

## 회사정리제도의 주주지분증가효과와 결정요인

강호정  
배재대학교 경영학부 전임강사  
(hjkang66@mail.pcu.ac.kr)  
김갑순  
동국대학교 회계학부 조교수  
(kks@dangguk.edu)

회사정리 신청기업의 대부분은 자본잠식 상태에 있는데 만약 이 시점에서 회사정리절차가 아니라 파산절차를 밟게 된다면 파산법에 의거 관리·환가한 재산처분가액을 절대적 우선순위규칙의 변제우선순위에 입각하여 채권자들에게 분배하게 된다. 이런 경우 주주에게 돌아오는 몫은 한 푼도 없을 것이다. 하지만 파산절차 대신 회사정리절차를 밟게 된다면 주주에게 일정 부분의 몫이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다.

본 연구는 미국에서 이루어진 선행연구결과를 바탕으로 회사정리과정에서 채무조정을 통해 채권자의 부(富)가 주주에게 이전됨으로 인해 발생하는 주주지분증가효과의 수준과 결정요인에 대해 분석하였다.

연구결과 다음과 같은 사실을 발견하였다.

첫째, 회사정리를 신청하여 인가된 30개 표본기업의 정리계획안을 분석한 결과 이들 표본기업 모두에서 주주지분증가효과가 발생했음을 확인할 수 있었다.

둘째, 정리계획상 기존주주에게 분배된 몫을 정리계획안 인가 직전연도의 전체지분으로 나누어 측정한 주주지분증가효과를 종속변수로 하고 자본잠식정도와 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중·기업규모·소액주주지분율·회사정리기간을 독립변수로 포함하는 다중회귀모형을 이용한 회귀분석결과, 회사정리기업의 지불능력이 약할수록, 기업규모가 클수록, 소액주주가 차지하는 비중이 클수록 주주지분증가효과는 감소할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 하지만 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중과 회사정리기간은 주주지분증가효과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

이러한 결과를 미국의 선행연구결과와 비교해 보면, 미국에서 Chapter 11 즉 기업재건과정에 있어 채권자 지분의 일부가 주주의 지분으로 이전되는 현상이 일반적으로 관찰된 것과 마찬가지로 우리나라의 회사정리과정에서도 채권자 지분의 일부가 주주의 지분으로 이전되는 현상이 일반적으로 관찰되었다. 하지만 이러한 주주지분증가효과의 결정요인에 있어서는 미국에서 채무기업의 지불능력, 정리담보권 및 은행이 보유한 청구권의 비중, 경영자의 재조직안 지원정도 등이 주된 요인으로 관찰된 것에 비해 우리나라에서는 채무기업의 지불능력, 기업규모, 소액주주지분율 등이 유의한 요인으로 관찰되었다. 이는 우리나라에서 미국과 달리 회사정리과정상 주주지분증가효과가 주주의 협상지연옵션보다는 지불능력과 기업규모 등의 요인에 의해 결정될 가능성을 시사하는 것이어서 주목된다.

### 1. 서론

IMF 외환위기 이후 최근까지 많은 기업들이 시장에서 퇴출되었다. 기업의 퇴출은 경쟁의 결과로

서 자본주의 시장경제체제에서 시장기능에 의한 효율적인 자원배분을 가능케 하는 중요한 요소이다. 하지만 경쟁에 실패한 기업을 무조건 퇴출시키는 것은 미시적인 경제적 효율성의 관점에서는 바람직할 수 있으나 직접적으로는 주주, 종업원, 채권자,

거래업체에게 피해를 주게 되며 더 나아가 연쇄도산에 의한 산업기반의 붕괴, 금융기관의 부실화, 실업의 증가, 자원의 낭비 등 경제·사회적 부작용을 초래한다. 따라서 실패한 기업의 무조건적 퇴출은 사회 전체적인 파급효과가 막대하므로 퇴출에 직면한 기업의 재건을 지원하는 법적인 제도도 퇴출제도와 함께 필요하다. 그래서 세계 대부분의 국가에서는 기업의 파산이 미치는 경제·사회적 파급효과를 고려하여 파산에 직면한 기업의 재건과 회생을 지원하는 법적 제도를 운영하고 있다.

우리나라에는 법적인 기업퇴출제도로써 시장에서의 무조건 퇴출을 의미하는 파산제도와 실패한 기업의 회생이 사회적으로 바람직하다는 전제 하에 이루어지는 기업재건 또는 갱생제도로써의 회사정리(법정관리)제도와 화의제도가 있다.

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 분리매각한 대가로서 법에 정해진 권리행사절차에 따라 채무를 변제하게 된다. 파산과정에서 이루어지는 변제우선순위규칙(priority rule)은 우리나라 파산법도 그렇듯이 일반적으로 절대적 우선순위규칙(Absolute Priority Rule(APR))을 따른다.<sup>1)</sup> 절대적 우선순위규칙은 파산 전의 계약에 의해 설정된 채무변제우선순위가 파산 시에도 그대로 적용되는 것을 의미한다.<sup>2)</sup> 채권을 크게 담보채권과 무

담보채권으로 구분할 때 절대적 우선순위규칙 하에서 담보채권자는 파산절차와 관계없이 채권을 회수할 권리를 갖게 되며, 여타 채권의 경우에도 채무계약에 의한 우선순위가 그대로 유지된다. 따라서 파산에 직면한 기업들이 누적결산금 등으로 인한 자본잠식상태에 있고 청산가액이 기업채무변제에 미달하는 경우가 일반적인 점을 고려할 때 절대적 우선순위규칙을 따르는 파산제도 하에서는 청산가액 중에서 기업의 주주에게 분배될 몫은 존재하지 않게 된다.

하지만 무조건 퇴출에 해당하는 파산제도와 달리 기업재건제도인 회사정리제도 하에서는 자본잠식과 청산가액이 채무변제액에 미달하는 점에서 파산대상기업과 차이가 없는 기업의 주주에게 일정한 지분이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다. 이는 회사정리제도와 같은 기업재건제도의 주된 내용이 채무조정에 있기 때문이다. 즉 회사정리과정에서 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 실현시 기대되는 채권자들의 채권회수가능액의 하한이 파산하에서의 회수가능액을 초과할 것이라는 판단에 있다.

따라서 회사정리제도상 채무조정을 통해 채권자들이 얻게 되는 회수가능액이 파산하에서의 회수가

1) 우리나라의 경우 파산절차 내에서 처리되는 법률의 규정에 따른 채권의 변제우선순위는 재단채권→우선적 파산채권→일반파산채권→후순위파산채권이다. 이때 재단채권이란 파산재산의 절차집행과정에서 발생한 비용으로서 재판상의 비용도 이에 포함된다. 보다 구체적인 우선순위는 최종 3개월간의 임금과 최종 3년간의 퇴직금, 재해보상금→주택임대차보증금 채권→국세와 가산금→질권·저당권에 의하여 담보되는 담보채권→최종 3개월치 이외의 임금채권 및 근로채권→일반적인 조세→공과금(산업재해보상금, 의료보험금)→일반채권자의 채권(무담보채권, 어음, 신용대출 등)→주식이다.

2) 변제우선순위(priority rule)에는 절대적 우선순위규칙(absolute priority rule)외에 부분적 우선순위규칙(partial priority rule)과 고정우선순위규칙(fixed priority rule) 등이 있다. 이에 대한 자세한 내용은 서정환(2000)을 참고할 것.

능액보다 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 받아 자신의 지분이 증가하는 효과가 발생하게 된다. 이렇게 파산제도에서 채무변제를 위해 절대적 우선순위규칙을 엄격하게 적용하는 것과 달리 회사정리제도에서 채무조정을 채권자와 채무기업간의 합의를 통해 결정케 함에 따라 동일한 처지의 기업이 파산절차 대신 회사정리절차를 밟게 되는 것만으로 주주지분증가효과가 발생할 가능성이 있다. 이러한 가능성을 구체적으로 살펴보자.

〈그림 1〉은 현행의 회사정리절차를 요약한 것이다.<sup>3)</sup> 회사정리절차 개시 결정이 내려짐과 동시에 법원은 관리인을 선임하고, 선임된 관리인이 주도하여 정리절차의 실질적인 실천 방안인 정리계획안을 작성한다. 회사정리제도에 있어서 정리계획은 회사정리법에 따라 주식회사를 재건시키기 위한 계획으로서 이해관계인의 권리변경 및 변제방법, 정리회사의 조직변경 등에 관한 조항을 정함으로써 향후 정리절차 수행의 기준규범에 해당한다.

