

회사정리의 경제적 효율성에 관한 연구 - 외환위기 기간을 중심으로 -

권세훈
서울대학교 경영대학 박사과정,
듀크대학교 경영대학 방문학자
(sehoon38@snu.ac.kr)

본 논문은 1991년부터 2002년 사이에 회사정리를 신청한 상장기업의 자료를 이용하여 외환위기 이후 회사정리 처리의 효율성에 대해 분석하였다. 이를 위해 기존 논의에서 강조되지 못한 도산제도의 동태적 측면, 집단적 기업도산 처리의 외부효과(externality), 그리고 사법적 재량(judicial discretion)의 역할을 주요한 논의의 틀로 구성하였다. 그리고 집단적 기업파산을 처리함에 있어서 초-파산(super bankruptcy) 원칙이 적용될 필요가 있음을 논하고, 실증분석을 통해 초-파산 원칙이 한국의 외환위기 기간 동안 어느 정도 효과적으로 작동하였음을 보였다. 주요 결론은 다음과 같다. 첫째, 외환위기 기간에는 영업전망이 우수한 기업들이 다수 회사정리를 신청하여 회사정리가 신속하면서도 비교적 성공적으로 수행되었던 것으로 판단된다. 한편, 그 이후 개시기간이 더욱 더 단축된 것은 회사정리 초기 단계의 의사결정이 이후 단계로 이연되었을 가능성이 있는 것으로 보이나, 아직까지 진행 중인 자료가 많아 다른 해석의 가능성을 배제할 수는 없다. 둘째, 외환위기 기간의 회사정리는 집단적인 기업도산 사태를 처리하는데 따른 사법자원의 제약으로 신속한 처리가 불가피하였으며, 일시에 다수의 기업이 청산됨으로 인한 경제적 충격을 완화시키기 위해 기각보다는 개시 위주의 회사정리가 이루어진 것으로 판단된다. 셋째, 외환위기 이후의 회사정리 처리 기간의 단축현상은 회사정리법 개정에 앞서 시작되었으며, 서울지법과 기타 지방법원 사이에 처리기간의 변화와 결과에 많은 차이가 존재하여, 한국의 회사정리 제도 운영에 있어 사법적 재량이 중요한 역할을 담당한 것으로 보인다. 넷째, 회사정리법 개정은 외환위기 이후 회사정리에 많은 영향을 주었으나, 각 단계별 결정 시한을 단축시키고 여타 사법적 재량의 여지를 축소시킨 부분은 이후 각 상황에 맞는 탄력적인 기업도산 처리를 저해할 가능성이 있는 것으로 판단된다.

색인어: 기업파산(도산), 초-파산(super bankruptcy), 회사정리법, 최적파산처리기간, 사법적 재량, 실물옵션(real options), 외환위기, 우량기업효과 가설, 이연된 실패 가설

1. 서론

집단적인 기업도산 사건은 특별한가? 개별 기업도산의 경우와는 다른 방식으로 처리되어야 하는가? 이는 외환위기 기간 동안 일시에 다수의 기업이 도산한 사태를 분석함에 있어서 핵심적인 논점이다. 본 논문은 이에 대한 논의의 준거를 마련하기 위하여, 이전에 그 중요성이 부각되지 못한 도

산처리의 외부효과(外部效果), 동태성(動態性), 그리고 사법적 재량의 역할에 대해 강조하고자 한다.

집단적 기업도산의 분석에 있어서 외부효과 측면이 중요한 이유는, 도산 발생 원인이 개별 기업의 경영실패보다는 거시경제적 충격 때문일 가능성이 높고, 그 처리에 있어 이용 가능한 사법-경영 자원이 많은 제약을 받게 되며, 그 처리 결과는 전체 경제에 미치는 파급효과가 매우 크기 때문이다. Stiglitz(2002)는 동아시아 경제위기로 인한 집단적

도산사태의 해결책으로 초-파산(super-bankruptcy) 원칙을 권고하였는데, 그 특징은 보다 더 신속하게, 더욱 존속 위주로, 그리고 현 경영진과 주주에게 좀 더 너그러운 방식으로 처리되어야 한다는 것이다. 본 논문은 이러한 초-파산 원칙이 한국의 외환위기 이후 회사정리 제도에 있어서 어느 정도 효과적으로 작동하였음을 실증하였다.

동태적 측면에서는 기업도산 처리가 많은 시간을 소요하며 이러한 시간의 흐름에 따라 대상기업의 가치나 여타 관련 정보의 불확실성 정도가 크게 변화된다는 점을 강조한다. 기존의 논의에서는 도산 처리 기간이 길어질수록 파산비용(bankruptcy costs)이 증가되는 측면만을 강조하였으나 본 논문은 불확실성이 해소된 뒤 더 유리한 의사결정을 할 수 있는, 즉 실물옵션(real option) 가치가 증가되는 측면을 함께 고려하고자 한다.

그리고 본 논문은 사법적 재량(judicial discretion)의 역할을 강조하여, 파산법규뿐만 아니라 파산법원의 경제적 역할의 중요성에 대해서도 논의하고자 하였다. 기존의 파산제도에 대한 주요 비판 중 하나는 기업도산 절차를 주재하는 법원과 법관들의 경제-경영적 전문성이 부족하므로, 사법적 재량을 최소화하는 엄격한 법규가 더 바람직하다는 것이었다. 그러나 본 논문은 외환위기 상황 같이 초-파산 기제의 작동과 관련하여 사법적 재량을 어느 정도 허용하는 것이 더 효율적일 수 있음을 주장하였다. 즉 기업도산과 관련하여 외부적 충격에 대비한 제도적 완충장치가 필요하며, 사법적 재량이 그 역할의 일부를 감당할 수 있다는 것이다.

본 논문은 1991년부터 2002년 사이에 회사정리

를 신청한 상장기업에 대한 실증을 통해 외환위기 기간의 회사정리의 특징 및 그 처리의 효율성을 분석하였다.¹⁾ 그 결과 외환위기 기간 동안의 회사정리는 (1) 신청건수의 급증, (2) 회사정리법의 대폭적인 개정, (3) 단계별 소요 기간의 단축, (4) 개시율, 인가율, 그리고 종결율의 증가라는 네 가지 특징적인 현상을 보인다.

본 논문은 이러한 현상의 설명을 위해 다음과 같은 두 가지 상호 대체적인 가설을 설정하였다. (가설 I)은 “우량기업 효과 가설”로서, 외환위기 이후 기업내부의 경영실패보다는 기업외부의 거시경제적 요인에 의해 집단적인 기업도산이 발생하였으므로 도산기업 표본의 평균적인 사업성은 우수하며 따라서 이후 도산처리가 신속하고 성공적으로 해결되었다고 보는 것이다. 한편, (가설 II)는 “이연된 실패 가설”로서 외환위기 이후 기업도산 처리가 신속하게 처리되었지만, 그것은 효율성이나 성공 여부와는 무관하며, 단지 일시적으로 다수의 기업이 법적 도산처리를 신청함에 따라, 또는 도산처리 각 단계별 처리 시한을 설정한 제도적 요인 등으로 인해, 단계별 의사결정이 실질적으로 이후 단계로 이연되었기 때문이라는 것이다.

본 논문은 이러한 가설을 염두에 두고 다음과 같은 결론들을 도출하였다. 첫째, 외환위기 기간 동안은 “우량기업 효과” 가설이 지지되는 것으로 판단된다. 반면, 1999년 이후는 “이연” 가설이 지지될 가능성이 있으나 각 단계별 진행이 더욱 신속히 진행된 점과 아직 회사정리가 진행 중인 자료가 많아서 보다 신중한 해석이 요구된다. 둘째, 외환위기 기간의 경우 신속하게 개시위주의 회사정리가 이루

1) 회사정리 절차는 신청-개시(기각)-인가(폐지)-종결(폐지) 단계로 진행되는데, 본 논문은 신청에서 인가 단계까지의 기간에 대해서 분석을 집중하였다.

어져, 초-파산(super bankruptcy) 원칙이 실제적으로 작동한 것으로 판단된다. 셋째, 회사정리법 개정 이전에 이미 정리가 시간이 급격히 단축되기 시작한 점과, 서울지법과 기타 지방법원 사이에 정리기간과 정리결과 및 그 변화 양상에 있어서 상당한 차이점이 존재하는 것으로 미루어, 한국의 회사정리 제도 운영에 있어서 사법적 재량이 실재(實在)한 것으로 생각된다. 넷째, 외환위기 이후 회사정리법의 개정에서 각종 재량의 여지를 축소시킨 부분은 향후 각 상황에 맞는 탄력적인 회사정리를 저해할 가능성이 있을 것으로 우려된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2 장에서는 기업도산 처리의 효율성에 대한 기존의 이론적 논의들을 개관하고, 본 논문에서 강조하는 개념적 틀과 주요 가설을 제시한다. 제 3 장에서는 외환위기 기간 동안 관찰된 회사정리의 현상적 특징들을 자세히 살펴보고, 제 4 장에서는 이에 대한 실증분석을 제시하고, 제 5 장에서 결론을 맺는다.

II. 효율적인 기업도산 처리

2.1 기업도산 처리의 동태적 측면

파산제도의 경제적 기능은 일반적으로 사전적 제약(ex ante bonding)과 사후적 효율성(ex post efficient outcome)을 달성하는 것으로 이해된다. (Easterbrook(1989), Hart(1995))²⁾ 그러나,

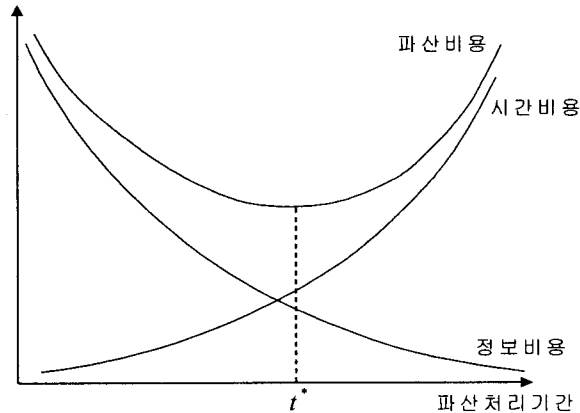
이중에서 사전적 제약의 효율성은 그 측정 및 결과의 평가가 어려워, 대부분의 실증분석은 사후적 효율성에 근거하는 경우가 많다. 이 경우, 도산 처리의 본질은 주어진 시점에서 기업의 존속가치와 청산가치를 비교하여 청산 여부를 결정하는 것으로 이해된다.

그러나, 이러한 정태적 관점은 일반적인 도산처리 현실을 설명하기에 부족한 점이 많다. 대개의 경우 기업도산 처리는 장시간이 소요되는데, 이 기간 동안 상황이 변화되어 기업의 존속가치와 청산가치 모두에 큰 변화가 있을 수 있다. 특별히 한국의 외환위기 기간과 같이 경제전반의 변동성이 높은 상황에서는 이러한 동태적 측면이 도산처리의 효율성 논의에 있어서 주요한 고려사항이 되어야 한다.

