	
39	인천	한양산업	93.5.19	94.11.17	95.12.2	97.2.17	
40	인천	서울엔지니어링	85.1.7	85.3.6	86.4.10	96.9.23	
41	인천	고창산업	90.3.8	90.6.28	91.3.11	96.8.29	
42	인천	한양목재	93.5.19	94.11.17	95.12.2	97.2.17	
43	부산	개성모방	80.7.1	80.11.20	81.6.20	90.11.20	
44	부산	삼화유리	83.10.28	84.3.30	84.10.22	90.12.19	
45	부산	동산씨엔지	82.9.20	83.3.14	84.2	96.12.5	상장
46	부산	평화유지공업	87.12.14	88.6.3	89.2	97.1.14	
47	서울	대동화학	80.9	80.12	81.12	92.9.30	상장
48	부산	국제벨브				90.3.10	법정관리 재신청

법정관리 종결기업의 성과

업 번	관할지방법원	정리회사명	신청일	개시일	인가일	종결일	비고
49	서울	서전기업				90.9.14	
50	서울	대한유화공업	93.8.23	94.4.6	95.3.13	98.7.23	
51	서울	남한제지	94.3.17	94.12.7	96.4.9	98.9.30	상장
52	부산	금성	89.12.20	90.5.7	91.3.11	93.12.24	
53	부산	대동조선	84.9.26	85.1.14	86.5.26	93.10.29	법정관리 재신청
54	서울	스마텔 (정풍물산)	80.7	80.11.13	81.12.14	97.4.15	상장
55	인천	홍진기연	83			92	

## 참고 문헌

- 기업회생 관련 제도 해설(1998). 중소기업청.
- IMF 체제와 효율적인 기업개생 방향 심포지엄 결과보고서(1998). 법원행정처.
- 최도성, 지현열(1998a). 정보비대칭하에서의 법원 회사정리 결정의 효율성에 관한 연구, **재무연구** 제 15호.
- 최도성, 지현열(1998b). 회사정리제도, 서울대학교출판부.
- 회사정리 실무(1998). 대구지방법원.
- 회사정리. 화의. 파산 자료집(1998). 법원행정처.
- Alderson, M. J and B. L. Betker (1995). Liquidation costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*. vol.39, pp.45-69.
- Alderson, M. J and B. L. Betker (1998). Assessing postbankruptcy performance : An analysis of reorganized firm's cash flows. Working paper, Saint Louise University.
- Andrade, G and S. N. Kaplan (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed. *Journal of Finance*, pp.1443-1494.
- Bi, K, and J, Levy. (1993). Market reaction to bond downgradings followed by chapter 11 filings. *Financial Management* vol.22, pp.156-162.
- Chen, Y. F. Weston, and E. Altman. (1995). Financial distress and restructuring model. *Financial Management* vol.24, pp.57-75.
- Eberhart, A. C, E. Altman, and Aggarwal (1999). The equity performance of firms emerging from bankruptcy. *Journal of Finance*, forthcoming
- Gertner, R, and D, Schafstein. (1991). A theory of workouts and the effects of reorganization law. *Journal of Finance* vol.46, pp.1189-1222.
- Giammarino, R. (1989). *The resolution of financial distress*. *The Review of Financial Studies* vol.2, pp.25-47.
- Gilson, S, K. John, and L. Lang. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* vol.27, pp.315-353.
- Hotchkiss, E. (1995). Postbankruptcy performance and management turnover. *Journal of Finance* vol.50, pp.3-21.
- Mooradian, R. M. (1994). The effect of bankruptcy protection on investment: Chapter 11 as a screening device. *Journal of Finance* vol.49, pp.1403-1430.
- Morse, D. and W. Shaw (1988). Investing in bankrupt firms. *Journal of Finance* vol.43, pp.1193-1206.
- White, M, J. (1994). Corporate bankruptcy as a filtering device : Chapter 11 reorganizations and out of court debt restructurings. *Journal of Law, Economics, and Organization* vol.10, pp.268-295.

## The Performance of Firms Emerged from Legal Management

Ho Jung Kang\*

### Abstract

This study examines the performance of firms which have emerged from the legal management process and tests whether there are economically important biases toward continuation of unprofitable firms. I also analyze the factors influencing the performance after the year of exit. For the analyses, I examines a unique sample of firms filing for legal management between 1977 and 1994 that later emerged.

The main results of this paper can be summarized as follows.

First, following the exit from legal management, the performance of emerging firms are worse than the industry significantly.(using the wilcoxon signed rank test)

Second, leverage ratio following the exit from legal management is no improvement compared to it prior to filing.

Third, the most basic measure of success after legal management process is the firm's ability to continue its business without the need for further restructuring. 15% of the sample firms actually fail a second time.

Finally, the results of the regression model analyzing the factors of performance after legal management process show that it is positive related to the profitability prior to filing, debt exemption ratio(using leverage ratio as proxy) Also, corporate reorganization period(from filing to exit) and firm size are not significant.

Key Words: Legal management, Performance, Leverage ratio, Reorganization plan

---

\* Research Fellow, The Institute of Finance and Banking, Seoul National University