관리인이 정리계획안을 입안하려면 먼저 채권조사절차가 종료되고, 회사재산에 대한 평가가 완료되어 있어야 하며 정리계획에 영향을 미칠 수 있는 중요사건이 해결되어 있는지 해결의 전망이 있어야 한다. 이러한 입안의 기초가 완비되면 관리인은 정리계획의 내용이 될 기본지침을 결정하고 이 기본지침을 기술한 정리계획의 골자를 작성하여 채권자

와 주주 등의 이해관계인들에게 배포하거나 간담회를 갖는 등으로 이들과 교섭한다. 이해관계인과의 교섭의 결과 정리계획안 가결 요건이 달성 될 전망이 서면 정리계획의 본격적인 작성작업에 착수하게 되고 이 과정에서 그 내용에 대하여 법원과 수시로 협의하여 적법성을 검토하여야 한다. 이렇게 작성된 정리계획안은 관계인집회의 심리·결의를 거쳐 법원의 인가로 확정되는데 이 정리계획안에는 회사정리제도의 핵심이라 할 수 있는 채무조정 내용이 담겨져 있다. 채무조정은 회사정리절차상 채권자 지분에 대한 결정과정에서 발생하는 것인데 설명한 바와 같이 파산절차에서처럼 절대적 우선순위규칙이 적용되지 않고 채권자와 주주간의 협의과정을 거쳐 그 내용이 결정된다. 우리나라의 경우 이러한 과정에서 채권자 부(富)의 이전을 통한 주주지분증가효과가 발생하게 된다.

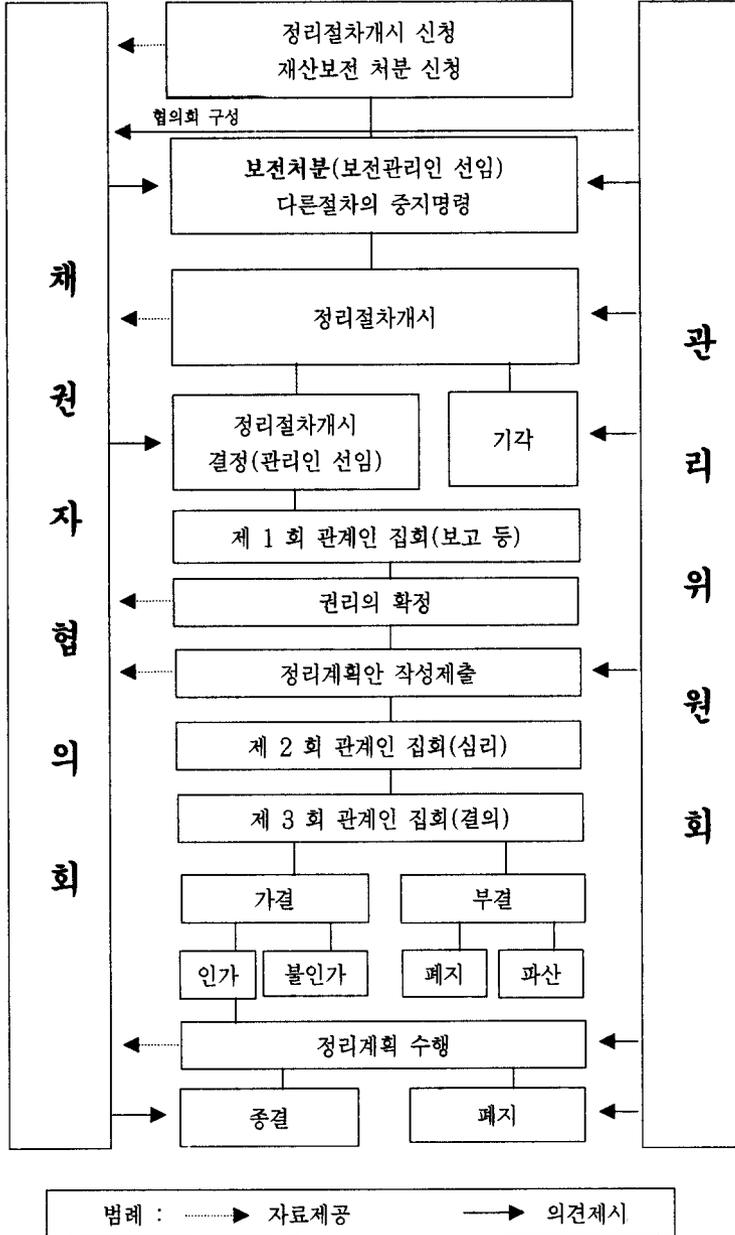
본 연구의 조사대상인 회사정리절차를 밟았던 30개 표본기업의 정리계획안을 분석한 결과에서도 나타나듯이 절대적 우선순위규칙을 따르는 파산절차를 밟았다면 주주에게 돌아갈 지분이 전혀 없었을 기업들에게 회사정리절차상 채무조정을 통해 채권자의 부(富)가 주주에게 이전되어 주주지분이 증가된 효과를 확인할 수 있었다.

미국의 경우 Chapter 11<sup>4)</sup> 내에서 회사정리과정상 이해관계인들 간의 몫의 분배에 관한 연구는 절대적 우선순위규칙의 위배 이유와 위배 정도 그리고 그 결정요인을 밝히는 데 초점을 맞춰 행해져 왔다. 그러나 우리나라의 경우 지금까지 회사정리제도 내에서 이해관계인 간의 몫 분배와 부(富)의 이전 및 그 결정요인에 관한 연구는 찾아 볼 수 없었다.

3) 회사정리절차에 대한 구체적인 내용은 최도성과 강호정(2000)을 참조할 것.

4) 우리나라의 회사정리제도(법정관리)에 해당하는 미국의 제도이다. 회사정리제도와 비교해 절차가 개시되면 자동보전처분이 발효되는 점과 현 경영진이 독점적으로 최초의 120일 이내에 기업재조직 계획안을 작성·제출하게 된다는 점에서 주된 차이가 있다.

〈그림 1〉 회사정리절차



자료원: 회사정리·화의·파산자료집(법원행정처) p.59에 있는 그림을 1999년 12월 31일 개정내용을 반영하여 재작성한 것임.

본 연구는 법원에 의해 회사정리신청이 인가된 기업들의 정리계획안을 조사하여 채무조정을 통해 정리담보권자 및 정리채권자와 같은 채권자들의 부(富)가 주주에게 이전됨으로써 발생한 주주지분증가효과를 확인하고 그 크기를 측정하는데 목적이 있다. 뿐만 아니라 채권자와 채무기업간 협상과정을 통해 결정되는 주주지분증가효과의 크기에 영향을 미치는 결정요인도 파악하고자 한다.

본 연구의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 다음 장에서는 미국에서 이루어진 기업재건 제도 내에서 이해관계인들 사이의 절대적 우선순위 규칙 위배 정도와 결정요인에 관한 선행연구를 분석하고, 3장에서는 실증연구가설을 도출한 후 실증 분석대상표본과 회귀모형에 대해 설명한다. 이어서 4장에서는 실증결과를 분석하고, 끝으로 5장에서는 연구의 결론과 한계점, 그리고 향후 연구방향에 대해 논의한다.

## II. 선행연구

미국에서 이루어진 Chapter 11 내에서 이해관계인들 사이의 절대적 우선순위규칙 위배 정도와 결정요인에 관한 연구들로는 Warner(1977)를 시발점으로 하여 Baldwin과 Mason(1983), Frank와 Torous(1989, 1994), Eberhart, Moore와 Roenfeldt(1990), Weiss(1990), Bebchuk와 Chang(1992), Eberhart와 Senbet(1993), Betker(1995) 등의 연구가 있다.

Warner(1977)는 기업퇴출 과정에서 기업과 관련된 이해관계자들간의 몫 분배 시 절대적 우선순위규칙이 위배되는 현상을 발견하였다. 그는 또한

이러한 위배의 가능성이 기업의 증권가격에 반영되는 지 여부를 Chapter 11에 들어간 기업들을 대상으로 분석하였다. 분석결과 자본시장에서 기업의 위험특성 및 절대적 우선순위규칙의 위배가능성을 적절하게 반영하여 위험부채증권의 가격이 결정됨을 발견하였다.

Baldwin과 Mason(1983)은 Massey Ferguson 재건 사례를 점검하여 기업이 채무불이행에 직면하게 되는 경우 '절대적 우선순위규칙이 준수될 것으로 자본 시장이 믿는다'라는 가정을 지지하지 않는다는 주장을 제기하였다.

Frank와 Torous(1989)는 1970년과 1984년 사이에 Chapter 11(1978년 법개정 전에는 Chapter X) 절차를 거친 30개의 기업을 대상으로 하여 Chapter 11의 제도적 특징을 조사하였다. 연구결과 Chapter 11의 절차가 매우 복잡하고, 장기간이 소요되고, 비용이 많이 들며, 채권자 지분 결정에 있어 절대적 우선순위규칙이 자주 위배되는 것을 발견하였다. 그리고 이러한 위배의 이유가 기업가치를 보존하려는 주주 지향적 경영자의 능력을 인지하고 있는 채권자와 주주 사이의 협상 과정에 있다고 주장하였다.