기업도산 처리의 동태적 측면을 강조한 연구로는 Karl(2002)이 있는데, 그는 도산처리 기간이 짧을수록 효율적이라는 기존의 연구들의 암묵적인 가정에 대해 반론을 제시하였다. 파산을 빨리 처리하지 않음으로 인해 최적 투자를 하지 못하는 비효율이 발생하지만, 청산 여부에 대한 결정을 늦춤으로 인해 기업의 가치를 더 정확하게 파악하여 청산결정을 할 수 있는 이점이 생긴다는 것이다. 본 논문에서는 부정확한 정보로 인한 판단 착오의 비용을 "정보비용"으로 명명하고 이는 처리기간의 감소함수로 가정한다. 그리고 처리기간이 길수록 발생하는 직간접 파산비용은 "시간비용"으로 명명하고 이는 처리기간의 증가함수로 가정하고자 한다. 정보비용과 신속성의 두 기준 사이에 이러한 상충(trade-off)

2) 한편, 파산제도의 기능으로서의 절대우선순위 원칙(APR: absolute priority rule)의 준수가 거론되기도 하나(Hart, 1995), 이에 논란이 있다. 즉, 사후적으로 APR이 위배될 것을 합리적으로 예상할 수 있다면 이는 사전적으로 증권의 가격에 반영될 것이므로 공정성에 시비가 없을 것이다. 그리고 파산의 신청과 처리를 지연시킬 수 있는 협상력을 주주 등의 후순위 채권자가 가지고 있는 경우 APR의 위배가 효율성을 증진시킬 수도 있기 때문이다(Bebchuck과 Chang, 1992).

〈그림 1〉 최적파산처리기간



관계가 있다면, 최적 처리기간이 존재할 수 있으며, 이는 〈그림 1〉의 t^* 로 나타낼 수 있다.

2.2 집단적 기업도산 처리의 외부효과(externality)

앞의 절에서 논의된 기업도산 처리의 동태적 측면과 함께, 집단적인 기업도산 사태가 발생하는 경우에는 외부효과(externality)가 중요한 고려사항이 된다. 개별 기업 도산의 경우 외부효과를 고려하는 것은 그 계산이 용이하지 않으며 당위성에 대해서도 논란의 소지가 많아 실제적인 유용성은 그리 크지 않을 것이다. 그러나 집단적인 기업도산은 우선 그 발생 원인이 개별 기업의 경영실패보다는 거시경제적 충격일 가능성이 높아서 경영책임의 추궁에 대해 정당성 시비가 있을 수 있으며, 그 처리 과정에서 이용 가능한 사법-경영 자원이 많은 제약을 받게 되고, 그 처리 결과는 전체 경제에 미치는 파급효과가 매우 크다. 따라서 이러한 집단적인 기업도산을 처리할 때는 개별 기업도산을 처리하는 경우보다 더욱 신중히 외부효과를 고려하여야 할 것이다.

한편, Stiglitz(2002)는 동아시아 경제위기와 이

로 인한 집단적 도산사태의 바람직한 해결책으로 초-파산(super-bankruptcy) 원칙을 권고하였다. 원래, 파산법규의 존재 의의는 정상적인 추심법규(collection law)로는 부채관련 권리-의무의 실현이 불가능하거나 바람직하지 않은 경우 그 효율성을 증진시키기 위해 초-추심법규로 작용하는 것이다(Giammarino와 Nosal, 2000). 초-파산 원칙은 여기서 더 나아가 경제위기 상황과 같이 집단적인 기업도산 사태가 발생하는 경우와 같이, 파산법규조차도 정상적인 적용이 불가능하거나 바람직하지 않은 경우, 도산사건을 기존 파산법규를 초월하여 상황에 맞게 탄력적으로 처리해야 한다는 개념이다. 그 주요 내용은 개별적인 도산 처리 원칙에 비해 집단적인 도산의 처리는 더욱 신속하게, 더욱 존속 위주로, 그리고 더욱 현 경영진과 주주에 너그러운 방식으로 처리되어야 한다는 것이다.

기업도산 처리의 외부효과 논의와 비슷한 맥락에서 Shleifer와 Vishny(1992)는 산업 전반적으로 불경기인 상황에서 파산기업의 급박한 청산이나 자산매각은 낮은 가격을 얻게 된다는 가설(fire sale hypothesis)을 제시한 바 있다. 그러나 본 논문에

서는 개별 기업차원이 아닌 사회경제 전체 차원에서 외부효과에 초점을 두고자 한다.

2.3 최적 파산법(optimal bankruptcy law)과 파산법원의 사법적 재량

최적 파산법이란 가장 효율적인 기업도산 처리를 결과하는 파산법규를 의미하는데, 당연히 각 상황에 맞는 도산처리 방식을 이용하는 것이 가장 효율적인 결과를 낼 것이다. 먼저, 기본적인 도산처리 규칙 유형에는 법원관리형, 경매형, 옵션형이 있으며(Bebchuck, 1999) 각 유형별로 다양한 변형이 가능하다. 따라서 각 상황에 맞게 당사자가 여러 유형의 파산처리 방식 중에서 하나를 선택하거나 또는 여러 개를 결합하여 사전적인 계약을 체결한다면 효율적인 결과를 보장할 수 있을 것인데, Hart(2000)의 메뉴-접근법이 이러한 주장의 대표적인 예이다. 한편, 금융체제의 유형, 즉 은행 중심 금융체제 또는 증권시장 중심 금융체제인지에 따라 파산법규의 성격이 달라져야 한다는 주장이

있다(Berkovitch와 Israel, 1999).

그러나 어떠한 파산법규를 채택하더라도 불완전 계약(incomplete contract) 이론이 지적하는 바와 같이 각 상황에 대한 판단의 정확성과 객관성을 확보하는 것이 어려우므로 모든 상황에 맞는 처리 방식을 엄밀하게 법규화하기란 거의 불가능할 것이다. 정상적인 추심법규를 초월하는 파산법규가 존재하는 것도 실은 이러한 시장논리에 의한 최적 계약의 실현에 많은 문제점이 있기 때문이다(Stiglitz, 2002). 특별히 시간의 흐름에 따라 경제적 상황이 크게 변화되는 경우에는 기존의 파산법규나 기 체결된 파산계약의 적용이 불가능하거나 바람직하지 않게 될 가능성이 매우 높다. 따라서 각 상황에 맞는 처리 방식을 채택하기 위해서는 기업도산 처리를 담당하는 법원이 적절한 재량을 발휘하는 것이 가장 자연스러운 해결방안이 될 수 있다. 그런데 사법적 재량의 허용에 대해서는 특별히 미국의 파산법규 제정과 관련하여 많은 논란이 있어왔으며(Janger, 2001) 그 내용은 다음의 <표 1>에 정리하였다.

그러나 이러한 법규와 재량을 양자택일의 문제로

<표 1> 기업파산 처리에 있어서 사법적 재량에 대한 두 가지 견해

구분	전통주의자(traditionalist)	절차주의자(proceduralist)
판사의 능력	신뢰	불신
사법적 재량 (judicial discretion)	최대화 (maximalist judge)	최소화 (minimalist judge)
시장의 효율성	거래비용 높음	거래비용 낮음
법규의 투명성	재량적 법률 (muddy rule)	정밀한 법규 (crystalline rule)
기업(직장)의 보존	독립적인 중요 목표임	독립적인 목표가 아님
처리 기준	법적인 권리관계 중요시	사전적인 유인효과 (ex-ante incentive effect) 고려
당사자 해결	판사가 상당한 범위의 사법적 재량 발휘하는 것이 바람직함	법원이 협상의 취약점을 통제 한 후, 스스로 해결하는 것이 좋음

구분하는 것은 바람직하지 않은데, 현실에서는 이 두 극단적인 기준 사이에 많은 선택 조합이 존재하기 때문이다. 즉 사법적 재량을 정도의 문제로 이해하고 각 상황에서 어느 정도의 재량을 허용할 것인지, 재량의 허용 내지 제약의 구체적인 방식은 어떠해야 하는지가 중요한 관심사항이 될 것이다.

이러한 사법적 재량의 정당성 및 실용성에 대한 논란을 고려할 때, 재량 남용의 폐해를 최소화하면서 각 상황에 적합한 방식의 도산처리를 이루기 위해서는 다음의 사항들이 먼저 담보되어야 할 것이다. 첫째, 법원과 법관의 경영-경제 전문성을 제고하고 동시에 관련 전문인력을 적극 활용하는 것이 필요하다.³⁾ 둘째, 법관 차원의 재량 보다는 법원 차원의 지침 등이 적절히 마련되는 것이 바람직하다.⁴⁾ 셋째, 법관이나 전문가 집단에게 적절한 유인(incentive)을 제공하기 위해 보수를 현실화하고 부정에 대한 처벌을 강화하는 장치가 필요하다.

회사정리법과 통합도산법(안)⁵⁾의 경우 사법적 재량의 허용 여부가 논쟁이 되는 부분은 필요적 파산 선고, 경영진 유임, 그리고 처리시한 단축과 관련된 것이 있다. 필요적 파산선고 조항은 도산절차를 중간단계에서 중지하는 경우 반드시 파산선고를 하여야 한다는 것으로, 이전의 회사정리법 개정에서 그 엄격성이 강화되었다가 통합도산법(안)에서는 그 정도가 약화되어졌다. 경영진 유임 조항은 그동안 논의만 되어오다가 통합도산법(안)에서 새로

이 도입하고자 하는 부분이다. 그리고 처리시한 단축 규정은 회사정리법 개정 이후 통합도산법(안)에서도 그 내용이 계속 유지되고 있다. 이러한 내용에 대해 사법적 재량을 줄여 엄격히 법규화하기보다는 법원의 내구나 지침 등으로 규제하는 것이 더 바람직하다고 생각되는데, 이는 제도적 관성이 상대적으로 큰 법규보다는 법원의 사법적 재량에 의존하는 것이 더 신속적인 대응이 가능하기 때문이다.

2.4 도산처리에 대한 가설설정: 우량기업효과 가설과 이연된 실패 가설

이번 절에서는 앞서의 논의의 내용을 염두에 두고, 이후 실증 분석 결과에 대한 해설을 위해 필요한 가설을 설정하고자 한다. 먼저, 도산처리의 본질이 신속하면서도 충분한 정보를 이용하여 청산-존속 여부를 결정하는 것이라고 할 때, 동태적 측면에서 정보성, 즉 정보의 이용 정도와 신속성 사이에는 상충관계가 있으며, 이러한 관계는 경제환경의 변화로 인한 외부효과의 영향을 받을 것이다. 이러한 논의를 좀 더 구체화시켜 간단한 모형으로 설명해 보겠다. 우선, 파산법원의 판결의 정보성(y)을 처리 시간(t)의 함수(f)로 표현하고 이를 처리가능함수로 지칭한다. 다음으로 파산법원의 도산처리에 관한 효용(u) 역시 정보성과 신속성의 함수(U)로 표현

-
- 3) 회사정리법이 개정되면서 각종 관리 위원회가 신설되거나 보강되었으며, 파산전문법원 논의의 결과로 서울지방법원에 파산전담 부서가 생겼으며, 도산실무 법관 연수(2000. 6. 19.과 2002. 6. 3), 전국 회사정리부 재판장 초청 심포지움(1998. 5. 12)등의 행사들도 있었다.
 - 4) 실제로 한국의 경우 외환위기 기간에 법관회의나 내부규정 등을 통해 여러 지침들이 마련되어졌는데, 그러한 예를 들자면 전국 법원장 회의(1998. 12. 7.과 1999. 12. 6)와 대법원 규칙과 예규 개정(1998. 3. 31) 등이 있다.
 - 5) 통합도산법안(가칭)은 "채무자 회생 및 파산에 관한 법률안(의안번호 162119호)"으로 2003년 2월 21일자로 정부입법으로 제안되어 동년 6월 23일 국회에 상정되었다. 그동안 기업도산 관련 법규들은 회사정리법, 화의법, 파산법, 기업구조조정촉진법, 그리고 여러 임시조치 등으로 산재해 있었는데, 이 법안은 이러한 법규들을 통합하여 효율적인 도산제도를 수립하려는 취지에서 제안되었다. 한편, 이 법안의 내용중 개인파산 부분은 먼저 입법이 완료되어 "개인채무자 회생법(법률 7198호)"이 2004년 3월 22일 공포되었다.

