

不實企業整理制度的 經濟的 分析

南 逸 聰

不實企業整理의 經濟的 性格은 기업의 존속과 債權-債務의 調整으로 나누어 볼 수 있다. 本稿에서 筆者는 기업존속여부의 결정과 債權-債務의 조정시 사용될 수 있는 效率性과 公正性의 기준을 제시한 뒤, 이에 입각하여 過去 및 現行 法定管理制度와 合理化措置의 내용을 評價·分析하고, 改善방안을 제시하였다. 過去 및 現行 法定管理制度와 合理化措置는 企業과 企業主를 구분하지 못하여 企業의 존속결정과 債權-債務調整이 效率性과 公正性의 기준에 맞지 않게 이루어진 경우가 많았다.

本稿에서 제시한 主要 改善方案은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 不實企業整理時 기업존속여부의 결정은 清算時 殘餘價値와 존속시 資產의 現在價値의 相對的 크기에 의해 결정되어야 하며, 債權-債務의 조정은 본래의 債務契約의 정신을 계승하는 것이 바람직하다. 둘째, 債權-債務의 調整은 負債-株式의 交換과 第3者 買受方式을 적극 활용하여야 한다. 셋째, 不實企業에 대한 대규모 資金支援이 불가피한 경우 美國의 「크라이슬러」社의 경우와 같이 株式轉換附 社債形式을 취하는 것이 바람직하다.

I. 序 論

어느 나라, 어느 경제를 막론하고 모든 企業이 成功하는 것은 불가능하며 不實企業

은 필연적으로 발생하는데, 이는 기본적으로 不確實性에 기인한다. 투자를 비롯한 企業의 의사결정은 미래의 需要, 費用, 경쟁 企業의 活動, 정부의 政策 등 의사결정의 내용과 함께 企業의 장래이윤을 결정하는데 중요한 역할을 하는 변수들이 불확실한 가운데 이루어지는 것이 常例이며, 이러한 변수들의 변동에 따라 대부분의 企業은 不實化될 위험을 안고 있는 것이다. 따라서 不實企業의 整理制度는 자본주의 경제가 상

筆者：本院 研究委員

* 草稿를 읽고 유익한 비평을 해 준 本院의 金俊經 博士와 朴元巖, 劉承晷 博士 등 세미나에 참석한 분들께 감사드린다. 또한 자료정리에 힘써 준 李京美 研究員과 원고작성에 애를 쓴 文永蘭 研究助員에게도 감사를 드린다.

수 있다.

이러한 産業合理化措置는 行政府가 우리나라의 産業構造 및 개별 産業내의 産業組織 그리고 金融産業의 형태를 결정하였을 뿐만 아니라, 개별 기업과 기업에 관련된 경제주체들의 이익에도 막대한 영향력을 행사하였음을 의미한다. 企業을 보면, 대체로 合理化 過程에서 살아남거나, 특히 타기업을 합병한 기업은 合理化措置에 의해 이익을 본 반면, 金融機關을 비롯한 채권기업들은 元利金の 蕩減·猶豫를 통하여 막대한 손실을 입었다. 個人別로는 살아남은 기업의 株主, 특히 大株主는 合理化措置로 회사의 가치가 증가함에 따라 이익을 보았으며, 金融機關의 株主나 一般債權者들은 손실을 보았다. 合理化措置는 또한 기업의 수의 감소 또는 기업간의 경쟁제한을 수반하여 결과적으로 産業內 競爭을 低下시켜 전반적인 效率性의 低下를 가져왔다고 볼 수 있는데, 이는 法定管理나 銀行管理 등에는 존재하지 않는 또 다른 문제이다.¹⁸⁾

合理化措置에는 대체로 金融機關이 合理化 對象企業에 대출해 준 負債의 元利金を 減免하는 내용이 포함되었는데, 이에 따라 金融機關 등 채권자로부터 合理化對象企業에게로 막대한 富가 이전되었다.¹⁹⁾ 1972년의 8·3措置는 소액사채를 제외한 모든 사채

18) 이 문제에 관한 상세한 논의는 南逸聰·金鍾奭(1991) 참조.

19) 이 문단의 통계는 대체로 金俊經(1991)에서 인용하였다.

에 대해 年 16.2%로 3년 거치 5년 분할상환으로 변제조건을 변경시킴으로써 당시의 실세금리와 물가상승률을 고려할 때 엄청난 富의 再分配를 초래하였다. 80년대 이후의 合理化措置는 주로 金融機關의 희생하에 이루어졌는데, 예컨대 1984~85년 기간중 단행된 海運産業 合理化措置에 의해 약 3兆원에 달하는 海運業界의 貸出元利금이 20년 만기-10년 거치-연리 3%의 長期 低利 償還條件으로 변경되었다. 또한 1986~88년의 不實企業整理措置는 9,863億원의 원금 탕감, 4兆 1,947億원에 대한 이자의 감면·유예, 1兆 6,406億원에 대한 원금상환유예를 수반하였으며, 이 밖에 10년 거치-10년 分割償還-연리 10%의 조건으로 4,608億원이 신규대출되었다. 이러한 채무조건 변경의 결과 金融機關의 不實債權이 크게 증가하였는데 <表 5>는 이를 요약하고 있다. <表 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 시중은행과 일반은행의 合理化關聯 貸出金の 85.9%와 85.2%가 債務免除, 利子減免·猶豫의 條件變更에 의해 처리되었다. 合理化措置에 관하여 언급해야 할 중요한 사항의 하나는 정부가 合理化措置에 따른 金融機關의 손실을 補填해 주기 위하여 韓銀特融을 제공하였다는 것이다. 이는 合理化措置에 따른 富의 再分配過程이 최종적으로 불특정 다수의 국민의 희생을 요구하였음을 의미한다.

<表 4> 하단의 競爭力喪失分野에 대한 合理化措置는 대체로 국내외 경제여건의 변화에 따라 競爭力이 저하되었지만 정부의 개

하게 된다.²⁾

따라서 이상적인 不實企業整理制度는, 첫째로 사회적 관점에서 效率的인 投資行態를 유도하고, 둘째로 企業의 收益性 惡化가 회복불능의 상태에 빠져 채권회수가 불가능한 상태로 갈 위험이 큰 企業을 事前에 探知하여 부실화에 따르는 사회적 비용을 사전적으로 豫防하며, 셋째로 不實化에 따른 문제가 발생한 이후에는 장래의 收益性을 기준으로 하여 企業 자체의 존속여부에 대한 결정을 내리고 이 과정에서 債權者와 株主간의 分配를 衡평에 맞게 調整하는 制度가 될 것이다.³⁾ 위에 열거한 기능 중 첫번째와 두번째 기능은 자본주의 사회에서는 기본적으로 金融產業에서 담당해야 하며, 실제로도 선진국에서는 금융업체와 투자자들이 자신의 이윤 또는 효용을 극대화하는 과정의 일부로서 이를 수행하고 있다. 不實化에 따른

문제가 표면화되고 이해당사자의 일부가 清算을 원하지 않는 경우 사후적인 처리과제는 원칙적으로 司法府에 맡겨지는데, 이해당사자들은 서로 상충하는 이해관계를 조정하는 計劃案의 作成에 참여함으로써 處理結果에 영향을 미칠 수 있다.⁴⁾