Weiss(1990)는 1979년 11월과 1986년 12월 사이에 Chapter 11을 신청한 37개 기업을 대상으로 하여 절대적 우선순위규칙이 위배되는 정도에 대하여 실증분석하였다. 분석결과 절대적 우선순위규칙이 37개 기업 가운데 29개 기업에서 위배된 사실을 발견하였다. 그리고 이해관계자 유형들 사이의 절대적 우선순위규칙의 위배에 대한 분석결과 무담보채권자들 사이와 무담보채권자와 주주 사이에서 주로 발생하였으며, 담보권을 갖고 있는 채권자들에 있어서는 절대적 우선순위규칙이 잘 준수된다는 사실을 발견하였다. 또한 채권자들은 절대적

우선순위규칙 위배에 대한 보상으로 더 높은 이자율을 요구하는 경향이 있으며, 기업규모가 큰 경우와 신청법원이 뉴욕인 경우에 주주들에게 더 유리한 방향으로 절대적 우선순위규칙 위배가 이루어진다는 사실을 발견하였다.

Eberhart, Moore와 Roenfeldt(1990)는 1978년 개정된 이후인 1979년부터 1986년까지 Chapter 11을 신청한 30개 기업을 대상으로 이해관계자들 사이에 몫이 어떻게 분배되는지에 대하여 연구하였다. 연구결과 30개 기업들 가운데 24개 기업들과 관련된 채권자들은 자신들의 몫을 제대로 받지 못했으며, 이들 24개 기업 가운데 23개 기업에서 절대적 우선순위규칙 위배가 관찰되었다. 절대적 우선순위규칙의 위배가 발생한 23개 기업의 경우 위배 정도는 재조직된 기업가치의 평균 9.87%로 나타났다. 그리고 절대적 우선순위규칙 위배가 발생하는 이유로 첫째, 경영자가 최초의 재조직계획안을 작성·제출할 독점권을 가지고 있기 때문에 강한 협상력의 지위를 향유할 수 있다는 점; 둘째, 채권자들은 기업가치에 대한 정보가 부족하고 협상의 지연에 따른 잠재적 비용의 초래와 강제적 조항(cram down)의 절차 등을 회피하려 한다는 것을 제시하고 있다. 또한 Chapter 11 절차상에서 발생하는 채무조정에 따른 주주지분증가효과는 재조직계획안을 지연시킬 수 있는 주주의 권리를 포기하는 대가에 해당한다고 주장하고 재조직안의 지연 정도와 주주지분증가액 사이에 부(-)의 관계가 있음을 보여주었다.

Bebchuk와 Chang(1992)은 Chapter 11 내에서 절대적 우선순위규칙이 위배되는 이유가 기업이 다시 지불가능한 상태로 호전될 가능성이 있다고 판단한 주주들이 기업 재조직안에 동의하지 않고 이를 지연시키려 하기 때문이라고 주장하였다.

다시 말해 기업 재조직안에 대한 동의가 지연될수록 더 많은 채무부실비용이 발생하고 기업가치가 더욱 하락하게 되는 데 채권자들이 이를 회피하기 위해 지분의 일부를 주주에게 양보한다는 것이다. 그리고 그들은 채권자의 양보로 주주에게 이전되는 지분의 크기는 채무기업의 지불능력이 클수록, 기업가치가 크게 감소할수록, 채무부실비용이 클수록, 경영자가 재조직안을 작성·제출 할 수 있는 기간이 길수록 커진다고 주장하였다.

Eberhart와 Senbet(1993)는 조건부 청구권의 틀 안에서는 절대적 우선순위규칙의 위배가 주주와 채권자간에 발생하는 대리인 문제를 완화시킬 뿐만 아니라 채무부실기업의 위험을 증가시키려는 주주의 유인을 약화시키는데 중요한 역할을 한다고 주장하였다.

Frank와 Torous(1994)는 1983년부터 1990년까지 사적으로 부채를 재조정하여 기업을 재조직한 45개 기업과 Chapter 11을 통해서 기업을 재조직한 37개 기업(전체 82개 기업)을 서로 비교분석하였다. 연구결과 Chapter 11에서의 채권의 회복률은 달러당 51센트로 사적으로 재조직한 경우의 달러당 80센트보다 더 낮게 나타난 것을 근거로 채권자들이 사적으로 기업을 재조직하려 할 때 자기들 지분의 더 많은 부분을 주주에게 제공한다고 주장하였다. 그리고 Chapter 11의 경우 주주지분증가효과는 재조직된 기업가치의 2.3%이고, 사적으로 재조직하는 경우에는 9.5%로서 사적으로 재조직하는 경우 주주지분증가효과가 더 크다는 것을 발견하였다. 이들은 Chapter 11을 통해서 기업을 재조직할 때보다 사적으로 기업을 재조직할 때 주주지분증가효과가 더 큰 이유가 Chapter 11은 비용이 더 많이 들기 때문에 이러한 비용을 회피하기 위하여 협상과정에서 주주들에게 자신들의

지분을 더 많이 양보하는데 있다고 주장하였다.

Betker(1995)는 1982년부터 1990년까지 Chapter 11을 통하여 재조직된 75개 기업을 표본으로 삼아 주주지분증가효과와 결정요인에 대하여 연구하였다. 연구결과 주주지분증가효과는 재조직된 기업가치의 2.86%(중간값 0.88%)로 나타났다. 표본기업 중 21개 기업에서 주주지분증가효과가 0%였고, 20개 기업에서는 1%도 되지 않았다. 그리고 주주지분증가효과의 결정요인에 대해서는 이전의 연구들과 마찬가지로 부실기업의 주주 혹은 주주의 입장을 대변하는 경영자들이 재조직안을 지연시킴으로서 채권자들에게 재무부실비용을 부과하는 능력에 초점을 맞추고 있다. 즉 채권자들이 이러한 비용을 회피하기 위해서 주주에게 자신의 지분 일부를 양보함으로써 주주지분증가가 발생한다는 것이다.

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.

미국과는 달리 우리나라에서는 아직까지 회사정리제도 내에서 발생하는 주주지분증가효과의 측정과 그 결정요인에 관한 연구를 찾을 수 없다. 이는 이러한 연구에 필요한 자료를 담고 있는 회사정리개시 기업의 정리계획안을 입수하는데 많은 어려움이 있기 때문이다. 이런 점에서 본 연구는 이용이 쉽지 않은 회사정리개시 기업의 정리계획안을 수집

하여 주주지분증가효과를 측정·확인하고, 그 결정요인을 분석한 최초의 연구라는 점에 의의가 클 것으로 기대한다.

### III. 실증연구가설 및 연구방법

#### 3.1 실증연구가설

Frank와 Torous(1989) 및 Bebchuk와 Chang(1992)은 Chapter 11에 있어서의 주주의 청구권을 기업자산에 대한 옵션으로 모형화 하였다. 이들은 주주입장에서 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 Frank와 Torous(1994)와 Betker(1995)는 기업의 지불능력이 많을수록(자본잠식이 적을수록) 주주에게 더 많은 몫이 분배됨을 실증적으로 관찰하였다.

우리나라의 경우도 회사정리신청 당시 대부분의 기업들은 자본잠식 상태에 있으며 자본잠식의 정도는 기업마다 많은 차이가 있다. 현행 회사정리법은 정리절차 개시 당시의 부채총액이 자산총액을 초과

하는 경우 회사발행주식의 2분의 1 이상을 소각하도록 규정하고 있는데 실무적으로 소각의 규모는 기업의 자본잠식 정도를 고려하여 결정된다.<sup>5)</sup> 따라서 우리나라의 경우 미국의 선행연구에서 제시하고 있는 바와 같이 상대적으로 지불능력이 큰 기업에서 주주의 협상지연동기와 이를 회피하고자 하는 채권자의 동기가 강할 수 있고, 감사규모결정에 자본잠식 정도가 고려되는 실무를 고려할 때 자본잠식 정도가 심할수록(지불능력이 약할수록) 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 자본잠식정도가 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

가설 1: 기업의 자본잠식정도가 심할수록 주주지분증가효과는 작을 것이다

Asquith, Gertner 및 Scharfstein(1994)은 채무기업이 부실화되었을 때 채권자가 은행인 경우에는 타협할 유인이 없다는 결론을 내리고 있으며, Betker(1995)는 정리담보권자와 은행의 채권액이 총채권액에서 차지하는 비중이 클수록 주주에게 분배되는 몫이 작아짐을 보였다.

우리나라의 경우에도 실무상 주거래 은행 등 주된 정리담보권자들은<sup>6)</sup> 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 제1금융기관의 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 제1금융기관(은행)의 채권액 비중이 클수록 주주지분증가효과는 작을 것이다

Frank와 Torous(1994)는 기업규모가 큰 경우 기업과 관련되어 있는 채권자들의 수도 많고 이해관계도 복잡하게 얽혀 있는 경우가 일반적이라고 지적하였다. 따라서 기업규모가 클수록 채권자들간의 몫의 분배에 대한 의견이 여러 갈래로 나누어짐에 따라 협상력이 저해될 가능성이 높아진다. 그 결과 주주에게 분배되는 몫이 커질 수 있음을 주장하고 이를 실증하였다. 하지만 Betker(1995)는 기업규모가 클수록 채권자로부터 주주에게 더 많이 몫의 부(富)가 이전되는가를 실증적으로 검증하였으나 유의하지 않았다. 이렇듯 기업규모와 주주지분증가효과와의 관계에 대해 미국의 선행연구 결과는 일관되지 않고 있다.