하며, 이는 정보성(y)의 증가함수이고 처리시간(t)의 감소함수이다.

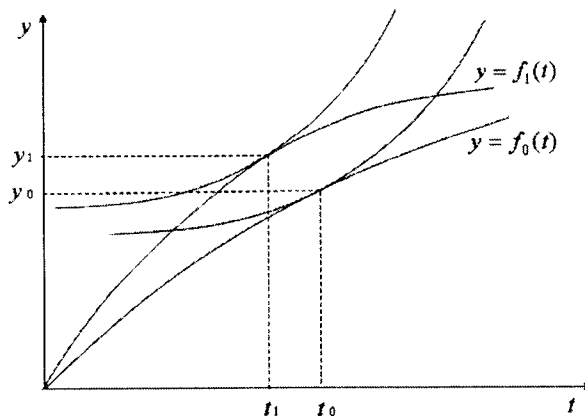
이들 함수들이 경제학에서의 생산함수와 효율함수에 적용되는 전형적인 가정⁶⁾을 만족한다고 하면, 신속성-정보성 평면 위에서 균형점이 형성될 것이다. 이때 처리의 효율성이 증진된다면 처리가능곡선이 상향 이동하여 <그림 2>와 같이 신속성과 정보성이 모두 증가한다. 한편, 처리의 효율성에는 변화가 없이 다만 정보성과 신속성의 상대적 효용의 크기가 변화되는 경우에는 <그림 3>에서처럼 신속성과 정보성이 서로 대체된다. 본 논문에서는 우리나라 외환위기 이후의 회사정리에 있어서 <그림 2>의 현상이 발생하였다는 가설을 “우량기업효과 가설”이라 하고, <그림 3>의 현상이 발생하였다는 주장에 대해 “이연된 실패 가설”이라 지칭하고자 한다. 다음에는 외환위기 이후 회사정리가 신속하게 처리된 실증결과를 염두에 두고 그 원인에 대

해 설명하는 두 가지 가설의 내용을 보다 명확하게 정의하고자 한다.

가설 I: 우량기업효과 가설: 기업 내부의 경영 실패가 아니라 일시적인 외부적 충격에 의해 집단적으로 도산이 발생하는 경우, 회사정리 신청 기업의 평균적인 영업전망이 우수하기 때문에 회사정리가 신속하면서도 성공적으로 처리될 수 있다.⁷⁾

가설 II: 이연된 실패 가설: 회사정리가 신속하게 처리되는 것은, 집단적으로 기업도산으로 인해 사법자원의 제약이나 경제 전반의 파급효과 등을 고려해야 하는 상황에서, 정보성보다는 신속성이 우선시된 결과이다. 이 경우 회사정리가 초기에는 신속하게 진행되다가 이후 단계에서 실패할 가능성이 높다.

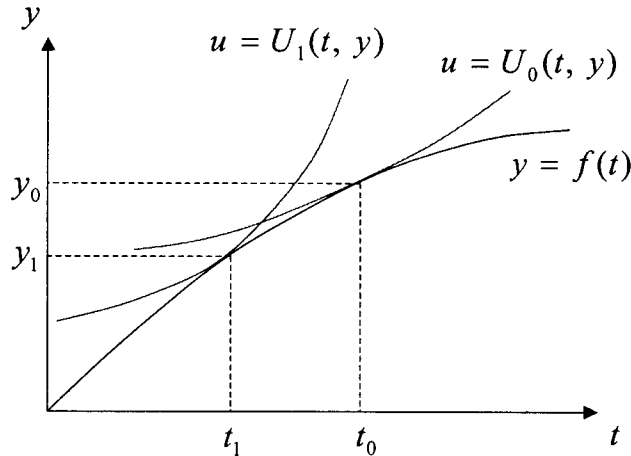
<그림 2> 우량기업효과가설: 처리가능함수의 변화



6) 한계생산성, 한계효용, 그리고 한계대체율의 체감 조건을 말한다.

7) 회사정리가 <그림 2>의 내용과 같이 신속하면서도 성공적으로 수행될 수 있는 또 다른 가능성으로는 법원확실효과 가설이 있는데, 이는 법원의 회사정리 처리 능력이 증대되었기 때문이라는 주장이다. 그러나 본 논문의 <표 12> 관련 논의에서 살펴보는 바와 같이 확실효과 가설은 화의의 경우 상당히 설득력이 있으나 회사정리의 경우에는 그 설득력이 매우 약하다고 하겠다.

〈그림 3〉 이연된 실패 가설: 효용함수의 변화



III. 외환위기 이후 회사정리의 특징

외환위기 이후의 회사정리는 이전 기간의 경우와 비교하여 다음 네 가지의 현상적 특징을 보인다. 첫째, 경제 전체적으로 대량의 기업파산 사태가 있었다. 둘째, 회사정리 사건을 규율하는 회사정리법이 여러 차례에 걸쳐 대폭적으로 개정되었다. 셋째, 회사정리 각 단계별로 소요 기간이 급격히 단축되었다. 넷째, 회사정리 각 단계별로 성공률(개시율, 인가율, 종결율)이 매우 증가하였다. 이번 장에서는 이러한 현상적 특징들에 대해 자세히 살펴보고자 한다.

본 논문은 1991년부터 2002년 사이에 회사정리를 신청한 상장회사의 정리단계별 일자자료를 최대한 수집하여 모두 122개 기업의 표본을 얻었으

며,⁸⁾ 이들 표본 기업의 연도별 회사정리 신청 현황은 〈표 2〉에 나타내었다. 기본적으로 1998년 이전의 회사정리 일자자료는 강호정(2001)의 자료를 이용하였으며, 추가적인 보충자료가 필요한 경우와 1998년 이후의 회사정리 일자자료는 증권거래소에서 발행되는 “주식”지의 관리종목 지정란 및 지정사유변경란을 참조하여 표본을 확장하였다. 그런데, 증권거래소의 관리종목 지정일자나 사유변경일자는 법원의 정리단계별 사건일자와 정확하게 부합되지 아니하여 2~3일의 시차를 보이는 경우가 흔하다.⁹⁾ 따라서, 일자자료의 정확성을 기하고자, 기업정보 및 관련뉴스를 제공하는 인터넷 사이트를 검색하여 가능한 한 법원의 결정일자를 반영하였다.¹⁰⁾ 한편, 재무제표 자료는 한국신용평가회사의 KIS-FAS 자료를, 그리고 기타 경제지표 자료는 한국은행 홈페이지에서 제공되는 통계 자료를 이용하였다.

8) 이후 본문에서 각각의 분석에서 표본의 수가 달라지는 것은 분석에 필요한 자료를 얻을 수 없는 기업이 분석에서 제외되었기 때문이다.
 9) 1996년 12월 회사정리법 개정에서 회사정리절차 진행상황 통지대상에 증권관리위원회 위원장을 추가하였다.
 10) 회사정리가 폐지된 기업의 경우에는 대부분 1997년 이전 시점의 자료 검색이 불가능하였으며, 이 경우에는 증권거래소의 관리종목 지정일자와 사유변경일자를 사건일자로 준용하였다. 그러나 이러한 정도의 오차는 본 논문의 분석 결과에 별다른 영향을 주지 못할 것으로 판단된다.

3.1 외환위기 이후 회사정리 사건의 급증

1997년 시작된 한국의 외환위기로 인해, 대량의 기업파산사태가 있었으며 그 결과로 <표 2>에서 보는 바와 같이 회사정리나 화의를 신청하는 기업의 수가 급증하였다. 따라서 사회 경제적으로 효율적인 기업파산처리에 대한 관심과 압력이 고조되었고, 다음 절에서 살펴보는 바와 같이, 회사정리법 등 각종 관련 법규들이 대폭 개정되었다. 그 뿐만 아니라, 1997년 4월 21일에는 부실기업의 연쇄적 부도사태를 막기 위해 정부가 주도한 '부실징후기업의 정상화 촉진과 부실채권의 효율적 정리를 위한 금융기관 협약(일명 '부도유예협약'(不渡猶豫協

約))¹¹⁾이 신설되었으며, 1998년 7월에는 이를 개선한 워크아웃 제도가 실시되었고, 이러한 기업구조조정의 원활한 추진에 필요한 사항을 규정하기 위해 기업구조조정촉진법(企業構造調整促進法, 법률 제6504호)이 2001년 8월 14일에 한시법(限時法)으로 제정되었다. 이러한 긴박한 일련의 조치들은 일시에 다수의 기업들이 도산함으로써 인해 발생할 사회, 경제적 충격을 예방하고자 하는 것이었다.

3.2 회사정리법의 대폭적인 개정

회사정리법은 1962년 12월 12일에 법률 제 1214호로 제정되어 1963년 1월 1일부터 시행된 이후

<표 2> 도산사건 신청현황(건수)

년도	본 논문 수집 표본		사법연감 자료		
	상장사 회사정리	서울지법 담당건수	회사정리	화 의	파 산
1991년	8	2	64	0	18
1992년	19	11	89	0	14
1993년	5	4	45	0	26
1994년	8	5	68	0	18
1995년	3	2	79	13	12
1996년	5	2	52	9	18
1997년	20	14	132	322	38
1998년	28	17	148	728	467
1999년	8	4	37	140	733
2000년	6	4	32	78	461
2001년	8	4	31	51	842
2002년	4	2	-	-	-
계	122	71			

자료: 법원행정처, 「사법연감」(각년도판), 참조.
단, 상장회사 자료는 증권거래소 「주식」 참조.

11) 처음에는 "부도방지협약"으로 줄여 불렀으나 나중에는 취지와 기능을 감안하여 "부도유예협약"으로 부름.

여러 차례의 개정이 있었는데, 특별히 외환위기 기간을 전후하여 중요한 개정이 잇따랐다. 그것은 외환위기 기간 동안 너무 많은 기업들이 파산 상태에 처하게 되었고 이로 인해 사회 경제적으로 효율적인 기업파산처리에 대한 관심과 압력이 고조되었기 때문으로 판단된다. 기존의 회사정리 제도의 비효율성에 대해서는 다음의 두 가지 비판이 부각되었다.¹²⁾ 첫째, 회사정리가 기각보다는 지나치게 개시 위주로 치우쳐, 비효율적인 기업의 조기 퇴출을 방해하였다 (최도성과 지현열, 1998a). 둘째, 회사정리가 많은

시간을 소요하면서도 종료 후 성과가 좋지 못하였다(강호정, 2001). 따라서 외환위기 이후 이러한 비효율 요소를 제거하기 위해 진행 요건을 더 엄격하게 정하고 회사정리 각 단계별 소요 시한을 설정하여 그 진행을 신속히 하고자 회사정리법을 대폭 개정하였던 것으로 생각된다. 아울러, 이러한 개정은 결과적으로 사법적 재량의 여지를 상당 부분 축소하고 사전에 정해진 원칙에 주로 의거하여 회사정리를 처리하게끔 만드는 것이었다. 다음의 <표 3>은 회사정리법의 개정 내용을 요약한 것이다.