현실적으로 위에 설명한 이상적인 不實企業整理制度가 존재하지 않는 이유는 주로 情報不均衡(information asymmetry)과 去來費用(transaction cost), 그리고 政府의 失敗에 기인한다. 채권자나 일반주주들은 大株主나 經營陣의 행동을 완벽하게 감시(monitor)할 수 없을 뿐 아니라 회사의 財政狀態나 收益性 등에 관하여 大株主나 經營陣에 비해 어두울 수밖에 없다. 따라서 大株主와 經營陣이 자신의 이익을 추구하는 과정에서 債權者나 一般株主에 비해 우월한 자신의 情報를 惡用할 가능성이 발생한다. 비효율적인 투자와 대출이 발생하고 不實化를 早期에 탐지하지 못하는 것은 기본적으로 이러한 道德的 危險(moral hazard)과 逆選擇(adverse selection)의 결과로 볼 수 있다. 또한 不實企業整理制度를 이용하는 데는 비용이 따르며 이 비용이 높을수록 정리제도의 效率性이 떨어진다고 볼 수 있다. 현실적으로 不實企業의 정리과정은 많은 비용을 수반하며, 이는 整理制度의 이용률을 저하시키고 이용시의 혜택을 감소시킨다. 마지막으로 정부의 실패란 정부의 성격과 능력에 따라 위에 언급한 理想的인 目標과 배치되는 政策을 실행하는 데 따른 問題點

2) 어떤 사람이 A라는 경제적 가치를 갖고 있는 사업기회를 다른 사람에게 줄 수 있는 위치에 있다면 사람들은 사업기회를 얻기 위하여 그 사람에게 A보다 작은 가치를 지불할 용의가 있을 것이다. 이런 경우 사람들이 경쟁적으로 그 사람에게 접근할 것은 쉽게 예상할 수 있다.

3) 물론 부실화가 되기 이전에 사전에 100% 탐지할 수는 없으며, 筆者가 뜻하는 것은 탐지에 투입되는 비용과 이에 따라 결정되는 문제를 사전에 탐지할 확률이 最適이어야 한다는 것이다.

4) 사법부에 의한 처리는 「會社整理法」에 의한 처리를 뜻한다. 이 밖의 관행으로는 銀行管理와 같이 이해당사자간의 私的 契約에 의한 처리와 행정부의 合理化措置 등이 있다.

을 의미한다. 따라서 실현가능한 次善의 制度는 가능한 한 거래비용과 정부의 실패의 가능성을 줄이고, 情報不均衡의 제약조건하에서 이상적인 목표에 근접한 제도가 될 것이다.

不實企業을 처리하는 우리나라의 主要 制度나 慣行으로는 清算, 法定管理, 銀行管理, 産業合理化措置를 들 수 있으며, 이 밖에 行政府의 판단에 따라 재정적 어려움에 처한 企業에 대규모의 資金을 공급하는 것도 不實企業 處理慣行으로 볼 수 있다. 本稿에서는 이 중 法定管理和 産業合理化措置를 중심으로 하여 논의를 진행시키고자 한다. 本稿에서 필자는 과거의 法定管理和 産業合理化措置가 사후적으로 衡平性和 效率성에 문제가 있을 뿐 아니라 사전적으로도 放漫한 企業經營의 原因이 되었을 가능성이 있음을 지적하고, 改善方案으로서 장래의 經濟的 收益性を 企業存續決定의 유일한 기준으로 삼을 것과 채무조건의 변경시 負債-株式 交換과 第3者 買受를 활용할 것을 제시하고자 한다.

本稿의 構成은 다음과 같다. 第Ⅱ章에서는 不實企業을 유형별로 분류하고 과거 및 현행 整理制度의 主要內容을 정리하며, 第Ⅲ章에서는 不實企業 整理를 둘러싼 경제적

5) 本稿에서는 대체로 경제주체들이 위험에 대하여 中立의 입장을 가정하고 논의를 진행시킬 것이다. 이는 물론 현실과 어긋나는 가정이며, 부실기업정리와 관련된 중요한 경제문제의 하나인 最適危險分散問題를 고려대상에서 제외하는 것을 뜻한다.

이슈를 이론적으로 정리하였다. 第Ⅳ章과 第Ⅴ章에서는 法定管理制度와 合理化措置의 問題點을 정리하고 改善方案을 제시하고 있으며, 第Ⅵ章은 결론 및 미래의 연구방향을 담고 있다. 끝으로 附錄에서는 不實企業의 發生과 이의 處理에 관한 간단한 數學的 模型을 통해 不實企業의 合理的 投資形態의 결과 발생하는 經濟環境을 분석하고 있다.

Ⅱ. 不實企業整理制度의 主要內容

1. 不實企業의 定義

일반적으로 사용되는 不實企業의 정의는 기업의 재정상태가 악화되어 負債를 계약조건대로 지불하지 못하는 기업이다. 이 정의는 너무 광범위하여 不實企業에 대한 政策的 論議에 별 도움이 되지 않는다. 따라서 本稿에서는 不實企業을 長期的 收益性 基準에 따라 두가지 유형으로 나누어 정의하고자 한다. 장기적 수익성이란 원칙적으로 문제의 대상인 기업이 투자, 마케팅, 인력관리, 재무관리 등 主要 經營事項 全般에 걸쳐서 최선의 선택을 하는 경우 장래에 예상되는 期待利潤의 現價의 합을 위험프리미엄으로 할인한 값과 현재의 자산을 타용도로 전환한 경우의 機會費用을 비교하여 결정할 수 있다.⁵⁾ 장기이윤이 자산의 기회비용보다

크다면 이 기업은 존속되는 것이 효율적이며, 반대의 경우 이 기업은 청산되는 것이 효율적이다. 이는 負債의 액수와 무관하다. 예컨대 負債가 전무하여 자산과 자본이 일치하고 따라서 負債支拂能力의 악화에 따른 도산의 위험이 없는 기업이라 할지라도 장기이윤이 자산의 기회비용에 미달하는 경우 청산되는 것이 효율적인 것이다. 반면 부채가 자본금의 1兆倍에 달하고 기업이 부채를 상환하는 것이 불가능하다고 할지라도 현실점에서 계산한 기업의 장기적 수익이 清算時 殘餘價値를 초과하는 경우 기업을 존속시키는 것이 바람직하다.⁶⁾ 위의 기준에 의해 청산될 기업 중 清算時 資産이 負債를 초과하는 기업은 아무 문제를 가지고 있지 않다. 청산시 資産이 負債에 미달하는 기업의 경우는 자산을 가지고 각종 채권을 법에 정한 우선순위에 따라 변제하면 된다.⁷⁾ 따라서 장기적 수익이 자산의 기회비용에 미달하는 清算對象企業에는 채무조건이나 소유구조의 변경 등의 문제가 발생하지 않는다. 이러한 기업을 經濟性喪失企業으로 정의하자.

經濟性喪失企業이 아닌 不實企業, 즉 기업의 존속이 효율적이지만 負債를 본래의 계약조건에 따라 지불할 능력이 없는 기업

은 財政的 不實企業으로 정의할 수 있다. 財政的 不實企業은 또다시 負債가 자산의 現價에 미달하는 경우와 負債가 이를 초과하는 경우로 나눌 수 있다. 흔히 負債가 자산의 現價를 초과하는 기업은 청산되어야 한다고 생각하는 경향이 있는데, 이는 위에서 설명한 바와 같이 비효율적이다. 따라서 效率性에만 입각해 볼 경우 負債와 資産의 現在價値의 상대적 크기는 기업의 청산여부에 영향을 줄 수 없으며, 財政的 不實企業은 존속되어야 한다고 판단된다. 그러나 財政的 不實企業의 존속은 債務辨濟條件의 變更을 필요로 하고 있으며, 이에 따라 株主 및 債權者의 이익을 변경시키게 된다. 財政的 不實企業의 정리문제는 채무조건 변경으로 증가하는 기업의 가치를 다양한 債權者들과 株主들이 어떻게 나눌 것인가를 결정하는 문제로 귀착된다.