이에 대해 우리나라의 경우는 두 가지 이유에서 기업규모가 클수록 채권자의 협상력이 약화되어 주주지분증가효과가 크게 나타날 것이란 Frank와 Torous(1994)의 주장과 다를 가능성이 높다. 첫째, Chapter 11에 의하면 현 경영진이 독점적으로 최초의 120일 이내에 기업재조직계획안을 작

5) 회사정리실무(대구지방법원, 1998) p187 참조.

6) 정리담보권자의 경우 대부분이 은행이다.

성·제출할 독점권을 가지고 있어서 강한 협상력을 행사할 수 있어 채권자 협상력의 약화가 주주지분증가로 이어질 가능성이 있으나, 우리나라는 법원에서 선임한 관리인에 의해 정리계획안이 작성되는 과정에서 채권자와 주주간의 협상이 이루어지므로 채권자간의 이견으로 인해 협상력이 약화가 주주지분증가에 미치는 영향은 미국에 비해 상대적으로 작을 수 있다.<sup>7)</sup> 둘째, 현행 회사정리법에서는 기업 규모가 클수록 부실경영에 대한 책임을 물어 대주주 및 특수관계인의 주식은 일반적으로 무상소각하며, 일반주주의 경우는 제3자의 인수를 용이하고 신규자본의 유입을 촉진하기 위해 높은 비율로 주식병합을 하도록 규정하고 있어 대기업일수록 잔존 주주지분이 적을 수 있다.<sup>8)</sup> 따라서 회사정리신청기업의 기업규모가 클수록 채권자의 양보로 인한 주주지분증가효과는 작을 것으로 예상된다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 기업규모가 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

가설 3: 기업규모가 클수록 주주지분증가효과는 작을 것이다.

현행 회사정리법에는 대주주 및 특수관계인에 대하여는 부실경영에 대한 책임을 물어 이들이 보유

하고 있는 주식은 무상소각함을 원칙으로 규정하고 있다.<sup>9)</sup> 반면 소액주주의 경우 기업의 의사결정에 관여하지 않고 자본이득에만 관심이 있기 때문에 선의의 투자자를 보호한다는 정책적 취지에서 무상소각보다는 주식병합을 통하여 자본을 감소시킨다.<sup>10)</sup> 그런데 이때 소액주주가 차지하는 비중이 클수록 병합되는 비율이 커지는 것이 일반적이다. 그 결과 주주구성에서 대주주 및 특수관계인이 차지하는 비중과 소액주주가 차지하는 비중이 주주지분증가효과에 미치는 영향은 상충관계(trade off)를 갖는다. 즉 소액주주지분율이 크면 합병비율이 커져 주주지분증가에 부(-)의 영향을 미치지만 상대적으로 무상소각되는 대주주 및 특수관계인의 비중은 작기 때문에 소액주주지분율이 작은 경우에 비해 주주지분증가에 정(+)의 영향을 미치게 된다. 따라서 회사정리신청기업의 주주구성에서 소액주주가 차지하는 비중이 커짐에 따른 주주지분증가효과에 대한 영향은 어느 일방으로 예측할 수 없고 무상소각되는 대주주관련 지분의 크기에 따라 증가할 수도 있고 감소할 수도 있으므로 실증적으로 검증해야 할 문제이다. 다음의 가설은 주주지분증가효과에 소액주주지분율이 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다.

7) 1996년 회사정리법 제94조 제1항 '관리인은 이해관계 없는 자 중에서 선임하여야 한다' ; 1996년 회사정리사건처리요령(대법원 송무예규) '구사주의 영향력을 배제하는 방안으로서 관리인의 선정기준 마련'  
 8) 1996년 회사정리사건처리요령(대법원 송무예규) '구사주(지배주주)에게 일용 부실경영의 책임이 있는 것으로 간주하여 그 보유 주식을 전부 무상소각하도록 규정' ; 1998년 회사정리법 제221조 '정리절차 개시 당시의 회사의 부채총액이 자산의 총액을 초과하는 경우에는 회사발행 주식의 1/2이상을 소각하는 방법으로 자본을 감소할 것을 정하여야 한다.'  
 9) 위의 주석 8 참조  
 10) 정리계획을 수립함에 있어서 구주주의 주식 전부를 무상소각하고 인수의사를 밝힌 제3의 인수기업에게 신주를 배정하는 것을 원칙으로 하되, 상장회사나 등록회사인 경우에는 구사주측의 주식만 무상소각하고 나머지 구주주의 주식은 일정비율로 병합하여 구주주의 주식수를 줄인 다음 신주를 발행하여 제3의 인수기업에게 배정하도록 하고 있었다. 자본감소의 방법으로 구주식의 무상소각외에 구주식의 병합이 있다. 그 중 후자의 방식은 신주인수인의 지분비율을 높여준다는 효율성이 있고 절차도 간편하며 기존주주들의 반발이 적다. 이러한 이유로 특히 공개된 회사의 경우에는 실무상 후자의 방식이 선호된다(회사정리실무(대구지방법원, 1998) p189 참조).

가설 4: 소액주주지분율의 증가는 주주지분증가 효과에 영향을 미치지 않는다.

Eberhart, Moore 및 Roenfeldt(1990)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 밝혀 내었다.

우리나라의 경우도 서론 <그림 1>의 회사정리절차를 보면 선임된 법정관리인이 정리계획의 골자를 마련한 후 채권자와 주주 등의 이해관계인들과 교섭을 통해 정리계획안을 작성한다. 그러므로 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 5: 회사정리기간이 길수록 주주지분증가효과는 작을 것이다.

다음의 <표 1>은 지금까지 설명한 여러 결정요인들이 주주지분증가효과에 미치는 영향을 부호로 표시하여 정리한 것이다.

### 3.2 연구방법

#### 3.2.1 실증표본

본 연구는 1984년부터 1998년까지 회사정리(법정관리)를 신청하여 법원에 의하여 정리계획안이 인가된 상장기업을 연구대상으로 한다. 표본기업에 대한 정리계획안은 각 지방법원의 회사정리 담당 부서 및 해당기업으로부터 입수하였는데 본 연구에 이용된 표본기업은 모두 30개 기업이다.<sup>11)</sup>

<표 2>는 표본기업을 신청연도와 업종을 기준으로 분포를 정리한 것이다. 신청연도의 경우 70%가 1996년 이후에 신청(1996년 4건, 1997년 9건, 1998년 8건 등) 하였고, 그 중에서도 97년과 98년에 신청한 기업이 57%를 차지하고 있어 시기적으로 IMF 외환위기 당시 회사정리를 신청한 기업이 집중되어 있음을 알 수 있다. 산업별 분포는 건설업과 철강업이 4건으로 상대적으로 많았지만 전체적으로 볼 때 대부분의 업종에 골고루 분포되어 있어 실증연구결과가 특정 산업의 영향에 지배될 가능성은 크지 않아 보인다.

<표 1> 주주지분증가효과와 독립변수간의 예상되는 부호

	자본잠식정도	정리담보권자 및 제1금융기관의 비중	기업규모	소액주주지분율	회사정리기간
예상부호	-	-	-	+ 또는 -	-

11) 이들 표본기업의 회사정리와 관련된 현황은 본 논문에 첨부된 <부록 1>을 참고할 것.

회사정리제도의 주주지분증가효과와 결정요인

〈표 2〉 표본기업의 신청연도별·산업별 분포

연도 업종	84-91년	92년	93년	94년	95년	96년	97년	98년	계
의 약		1					1		2
조립금속			1						1
도 매 업					1				1
건 설 업						2	1	1	4
나무 및 나무 제품		1							1
의 복 업				1				2	3
비금속광물					1				1
섬 유 업								1	1
운수장비							2		2
철 강				1			3		4
종이 및 종이 제품								1	1
비철금속								1	1
식 료 품							1		1
해상운수	1						1		2
기 계								1	1
고 무		1				1			2
기타제조업						1			1
기 타								1	1
계	1	3	1	2	2	4	9	8	30

3.2.2 회귀모형

본 연구의 실증가설을 검정하기 위한 다중회귀모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 DAPR_i = & \alpha_0 + \beta_1 SOL_i + \beta_2 SEBANK_i \\
 & + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 SMSHARE_i \\
 & + \beta_5 PERIOD_i + \epsilon_i
 \end{aligned}$$

$DAPR_i$  : 주주지분증가효과

$SOL_i$  : 자본잠식정도

$SEBANK_i$  : 총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중

$SIZE_i$  : 기업규모

$SMSHARE_i$  : 소액주주지분율

$PERIOD_i$  : 회사정리기간(year)

### 3.2.3 변수의 측정

본 연구의 다중회귀모형에서 사용되는 변수들의 측정방법은 다음과 같다.