<표 3> 회사정리법의 주요 개정사항

개정일자	개정사항	종전내용	변경내용
1996.12.12	정리계획안 인가 요건	정리담보권자 전원 동의	정리담보권자 4/5 이상 동의
	보전처분결정	-	신청일로부터 14일 이내
	기각 결정	갱생 가망이 없을 때	청산가치가 존속가치보다 클 때
1998.2.24	정리계획안 제출 시한	-	정리채권 신고 후 4개월 이내
	개시후 인가 가결 시한	-	1년 이내(불가피한 경우 1년 6월 이내)에 가결되지 아니하면 폐지함
	채무 최장유예	20년	10년
	개시결정 시한	통상 5개월 소요	신청 후 1개월 내 시한 설정
1999.12.31	정리계획안 인가 요건	정리담보권자 4/5 이상 동의	정리담보권자 3/4 이상 동의
	필요적 파산선고	재량사항	회사정리 폐지나 정리계획안 불인가 결정 확정시 파산 선고 강제됨
	정리계획안 사전제출제도	-	회사부채의 1/2 이상 채권자는 개시신청과 동시에 계획안제출 가능
2001.4.7.	계획안 제출 시한 단축	-	사전 제출된 계획안은 제1관계인 집회 이전까지 2/3 이상 채권자 찬성시 그 제출시한을 2개월로 단축함
	특정 채권자간 우선변제 반영	-	특정채권자간 우선변제 합의 경우 이를 정리계획안에 반영토록 함

12) 이러한 지적은 한국의 회사정리제도와 그 취지가 비슷한 미국의 11조 파산법(Chapter 11)에 대해서도 계속 제기되어져 오던 것이다(최도성과 지현열, 1998b).

3.3 회사정리기간의 단축

앞에서 살펴본 바와 같이 외환위기로 인해 집단적 기업도산 사태가 발생하여 이를 신속히 처리해야 할 필요성이 증대되었으며, 실제로 회사정리의 경우 그 처리 기간이 급격히 단축되기 시작하였다. 이러한 전반적인 변화의 추세를 파악하기 위해 각 시기별로 각 단계별 소요기간을 살펴보았다. 회사정리는 신청, 개시(기각), 인가(폐지), 종결(폐지)의 단계로 진행되는데, 본 논문은 기본적으로 "신청~인가", "신청~개시", "개시~인가"의 3 단계의 소요 기간을 살펴보았다.

그러나, 도산기업은 회사정리 신청 이전에 이미 부도 및 은행거래 정지 등의 재무적 곤경(financial distress) 사건을 겪으며, 워크아웃이나 화의 등 회사정리 이외의 파산처리 방법을 시도하는 경우도 많

다. 따라서, 본 논문은 기업파산의 이러한 사전 조정 효과를 고려하기 위해 해당 기업의 재무적 곤경(financial distress)이 시작된 날을 추정하여 곤경~신청 기간(재무곤경 시작일부터 회사정리 신청까지의 기간)을 분석에 추가하였다. 즉, 회사정리 신청 이전의 부도, 은행관리, 부실징후 기업 정상화 지원대상 선정(부도유예), 채권금융기관협의회 개최(워크아웃), 화의신청의 다섯 가지 경우를 "재무적 곤경 사건"으로 파악하고 이중 가장 빠른 일자를 "재무곤경일"로 지정하였다. 그리고 재무적 곤경일로부터 회사정리 신청까지의 기간을 "곤경~신청기간"으로 명명하였다. 이러한 재무적 곤경 사건 없이 회사정리를 신청하거나 곤경~신청기간이 7일 미만인 경우엔 곤경~신청기간을 0일로 계산하였다. <표 4>를 보면 회사정리 신청에서 인가까지의 각 단계별 기간이 1997년부터 급격히 감소하였음을 알 수 있다.

<표 4> 회사정리 단계별 소요기간의 평균 및 중위수(년도별)

신청~개시 기간은 기각 표본을, 그리고 개시~인가와 신청~인가 기간은 인가전 폐지 표본을 각각 포함하여 계산된 것임. 표의 평균값과 중위수는 단위를 일/월로 나누어 표시함.

정리단계	구 분 (일/월)	1991년부터 1996년까지	1997년도	1998년도	1999년도	2000년부터 2002년까지	전체표본
곤경~신청	평 균	31 / 1.0	21 / 0.7	62 / 2.1	227 / 7.6	392 / 13.1	103 / 3.4
	중위수	48 / 0.0	2 / 0.0	29 / 1.0	68 / 2.3	53 / 1.8	3 / 0.1
	표본수	47	20	28	8	18	121
신청~개시	평 균	259 / 8.6	211 / 7.0	159 / 5.3	127 / 4.2	25 / 0.8	183 / 6.1
	중위수	238 / 7.9	205 / 6.8	134 / 4.5	108 / 3.6	25 / 0.8	163 / 5.4
	표본수	45	20	27	8	18	118
개시~인가	평 균	576 / 19.2	340 / 11.3	288 / 9.6	274 / 9.1	225 / 7.5	375 / 12.5
	중위수	463 / 15.4	260 / 8.7	284 / 9.5	255 / 8.5	200 / 6.7	311 / 10.4
	표본수	30	17	23	8	15	93
신청~인가	평 균	815 / 27.2	545 / 18.2	433 / 14.4	401 / 13.4	250 / 8.3	550 / 18.3
	중위수	716 / 23.9	520 / 17.3	418 / 13.9	367 / 12.2	221 / 7.4	487 / 16.2
	표본수	30	17	23	8	15	93

3.4 회사정리 개시율, 인가율, 성공률의 급증

회사정리 사건은 신청, 개시(또는 기각), 인가(또는 폐지), 그리고 종결(또는 폐지)의 순으로 진행된다. 물론, 기각되거나 폐지되는 경우 정리절차는 종료되어 파산이나 기타 도산절차로 이행하게 된다. 따라서 각 단계별 진행성공률을 개시율, 인가율, 그리고 종결율로 정의하여 다음과 같이 계산하였다.

$$\text{개시율} = \frac{\text{개시사건수}}{\text{개시사건수} + \text{기각사건수}}$$

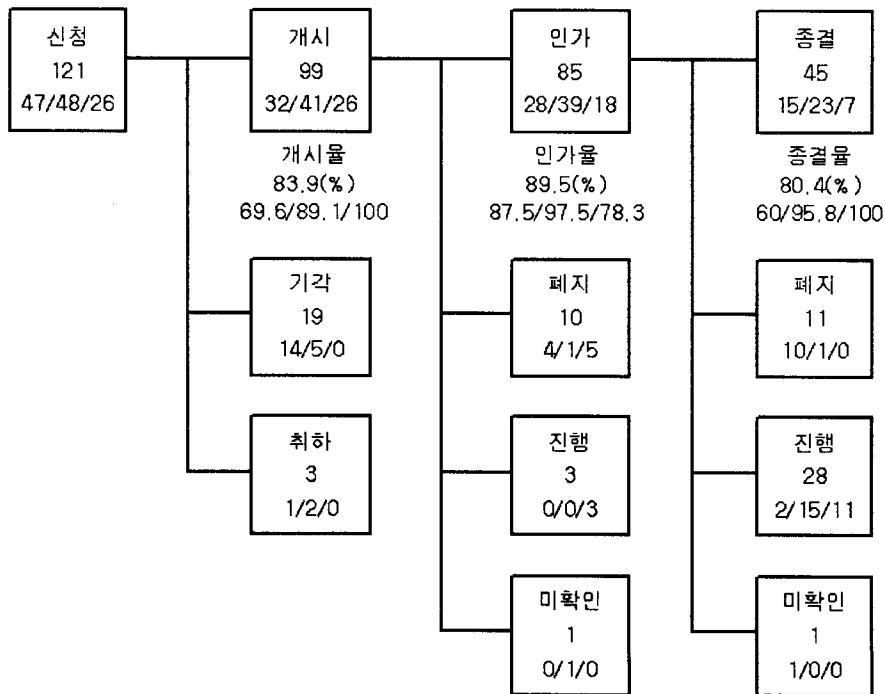
$$\text{인가율} = \frac{\text{인가사건수}}{\text{인가사건수} + \text{인가전 폐지사건수}}$$

$$\text{종결율} = \frac{\text{종결사건수}}{\text{종결사건수} + \text{인가후 폐지사건수}}$$

이때, 각 사건의 해당년도는 회사정리신청 년도를 기준으로 계산되었다. 1998년도의 인가율을 예로 들어 설명하면, 1998년도에 인가하거나 인가전 폐지한 사건이 아니라, 1998년도에 회사정리를 신청한 기업에 대한 인가 및 인가전 폐지 사건을 계수(計數)하여 계산한 것이다. <그림 4>에서 보는 바와 같이 1997년 이후 전반적으로 회사정리의 개

<그림 4> 회사정리 단계별 표본의 수

개시율, 인가율, 종결율은 각각 '개시/(개시+기각)', '인가/(인가+인가전폐지)', 그리고 '종결/(종결+인가후폐지)'의 산식으로 계산되었음. 각 단계에서 세 번째 행의 세 개의 수는 각각 1996년 이전, 1997년과 1998년, 그리고 1999년 이후 표본의 정보를 의미함.



서울, 인가율, 그리고 종결율이 모두 급격히 증가하였다. 단, 종결율의 경우에는, 특별히 1999년 이후 회사정리 신청 기업의 경우에는, 아직 진행 중인 표본이 많으므로 전체적인 성공을 확인할 수 없으며, 다수의 실패가 이연되었을 가능성 역시 배제할 수 없다.

IV. 외환위기 이후 회사정리의 경제적 효율성 분석

4.1 회사정리 기간에 대한 회귀분석

1997년 이후 회사정리의 가장 큰 특징은 무엇보다도 각 단계별 소요기간이 급격히 단축되었다는 것이다(〈표 4〉 참조). 제 2장에서 살펴보았듯이 파산처리 기간은 파산의 경제적 효율성을 가능하게 하는데 있어서 주요지표가 된다. 특별히 회사정리는 여러 단계별로 진행되므로 그 단계별 소요기간을 분석함으로써, 회사정리의 효율성에 대해, 전체 처리 기간이 주는 정보보다 더 자세한 내용의 정보를 얻을 수 있을 것이다. 이를 위해 회사정리 신청에서 개시, 개시에서 인가에 소요된 기간에 대해 다중회귀분석을 실시하였으며, 그 결과는 다음의 〈표 5〉, 〈표 6〉에 정리되어 있다.

회귀분석에 사용된 설명변수들은 제도적 요인과 개별 기업의 재무특성, 그리고 산업경제적 여건(경기)을 고려하기 위해 선별된 것들이다. 먼저 제도 변수의 내용을 설명하면 다음과 같다. “1997년 이후” 더미변수는 1997년 이후 시작된 외환위기의 영향을 살펴보기 위한 것이며, “2000년 이후” 더미 변수는 주요한 회사정리법 개정이 어느 정도 마무리

되고 외환위기의 영향이 많이 완화된 2000년 이후의 특징을 파악하기 위한 것이다. “서울지방법원 담당” 더미 변수와 “1997년” 및 “2000년” 이후 더미 변수를 곱한 변수는 사법재량의 정도를 파악하기 위한 것이다. 즉, 법원간의 회사정리 처리 방식에 차이가 있다면 상당한 정도의 사법적 재량이 실질적으로 주어졌고 또 사용되었음을 의미하는 것이다.