本稿에서는 不實企業을 위에 설명한 바와 같이 經濟性喪失企業과 財政的 不實企業으로 구분하여 논의를 진행시킬 것이다. 여기서 주의해야 할 점은 이 구분은 기업의 收益性和 자산의 기회비용에 관하여 경제주체들간에 평가가 일치하고 있고, 또한 채권자들의 자본기회비용이 대체로 同質의이며 자본의 시장가격과 일치한다는 것을 전제로 할 때 의미가 있다는 것이다. 예컨대 負債의 기회비용을 자본의 시장가격으로 계산한 결과 經濟性이 있는 財政的 不實企業으로 판명된 기업의 負債가 대부분 고금리를 받을 수 있는 고리대금업자로부터 차입된 것

6) 즉 企業存續與否에 대한 결정은 부채가 사라졌다는 가상의 상황을 상정하고 내려져야 한다.
7) 즉 本稿에서는, 청산에 의한 분배에 관해서는 현행제도를 外生的인 것으로 받아들여 이에 대한 논의는 하지 않는다.

이며 이 사람의 자본의 기회비용이 고금리인 경우, 이를 근거로 하여 평가할 때 이 기업은 經濟性喪失企業으로 판단될 가능성이 있다. 또한 기업의 장래의 收益性에 대하여 株主와 債權者간에 서로 다른 평가를 하는 경우 기업의 經濟性에 대한 客觀的인 評價는 불가능하며 위의 구분은 의미가 감소하게 된다. 현실적으로 이러한 가정들이 만족되지 않는 경우가 많으며, 따라서 위의 정의를 정확하게 적용할 수 있는 경우는 제한되어 있다. 그럼에도 불구하고 위의 구분은 不實企業整理에 대한 基本的인 基準으로서 지침의 역할을 할 수 있으며, 위의 가정이 충족되지 않는 현실에 대처함에 있어서 출발점이 될 수 있다.

2. 不實企業整理制度的 現況

과거에 빈번히 사용되었거나 현재 널리 사용되고 있는 不實企業整理制度로는 清算, 銀行管理, 法定管理, 産業合理化措置를 들 수 있다. 이 章의 나머지 부분에서는 은행 관리, 법정관리, 산업합리화조치의 내용을 간략하게 정리하고 운용실적을 요약하고자 한다.

가. 銀行管理

銀行管理란 財政的 不實企業으로 판단되는 不實企業의 주거래은행이 기업의 경영에

참여하여 기업을 존속시키는 한편 자신들의 채권을 보호하는 제도이며, 은행과 기업간의 私的인 契約에 의해 성립한다. 즉 현재의 기업 경영진에게 기업의 운영을 전적으로 맡겨놓을 경우 자신이 제공한 負債의 元利金償還이 어려울 가능성이 크다고 판단되는 不實企業에 대하여 주거래은행이 경영에 참여해 자신의 채권을 보호하려는 것이다. 銀行管理는 은행이 기업의 資金과 擔保의 管理에 참여하는 部分的 管理와 기업의 경영전반을 인수하는 全面管理의 두 형태가 있다. 1993년 9월 22일 현재 上場社 중 은행관리대상인 기업은 17개이며, 대부분이 資金과 擔保의 管理를 위주로 한 部分管理를 받고 있다.

은행관리는 債權者와 債務者간의 협상을 통하여 청산시에 비해 債權者와 債務者 모두의 이익을 증진시킬 수 있는 「파레토」우월한 해결책의 하나이며, 양자가 자발적으로 동의할 경우 效率性을 증진시킬 수 있는 제도이다. 그러나 과거 은행관리제도는 이러한 본래의 취지보다는 정부의 産業支援政策을 뒷받침하는 수단으로 편법운영되어 온 경우가 많았다. 예컨대 정부는 1969~71년 기간중 단행된 不實借款企業整理의 일환으로 은행이 不實企業을 관리하도록 措置하였으며, 이는 1984~88년 기간중 실시된 不實企業 整理過程에서 되풀이되었다.⁸⁾

또한 이성욱·김준경(1993)에 의하면 1993년 6월 현재 은행관리에 있는 기업의 41%가 1984~88년 기간중 실시된 不實企

8) 金俊經(1991)에서 인용.

〈表 1〉 銀行管理 上場社 現況

	구 분	관리은행	관 리 기 간	
			착수일	예 정 기 한
금하방직	법정관리	상업은행	91. 7. 19	법정관리폐지확정 또는 관리종결시
협진양행	"	"	91. 10. 7	"
한 양	직원상주관리 법정관리	"	86. 12. 9	미 정
진 양		법정관리	84. 12. 19	97. 12
공영토건	"	"	82. 8. 18	법정관리폐지확정 또는 관리종결시
벽산개발	"	"	87. 9. 8	"
남선물산	"	의환은행	86. 4. 15	미 정
정풍물산	직원상주파견 법정관리	"	81. 1. 8	당행 해지 결정시까지
보르네오가구		의환은행	92. 3. 4	"
라이프주택개발	직원상주파견	서울신탁은행	84. 7. 9	관리목적 달성시까지
한신공영	"	"	84. 7. 24	"
삼익주택	"	제일은행	85. 11. 21	업무종료시까지
동양고속	"	조흥은행	85. 5. 10	미정
삼 호	"	"	84. 2. 10	"
진흥기업	"	"	"	"
홍아해운	"	부산은행	84. 5. 15	94. 5. 15
태 화	"	조흥은행	93. 9. 22	경영정상화시점까지

資料: 『每日經濟新聞』, 1993년 9월 24일자.

業 整理過程의 產物이다. 따라서 과거의 은행관리는 본래의 취지와는 달리 정부의 강요에 의해 銀行이 受動的으로 응한 경우가 많았다고 볼 수 있다. 정부의 강요에 의해 은행관리에 들어간 경우 중 다수가 상황이 사실상 불가능한 것으로 판단된 債權處理의 留保를 목적으로 이루어진 것으로 판단된다.

9) 이것은 필자의 해석임을 밝혀둔다. 실제로 회사정리를 관장하는 法院의 解釋은 이러한 필자의 해석과 일치하지 않는 것으로 보인다. 第Ⅳ章에 이에 관한 논의가 비교적 소상하게 나와 있다.

나. 法定管理

法定管理란 존속시키는 것이 바람직하다고 판단되는 不實企業의 清算을 막고 계속적인 활동을 보장하기 위하여 法院이 개입하여 債務를 凍結하고, 기업이 원리금 조기상환의 재정적 압박으로부터 자유로운 상태에서 企業의 價値를 增加시킬 수 있도록 보장하는 제도이다. 따라서 法定管理의 기본 취지는 財政的 不實企業의 청산을 막아 사회전체적으로 效率性을 높이는 것으로 해석할 수 있다.⁹⁾ 法定管理는 기업과 채권

자간의 협상에 의한 私人的 問題解決의 가능성이 소진된 경우 기업이 취할 수 있는 마지막 制度的 救濟裝置이며, 일반적으로 不實企業에 관련된 당사자들의 이해관계가 일치하지 않는다는 점을 고려할 때 가장 이용 가능성이 크고 중요한 제도이다.¹⁰⁾ 法定管理를 규제하는 「會社整理法」은 1962년 처음