- ① 주주지분증가효과( $DAPR_i$ ): 주주지분증가효과는 종속변수로서 회사정리과정에서 채권자의 양보로 채권자의 부(富)가 주주에게 이전됨으로 인하여 증가하는 주주지분에 대한 측정치로서 '정리계획안을 통하여 주주에게 분배되는 몫'을 '정리계획인가 직전연도 말의 전체지분'으로 나누어 측정한다.

$$DAPR_i = \frac{\text{정리계획인가 후의 주주지분}}{\text{정리계획인가 직전연도 말의 전체지분}}$$

주주지분증가효과( $DAPR_i$ ) 측정 시 분자에 해당하는 '정리계획인가 후의 주주지분'은 정리계획안상의 주주의 권리변경 부분을 보면 기존의 대주주 및 일반주주의 권리변경에 관한 사항이 정리되어 있는데 상장기업의 경우 주식소각 및 주식병합을 하고 난 이후의 잔여주식수에 정리계획인가일의 주가를 곱하여 계산한다. 그리고 '정리계획인가 직전연도 말의 전체지분'은 표본기업 중 거래정지 등으로 직전연도 말 시점의 시가정보를 이용할 수 없고, 자본잠식상태에 처한 기업들이 많아 장부상 자본총액이 음(-)의 값을 갖고 있으므로, 측정치의 신뢰성과 이용가능성을 고려하여 정리계획서상의 정리계획인가 직전연도 대차대조표상의 자본금총액으로 측정한다.

'정리계획인가 후의 주주지분'을 '정리계획인가 직전연도 말의 전체지분'으로 나눈 이유는 기업 간 상대적 비교를 가능하게 하기 위한 것으로 이렇게

계산된 금액은 정리계획인가 직전의 주주지분 ₩1에 대해 절대적 우선순위규칙에 따른 파산을 적용하지 않고 정리계획을 택함에 따라 증가한 주주지분효과를 의미한다.

예를 들어 수산중공업의 경우 정리계획인가 직전연도 말의 대차대조표상 자본금은 ₩32,766,370,000이고, 인가 전에 갖고 있던 발행주식을 10주당 1주로 병합하고 난 이후 잔여주식수는 655,327주이다. 이 가운데 보통주가 640,008주이고, 우선주가 15,319주이므로 인가 후 주주지분은 640,008주×₩1,350(정리계획인가일의 보통주의 주가)+15,319주×₩950(정리계획인가일의 우선주의 주가)=₩878,563,850이 된다. 이 값을 정리계획인가 직전연도 말의 대차대조표상 자본금(₩32,766,370,000)으로 나누어 자본금 ₩1당 회사정리절차상 주주지분증가효과를 계산하면 ₩0.027이 된다.

- ② 자본잠식정도( $SOL_i$ ): 자본잠식정도는 정리계획인가 직전연도의 총부채를 총자산으로 나누어 산출한다. 자기자본부채비를 대신 총자산부채비율을 선택한 이유는 대부분 회사정리신청기업의 경우 장부상으로 부채가 자본을 초과하는 자본잠식상태에 있기 때문에 자기자본이 음(-)을 값을 갖게 되므로 자기자본을 이용한 부채비율이 경제적으로 의미를 갖지 못하게 되기 때문이다.

$$SOL_i = \frac{\text{정리계획인가 직전연도의 총부채}}{\text{정리계획인가 직전연도의 총자산}}$$

- ③ 총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중( $SEBANK_i$ ): 이 변수는 정리계획인가 직전연도의 정리담보권자 및 제

1금융기관이 가지고 있는 채권액을 정리계획인가 직전연도의 총채권액으로 나누어 측정한다.

$$PERIOD_i = (\text{정리계획인가 인가일} - \text{회사정리 신청일})/365$$

$$SEBANK_i = \frac{\text{정리계획인가 직전연도의 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액}}{\text{정리계획인가 직전연도의 총채권액}}$$

#### IV. 실증분석결과

- ④ 기업규모( $SIZE_i$ ): 기업규모는 정리계획인가 직전연도의 총자산의 자연로그(ln) 값으로 측정한다.

$$SIZE_i = \ln(\text{정리계획인가 직전연도의 총자산})$$

- ⑤ 소액주주지분율( $SMSHARE_i$ ): 소액주주지분율은 정리계획인가 직전연도의 소액주주지분율을 정리계획인가 직전연도의 전체지분으로 나누어 측정한 값으로 정리계획안에 계산된 대주주지분율을 1에서 차감하여 계산하였다.

$$SMSHARE_i = \frac{\text{정리계획인가 직전연도의 소액주주지분}}{\text{정리계획인가 직전연도의 전체지분}}$$

- ⑥ 회사정리기간( $PERIOD_i$ )<sup>12)</sup>: 회사정리기간은 정리계획인가 인가된 일자과 회사정리를 신청한 날짜의 차이를 연(年)으로 환산하여 측정한다.

다음의 <표 3>에는 다중회귀모형에 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계량이 제시되어 있다. 먼저 종속변수인 '주주지분증가효과( $DAPR_i$ )'는 평균이 0.0644(중간값은 0.044)이고, 최소값은 0.0021, 최대값은 0.2282로 나타났다. 최대값이 최소값의 109배에 달하는 것으로 판단컨대 회사정리신청기업에 따라 주주지분증가효과의 수준이 매우 다양함을 짐작할 수 있다. 또한 '주주지분증가효과( $DAPR_i$ )'의 최소값이 0이상이라는 점에서 모든 표본기업에서 절대적 우선순위규칙이 위배되었음을 알 수 있다. 즉 정리계획을 확정하는 채무기업과 채권자간의 협상과정에서 채권자의 부(富)가 주주의 몫으로 이전된 결과 절대적 우선순위규칙이 적용되었다면 없었을 주주지분이 모든 표본기업에서 양(+ )의 값으로 나타난 것이다.

기업의 총자산에 대한 총부채비율을 이용한 채무지불능력의 측정치인 '자본잠식정도( $SOL_i$ )'는 평균이 1.3172(중간값은 1.2015)로 나타나 평균적

12) Eberhart, Moore 및 Roenfeldt(1990)가 주장하고 있는 바와 같이, 회사정리기간은 크게 다음 2가지 요소로 구성된다. 첫째는 회사를 구성하고 있는 이해관계자들 간의 지분 조정이 복잡해 그로 인해 소요되는 기간이며, 둘째는 주주들이 갖고 있는 협상지연옵션을 행사함으로써 인해 소요되는 기간이다. 따라서 연구목적에 고려할 때 회사정리기간( $PERIOD_i$ )을 측정함에 있어 전체회사정리기간에서 전자로 인한 지연 효과를 제거한 후 후자로 인한 지연기간만을 고려하는 것이 합리적일 것이다. 하지만 현실적으로 이들 기간을 분리하는 것이 불가능하기 때문에 본 연구에서는 전체 회사정리기간과 주주의 협상지연옵션 행사로 인한 회사정리기간이 비례할 것이라 가정 하에 전체 회사정리기간을 분석에 이용하였다. 한편 전체 회사정리기간이 두 가지 요소기간 중 어느 요소기간에 의해 상대적으로 장단이 결정되는 가를 4장의 변수간 상관관계분석결과를 통해 유추해 보면, 전체 회사정리기간이 주로 이해관계자간 지분조정의 복잡성으로 소요된 기간에 의해 결정되었다면 회사정리기간변수와 기업규모변수가 양(+ )의 상관관계를 가질 가능성 높았을 텐데 회사정리기간변수와 기업규모변수간에 유의한 음(-)의 상관관계가 나타난 것으로 볼 때 위의 2 가지 요소 중 전체 회사정리기간에 지배적인 영향을 미치는 기간은 주주들의 협상지연옵션 행사기간일 가능성이 높다.