회귀분석의 가장 기본적인 결론은 앞서 살펴본 회사정리 단계별 소요 기간의 단축현상이 개별 기업의 재무적 특성과 산업 전반의 경기를 통제한 후에도 여전히 뚜렷이 나타난다는 점이다. 그리고 개별기업특성과 산업경기 등의 통제변수들은 전반적으로 통계적 유의성을 지니지 못하는 것으로 나타났다. 다만, 부채비율은 신청~개시 기간 분석에서 통계적으로 약간의 유의성을 가지는 것으로 나왔으나 경제적 유의성은 낮은 것으로 보인다. 그리고 소액주주비율의 계수는 개시~인가 기간 분석에서 통계적으로 어느 정도 유의한 음수 값을 가지는데, 이는 소액주주들이 정리계획안 인가 협상 과정에서 대주주들에 비해 상대적으로 수동적이며 따라서 버티기(hold-out) 문제가 발생할 소지가 작음을 감안할 때 어느 정도 현실과 부합되는 실증결과로 이해할 수 있다. 한편, 사전조정 기간은 통계적으로뿐만 아니라 경제적으로도 유의한 정도로 신청~개시 기간을 단축시키는 것으로 나타났다. 이는 사전조정 기간이 길수록 회사정리 사건에 대해 이해당사자들과 법원 간의 정보불균형(information asymmetry)의 정도가 감소하기 때문인 것으로 보이며, 회사정리 초기 단계에서 정보불균형의 문제가 중요함을 시사하는 것으로 이해된다. 그리고 회사정리가 기각되는 기업은 신청~개시 단계에서 유의적으로 더 많은 기간을 소요하는데, 이는 법원이 회사정리 기각을 결정함에 있어서 더 신중한 태

〈표 5〉 회사정리 신청~개시 소요 기간에 대한 회귀분석 결과

설명변수	회귀식1	회귀식2	회귀식3	회귀식4	회귀식5	회귀식6
상 수 항	218.88 (9.67)**	194.32 (7.76)**	151.09 (5.28)**	212.64 (1.02)	250.24 (1.23)	165.78 (0.83)
기 각 더 미	128.69 (3.32)**	117.33 (3.05)**	96.44 (2.53)*	139.61 (3.4)**	121.65 (3.01)**	106.52 (2.71)**
폐 지 더 미	24.78 (0.81)	32.59 (1.07)	39.15 (1.31)	12.11 (0.39)	16.44 (0.54)	26.52 (0.89)
1997년 이후	-54.55 (-2.11)*	-58.03 (-2.28)*	6.97 (0.20)	-74.15 (-2.29)*	-69.82 (-2.22)*	-10.26 (-0.26)
2000년 이후	-145.00 (-4.76)**	-144.36 (-4.82)**	-135.20 (-3.09)**	-106.12 (-3.06)**	-102.82 (-3.05)**	-74.65 (-1.55)
서울지법더미		46.20 (2.14)*	132.00 (3.60)**		58.35 (2.62)*	142.86 (3.96)**
서울*1997후			-120.11 (-2.57)*			-110.04 (-2.41)*
서울*2000후			-23.99 (-0.41)			-59.29 (-1.02)
사전조정기간				-14.68 (-2.97)**	-16.54 (-3.42)**	-17.28 (-3.69)**
부 채 비 율				57.70 (1.35)	74.07 (1.76)	78.97 (1.95)
유 동 비 율				-0.64 (-0.03)	-3.02 (-0.14)	-3.82 (-0.18)
매출영업이익률				-12.75 (-0.44)	-8.93 (-0.32)	-2.78 (-0.10)
로 그(매 출)				0.68 (0.07)	-3.52 (-0.35)	-2.05 (-0.21)
산 업 BSI				-0.63 (-1.03)	-0.45 (-0.76)	-0.46 (-0.80)
소액주주비율				64.30 (1.15)	39.03 (0.71)	52.34 (0.97)
산업집중도				-85.32 (-0.95)	-82.95 (-0.95)	-59.43 (-0.70)
수 정 R^2	0.3506	0.3723	0.4086	0.3796	0.4156	0.4590
표 본 수	108	108	108	108	108	108

* (괄호) 안의 값은 t-값이며, 5%와 1% 수준에서 유의한 경우에 각각 *, ** 로 표시함.

〈표 6〉 회사정리 개시~인가 소요 기간에 대한 회귀분석 결과

설명변수	회귀식1	회귀식2	회귀식3	회귀식4	회귀식5	회귀식6
상 수 항	523.26 (13.95)**	544.58 (13.09)**	468.03 (10.21)**	193.11 (0.55)	178.69 (0.50)	81.00 (0.24)
폐 지 더 미	-53.09 (-1.08)	-59.02 (-1.20)	-53.40 (-1.13)	-62.42 (-1.22)	-62.78 (-1.22)	-57.00 (-1.16)
1997년 이후	-215.69 (-4.93)**	-210.64 (-4.81)**	-103.38 (-1.81)	-157.78 (-2.83)**	-158.33 (-2.83)**	-38.24 (-0.57)
2000년 이후	-68.74 (-1.34)	-67.71 (-1.32)	-13.58 (-0.18)	-92.08 (-1.54)	-92.58 (-1.54)	-74.83 (-0.87)
서울지법더미		-43.05 (-1.17)	124.52 (1.99)		-23.77 (-0.59)	145.33 (2.25)*
서울*1997후			-218.96 (-2.78)**			-238.11 (-2.94)**
서울*2000후			-92.50 (-0.94)			-39.42 (-0.38)
사전조정기간				-14.78 (-1.63)	-13.77 (-1.49)	-11.90 (-1.35)
부 채 비 율				10.91 (0.13)	-2.23 (-0.03)	-20.33 (-0.24)
유 동 비 율				30.10 (0.79)	29.22 (0.76)	23.20 (0.64)
매출영업이익률				-32.91 (-0.67)	-36.43 (-0.73)	-35.01 (-0.74)
로 그(매 출)				14.99 (0.88)	16.91 (0.97)	17.92 (1.07)
산업 BSI				1.77 (1.74)	1.73 (1.68)	1.86 (1.89)
소액주주비율				-193.93 (-1.92)	-183.53 (-1.79)	-177.72 (-1.79)
산업집중도				-10.54 (-0.07)	-13.90 (-0.09)	30.01 (0.20)
수 정 R^2	0.2623	0.2655	0.3370	0.2678	0.2617	0.3370
표 본 수	90	90	90	90	90	90

* (괄호) 안의 값은 t-값이며, 5%와 1% 수준에서 유의한 경우에 각각 *, ** 로 표시함.

도를 가짐을 의미하는 것으로 해석된다. 그리고 회사정리가 폐지되는 기업 역시 신청~개시 기간이 더 긴 것으로 나타났으나, 통계적 유의도는 낮다.

신청~개시 기간의 경우에는 <표 5>를 살펴보면 외환위기가 시작된 1997년 이후와, 회사정리 법규 개정이 어느 정도 완료된 2000년 이후 지속적으로 기간이 단축되었음을 알 수 있다. 신청~개시 기간이 2000년 이후에도 지속적으로 더 단축된 현상은 개시결정 시한(時限)을 신청후 1월 이내로 한 1999년 12월의 회사정리법 개정의 영향을 크게 받은 것으로 판단된다. 반면에 개시~인가 기간의 단축현상을 <표 6>에서 살펴보면, 1997년 이후에는 뚜렷하나 2000년 이후에는 상당히 약화됨을 알 수 있다. 한편, 개시~인가 기간의 경우에도 1998년 2월 회사정리법 개정에 의해 개시 후 1년(불가피한 경우 1년 6월 이내)으로 그 결정시한이 신설되었다. 그러나 1997년부터 이미 다수의 회사정리가 개시~인가 기간이 1년 이내로 처리되었다. 따라서 개시~인가 기간의 단축 현상은 처리 시한을 설정한 법규 개정의 영향을 많이 받지는 않았다고 할 수 있다. 이는 <표 4>에서도 확인할 수 있는데, 신청~개시 기간은 지속적으로 감소하면서 2000년 이후에는 특별히 더 감소되는 양상을 보이는 반면, 개시~인가 기간은 감소 추세가 1998년 이후에 현저히 둔화되는 모습을 보이고 있다.

다음으로, 서울지방법원담당 더미변수를 설명변수로 삼은 것은 사법적재량(judicial discretion)의 정도에 대해 살펴보려는 것이다. 서울지방법원의 담당 사건 수는 전체 표본수의 절반을 훨씬 상회하며(<표 2> 참조), 평균적으로 담당 기업의 규모도 커서 본 논문의 분석에서 매우 중요한 위치를

차지한다. 만약 회사정리를 담당하는 법원(혹은 판사)이 법규에 매우 충실하다면 담당법원별로 회사정리를 처리하는 결과가 평균적으로 크게 다르지 않을 것이다. 그러나 앞의 <표 5>와 <표 6>은 서울지법 담당 회사정리 기간이 다른 표본의 경우와 비교해서 차이가 있음을 말해주고 있다. 두 표의 회귀식 (3)과 (6)을 보면 1997년도 이후 서울지법담당의 회사정리는 신청~개시, 개시~인가 모두 그 소요기간이 현격히 단축되었음을 알 수 있다. 그리고 1997년도×서울지법 더미 변수가 추가되면서 회귀식 (1), (2), (4), (5)에서 매우 유의적이던 1997년도 더미 변수의 유의성이 사라진다. 이는 1997년 이후 회사정리 기간 단축 현상이 특별히 서울지법 표본에서 강하게 발생하였음을 의미하는 것이다. 단, 서울지법 표본 더미의 계수값이 유의하게 양수이므로, 서울지법의 1996년 이전의 회사정리가 다른 지방법원의 경우에 비해 상대적으로 더 장기간을 소요하였다가 1997년 이후 정리가 매우 짧아졌음을 의미하는 것이다. 한편, 2000년도 더미 변수의 경우에는 그렇지 않은데, 이 시기에는 서울법원뿐만 아니라 전체적으로 회사정리 소요 기간이 단축되었음을 알 수 있다. 이러한 내용은 서울지법과 기타 지방법원의 회사정리 기간을 단순 비교한 <표 7>의 내용과도 일치하는 것이다. 한편, 사법적 재량은 절차적 측면과 결과적 측면에서 나누어 발휘될 수 있을 것이다.¹³⁾ 즉, 절차적으로 회사정리를 얼마나 신속히 처리하느냐와 별개로 결과적으로 회사정리 단계별 판결에 대해 법원 간에 차이가 있는지 살펴 볼 필요가 있다. 이를 위해 <표 8>에서 서울지법과 기타 지방법원의 회사정리 단계별 처리 결과를 비교하였는데, 특별히 서울지법이 의

13) 사법적 재량에 대한 이러한 개념적 구분을 제안해주신 익명의 심사자에게 감사한다.

〈표 7〉 서울지법과 기타 지방법원의 회사정리 기간 비교

그룹구분에서 서울과 지방은 각각 서울지법과 기타 지방법원에 회사정리를 신청한 기업 표본을 의미하며, 표준화 매출액은 해당년도의 상장기업 전체의 평균과 표준편차를 각각 빼고 나눈 값임. 단, 기간 I은 1991년~1996년, 기간 II는 1997년과 1998년, 기간 III은 1999년~2002년에 회사정리를 신청한 기업의 표본임.