도입되었으며, 이후 약간의 수정만 거쳤을 뿐 기본적인 골격에는 큰 변화가 없었다.¹¹⁾

「會社整理法」 제1조는 法定管理의 목적을 “재정적 궁핍으로 파탄에 직면하였으나 갹생의 가망이 있는 株式會社에 관하여 채권자, 株主, 기타의 이해관계인의 이해를 조정하며 그 사업의 整理再建을 도모함을 목적으로 한다.”고 정하고 있다. 따라서 本稿의 정의에 따르면 財政的 不實企業이 法定管理의 대상이 된다고 해석할 수 있다.¹²⁾ 法定管理의 節次는 다음과 같이 요약할 수 있다. 法定管理는 不實企業 자체, 그 株主, 債權者 중 누구나 법원에 開始申請을 할 수 있다. 신청사유는 負債를 辨濟期間內에 지불할 수 없거나, 변제기간내에 지불할 경우 기업의 계속적 사업에 현저한 지장이 초래되는 경우이다. 후자의 예로는 負債를 본래의 변제조건에 따라 갚기 위해서는 높은 收益性的 원천이 되는 자산을 단기간에 헐값에 처분해야 하는 것 등을 들 수 있을 것이다. 법원은 개시신청이 있을 경우 이를 거부하거나 혹은 받아들이는 결정을 하게 되며, 거부하는 경우 法定管理는 이루어지지 않는다. 물론 개시신청이 법원에 의해 받아들여진다고 해서 法定管理가 이루어지는 것은 아니며, 최종적인 法定管理計劃의 內容과 그 許容與否를 결정하기 위한 절차가 시작될 뿐이다.¹³⁾

개시결정을 내리는 경우 법원은 管理人을 선임하는데, 관리인의 가장 중요한 역할은 會社財産의 管理와 整理計劃案의 作成이다.

-
- 10) 역사적으로 볼 때 옛날에는 동서양을 막론하고 債務不履行을 行爲(act)로 인식하고 이에 대한 처벌에 중점을 두었다. 그러나 경제활동이 활발해지고 경제현상에 대한 사람들의 이해가 증가함에 따라 채무불이행을 행위가 아닌 狀態(state)로 인식하게 되었으며, 사후대책도 처벌보다는 채무불이행이라는 상태가 이미 발생한 상황에서 합리적인 처리방식을 찾는 방향으로 발전하였다. 法定管理制度는 이러한 인류역사의 진보과정에서 탄생하였다.
 - 11) 우리나라의 「會社整理法」은 1932년에 도입된 미국의 舊破産法(Bankruptcy Law) 제10장(Chapter 10)을 모방한 日本法을 모방한 것이다. 美國의 파산법은 1978년 개정되어 우리나라의 「會社整理法」에 해당되는 부분이 제11장(Chapter 11)으로 바뀌었다. 내용면에서 新法의 제11장은 舊法의 제10장에 비해 존속시 기업의 純資産價値의 계산을 좀더 합리적으로 개선한 것으로 평가된다. 즉 신법은 먼 미래에 예상되는 수익증가요인과 수익감소요인을 자산가치에 반영하도록 허용하였다. 이러한 법 개정의 결과 「아스베스토스」의 생산업체인 「맨빌」(Manville)이 현재는 수익성과 재무구조가 모두 양호한데도 불구하고 장래에 있을 「아스베스토스」에 대한 피해자의 손해배상소송에서 패배하여 지불하게 될 채무의 예상액을 현시점에서의 순자산가치에 반영하여 법정관리허가를 받았다.
 - 12) 註 9)에서 언급한 바와 같이 이것은 필자의 해석이며, 필자의 견해에 의하면 바람직한 법의 해석이다.
 - 13) 그러나 실제적으로는 거의 예외없이 開始申請許可가 결국 法定管理案의 許可로 이어진다.

일단 수립된 정리계획안이 이해당사자들의 동의를 법적으로 얻기 위해서는 다음과 같

- 14) 이는 一見 衡平에 크게 어긋나는 것처럼 보이지만 반드시 그렇지는 않다. 채권자의 수가 많고 각 채권자가 자신의 채권의 변제만을 위해 노력한 결과 승수가 이루어지지 않는 경우 이러한 強制條項(cram down)이 없으면 기업이 청산되어 모든 이해당사자가 다 피해를 볼 경우도 있다. 이러한 강제조항이 없는 상황은 대체로 죄수의 고민게임(prisoners' dilemma game)으로 대표된다. 다른 채권자들이 모두 기업존속을 전제로 한 정리안에 동의할 때 한 채권자가 반대하여 자신의 채권을 변제받으면 결국 정리안은 물거품이 되고 기업은 청산된다. 각자가 이러한 유인이 있음을 아는 상황에서 채권자들은 각자 자신의 몫만을 주장하게 되고 결국 전체적으로 비효율적인 결과를 초래한다. 강제조항은 이러한 非效率의인 結果가 발생하지 않도록 하는 制度的 安全裝置로 볼 수 있다. 또한 강제조항이 있다는 사실은 채권자, 주주 등 이해당사자간의 협상을 순조롭게 하는 역할을 한다. Finkelstein (1993)은 이 문제에 대하여 상당히 포괄적인 논의를 하고 있다.
- 15) 예컨대 全國投資金融協會(1993)에 의하면 최근 인가된 실제 사례 중 정리담보권자와 정리채권자 일반의 채권을 6년간은 無利子로, 據置後 12년간은 利子附로 分割辨濟하는 정리계획안이 있었는데, 이를 年 14%의 금리에 의해 현가계산을 하면 100萬원의 負債 중 45萬원만을 상환하는 것과 동일하다. 이 기업은 당시 負債가 순자산의 2.5배에 달하여 청산시 100萬원의 負債가 평균 40萬원을 변제받을 수 있었는데, 이는 법인 채권자의 경우 貸損處理에 의한 세부담의 감소를 고려할 경우 62萬원의 가치와 동일하다. 따라서 담보권이 없는 일반채권자라 할지라도 법인인 경우 정리계획은 청산시 변제받을 수 있는 금액에 미달되며, 정리담보권자의 경우 청산시 받을 수 있는 금액이 채권자 평균에 비해 훨씬 높을 것이므로 이 정리계획안이 정리담보권자에게 매우 불리하다는 것을 알 수 있다.

은 다수의 동의를 얻어야 한다; 擔保權을 수반한 債權總額의 전원동의(정리계획이 단순히 期間猶豫만을 요구하는 경우에는 3/4 이상), 담보권을 수반하지 않은 채권총액의 2/3 이상, 의결권을 가진 株式總數의 1/2 이상. 이 조건이 충족되는 경우 법원이 판단할 때 계획안이 합법적이라면 법원은 계획을 승인하며 法定管理가 시작된다. 위의 조건이 모두 충족되지 않는 경우에도 이해당사자 그룹 중 어느 한 그룹이라도 위에 언급한 法定多數에 의해 계획안에 동의하는 경우, 법원은 계획을 거부한 여타 이해관계자의 의사를 무시하고 계획을 승인할 수 있다.¹⁴⁾

法定管理가 시작되면 과거의 모든 負債에 대한 변제는 일단 효력을 상실하고 승인된 계획안에 의해 再調整된다. 승인된 계획안의 구체적 내용은 사안별로 다르지만 일반적으로 負債의 辨濟期間 延長과 利子の 免除을 포함하며, 과거에는 심지어 負債의 元金を 蕩減해 준 경우도 적지 않았던 것으로 알려져 있다. 따라서 法定管理는 많은 경우 株主, 특히 支配株主의 富를 증가시키는 반면 債權者들의 부가 감소되는 분배효과를 가지고 있고 이의 公正性이 논란의 대상이 되어 왔다.¹⁵⁾

法定管理에 들어간 기업은 관리인이 경영을 책임지며 기업운영이 정리계획안대로 이루어지는 경우 계획안에 따라 法定管理狀態를 종료하고 정상적인 기업으로 돌아간다. 그러나 기업운영이 계획안에 비해 현저히

악화되어 계획안의 수행이 불가능해지면 재차 계획안을 변경하거나 정리절차를 폐지하게 된다. 물론 整理節次의 廢止는 법원이 정리계획안의 수행이 불가능하며 더 이상 정리절차를 계속하는 것이 무의미하다고 판단하는 경우 법원의 결정에 의해 이루어진다. 法定管理는 專門的인 法律서비스와 비교적 長期間의 節次가 필요하며 이에 따라 상당한 거래비용을 수반하기 때문에 기업의 규모가 일정수준 이상인 경우에 이용할 가치가 있다. 따라서 기업의 규모가 대체로 영세하고 株式會社의 수가 적었던 經濟成長初期에는 사용된 예가 드물다. 그러나 기업의 규모가 커지고 株式會社가 증가함에 따라 1980년대에 들어서 이 제도의 이용사례가 증가하였다. <表 2>는 「會社整理法」에 의한 不實企業 處理結果가 『司法年鑑』에 수

록되기 시작한 1983년 이후의 통계를 요약하고 있다.