〈표 3〉 주요 변수의 기술통계량

변 수(N=30)	평균	표준편차	중간값	최소값	최대값
$DAPR_i$	0.0644	0.0571	0.044	0.0021	0.2282
$SOL_i$	1.3172	0.3952	1.2015	0.8061	2.4483
$SEBANK_i$	0.5552	0.2017	0.5518	0.0589	0.8832
$SIZE_i$	26.308	1.44	26.132	23.901	29.450
$SMSHARE_i$	0.7538	0.1534	0.7593	0.3328	0.9610
$PERIOD_i$	1.81	1.94	1.63	0.67	4.17

$DAPR_i$  : 주주지분증가효과=(정리계획인가 후의 잔여 주식수×인가일 증가)/정리계획인가 직전연도 말의 전체지분  
 $SOL_i$  : 자본잠식정도=(정리계획인가 직전연도의 총부채/정리계획인가 직전연도의 총자산)  
 $SEBANK_i$  : 총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중=(정리계획인가 직전 연도 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액/정리계획인가 직전연도 총채권액)  
 $SIZE_i$  : 기업 규모= $\ln$ (정리계획인가 직전연도 총자산)  
 $SMSHARE_i$  : 소액주주지분율=(정리계획인가 직전연도 소액주주지분/정리계획인가 직전 연도 전체지분)  
 $PERIOD_i$  : 회사정리기간=(정리계획인가일-회사정리신청일)/365

으로 표본기업이 자산총액으로 부채총액을 변제하기에 부족한 상태에 있음을 확인할 수 있다. 30개 표본기업들 중 총자산부채비율이 1이하로서 장부상으로 지불능력이 존재하는 기업은 7개(23%)에 불과하다. 하지만 이들 기업의 경우도 장부가액을 기준으로 했기 때문에 총자산가액이 부채를 초과하는 것으로 나타났을 뿐 청산을 전제로 처분가액을 기준으로 부채비율을 계산한다면 1을 초과할 것으로 예상된다. 본 연구의 목적상 처분가액을 이용하여 부채비율을 계산하는 것이 바람직하지만 이용상의 한계와 측정의 신뢰성에 따른 문제로 인해 장부가액을 이용하였다.

'총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중( $SEBANK_i$ )'은 평균 55.52%(중간값은 55.18%)이고, 최소값은 5.89% 최대값은 88.32%로서 표본기업간 차이가 매우 크다. 총자산으로 측정된 '기업규모( $SIZE_i$ )'는 평균

$\ln(782,988(\text{백만원}))=26.308$ (중간값 26.132)이고, 최소값은 23.901, 최대값은 29.450으로서 표본기업간 기업규모의 차이는 크지 않다. 그리고 '소액주주지분율( $SMSHARE_i$ )'은 평균 75.38%(중간값은 75.93%)이고, 최소값은 33.28% 최대값은 96.1%로 나타나 표본기업간 격차가 매우 크다. 신청에서 인가까지 소요된 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'은 평균 1.81년(중간값은 1.63년)이고, 최소값은 0.67년 최대값은 4.17년으로 나타나 표본기업에 따라 회사정리 신청에서 인가까지에 소요된 기간에 최고 6배 이상의 차이가 있다.

주요 변수들간의 상관관계 행렬은 〈표 4〉에 나타나 있다. 종속변수인 '주주지분증가효과( $DAPR_i$ )'는 독립변수인 '기업규모( $SIZE_i$ )'와 '소액주주지분율( $SMSHARE_i$ )'과 통계적으로 유의적인 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 본 연구의 가설을 통해 예측한 것과 일관된 결과이다. 하지만

〈표 4〉 주요 변수들간의 피어슨 상관관계분석

변 수(N=30)	$SOL_i$	$SEBANK_i$	$SIZE_i$	$SMSHARE_i$	$PERIOD_i$
$DAPR_i$	-0.2876 (0.1233)	0.1841 (0.3301)	-0.3895 (0.0334)	-0.4181 (0.0215)	0.0811 (0.6701)
$SOL_i$		-0.1816 (0.3367)	-0.1932 (0.3062)	0.1001 (0.5985)	0.2999 (0.1073)
$SEBANK_i$			-0.1271 (0.5034)	-0.1041 (0.5842)	0.1901 (0.3143)
$SIZE_i$				0.1908 (0.3124)	-0.3113 (0.0940)
$SMSHARE_i$					-0.1733 (0.3597)

- $DAPR_i$  : 주주지분증가효과=(정리계획인가 후의 잔여 주식수×인가일 주가)/정리계획인가 직전연도 말의 전체지분  
 $SOL_i$  : 자본잠식정도=(정리계획인가 직전연도의 총부채/정리계획인가 직전연도의 총자산)  
 $SEBANK_i$  : 총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중=(정리계획인가 직전 연도 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액/정리계획인가 직전연도 총채권액)  
 $SIZE_i$  : 기업 규모= $\ln$ (정리계획인가 직전연도 총자산)  
 $SMSHARE_i$  : 소액주주지분율=(정리계획인가 직전연도 소액주주지분/정리계획인가 직전 연도 전체지분)  
 $PERIOD_i$  : 회사정리기간=(정리계획인가일-회사정리신청일)/365

다른 독립변수인 '자본잠식정도( $SOL_i$ )'와는 가설에서 예측한 바와 같이 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의한 수준은 아니었고, '총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중( $SEBANK_i$ )'과 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'은 가설에서 예측한 것과 달리 양(+ )의 상관관계가 있는 것으로 나타났으나 이 또한 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

독립변수들 간의 상관관계를 살펴보면 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'과 '기업규모( $SIZE_i$ )' 사이에 10% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것을 확인할 수 있는데 이는 기업규모가 클수록 지분관계의 복잡성으로 인한 영향보다 주주의 협상지연 옵션 관련 영향이 회사정리기간 결정에 더 크게 작

용한 결과로 해석된다. 구체적으로 설명하면 3.2.3 변수의 측정에서 설명하였듯이 회사정리기간은 이해관계자들 간 지분구조의 복잡성과 주주의 협상지연 옵션 행사 정도에 영향을 받을 수 있다. Frank와 Torous(1994)에 의하면 기업규모가 클수록 지분구조가 복잡할 가능성이 높으므로 우리나라에서도 기업규모와 회사정리기간은 양(+ )의 상관관계를 가질 가능성이 높다. 하지만 〈가설 3〉과 〈가설 4〉에서 언급하였듯이 우리나라는 회사정리법에서 기업규모가 클수록 부실경영에 대한 책임을 물어 대주주 및 특수관계인의 주식은 일반적으로 무상소각하도록 규정하고 있으며, 일반주주 소유주식의 경우는 제3자의 인수를 용이하게 하기 위해 회사정리과정에서 높은 비율로 주식병합을 하고 있으며

〈표 5〉 회귀분석결과

$$DAPR_i = \alpha_0 + \beta_1 SOL_i + \beta_2 SEBANK_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 SMSHARE_i + \beta_5 PERIOD_i + \epsilon_i$$

변 수(N=30)	예상부호	계수추정치	t값	p값
절 편		0.6115	3.12***	0.0047
$SOL_i$	-	-0.0465	-1.81**	0.0417
$SEBANK_i$	-	0.0127	0.27	0.3966
$SIZE_i$	-	-0.0154	-2.24**	0.0172
$SMSHARE_i$	?	-0.1145	-1.84*	0.0788
$PERIOD_i$	-	-0.0003	-0.03	0.4886
F값		2.95	p값	0.0325
R <sup>2</sup>		0.3808	수정된 R <sup>2</sup>	0.2517

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

주2)  $SMSHARE_i$ 는 양측검정, 나머지 변수는 단측검정

$DAPR_i$  : 주주지분증가효과=(정리계획인가 후의 잔여 주식수×인가일 증가)/정리계획인가 직전연도 말의 전체지분

$SOL_i$  : 자본잠식정도=(정리계획인가 직전연도의 총부채/정리계획인가 직전연도의 총자산)

$SEBANK_i$  : 총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중=(정리계획인가 직전 연도 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액/정리계획인가 직전연도 총채권액)

$SIZE_i$  : 기업 규모= $\ln$ (정리계획인가 직전연도 총자산)

$SMSHARE_i$  : 소액주주지분율=(정리계획인가 직전연도 소액주주지분/정리계획인가 직전 연도 전체지분)

$PERIOD_i$  : 회사정리기간=(정리계획인가일-회사정리신청일)/365

로 기업규모가 클수록 대주주 및 특수관계인 주주의 협상지연옵션 행사 정도와 가능성이 미약할 것으로 예상된다. 따라서 주주의 협상지연옵션 행사 측면에서는 기업규모와 회사정리기간 간에 음(-)의 상관관계가 나타날 가능성이 높다. 한편 독립변수간 높은 상관관계는 다중공선성(multicollinearity)의 문제를 야기할 수 있지만 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'과 '기업규모( $SIZE_i$ )'의 상관정도가 31%에 불과해 다중공선성(multicollinearity)의 문제는 심각하지 않을 것으로 판단된다. 또한 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'과 '소액주주지분율( $SMSHARE_i$ )', '기업규모( $SIZE_i$ )'와 '소액주주지분율( $SMSHARE_i$ )' 사이에는 통계

적으로 유의한 수준의 상관관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

다음의 〈표 5〉는 다중회귀모형을 이용하여 분석한 〈가설1, 2, 3, 4, 5〉에 대한 검정결과를 요약한 것이다.

〈표 5〉의 내용을 구체적으로 살펴보면, 채무지불능력의 측정치인 '자본잠식정도( $SOL_i$ )'의 계수추정치( $\beta_1$ )는 -0.0465로서 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 의

미로서 <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 감사규모를 결정함에 있어 자본잠식정도가 고려되는 실무적 관행 때문으로 해석된다.