그룹 구분		표본개수				회사정리 기간			회사규모
		사전 조정	신청: 개시	개시: 인가	회계 자료	사전 조정	신청: 개시	개시: 인가	표준화 매출액 평균
기간 I	지방	21	21	16	18	9.3	197.0	507.1	-0.2002
	서울	26	24	14	21	48.2	313.5	627.6	-0.1694
기간 II	지방	17	17	15	17	25.6	175.8	372.6	-0.1726
	서울	31	30	25	29	55.4	184.4	273.0	0.0273
기간 III	지방	12	12	10	12	351.6	63.9	323.2	-0.0504
	서울	14	14	13	14	332.0	49.6	179.1	-0.0394

〈표 8〉 서울지법과 기타 지방법원의 처리 결과 비교

표 본	사 건	기간 I	기간 II	기간 III	합 계	
전 체	개 시	31	41	26	98	
	기 각	14	5	0	19	
	개시율	0.6889	0.8913	1.0000	0.8376	
	인 가	28	39	18	85	
	인가전폐지	4	1	5	10	
	인가율	0.8750	0.9750	0.7826	0.8947	
	종 결	15	21	7	43	
	인가후폐지	10	1	0	11	
	종결율	0.6000	0.9545	1.0000	0.7963	
	지 방	개 시	17	16	12	45
		기 각	4	1	0	5
		개시율	0.8095	0.9412	1.0000	0.9000
인 가		14	14	8	36	
인가전폐지		3	1	2	6	
인가율		0.8235	0.9333	0.8000	0.8571	
서 울	종 결	7	6	4	17	
	인가후폐지	5	1	0	6	
	종결율	0.5833	0.8571	1.0000	0.7391	
	개 시	14	25	14	53	
	기 각	10	4	0	14	
	개시율	0.5833	0.8621	1.0000	0.7910	
서 울	인 가	14	25	10	49	
	인가전폐지	1	0	3	4	
	인가율	0.9333	1.0000	0.7692	0.9245	
	종 결	8	15	3	26	
	인가후폐지	5	0	0	5	
	종결율	0.6154	1.0000	1.0000	0.8387	

환위기 이전시기에 다른 지방법원에 비해 현저히 높은 기각률을 보이다가 이후 모두 높은 개시율을 보이게 됨을 알 수 있다. 결론적으로 이러한 내용들은 한국의 회사정리 제도의 운영에 있어서 서울지법과 기타 지방법원간에 체계적인 차이가 있었으며, 따라서 한국의 회사정리 제도의 효율성 논의에 있어서 파산법원의 사법적 재량이 매우 중요한 역할을 하였음을 알 수 있다.

4.2 기본 가설들과 관련된 보완적인 설명들

외환위기 이후 회사정리 사건은 전반적으로 매우 신속하게 처리되었는데, 이러한 현상은 앞의 절에서 제시한 우량기업 효과 가설 또는 이연 가설로 설명할 수 있을 것이다. 이번 절에서는 이들 가설들과 연관된 보완적인 설명 방안들에 대해 살펴보고자 한다.

4.2.1 회사정리 기각 결정의 이연

회사정리의 특성상 기각이나 폐지는 청산으로 이

어질 가능성이 높다. 그리고 청산과정이 진행되면 계속기업으로 회생하거나 존속할 가능성은 급격히 감소한다. 반면, 개시나 인가 등으로 회사정리를 계속 진행시켜 나가다가 나중에 청산의 필요성이 분명해지면 언제라도 그 시점에 회사정리 폐지가 가능하다. 즉, 기각이나 폐지는 불가역적 결정이 되므로, 의사결정의 선택권이 사라지게 된다. 따라서 정리회사의 계속기업가치와 청산가치에 대한 정보가 부족한 상태에서는 선택권을 보유하기 위해서 의사결정을 미루거나 좀 더 개시나 인가 쪽으로 편향된 결정을 내릴 가능성이 많다. 이러한 논리는 Karl (2002)의 통제된 청산(controlled liquidation)의 개념과 동일한 것이다. 높은 개시율을 이러한 내용으로 설명하는 것은 제 2장에서 제시한 이연 가설과 일치하는 것이다. 즉, 외환위기 이후 개시율이 증가한 것은 신속한 처리를 위해 기각결정을 이후 시점으로 이연시킨 것이며, 따라서 외환위기 이후 회사정리를 신청한 기업은 향후 중도 폐지될 가능성이 높아졌다는 것이다. 이하에서는 이러한 가설과 관련된 실증자료를 다음의 <표 9>로 제시

<표 9> 회사정리 기각과 인가전 폐지의 년도별 비교

각 년도별로 회사정리를 신청한 기업에 대해 분석하였음. 단, 신청 후 취하한 기업은 제외하였음. 불인가 기간은 신청으로부터 기각이나 인가전 폐지가 결정되기까지의 기간임.

회사정리 신청년도	1991년부터 1996년까지	1997년도	1998년도	1999년도	2000년부터 2002년까지	전체표본
신 청	46	19	27	8	18	118
기 각	14	2	3	0	0	19
인가전폐지	4	0	1	1	4	10
기각율(%)	30.4	10.5	11.1	0.0	0.0	15.7
인가전폐지율(%)	8.7	0.0	3.7	12.5	22.2	8.3
불인가기간평균(일)	362	365	477	556	103	343
(표 본 수)	16	2	3	1	4	26

하고 그 내용을 논의하고자 한다.

〈표 9〉를 보면, 기각률이 외환위기 이전 약 30%에서 1997년과 1998년에는 약 10% 정도로 급감하였고, 1999년 이후부터는 기각이 단 한 건도 없었다. 이러한 높은 개시율은 다음 단계인 인가 결과에 많은 영향을 미쳤을 것이다. 1997년과 1998년에는 인가전 폐지가 거의 없으나, 1999년 이후 인가전 폐지 현상이 증가하기 시작한다. 그러나 신청일로부터 기각이나 인가전 폐지가 결정된 날까지로 정의된 "불인가기간"은 1999년 이후에 그 이전보다 줄어들었는데, 이것은 1999년말 회사정리법 개정에서 통상 5개월 정도 소요되던 개시결정을 신청후 1개월 이내로 그 시한을 대폭 단축시킨 것과 깊은 연관이 있을 것이다. 그리고 이 기간의 표본은 인가 이전 단계가 진행 중인 표본이 대다수이므로 이상의 내용을 토대로 이연 가설을 단언하기는 어렵다고 본다. 그러나 외환위기 이후 기각 결정이 이연되어 인가전 폐지가 증가할 가능성 역시 완전히 배제할 수는 없을 것이다.

4.2.2 회사정리 신청 기업의 재무건전성

먼저 각 시기별로 회사정리를 신청한 기업의 재무건전성을 살펴보기 위해 회사정리 기업의 주요 재무비율 정보를 다음의 〈표 10〉과 〈표 11〉로 정리하였다. 여기서 표준화 재무비율이란 각 년도별로 상장기업 전체의 평균을 빼고 표준편차로 나눈 것을 말하는데, 이는 회계자료가 시계열적으로 차이를 보이는 문제점을 해결하기 위한 것이다. 그리고 직전 년도의 자료뿐만 아니라 3개년도 평균 자

료를 제시한 것은 일반적으로 도산에 직면한 기업의 경우 재무제표 작성에 무성의하며 심지어 분석회계의 가능성까지 있으므로 직전 년도 한 기의 재무비율만으로는 정보의 신뢰성이 떨어질 우려가 있기 때문이다. 한편, 회사정리 신청 직전 년도의 재무제표 자료가 없는 관측치는 분석에서 제외되었으며, 이들의 수는 기간 I 이 8개, 기간 II 는 2개, 기간 III 은 0개이다. 그리고 극단적인 수치를 가지는 소수의 표본이 전체 정보를 왜곡시킬 위험을 완화시키기 위해 극단치를 제외한 분석도 수행하였는데, 그 기준은 해당 표준화 재무비율의 절댓값이 3을 넘는 것이다.¹⁴⁾ 극단치 표본의 경우는 기간 I 은 2개, 기간 II 는 4개, 기간 III 은 1개이다. 이하에서 재무건전성은 부채비율이 낮을수록, 유동성이 높을수록, 그리고 수익률이 높을수록 그 정도가 우수한 것으로 가정한다.

〈표 10〉과 〈표 11〉을 보면, 극단치를 제외하는 경우, 그리고 3개년 평균을 볼 때에 각 기간별 재무건전성의 차이를 더 명확히 식별할 수 있음을 알 수 있다. 본 논문에서 제시된 가설들과 관련하여 각 기간별 차이를 살펴보자면, 먼저 기간 II가 기간 I에 비해 전반적으로 재무건전성이 더 양호하며, 특별히 이익률 측면에서 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 재무건전성이 우수할수록 미래의 영업전망이 우수하다는 가정 하에서, 외환위기 이후 회사정리 기간의 단축 현상이 신청기업의 영업전망이 우수하였기 때문이라는 "우량기업효과 가설"을 지지하는 증거로 해석될 수 있다. 한편, 기간 II와 기간 III은 비교 항목에 따라 우열이 상치되는 결과를 보여 어느 기간이 일관되게 재무적

14) 표준화 비율이 정규분포를 따른다고 가정한다면 절댓값 3을 벗어나는 값은 발생확률이 0.26% 이하이다. 논의의 대상이 되는 기업은 회사정리를 신청한 기업들이므로 이들의 전반적인 재무비율 수준 자체가 매우 불량한 값을 가지는 경향이 있음을 감안하더라도 이 정도의 값은 극단치로 충분히 간주될 수 있을 것이다.

〈표 10〉 회사정리 신청 기업의 기간간 표준화 재무비율 비교

표준화 재무비율이란 매년 해당 재무비율에 대해 상장기업 전체의 평균을 빼고 표준편차로 나눈 값을 의미함. 기간 I은 1991년과 1996년 사이, 기간 II는 1997년과 1998년 사이, 기간 III은 1999년과 2002년 사이에 회사정리를 신청한 표본임. 미제출 관측치는 해당연도에 재무제표 자료가 수록되어 있지 않는 것을 말하며, 극단치는 표준화된 재무비율의 절댓값이 3을 넘는 표본을 의미함. 괄호안의 숫자는 표본 표준편차임.

표본 구분	미제출 제외 표본			미제출과 극단치 제외 표본			
	기간 I	기간 II	기간 III	기간 I	기간 II	기간 III	
기간 구분							
표본 개수	39	46	26	37	42	25	
직전년도	부채비율	0.3636 (0.5612)	0.3594 (0.7862)	0.4710 (0.8819)	0.3172 (0.5379)	0.1732 (0.4155)	0.3326 (0.5397)
	유동비율	-0.2648 (0.5736)	-0.3073 (0.6046)	-0.4187 (0.6081)	-0.2146 (0.5445)	-0.2730 (0.6094)	-0.4009 (0.6137)
	당좌비율	-0.4051 (0.7224)	-0.3261 (0.6420)	-0.4343 (0.7022)	-0.3433 (0.6886)	-0.2853 (0.6507)	-0.4222 (0.7139)
	매출이익률 (EBITDA)	-0.2844 (1.0263)	-0.4055 (1.8159)	-0.0226 (0.2219)	-0.1875 (0.8504)	-0.0246 (0.3882)	0.0073 (0.1644)
	매출이익률 (순이익)	-0.5161 (1.4265)	-0.5609 (2.0505)	0.0069 (0.0672)	-0.3073 (0.6373)	-0.1662 (0.3384)	0.0120 (0.0633)
	부채비율	0.2214 (0.4073)	0.2234 (0.6438)	0.2452 (0.4338)	0.2079 (0.4139)	0.1272 (0.4177)	0.2095 (0.4019)
	유동비율	-0.1024 (0.6504)	-0.1128 (0.6232)	-0.2940 (0.4138)	-0.0595 (0.6372)	-0.1223 (0.6448)	-0.3029 (0.4198)
	당좌비율	-0.2793 (0.7638)	-0.1247 (0.7215)	-0.3526 (0.4541)	-0.2275 (0.7496)	-0.1129 (0.7256)	-0.3658 (0.4584)
	매출이익률 (EBITDA)	-0.1224 (0.8903)	0.0886 (0.6585)	0.0296 (0.1373)	-0.0790 (0.8932)	0.2041 (0.3738)	0.0240 (0.1372)
	매출이익률 (순이익)	-0.3385 (0.7520)	-0.1882 (0.6918)	-0.0041 (0.1117)	-0.2706 (0.6403)	-0.0586 (0.2173)	-0.0096 (0.1103)
3년평균	부채비율	0.2214 (0.4073)	0.2234 (0.6438)	0.2452 (0.4338)	0.2079 (0.4139)	0.1272 (0.4177)	0.2095 (0.4019)
	유동비율	-0.1024 (0.6504)	-0.1128 (0.6232)	-0.2940 (0.4138)	-0.0595 (0.6372)	-0.1223 (0.6448)	-0.3029 (0.4198)
	당좌비율	-0.2793 (0.7638)	-0.1247 (0.7215)	-0.3526 (0.4541)	-0.2275 (0.7496)	-0.1129 (0.7256)	-0.3658 (0.4584)
	매출이익률 (EBITDA)	-0.1224 (0.8903)	0.0886 (0.6585)	0.0296 (0.1373)	-0.0790 (0.8932)	0.2041 (0.3738)	0.0240 (0.1372)
	매출이익률 (순이익)	-0.3385 (0.7520)	-0.1882 (0.6918)	-0.0041 (0.1117)	-0.2706 (0.6403)	-0.0586 (0.2173)	-0.0096 (0.1103)