1983~91기간중 法定管理를 신청한 업체는 총 327개 업체였으며, 이 기간동안 209개 업체가 法定管理決定을 받았고, 57개 업체가 棄却 決定을 받았다. 한편 이 기간중 62개 업체가 終結處分을 받았으며, 53개 업체는 결국 갱생하지 못하고 廢止處分되어 清算되었다. 따라서 종결된 경우와 폐지된 경우를 합친 경우 115건 중 약 54%가 종결되었고 46%가 폐지처분되었다. 국제적인 비교는 자료의 미비로 가능하지 않으나 46%에 달하는 궁극적인 폐지처분율은 일반적으로 높은 것으로 인식되고 있으며, 법원에서 更生可能性이 없는 기업에게 法定管理를 쉽게 허용했다는 비난의 근거가 되고 있다. 갱생가능성이 없는 기업에게 法定管理

<表 2> 整理事件 現況

	접 수				처 리								합 계	개시 결정 전	개시 결정 후
	합 계	전년미제		본년	개시결정전				개시결정후						
		개시결정전	개시결정후		합계	인용	기각	기타	합계	종결	폐지	기타			
1983	63	16	55	47	38	31	6	1	4	1	3		107	25	82
1984	77	25	82	52	53	35	9	9	29	16	12	1	112	24	88
1985	64	24	88	40	55	27	13	15	13	2	10	1	113	9	104
1986	35	9	104	26	24	8	10	6	6	1	5		117	11	106
1987	41	11	106	30	23	18	1	4	20	9	9	2	122	18	104
1988	44	18	104	26	24	18	3	3	10	6	4		132	20	112
1989	47	20	112	27	33	29	1	3	15	9	3	3	140	14	126
1990	29	14	126	15	21	17	4		21	10	4	7	130	8	122
1991	72	8	122	64	46	26	10	10	20	8	3	9	154	26	128
계				327		209	57	51		62	53				

資料 : 『韓國經濟新聞』, 1992년 4월 1일자.

를 許容하는 것은 비효율적일 뿐 아니라 청산을 지연시켜 채권자들의 불이익을 가중시키는 형평상의 문제를 초래하기 때문이다.

일반적으로 한 기업이 法定管理申請을 한 사실이 알려지면 그 기업의 株式價格이 暴落하여 一般株主들이 큰 손실을 보게 되고, 法定管理申請이 법원에 의해 받아들여진 뒤에도 株價가 폭락한 수준에서 회복되지 않는 것이 일반적인 현상이다. 法定管理가 대체로 채권을 사실상 감소시키는 방향으로 운영되어 온 점만을 고려한다면 이 현상은 설명하기 곤란한데, 一般株主들이 法定管理申請 이전에는 기업의 상태에 대하여 잘 모르고 있다가 法定管理申請에 의해 기업이 不實化되었다는 情報가 전달되기 때문으로 생각된다. 또한 法定管理申請이 들어가기 직전에 大株主들이 內部情報를 악용하여 자신소유의 株式를 대규모로 처분하는 사례가 종종 있었는데, 과거에는 내부정보를 이용한 이와 같은 매매행위에 대한 처벌이 비교적 경미하여 내부정보를 이용한 범죄행위에 대한 별다른 억지력을 갖지 못하였다.¹⁶⁾

16) 이성욱·김준경(1993)에 의하면 1991년 이후 법정관리를 신청한 18개 상장기업의 16萬명에 달하는 소액주주들이 否認公示, 虛僞公示, 大株主의 內部者去來에 의해 피해를 입었다고 한다. 반면 단 6개업체만이 內部者去來로 기소되었다. 공시의무위반에 대한 벌칙이 500萬원 이하의 벌금, 미공개정보를 이용한 내부자 거래에 대한 벌칙이 3년 이하의 징역 또는 2千萬원 이하의 벌금으로 매우 경미하여 犯罪에 대한 抑止力을 상실한 상태이다.

다. 産業合理化措置

産業合理化措置란 불황에 빠졌거나, 국내외 경제여건의 변화로 경쟁력이 저하된 産業에 정부가 개입하여 이 産業內 企業의 統廢合, 資金支援, 競爭制限 등의 措置를 취하는 것을 말한다. 産業合理化措置는 산업의 육성·보호를 목적으로 하고 있다는 면에서 行政府의 産業政策의 일부이지만, 한편 그 대상이 결국 不實化된 기업이라는 점에서 不實企業整理制度의 하나로 보아야 한다. 즉 産業合理化措置는 궁극적으로 개별 기업과 그 株主, 채권자에게 영향을 미치고, 效率性和 衡平性面에서 갖는 효과의 성격이 法定管理 등 不實企業整理制度和 유사하며, 많은 경우 銀行管理, 法定管理 등 不實企業整理制度의 이용을 수반해 왔다. 따라서 産業合理化措置는 不實企業整理制度의 한 부분으로 이해되어야 하며 本稿의 분석의 대상이 된다. <表 3>과 <表 4>는 1969년 이래 시행된 主要 産業合理化措置를 정리하고 있다.

<表 3>에 있는 1986년 이전의 産業合理化措置와 <表 4>의 상단에 위치한 경쟁력 보완분야 4개 産業에 대한 措置는 정부의 産業育成政策의 한 부분으로 이해할 수도 있다. 제3공화국이 추진한 산업화과정은 기본적으로 行政府가 育成對象産業과 이 産業에 참여할 사람을 선정한 뒤 이 사람들이 운영하는 기업에 대규모의 資金을 貸出해 주는 방식을 취했다. 이 과정에서 國內外 需要에