총채권액 중 담보권 행사를 통한 채권회수가능성의 정도에 대한 측정치인 '총채권액에서 정리담보권자 및 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중 (SEBANK<sub>i</sub>)'<sup>13)</sup>의 계수추정치( $\beta_2$ )는 0.0127로서 <가설 2>의 예측과 달리 양(+ )의 값으로 나타났지만 통계적으로 유의한 수준은 아니다. 이러한 결과는 총채권액에서 정리담보권자와 은행 같은 채권회수능력이 강한 채권자의 채권액이 차지하는 비중이 클수록 채권자 부(富)의 주주이전으로 인한 주주지분증가효과가 감소할 수 있다는 <가설 2>의 주장이 우리나라에서는 지지되지 않을 가능성이 높다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 채권의 담보여부가 절대적 우선순위규칙의 위배와 관련이 있는 것으로 나타난 Betker(1995)의 연구결과와 차이가 있는 것이다. 이러한 차이는 우리나라 회사정리법이 정리계획안을 가결시키는데 정리채권자 의결권 총액의 2/3의 동의와 정리담보권자 의결권 총액의 3/4의 동의를 요건으로 규정<sup>14)</sup>하고 있는데 기인할 가능성이 있다. 정리채권자의 정리계획안 가결에 대한 높은 동의 요건은 정리채권자의 협상력을 강화

시킬 가능성이 있고 이로 인해 정리담보권자와 은행채권의 비중이 주주지분증가에 미치는 영향을 희석시킬 가능성이 있다고 해석된다.

채권자의 수와 이해관계의 복잡성에 대한 대응치인 총자산으로 측정한 '기업규모(SIZE<sub>i</sub>)'의 계수추정치( $\beta_3$ )는 -0.0154로서 5%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 채권자 부(富)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.

무상소각 대주주 지분 비중과 높은 비율의 주식병합가능성에 대한 측정치인 '소액주주지분율(SMSHARE<sub>i</sub>)'의 계수추정치( $\beta_4$ )는 -0.1145로서 10%수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 <가설 4>의 주장에 따라 해석하면 총주주지분에서 차지하는 소액주주지분의 비중이 클수록 채권자 부(富)의 주주이전으로 인한 주주지분증가의 감소효과가 무상소각될 대주주관련 지분의 상대적 감소로 인한 주주지분증가효과에 대한 정(+ )의 영향을 초과하여 지배한다고 해석할 수 있다. 그러므로 우리나라의 경우 실증가설에서 주장하고 있는 바와 같이 소액주주지분율이 클수록 주식병합비율이 높아짐에 따라 채권

13) 분자에 '정리담보권자채권액'만을 이용하여 측정한 변수와 '정리담보권자채권액 + 은행 및 제2금융기관의 정리채권액'을 이용하여 측정한 변수를 다중회귀모형에 고려하여 추가적인 분석도 시행하였으나 결과는 <표 5>의 것과 유사하였음.

14) 회사정리법 제205조 참조.

자의 양보로 인한 주주지분증가효과가 작을 가능성이 있다.

주주의 기업재건협상 지연정도에 대한 측정치인 '회사정리기간( $PERIOD_i$ )'의 계수추정치( $\beta_5$ )는 -0.0003으로 <가설 5>이 예측과 같이 음(-)의 값으로 나타났으나 통계적으로 유의한 수준의 값은 아니다. 이러한 결과는 우리나라의 회사정리과정에서 주주의 협상지연옵션의 행사로 인한 회사정리기간의 장단이 채권자 부(富)의 주주이전으로 인한 주주지분증가효과 결정에 있어 주된 요인이 아닐 수 있다는 가능성을 시사하는 것이다. 또한 이는 미국에서 이루어진 Eberhart, Moore와 Roenfeldt (1990), Bebchuk와 Chang(1992), Betker (1995) 등의 연구결과와 차이가 있는 것으로서 이러한 차이는 다음과 같은 두 가지 이유에 기인했을 가능성이 높다.

첫째, 미국과 우리나라의 회사정리제도 운영의 차이에 기인할 수 있다. 미국의 Chapter 11에서는 회사정리절차가 개시되면 정리대상기업의 주주 입장을 대변할 수 있는 당시의 경영진이 기업재조 직계획안을 작성·제출할 독점권을 가지고 있기 때문에 협상지연옵션에 따른 강한 협상력을 행사할 수 있지만, 우리나라의 경우는 회사정리절차가 개시되면 기업의 실질적인 운영이 구사주와 관련이 없는 법정관리인에 넘어가고 이 법정관리인이 정리계획안의 작성 책임을 지면서 관리인을 통한 주주와 채권자간의 협상이 이루어지게 된다.<sup>15)</sup> 따라서 미국과 달리 주주의 협상지연옵션이 주주지분증가효과에 미치는 차별적 영향이 적을 가능성이 있다.

둘째, 회사정리기간( $PERIOD_i$ )에 대한 측정상의 오류(measurement error)에 기인했을 가능성이

있다. Eberhart, Moore 및 Roenfeldt (1990)의 주장처럼 회사정리기간은 크게 회사를 구성하고 있는 이해관계자들 간의 지분 조정이 복잡해 그로 인해 소요되는 기간과 주주들이 갖고 있는 협상지연 옵션을 행사함으로써 인해 소요되는 기간으로 구성된다. 따라서 본 연구의 목적을 고려할 때 회사정리기간( $PERIOD_i$ )을 측정함에 있어 주주의 협상지연옵션으로 인한 지연기간만을 고려하는 것이 합리적일 것이다. 하지만 현실적으로 이들 기간을 분리하는 것이 불가능하기 때문에 본 연구에서는 전체 회사정리기간과 주주의 협상지연옵션 행사로 인한 회사정리기간이 비례할 것이란 가정 하에 전체 회사정리기간을 분석에 이용하였으므로 이로 인해 유의적이지 않은 결과가 관찰되었을 가능성이 있다.

## V. 결론

회사정리 신청기업의 대부분은 자본잠식 상태에 있는데 만약 이 시점에서 회사정리절차가 아니라 파산절차를 밟게 된다면 파산법에 의거 관리·환가한 재산처분가액을 절대적 우선순위규칙의 변제우선순위에 입각하여 채권자들에게 분배하게 된다. 이런 경우 주주에게 돌아오는 몫은 한 푼도 없을 것이다. 하지만 파산절차 대신 회사정리절차를 밟게 된다면 주주에게 일정부분의 몫이 분배되는 현상이 일반적으로 나타난다.

본 연구는 미국에서 이루어진 선행연구결과를 바탕으로 회사정리과정에서 채무조정을 통해 채권자의 부(富)가 주주에게 이전됨으로 인해 발생하는

15) 위의 주석 7 참조.

주주지분증가효과의 수준과 결정요인에 대해 분석하였다.

연구결과 다음과 같은 사실을 발견하였다.

첫째, 회사정리를 신청하여 인가된 30개 표본기업의 정리계획안을 분석한 결과 이들 표본기업 모두에서 주주지분증가효과가 발생했음을 확인할 수 있었다.

둘째, 정리계획상 기존주주에게 분배된 몫을 정리계획안 인가 직전연도의 전체지분으로 나누어 측정한 주주지분증가효과를 종속변수로 하고 자본잠식 정도와 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중·기업규모·소액주주지분율·회사정리기간을 독립변수로 포함하는 다중회귀모형을 이용한 회귀분석결과, 회사정리기업의 지불능력이 약할수록, 기업규모가 클수록, 소액주주가 차지하는 비중이 클수록 주주지분증가효과는 감소할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 하지만 총채권액에서 정리담보권자와 제1금융기관의 채권액이 차지하는 비중과 회사정리기간은 주주지분증가효과에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

이러한 결과를 미국의 선행연구결과와 비교해 보면, 미국에서 Chapter 11 즉 기업재건과정에 있어 채권자 지분의 일부가 주주의 지분으로 이전되는 현상이 일반적으로 관찰된 것과 마찬가지로 우리나라의 회사정리과정에서도 채권자 지분의 일부가 주주의 지분으로 이전되는 현상이 일반적으로 관찰되었다. 하지만 이러한 주주지분증가효과의 결정요인에 있어서는 미국에서 채무기업의 지불능력, 정리담보권 및 은행이 보유한 청구권의 비중, 경영자의 재조직안 지연정도 등이 주된 요인으로 관찰된 것에 비해 우리나라에서는 채무기업의 지불능력, 기업규모, 소액주주지분율 등이 유의한 요인으

로 관찰되었다. 이는 우리나라에서 미국과 달리 회사정리과정상 주주지분증가효과가 주주의 협상지연 옵션보다는 지불능력과 기업규모 등의 요인에 의해 결정될 가능성을 시사하는 것이어서 주목된다.