〈표 11〉 기간별 표준화 재무비율 차이에 대한 t-값

표본 구성	미제출 제외		미제출과 극단치 제외		
	기간 II-I	기간 II-III	기간 II-I	기간 II-III	
직전년도	부채비율	-0.0277	-0.6107	-1.3922	-1.5047
	유동비율	-0.3309	0.8440	-0.4617	0.9607
	당좌비율	0.5336	0.7359 *	0.3989	0.9174
	매출이익률(EBITDA)	-0.3694	-1.4190	1.1646	-0.5061
	매출이익률(순이익)	-0.1151	-1.8790	1.3013	-3.5027 ***
3년평균	부채비율	0.0167	-0.1849	-0.8915	-0.9238
	유동비율	-0.0748	1.6002	-0.4505	1.5512
	당좌비율	0.9581	1.7698 *	0.7146	1.9502 **
	매출이익률(EBITDA)	1.2536	0.5938	1.9582 **	3.0368 ***
	매출이익률(순이익)	0.9592	-1.7797 *	2.1093 **	-1.3399

*: 10% 유의수준, **: 5% 유의수준, ***: 1% 유의수준임.

으로 더 우수하다고 단정하기 어려우며, 따라서 재무건전성 측면에서는 이연효과 가설을 지지하는 증거를 찾지 못하였다고 할 수 있다.

4.2.3 자기선택(self selection)의 문제

실제로 외환위기 이후 회사정리법을 비롯하여 여러 도산관련 법규들이 대폭 개정되고 워크아웃 등의 제도가 신설되었다. 따라서 외환위기 이전과 이후에 회사정리를 신청하는 기업들의 특성들이 변화되었을 가능성이 있다. 이하에서는 이러한 자기선택(self selection) 문제가 본 논문의 논의 결과에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 우선, 자기선택이 주요한 문제가 되는 때는 1997년 외환위기 시작시점과 1999년 말 회사정리법 개정 시점이다.

1997년부터 한국의 도산제도는 큰 변화를 맞이하게 된다. 회사정리 이외에 워크아웃 제도가 신설되었을 뿐만 아니라, 이전까지 그 존재조차 잘 인

지되지 않았던 화의제도가 본격적으로 이용되기 시작하였기 때문이다. 워크아웃과 화의는 회사정리에 비해 기존 경영체제에 대한 간섭과 제약이 적어,¹⁵⁾ 도산에 처한 기업의 경영자들에게 더 선호되었다. 즉 이러한 대체적인 도산제도를 이용하기 힘든 경우에만 회사정리가 선택되어졌을 가능성이 높다. 그러나 이러한 영향에도 불구하고 앞서의 실증 결과에 의하면 1997년과 1998년에 회사정리를 신청한 상장기업의 도산처리는 매우 신속하고 성공적으로 수행된 것으로 판단된다. 따라서 이러한 자기선택 문제가 없었다면 이 시기에는 우량기업 가설이 더욱 더 지지되는 효과를 가져왔을 것이다.

한편, 여러 대체적인 도산제도 중에서도 특히 회사정리와 화의는 그 내용이 가장 유사하여 1997년과 1998년도의 화의제도 이용의 급격한 증가가 본 논문의 앞에서의 설명과 많은 관련이 있을 수 있다. 그러나 화의제도는 회사정리와 여러 면에서 뚜렷한 차이점을 보이기도 하므로 동일한 틀로 설명하기가 곤란하다. 아래 <표 12>는 “주식”지를 이용

<표 12> 화의를 신청한 상장회사의 단계별 처리 기간

단계	구분	전체기간	1997년	1998년	1999~2002
신청~개시	표본수	53	25	21	7
	평균	128.74	157.40	118.81	56.14
	표준편차	62.72	50.53	58.65	45.00
개시~인가	표본수	30	15	10	5
	평균	52.37	52.67	45.00	66.20
	표준편차	21.76	20.75	11.59	34.89
신청~인가	표본수	27	15	9	3
	평균	200.59	217.20	189.22	151.67
	표준편차	43.65	41.29	25.45	60.71

15) 워크아웃과 화의는 협상의 결과에 대한 구속력이 약해 구조조정이나 도산처리의 진행이 반복되거나 중단되는 경우가 많다는 단점이 있다.

하여 화의를 신청한 상장기업의 자료를 수집하여 정리한 것이다. 이를 보면 화의정리의 단계별 진행 기간이 회사정리와는 매우 다른 특성을 보임을 알 수 있다. 그리고 한 가지 특이한 점은 1997년도에 비해 1998년도에 화의진행의 속도가 매우 단축된 것을 알 수 있는데, 이는 이전 기간에 화의의 이용이 거의 전무하다가 갑자기 이용이 늘어난 결과 "학습효과(learning effect)"가 발생한 것으로 추측된다.¹⁶⁾ 그러나 회사정리의 경우에는 그 이전 시기에도 자주 이용되었으며 처리기간 단축 양상도 분명한 차이를 보여 "학습효과" 가설을 적용하기는 어렵다고 하겠다.

다음으로 자기선택 문제를 살펴보아야 할 내용은 1999년 12월 31일의 회사정리법 개정으로 생겨난 필요적 파산선고 조항의 영향에 관한 것이다. 1962년에 제정된 이래 회사정리법은 "정리절차개시신청 기각, 정리절차 폐지, 정리계획 불인가 결정이 확정된 경우에 회사에 도산의 원인인 사실이 있다고 인정하는 때에는 법원은 직권으로 파산법에 따라 파산을 선고할 수 있다"라고 규정하였다.¹⁷⁾ 이러한 내용은 1999년 12월 말의 법 개정에 의해 "정리절차 폐지, 정리계획 불인가 결정이 확정된 경우에 법원은 직권으로 파산법에 따라 파산을 선고하여야 한다."라는 필요적 파산선고 조항으로 변경되었다.¹⁸⁾ 따라서 도산에 처한 기업들이 파산선고를 두려워하여 회사정리를 기피하고 다른 대체적인 도산제도를 선택하든지,¹⁹⁾ 또는 최대한 회사정

리 신청을 늦추었을 가능성이 있다. 따라서 필요적 파산선고 조항은 2000년 이후 회사정리를 신청하는 기업들의 부실 정도를 더 심화시켰을 가능성이 크며, 이후 회사정리가 실패할 확률 역시 더 높아졌을 것이다.

일단, 이러한 설명은 2000년 이후 인가전 폐지사건이 증가함을 보인 앞서의 실증 결과와 부합되는 내용이다.²⁰⁾ 그러나 2000년 이후 회사정리를 신청한 상장기업은 모두 개시 결정을 받았으며 그 소요기간 역시 그 이전 기간에 비해 훨씬 더 빨라졌다는 실증 관찰 부분과는 설명의 조화가 어렵다. 법규 변화나 재량 변경의 영향 없이 단순히 더 부실화된 기업들의 회사정리 처리가 개시위주로 신속히 처리되었다는 것은 의문의 여지가 있기 때문이다.

이상의 논의의 결론은 자기선택 문제의 관점이 실증적으로 관찰된 다른 현상과 부합되지 않는 면이 있다는 것과, 설령 자기선택 문제가 있었다고 하더라도 본 논문의 결론이 약화되지 않는다는 것이다.

4.2.4 자동정지제도(automatic stay) 도입 논란과 그 효과

이제 마지막으로 살펴볼 설명대안은, 2000년 이후 회사정리가 특별히 신청-개시 단계에서 그 이전보다도 훨씬 더 신속하게 처리된 현상에 관한 것이

16) 1998년도뿐만 아니라 1999년 이후에도 계속 화의 기간이 단축된 것은 분명히 화의법 개정의 영향이 있을 것이다. 여기서는 우선 1997년도 1998년을 비교하여 학습효과가 있을 것이란 추측의 근거를 제공하고자 할 뿐이다.

17) 1999년말 이전에도 "파산선고 가능 요건"은 약간의 개정이 있었으나, 기본적으로 파산선고는 재량 사항이었다.

18) 단, 여기서 주의할 점은 정리절차개시신청이 기각된 경우에는 이전과 동일하게 파산선고가 법원의 재량 사항이라는 것이다.

19) 화의법은 1962년 제정된 이래 몇 차례 작은 변화가 있었지만 기본적으로 "화의폐지 결정이 있는 경우, 화의불인가나 화의취소 결정이 확정된 경우, 법원은 직권으로 파산의 선고를 하여야 한다."라는 필요적 파산 조항을 유지하였다. 따라서 파산선고의 기피만이 목적이라면 회사정리보다 화의제도가 더 선호될 이유는 없다.

20) 단, 이 기간의 다른 많은 표본이 아직 회사정리가 진행 중이므로 전반적인 성공 여부에 대해서는 보다 신중한 판단이 필요하다.

다. 앞에서의 설명은 이러한 신속성이 1999년 말 회사정리법 개정에서 그 처리시한을 1개월로 설정한 영향 때문인 것으로 파악하였다. 그러나 자동정지제도 도입 여부에 대한 논란과 그 절충으로 인해 암묵적으로 설정된 개시 위주의 처리방식 때문이라는 설명 역시 논리적으로 가능하므로 이들 설명에 대한 비교 분석이 필요하다.

1999년 12월 말의 회사정리법 개정에서 논쟁 사항 중의 하나는 자동정지제도 도입 여부였다. 즉, 미국의 파산법처럼, 회사정리를 신청하기만 하면, 특별한 경우를 제외하고는 보전처분 및 정리개시결정의 주요 효과가 자동적으로 발생하도록 하는 것이다. 그러나 논란 끝에 자동정지제도는 채택되지 않았고, 다만 암묵적으로 개시 기준을 더 쉽게 하여 신속히 개시처리하고, 이후 단계(예를 들자면 인가 결정)에서 불량기업을 선별하고자 하였다는 것이다. 따라서 회사정리 신청~개시 기간의 단축이 법규 개정의 영향인지 아니면 암묵적으로 설정된 개시 위주의 처리방식 때문인지를 구분하여 살펴볼 필요가 있다.