〈表 3〉 工業發展法 以前の 産業合理化措置

	합리화조치의 내용
1969~71년의 기업합리화조치	<ul style="list-style-type: none"> - 3차에 걸쳐 시행 · 1단계(1969):PVC, 합판, 자동차, 철강, 화섬 등 업종의 30개 부실기업체 정리 · 2단계(1970):56개 기업이 부실기업체로 지정되고 정리 · 3단계(1971):26개 부실기업체 정리 - 산업은행의 출자관리, 산업은행·시중은행의 전면관리 및 부분관리, 「회사정리법」에 의한 법정관리를 통해 추진
1972년의 8·3조치 중 산업합리화 조치	<ul style="list-style-type: none"> - 총 61개 업종을 산업합리화지원업종으로 지정 · 철강, 비철금속, 선박, 전자 등 중공업분야 30개 업종 · PVC, 비료, 석유화학, 화공분야 8개 업종 · 섬유 등 경공업분야 10개 업종 - 대상업종이 시설적정화, 전문화·계열화, 기업합병, 재무구조개선, 기술개발 등을 도모할 경우 금융과 조세지원을 통해 지원 · 산업합리화자금에 의한 금융지원 · 합병시의 법인세·취득세 면제, 특별감가상각률 인상, 설비투자에 대한 국고보조 등
1980년의 중화학 투자조정	<ul style="list-style-type: none"> - 대상업종:발전설비 및 건설중장비, 자동차, 중전기, 전자교환기, 디젤엔진, 銅製鍊 - 70년대 집중육성된 중화학부문에서의 중복 또는 과잉투자문제의 해결을 위해 기업간 합병 또는 생산전문화 유도 등을 통한 투자조정 단행 - 투자조정기간 동안 구제금융형식의 정부지원과 82년의 금리인하 등을 통하여 금융비용부담을 경감해 주는 등 계속 지원
1984~85년의 불 황산업에 대한 합 리화조치	<ul style="list-style-type: none"> - 대상업종:해운업, 해외건설업 - 해운업과 해외건설업의 부실기업정리는 통폐합 또는 제3자 인수를 통해 진행 - 통폐합 또는 인수기업에 대해 금융기관의 여신알선, 자산초과분의 부채에 대한 대출원금의 탕감, 원금상환 및 이자지불유예 등의 금융지원과 「조세감면법」에 의한 조세감면 등의 조세지원
1986~88년의 부 실기업정리(「공업 발전법」에 의거하 지 않은 부실기업 정리)	<ul style="list-style-type: none"> - 개별부실기업정리와 업종별 합리화조치로 나누어 실시 · 개별부실기업정리:57개(49개는 「조세감면법」에 따라 합리화기업으로 지정되고, 8개는 합리화지정 없이 정리) 기업이 제3자 인수방식으로 정리 · 업종별 합리화조치:해운·해외건설업합리화의 보완책으로 21개 기업 정비 - 정부의 지원내용은 다음과 같음. · 금융지원:자산초과부채보전의 지원기준에 따라 원금탕감, 이자유예 또는 감면, 원금상환유예 등 · 조세지원:부동산 및 불용자산 매각에 따른 법인세 및 주식인수에 따른 취득세 감면, 인수기업에 대한 인정상여소득세 원천징수면제 · 부실기업정리 관련대출로 인한 시중은행의 수지악화보전을 위한 한은특용제공

資料 : 南逸聰(1993).

〈表 4〉 工業發展法에 의한 合理化業種 및 計劃과 實績

	지정기간	업종상황	계 획	실 적
경쟁력보완분야 자동차	1986. 7~ 89. 6	과잉설비투자 과당경쟁	-차종별 생산전문화 -주요기계부품전문생산	-현대, 대우, 기아, 동아자동차로 전문 생산체제유지 -모기업과 전문업체별로 전문화 정착
건설증장비	1986. 7~ 89. 6		-기종별 생산자 제한 -기술개발투자를 매출 액대비 5%로 확대 -재무구조개선 및 기술 개발투자촉진을 위한 증자지원	-삼성중공업과 대우중공업으로 전문생 산체제 유지 -4.0%(1986)→5.4%(1987) -삼성중공업 500億원 증자: 양사평균 자기자본비율이 15.3%(1985)에서 17.3 %(1987)
디젤엔진	1986. 7~ 89. 6		-업종별 생산전문화 -부품국산화의 단계적 추진	-한중, 현대엔진(대형엔진), 쌍용중공 업(중형엔진)으로 전문생산체제 정착 -부품 국산화를 제고 ·중형:55%(1986)→75%(1988)→ 82%(1989) ·대형:65%(1986)→85%(1988)→ 87%(1989)
중전기기	1986. 7~ 89. 6	과잉설비투자 과당경쟁	-기종별생산전문화 -시설의 신·증설 억제 -기술개발투자를 매출 액대비 2.8% 확대 -효성중공업의 경영정 상화 지원	-효성중공업 등 6개 업체로 전문화 -기존시설의 신규증설 없음 -1989년중 2.8% 수준의 달성예상 ·1.7%(1985)→2.6%(1988) -한전이 효성중공업제품을 수의계약방 법으로 우선구매함으로써 재무구조 개 선: 누적적자가 451億원(1985)에서 270億원(1987)으로 감소
경쟁력상실분야 직 물	86. 7~89. 6 89. 7~92. 6 92. 7~95. 6 (더 이상의 추가연장은 하지 않음)	노후시설 경쟁력상실	-노후시설의 폐기·개체 (3萬 4,100대, 1,800億 원 지원) -기술개발촉진 -한계기업의 전·폐업 유 도 -시설의 신·증설 제한	-구조조정자금 2,530億원(1992. 6 현재) -직기자동운전감시기술 등 고부가가치 기술 개발
합금철	1986. 7~ 89. 6		-생산자 제한 -규소철 생산업체 감축 (4개사→1개사:인천 제철) -전기로 감축(5기→2기) -국내생산분의 안정공급	-한국합금철공업, 동부산업, 동일전공, 인천제철로 제한 -해당업체별로 생산감축 및 생산품목 전환중 ·인천제철:생산중단 ·나머지 3개사는 생산시설의 전환완료 또는 전환중 -계획대로 개체중(5기→3기) -포철은 매년 공급계약을 체결

〈表 4〉의 계속

	지정기간	업종상황	계 획	실 적
염색가공업	1987. 1~ 88. 12	노후시설 경쟁력상실	-노후시설 개체:산업구조조정자금 및 공업발전기금 400億원 융자 -기술개발촉진:50億원 융자 또는 출연	-1988년 현재 산업구조조정자금(年 5%) 200億원 지원
무기질화학 비료	1987. 12~ 90. 11	노후시설 경쟁력상실	-비료생산업체의 민영화 지원:영남화학→동부그룹, 계열기업군에 대한 여신한도 및 기업출자제한규정 적용 배제 -국내판매의 자유화 -비료 및 비료원료의 관세인하	-동부석유에서 영남화학 인수(1988. 2) -암모니아에 대한 관세율 2% 적용
신 발	1992. 3~ 95. 2	노후시설 경쟁력상실	-시설감축 -노후시설 개체 및 시설자동화: 공업발전기금 700億원 지원 -기술개발촉진	

資料 : 南逸聰(1993).

비해 너무 많은 기업이 너무 많은 설비를 갖게 되는 過剩投資가 발생하거나, 무능한 기업인이 대규모 자본을 대출받아 대기업을 운영하는 사례가 종종 발생하였다. 過剩投資의 결과 산업내 많은 기업이 負債를 제대로 상환하지 못할 뿐 아니라 장래의 收益性도 기대하기 어려운 지경에 빠지면 정부가 개입하여 산업내 기업의 수를 줄이거나 기업간의 경쟁을 제한하여 기업들의 長期的 收益性을 保障해 주는 한편, 기업

들이 안고 있던 기존의 負債를 擔當·유예하여 과거에 있었던 잘못된 투자의 부담이 기업을 계속 不實化시키는 원인이 되지 않도록 措置하였다.¹⁷⁾ 무능한 기업인이 운영한 결과 不實化되었다고 판단되는 경우의 자세한 기록은 구할 수 없으나, 정부가 적극적으로 개입하여 문제의 기업인이 소유한 株式을 제3자에게 매각하게 하고 기업의 更生을 위해 과거의 負債를 擔當·유예하거나 신규로 大規模 融資를 해주는 조치가 빈번하였던 것으로 알려져 있다. 즉 이 시절의 産業合理化政策은 産業育成政策에 의해 생긴 産業에 문제가 발생하였을 때 이를 수습하는 수단으로 사용되었다고 볼

17) 나중에 밝혀지겠지만 주식 등 反對給付 없이 원리금을 擔當하는 것은 公正性에 어긋나는 한편 效率性 提高에도 도움이 되지 않는다. 이러한 조치는 기업과 기업주를 구분하지 않는 결과이다.