본 연구의 실증분석에 이용된 정리계획안 자료는 지방법원의 회사정리 담당부서와 해당기업을 일일이 방문하여 장시간에 걸쳐 수집한 것이다. 본 연구는 IMF 외환위기 시기의 기업구조조정과정에서 드러난 바와 같이 효과적이고 효율적인 기업퇴출제도의 확립을 위한 연구와 제도적 개선노력이 절실한 현 상황에서 자료수집의 어려움으로 아직까지 시도되지 못한 회사정리과정상의 주주지분효과를 발견·측정하고, 그 결정요인을 분석하였다는 데서 연구의 의의와 공헌점을 찾을 수 있다. 따라서 본 연구의 결과는 기업이 도산에 직면하여 회사정리에 들어가게 되는 경우 투자자(기존주주)의 입장에서 회사정리에 들어간 기업들의 특성에 따라 감수해야 할 위험에 대한 정보를 시사하고 있다는 점에서 의미가 있다.

연구자의 노력에도 불구하고 본 연구에는 많은 한계점이 포함되어 있을 것이다. 향후 정리계획안을 추가 수집하여 표본기업을 확장함으로써 연구결과의 신뢰성을 향상시켜야 할 것이다. 그리고 회사정리제도의 주주지분증가효과와 결정요인에 대한 분석에 이어 채권자의 지분감소분인 채무조정 크기와 그 결정요인에 대한 연구와 주주지분증가효과와 채무조정의 차이를 가져오는 원인에 대한 연구도 이루어져야 할 것이다.

## 참고문헌

- 김석진과 김정우(2000), "회사재건 제 수단의 평가", **재무연구**, 제13권 제1호, 1-25.
- 나종길과 최정호(2000), "부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응", **회계학연구**, 제25권 제4호, 55-85.
- 대구지방법원(1998), **회사정리 실무**
- 법원행정처(1998), **회사정리 · 화의 · 파산 자료집**
- 서정환(2000), **한국의 기업퇴출제도**, 한국경제연구원
- 선우석호(2000), "구조조정방식의 선택과 경제효과," 한국재무학회 추계 학술연구 발표논문집(Ⅱ), 63-83.
- 신준용과 심호석(1996), "기업개생요인에 관한 실증적 연구", **회계학연구**, 제21권 제3호, 77-106.
- 이상우와 최기호(2003), "구조조정유형의 결정에 영향을 미치는 요인", **회계학연구**, 제28권 제2호, 1-24.
- 장휘용(1997), "부실기업표본을 이용한 우리나라 상장기업의 회계조정행위분석", **회계학연구**, 제22권 제4호, 61-90.
- 중소기업청(1998), **기업회생관련제도 해설**
- 최도성과 강호정(2000), "기업구조조정과 기업퇴출," 한국재무학회 포함 5개 학회 공동 춘계 특별심포지엄, 1-40
- 최도성과 지현열(1998), **회사정리제도**, 서울대학교 출판부
- 최정호와 나종길(2000), "부실기업공시의 산업 내 정보이전효과," **증권학회지**, 제27집, 261-299.
- Asquith, P., R. Gertner and D. Scharfstein(1994). "Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers," *Quarterly Journal of Economics* 109, 625-659.
- Baldwin, Carliss Y. and Scott P. Mason.(1983). "The resolution of claims in financial distress: The case of Massey Ferguson," *Journal of Finance* 38, 505-516.
- Bebchuk, L. and H. Chang.(1992). "Bargaining and division of value in corporate reorganization," *Journal of Law, Economics, and Organization* vol. 8, 253-279.
- Betker, B.L.(1995). "Management's incentives, equity's bargaining power, and deviations from absolute priority in chapter 11 bankruptcies," *Journal of Business* vol.68, 161-183.
- Eberhart, A. C, W. T. Moore, and R. L. Roenfeldt (1990). "Security pricing and deviations from the absolute priority rule in bankruptcy proceedings," *Journal of Finance* vol.45, 1457-1470.
- Eberhart, A. C, and L. W. Senbet(1993). "Absolute priority rule violations and risk incentives for financially distressed firms," *Financial Management* vol.22, 101-116.
- Franks, J, and W. Torous.(1989). "An empirical investigation of U.S firms in reorganization," *Journal of Finance* vol.44, 747-770.
- \_\_\_\_\_ (1994) "A comparison of financial restructuring in distressed exchanges and chapter 11 reorganization," *Journal of Financial Economics* vol.35, 349-370.
- Warner(1977). "Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims," *Journal of Financial Economics* vol.4, 239-276.
- Weiss, L.(1990). "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims," *Journal of Financial Economics* vol.38,
- Wruck, K. H.(1990). "Financial distress, reorganization, and organizational efficiency," *Journal of Financial Economics* vol.27, 419-444.

## 부 록

〈부록 1〉 정리계획안 입수 표본기업 현황

번호	기업명	신 청	개 시	인 가	상장여부	주거래 은행
1	거성산업	92.4.4	92.7.11	93.11.17	상장	서울
2	거평패션	98.5.25	98.9.22	99.5.13	상장	서울
3	건 영	96.8.20	97.5.19	98.3.31	상장	서울
4	건풍제약(신동방메디스)	92.7.2	95.1.20	96.8.26	상장	서울
5	경동산업	93.11.29	94.8.19	97.8.26	상장	조흥
6	고려시멘트	95.3.2	95.10.10	97.10.20	상장	서울
7	광덕물산	94.5.4	94.11.18	98.2.26	상장	조흥
8	극동건설	98.3.5	98.7.6	98.12.9	상장	조흥
9	기아자동차	97.10.24	98.4.15	98.12.28	상장	제일
10	기아특수강	97.9.26	98.6.1	99.2.3	상장	산업
11	나 산	98.2.19	98.7.14	99.1.27	상장	신한
12	두레에어메탈	98.4.13	98.8.14	99.3.16	상장	한일
13	모나리자	98.6.13	98.10.7	99.2.12	상장	서울
14	미 도 파	98.5.8	98.9.11	99.5.7	상장	서울
15	삼도물산	95.2.27	95.12.12	98.2.5	상장	조흥
16	삼립식품	97.5.15	97.10.24	98.12.15	상장	상업
17	삼미특수강	97.3.19	97.12.4	98.12.17	상장	제일
18	삼익악기	96.10.28	97.4.17	98.8.25	상장	외환
19	상아제약	97.1.31	97.9.19	98.12.8	상장	경기
20	세양선박	97.2.10	97.10.31	98.7.4	상장	한일
21	수산중공업	98.5.7	98.9.22	99.7.30	상장	외환
22	쌍방울	98.5.19	98.9.10	99.8.12	상장	제일
23	아시아자동차	97.10.24	98.4.15	98.12.28	상장	제일
24	우성건설	96.1.20	97.3.8	98.2.25	상장	제일
25	우성타이어	96.1.23	97.4.29	98.11.30	상장	제일
26	한국강관(신호스틸)	94.1.10	94.12.30	95.12.27	상장	제일
27	한국벨트	92.10.5	93.6.25	94.9.5	상장	서울
28	한보철강	97.1.28	97.8.27	99.7.27	상장	서울
29	한신공영	97.5.30	97.12.16	98.6.30	상장	서울
30	홍아해운	84.9.26	85.1.14	85.12.23	상장	부산

## Incremental Effect and Determinants of Equity to Shareholders in Regal Management

Ho-Jung Kang\* · Kap-Soon Kim\*\*

### Abstract

Legal management is a law system freezing liabilities to prevent the liquidation of a viable firm and guarantee its activity. By acceptance of legal management by a court, A viable firm can increase firm value in condition free from the financial pressure of early repayment of principal and interest.

In case of firms filing legal management, the market value of its assets exceeds the face value of its debt generally. If the firm is liquidated, claimants receive payments in order of priority. Stockholders are no payment in principle because they have the lower priority. But entering legal management, shareholders receive some payment. We call this phenomenon the deviations from absolute priority. Absolute priority deviations are common in legal management.

This study focuses on incremental effect and determinants of equity to shareholders by wealth transfer from creditors to stockholders in the process of legal management.

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 30 listing 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 negative related to the solvency(total debt/total asset), firm size, and ratio of small shareholders significantly.

**Key Words:** Legal Management, Reorganization Plan, Absolute Priority Deviation, Incremental Equity to Shareholders, Secured Creditors, Unsecured Creditors

---

\* Full Time Instructor, PaiChai University.

\*\* Assistant Professor, Dongguk University.

but weight of claims for secured creditors and banks and corporate reorganization period(from filing to confirmation)are not significant.

The result of this study on incremental effect of equity to shareholders by wealth transfer from creditors to stockholders in the process of legal management is consistent with empirical studies that absolute priority deviations are common in Chapter 11 of USA. The determinants of incremental equity to shareholders in the process of legal management are solvency, firm size, and ratio of small shareholders. But in Chapter 11, its main determinants are solvency, weight of claims for secured creditors and banks, degree of delay by manager.

This result differs from empirical studies on Chapter 11 of USA in that incremental equity to shareholders in legal management is decided by solvency, firm size, and ratio of small shareholders than option to delay bargaining given to stockholders.