먼저, 앞 절에서 설명한 바와 같이 처리 시한을 1개월로 설정한 법규 개정의 영향이 크다면 실제로 신청에서 개시까지의 기간이 1개월 시한에 근접한 자료가 많을 것이다. 반면에 암묵적으로 개시 위주의 처리 방식이 작동되었다면 그 처리기간이 1개월 시한보다 훨씬 짧은 자료가 많을 것이다. 먼저 2000년 이후 회사정리 신청 자료 18개를 신

청~개시 기간 순서대로 두 개의 그룹으로 나누어 각 그룹간 처리 기간에 차이가 있는지를 조사하여 그 결과를 <표 13>에 나타내었다. 결과를 보면, 절반의 표본은 30일 근처에서 (A) 그룹을 형성하고, 나머지 절반의 표본은 20일 근처에서 (B) 그룹을 형성하고 있음을 알 수 있다. (A) 그룹은 법정 처리 시한인 1개월에 제약을 당하는 그룹으로 이해할 수 있으며, 이는 2000년 이후 신청~개시 기간 단축이 법규 개정의 영향임을 지지하는 증거로 해석된다. 한편, (B) 그룹은 법정 시한에 제약을 받지 않는 그룹으로 이해할 수 있으며, 이는 2000년 이후 신청~개시 기간 단축이 법규 개정이 아닌 재량의 역할, 즉 자동보전개시의 논란과 그 절충으로 인해 형성된 암묵적인 개시 위주의 처리방식 때문인 것으로 해석할 수 있다. 그리고 이 두 그룹간의 처리 일수의 평균의 차이는 통계적으로 매우 유의적임을 알 수 있다. 따라서 2000년 이후 신청~개시 기간 단축은 법규 개정의 영향뿐만 아니라 자동중지 제도를 암묵적으로 인정하는 사법적 재량에 의해서도 중대한 영향을 받았다고 결론지을 수 있다. 이는 1997년과 1998년 외환위기 시기뿐만 아니라 2000년 이후에서도 여전히 사법적 재량이 회사정리 운영에 있어서 중요한 영향을 미쳤음을 말해주는 증거로 이해할 수 있다.

<표 13> 회사정리 신청~개시 기간 평균의 차이에 대한 t-검정

t-검정 결과표	그룹 A	그룹 B	t-값(자유도=15)
평균	30.11	19.56	5.8413
표준 편차	3.44	4.19	-
관측치	9	9	-

V. 결론

본 논문은 “외환위기 이후 집단적으로 발생한 기업도산이 얼마나 효율적으로 처리되었는가”라는 물음에 대한 답의 일부분을 제시하기 위하여, 1991년부터 2002년 사이에 회사정리를 신청한 상장기업의 자료를 이용하여 한국의 회사정리 제도의 현황과 특징에 대하여 실증 분석을 실시하였다. 그리고 기존 연구에서 강조되지 못하였던 도산제도의 동태적 측면, 외부효과, 사법적 재량의 역할 등을 논의의 준거로 이용하여 다음과 같은 결론을 얻었다.

첫째, 외환위기 기간인 1997년과 1998년 동안 회사정리를 신청한 기업의 경우 “우량기업 효과” 가설이 지지되는 것으로 판단된다. 반면, 1999년 이후는 회사정리법 개정의 영향으로 단계별 진행이 더욱 더 신속하게 진행되었으며 개시율 역시 매우 높으나, 이후 단계에서 높은 폐지율을 보이는 이연 가설이 지지될 가능성이 있는 것으로 보인다. 다만, 이 시기의 자료는 다수가 아직 진행 중이어서 앞으로 좀 더 결과의 추이를 지켜볼 필요가 있다.

둘째, 외환위기 기간에는 집단적인 기업도산 사태로 인한 사법자원의 제약으로 신속한 처리가 불가피하였으며, 일시에 다수의 기업이 청산됨으로 인한 경제적 충격을 완화시키기 위해 기각보다는 개시 위주의 회사정리가 이루어진 것으로 보인다. 즉, 외환위기 기간 동안 초-파산(super bankruptcy) 원칙이 실제적으로 작동한 것으로 판단된다.

셋째, 회사정리법 개정 이전에 이미 정리기간이 급격히 단축되기 시작한 점과, 서울지법과 기타 지방법원 사이에 정리기간과 정리결과 및 그 변화 양상에 있어서 상당한 차이점이 존재하는데, 이는 한국의 회사정리 제도 운영에 있어서 사법적 재량이

실재하였음을 입증하는 것으로 이해된다.

넷째, 회사정리법의 개정 역시 외환위기 이후 회사정리 운영에 많은 영향을 미쳤으나, 결정 기한을 설정하고 각종 재량의 여지를 축소시킨 부분은 향후 각 상황에 맞는 탄력적인 회사정리를 저해할 우려가 있다고 판단된다.

참고문헌

- 강호정 (2001), “법정관리 종결기업의 성과,” *경영학연구* 30, 387-411.
- 이상우와 최기호 (2002), “구조조정기업의 추가반응에 대한 연구: 화의와 회사정리를 중심으로,” *경영학연구* 31, 723-749.
- 최도성과 지현열 (1998a), “정보비대칭하에서의 법원 법정관리 결정의 효율성에 관한 연구,” *재무연구* 15, 123-148.
- 최도성과 지현열 (1998b), *회사정리제도*, 서울대학교 출판부.
- 대한민국 정부 법제처 홈페이지, <http://www.moleg.go.kr>.
- Altman, E. I. (1993), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, New York, NY, Wiley.
- Asquith, P., R. Gertner, and D. Scharfstein (1994), “Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issues,” *Quarterly Journal of Economics* 109, 625-658.
- Bebchuck, L. (1999), “Chapter 11,” NBER working paper no. 6473.
- _____ and H. Chang (1992), “Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization,” *Journal of Law, Economics, and Organization* 8, 253-279.
- Berkovitch, E. and R. Israel (1999), “Optimal

- bankruptcy laws across different economic systems," *Review of Financial Studies* 12, 347-377.
- Easterbrook, F. H. (1990), "Is Corporate Bankruptcy Efficient?" *Journal of Financial Economics* 27, 411-417.
- Gertner, R. and D. Schafstein (1991), "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law," *Journal of Finance* 46, 1189-1222.
- Giammarino, R. C. (1989), "The Resolution of Financial Distress," *Review of Financial Studies* 2, 25-47.
- _____ and E. Nosal (2000), "Debt, Renegotiation and Judicial Discretion" working paper, University of British Columbia.
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, New York, Oxford University Press.
- _____ (2000), "Different Approach to Bankruptcy," NBER working paper no. 7921.
- Helwege, J. (1999), "How Long Do Junk Bonds Spend in Default?," *Journal of Finance* 54, 341-357.
- Hotchkiss, E. S. (1995), "Postbankruptcy Performance and Management Turnover," *Journal of Finance* 50, 3-21.
- Jackson, T. H. (1986), *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Janger, E. J. (2001), "Crystals and Mud in Bankruptcy Law: Judicial Competence and Statutory Design," *Arizona Law Review* 43, 559-626.
- Karl, M. (2002), "Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation," *Journal of Finance* 57, 135-168.
- Mooradian, R. (1994), "The Effect of Bankruptcy Protection on Investment: Chapter 11 as a Screening Device," *Journal of Finance* 49, 1403-1430.
- Rose, C. M. (1988), "Crystals and Mud in Property Law," *Stanford Law Review* 40, 577-600.
- Senbet, L. and J. K. Seward (1995), "Financial Distress, Bankruptcy and Reorganization," in: R. A. Jarrow, V. Maksimovic, and W. T. Ziemba(eds.), *Handbooks in Operations Research and Management Science* 9, *Finance*, Amsterdam, Netherlands, Elsevier Science B. V., 921-961.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1992), "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance* 47, pp. 1343-1365.
- Stiglitz J. (2001), "Bankruptcy Laws: Basic Economic Principles," in: S. Claessens, S. Djankov, and A. Mody(eds.), *Resolution of Financial Distress*, World Bank Institute, Washington, D.C., 1-23.
- Wruck, K. H. (1990), "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency," *Journal of Financial Economics* 27, 419-444.

A Study on the Economic Efficiency of Corporate Reorganization - Focusing on the Korean Economic Crisis Period -

Sehoon Kwon*

Abstract

This paper concerns the economic efficiency of corporate reorganization, which has become one of the most important issues during the Korean economic crisis of 1997 and 1998. The empirical analysis was also conducted with the data of the KSE(Korean Stock Exchange)-listed companies which filed for the court-receivership. Most existing literature did not pay much attention to the dynamic and the systemic nature of the bankruptcy. The judicial discretion was not the main theme of their discusses. This paper integrated these topics into the super-bankruptcy principle and used them to explain the empirical observations.

Existing economic and finance literature emphasizes the following three kinds of inefficiency of the corporate bankruptcy system: first, many of the unviable firms are not liquidated; second, it takes too long to complete the bankruptcy procedure; third, the bankruptcy judges lack expertise. Thus, the immediate implications are as follows: first, we should tighten the acceptance or the approval requirements; second, the reorganization should be processed more quickly; third, the bankruptcy law or rule should allow less judicial discretion.

However, this view point is not appropriate in the systemic distress such as the East Asian Economic Crisis. In that case, the demand for the judicial and managerial resources will be increased sharply and the bankruptcy determination has significant macroeconomic consequences. Stiglitz(2002) recommended that the super-bankruptcy rule is appropriate for the systemic distress. Super-bankruptcy rule is needed when the ordinary bankruptcy law is not proper for resolving the systemic distress.

* Seoul National University, doctoral student, Duke University, visiting scholar.

This paper examines the economic efficiency of the corporate reorganization regime in Korea, using the data of the KSE-listed companies that applied for court receivership from 1991 to 2002. The analysis was conducted by dividing the sample period into 3 sub-periods: 1991 to 1996(Period I), 1997 to 1998(Period II), and 1999 to 2002(Period III). The main empirical observations are as follows: (1) sharp increase of the corporate filings during period II; (2) large scale revision of the bankruptcy related laws around period II; (3) remarkable decrease of the bankruptcy period(from filing to approval) since period II; (4) distinct increase of the (reorganization plan) approval rate since period II.

To explain the empirical observations, two alternative hypotheses were made: (1) Good-firm Effect: the speedy acceptance of the bankruptcy application and the approval of the reorganization plan resulted from the fact that many good firms went bankrupt because of the macroeconomic shock; (2) Delayed Failure: the speedy acceptance and the approval resulted in delayed failure.

The conclusions are as follow. First, a large number of legal reorganizations were promptly completed during the crisis period because many good firms went bankrupt due to the macroeconomic shocks. In the post-crisis period, however, some of the accepted applications turned out to be delayed failures. Second, many firms went bankrupt simultaneously and thus the judicial bankruptcy system was overloaded and the rapid process was unavoidable. The heavy tendency towards acceptances was also unavoidable to prevent the massive liquidation and the resulting economic shocks. Third, not only the reform of the court receivership law, but also the judicial discretion had critical effects on the speed of the legal procedure. The pattern of the decision of the Seoul Court is systematically different from that of the other courts. We interpreted these results as the importance of the judicial discretion in the Korean corporate reorganization regime. Fourth, the law reform which tightened the extent of the judicial discretion might impede the efficiency because it could jeopardize quality of the court decision and deter the flexible measure to deal with the systemic bankruptcy.

Key words: corporate bankruptcy, super-bankruptcy, the court receivership law, bankruptcy period, judicial discretion, real options, economic crisis, good-firm effect hypothesis, delayed-failure hypothesis.