비해야 할 必要要件이라고 할 수 있다. 우리나라 역시 짧은 産業化의 歷史에도 불구하고 많은 不實企業이 발생하였으며 이를 처리하는 여러 制度 및 慣行을 가지고 있다. 그러나 우리나라의 不實企業整理制度나 慣行은 産業化 過程만큼이나 논란의 대상이 되어 왔으며, 不實企業整理制度에 대한 논란은 최근 國際그룹事件에 대한 헌법재판소의 판결이 나온 이후 더욱 치열해지고 있다.¹⁾ 不實企業整理制度의 중요성과 이 문제에 대한 많은 사람들의 관심에도 불구하고 우리나라의 不實企業整理制度에 대한 의미 있는 경제학적 분석이 매우 드물었으며, 따라서 不實企業整理制度에 대한 토의도 피상적인 수준에 머물러 있는 실정이다. 本稿에서 筆者는 우리나라의 主要 不實企業整理制度의 經濟的 效果를 분석하고 改善方案을 제시하고자 한다.

企業의 不實化 過程에서 제기되는 문제는 기업이 지고 있는 負債의 處理問題와 기업 자체의 存續問題로 나눌 수 있다. 企業이 不實化되어 채무의무를 계약에 따라 이행할 수 없는 경우 채권자들의 권리를 보호하는 것은 衡平性을 위해 중요할 뿐 아니라 장기

적으로 金融市場의 安定性 確保를 위해 필수적이다. 그러나 不實企業의 처리가 채권자들의 이익을 보호하는 데 그친다면 장기적으로 收益性이 충분히 있으나 일시적으로 재정적 어려움에 처한 企業을 倒産시키는 非效率을 초래하게 된다. 따라서 不實企業整理制度는 미래에 收益性이 있다고 판단되는 企業을 존속시키는 한편 債權·債務關係를 공정하게 조정하는 것을 목표로 하여야 할 것이다. 不實企業整理制度는 사후적으로 衡平性과 效率性에 영향을 미치는 데 그치지 않고, 사전적으로도 자본가, 경영자, 금융기관, 그리고 일반 투자자들의 행태에 지대한 영향을 미친다. 기업의 支配株主에게 지나치게 관대한 不實企業整理制度의 운영은 사후적으로 형평에 영향을 줄 뿐 아니라 사전적으로도 支配株主가 팽창 위주의 위험도가 높은 경영전략을 추구하는 원인이 될 수 있으며, 이는 다시 不實化의 확률을 높이고, 나아가 투자자들의 경각심을 높임으로써 장기적으로 원활한 자본조달을 저해하게 된다. 또한 특정인에 의해 자의적으로 기업정리가 이루어지는 것이 용납되는 사회에서는 경제주체들이 창의적인 노력에 의해 목표를 달성하기보다는 權力과의 密着에 의해 이윤을 추구하고 恣意的인 整理로부터 보호받고자 하게 되는 것이다. 이는 물론 衡平上의 문제를 야기할 뿐 아니라 자원이 창조적인 경제활동에 사용되지 못하고 地代의 形態로 지불되어 경제전체적으로 效率性을 低下시키는 결과를 초래

1) 헌법재판소는 지난 7월 30일, 1985년 당시 정부가 국제그룹의 정리에 개입한 행위가 위헌이라고 판결하였다. 한편 우리나라의 산업화 과정은 정부가 소수의 기업인들에게 대규모 자금을 市場金利에 비해 低利로 공급해 주는 방식을 통하여 이루어졌으며, 이의 特惠性과 效率性에 대한 시비가 끊임없이 이어져 왔다.

〈表 5〉 一般銀行의 不實債權 및 産業合理化關聯 貸出金規模 現況

(단위: 億원, %)

	시중은행	지방은행	일반은행
총대출금(A)	383,531	58,019	441,550
부실채권(B)	25,197	2,825	28,022
부실채권보유(B/A)	6.6	4.8	6.4
산업합리화관련대출금(C)	50,357(100)	2,253(100)	52,610(100)
정상이자수취	7,128(14.1)	699(29.7)	7,797(14.8)
이자유예·감면	38,873(77.2)	1,252(55.5)	40,125(76.3)
채무면제	4,356(8.7)	332(14.7)	4,468(8.9)
C/A	13.1	3.9	11.9

註: 1988년 3월말 현재.

資料: 은행감독원, 「일반은행의 부실여신이 은행경영에 미치는 영향 및 향후 전망」, 1988. 7에서 부분인용.

입에 의해 경쟁력을 회복시킬 수 있다고 판단된 産業에 대한 支援內容을 담고 있다. 이 産業들에 대한 合理化措置는 産業構造調整次元에서 이루어졌다는 점에서 産業育成政策의 일환으로 무리한 투자나 부실경영의 뒷처리로서 시행된 그 이전의 合理化措置와는 구별된다. 構造調整次元의 合理化措置는 채권자의 희생문제를 수반하지 않으며, 效率性面에서는 支援資金이 가져올 外部效果의 크기가 주로 문제가 된다. 그러나 構造調整資金이 低利인 점과 産業內 企業들의 신용도를 고려해 볼 때 合理化措置가 企業의 경쟁력을 회복시킨다고 해도 그 효과가 이에 그치지 않고 해당기업의 株主에게 이익을 주는 점을 간과해서는 안될 것이다.²⁰⁾

Ⅲ. 不實企業整理制度의 經濟的 性格

不實企業整理制度의 핵심은 기업존속과 채무조정 결정이며, 不實企業整理制度의 목적은 이 결정이 效率性을 극대화하고 衡平性을 유지하는 방향으로 이루어져야 한다는 것으로 요약할 수 있다. 이 章에서는 不實企業整理의 效率性과 衡平性이 뜻하는 바를 구체적으로 살펴보고자 한다. 이 章에서 밝혀질 내용을 미리 소개하자면 企業存續에 관한 결정은 負債나 資本金의 크기와 무관하다는 점과, 公正한 債務調整은 애매한 개념이라는 것이다. 기업존속에 관한 결정이 負債나 資本金 등과 무관해야 함은 당연한데, 그 이유는 기업이 不實化된 시점에서

20) 산업구조조정차원의 합리화조치에 관한 자세한 내용은 南逸聰(1993) 참조.

불 때 資本金이나 과거에 차입한 負債는 모두 埋沒費用的 性格을 띠고 있기 때문이다. 즉 不實化된 시점에서 기업존속 여부에 대한 결정은 清算時 殘餘價値와 企業存續時 資産의 기대값의 상대적 크기에 의해서만 이루어져야 한다는 것이다. 이는 원론적 수준의 상식이라고 볼 수 있는데, 그럼에도 불구하고 현실적으로 기업존속 결정이 이 원칙에 의해 이루어지지 않고 있는 것이 문제라고 볼 수 있다. 公正한 債務調整이 잘 정의된 개념이 아니라는 것은 일반적으로 公正性(fairness)이 主觀的 價値判斷을 요구하는 개념이기 때문에 만인의 동의를 얻는 정의를 찾는 것이 불가능하다는 데 기인한다. 이런 경우 경제학자가 할 수 있는 것은 公正性的의 근거로 사용될 수 있는 기준을 정하고 이에 입각하여 公正性을 따져보는 것인데, 本稿에서는 本來의 契約을 기준으로 하여 債務調整의 衡平問題를 검토해 보고자 한다. 먼저 不實企業整理制度의 效率性을 검토해 보자.

자본금 1兆원을 가지고 설립되어 年利 10%의 조건으로 10兆원의 負債를 지고 있으며 負債辨濟條件에 따라 매년 이자 1兆원을 지급하고 서기 2000년에 원금을 상환해야 하는 회사가 있다고 하자. 이 회사는 과거에는 채무를 제대로 이행하였으나, 최근 어떤 이유로 인하여 收益性이 항구적으로 저하되었으며, 그 결과 매년 10億원의 營業利益밖에는 얻지 못하게 되었다. 마지막으로 이 회사를 청산하는 경우 50億원의 殘餘

價値가 있다고 하자. 이 회사는 年 10億원의 營業이익밖에 얻지 못하고 있기 때문에 1兆원의 이자를 지불할 수 없게 되었으며 따라서 不實企業이 되었다. 또한 존속시켜 보아도 10兆원의 負債元金을 지불할 능력이 없다는 것이 명백하다. 그러나 이 회사는 存續時 資産價値의 現價가 年利 10%의 금리를 적용할 때 100億원인 반면 청산시 잔여가치는 50億원이므로 經濟性喪失企業이 아닌 財政的 不實企業이며 따라서 존속시키는 것이 효율적이다. 이는 會社가 不實化된 원인이 기업주의 고의적 부실경영이나 회사 재산의 불법적 도피에 있다고 해도 마찬가지이다.

이 예에서 볼 수 있는 바와 같이 不實企業의 存續決定은 存續時 資産價値의 現價의 기대값과 清算時 殘餘價値의 상대적 크기에 의해서만 결정되어야 할 것이다. 회사의 청산시 殘餘價値가 F 이고 존속시 資産價値를 w 라 할 때, $w > F$ 인 경우 기업을 존속시킴으로써 $w - F$ 의 剩餘價値(surplus)가 발생하여 株主와 債權者가 나누어 갖는 떡의 크기가 커지는 것이다. 물론 不實企業의 존속은 채무의 조정을 수반해야 하는데, 기업존속의 결정이 비교적 단순한 데 비해 債務調整問題는 매우 복잡한 것이 일반적이다. 채무조정문제의 핵심은 存續에 의해 增加된 企業價値를 어떻게 分配하는가에 있다. 우선 불확실성이 없는 경우에 한해 이 分配問題를 살펴보자.

1. 不確實성이 없는 경우

본래 E 의 자본금으로 출발한 어느 기업이 不實企業이 되었으며 과거의 負債元金 및 그동안의 延滯利子の 合이 現시점에서 D 이고, 이 기업을 청산할 경우 F 의 殘餘價値가 있으며 존속시킬 경우 w 의 現가에 해당하는 資産價値가 있다고 하자. 전술한 바와 같이 이 기업은 $F \geq w$ 이면 청산되어야 하고 $F < w$ 이면 존속되어야 할 것이다.²¹⁾ 청산시 殘餘價値의 分配는 $F \geq D$ 이면 債權者가 D 를 갖고 株主가 $(F - D)$ 를 갖는 것이고, $F < D$ 이면 債權者가 F 를 모두 차지하고 株主는 0을 갖는 것이다.

$F < w$ 라고 가정하자. 따라서 기업은 존속되어야 하며 이를 위해 채무를 조정하는 것만이 문제가 된다. 채무의 조정은 변경된 변제조건에 따라 다양한 형태를 띌 수 있다. 즉 거치기간, 적용될 利子率, 거치후 원리금의 변제 스케줄 등에 따라 무한한 수의 調整案이 가능하다. 그러나 현재 고려중인 상황에서 중요한 것은 조정안이 債權者와 株主에게 줄 未來收益의 現價이다. 따라서 채무조정문제는 w 의 분배문제로 단순화시

킬 수 있다. 법원 등 정부의 強制的 介入이 불가능하고 채무조정이 당사자들간의 協商에 의해 결정되는 경우는 協商게임(bargaining game)으로 模型化할 수 있는데, 이해당사자의 相對的 協商力에 따라 결과가 달라진다.²²⁾

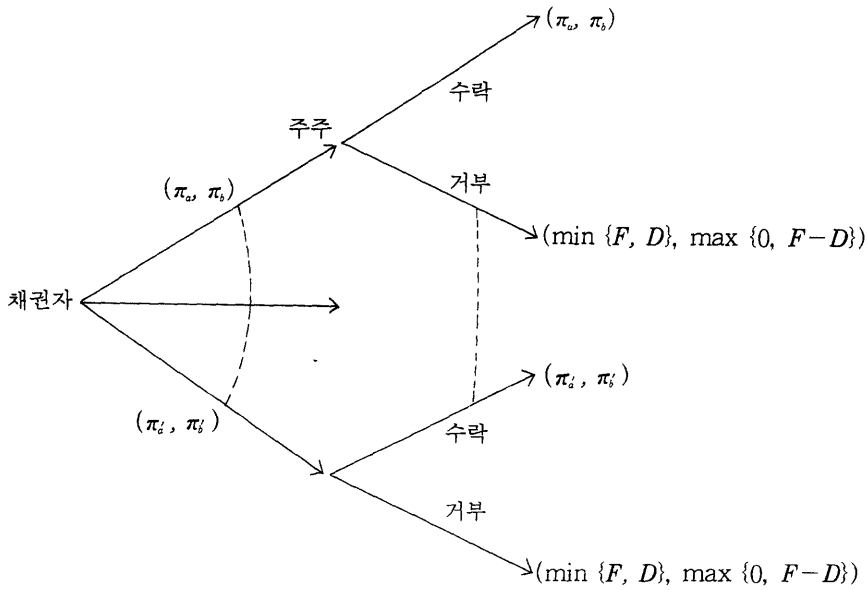
株主가 협상에 있어서 우위를 점한 경우를 다음의 [圖 1]을 통해 보자. 株主는 分配案 (π_a, π_b) 를 채권자에게 제안하며 채권자는 이를 수락 또는 거부한다. 여기에서 π_a 는 株主의 몫이며, π_b 는 債權者의 몫이다. 채권자가 株主가 제안한 분배안 (π_a, π_b) 를 수락하면 이 案에 따른 분배가 이루어지며, 채권자가 이를 거부할 경우 기업은 청산되어 채권자가 $\min \{F, D\}$ 를 갖고 株主가 $\max \{0, F - D\}$ 를 갖게 된다. 이 모형에서는 株主가 채권자에게 $\min \{F, D\}$ 를 주고 자신이 $w - \min \{F, D\}$ 를 갖게 되는 조정안을 제안하며 채권자는 이를 수락하는 것이 唯一한 均衡이다. 즉 株主는 채권자에게 청산시 채권자가 차지할 수 있는 액수만을 주고 企業存續에 따른 剩餘價値를 전액 자신이 차지하게 되는 것이다.

반면 債權者가 협상에서 優位를 점한 상황은 위와 유사한 게임에서 채권자가 먼저 제안하는 게임을 통해 볼 수 있는데, 이 게임에서는 물론 채권자가 株主에게 그가 청산시 받을 금액 $\min \{0, F - D\}$ 만을 주고 기업존속에 따라 증가된 富를 모두 자신이 갖는 것이 유일한 均衡이 된다. 양자간의 協商力의 차이가 분명하지 않는 경우는 株

21) $F = w$ 인 경우 效率性에만 입각해서 볼 때 청산과 존속간에 차이가 없다. 편의상 이 경우 기업을 청산시킨다고 가정하자.

22) 다음의 協商模型은 실제상황을 최대한 단순화한 것이다. 물론 Rubinstein流의 좀더 현실적인 모형을 사용하는 것도 가능하지만 이는 本稿의 목적상 불필요하게 복잡한 계산을 요하므로 생략하기로 한다.

[圖 1]



主와 債權者가 동시에 자신의 몫을 제안하고 그 합이 w 에 미달하면 기업의 존속과 함께 제안된 안에 의해 분배가 이루어지며, 그 합이 w 를 초과하는 경우 기업이 청산되는 同時性 正常型 게임(simultaneous move normal form game)으로 모형화해 볼 수 있는데, 이 게임은 $\pi_a + \pi_s = w$, $\pi_a \geq \max\{0, F-D\}$, $\pi_s \leq \min\{F, D\}$ 인 모든 제안벡터 (π_a, π_s) 가 균형이다. 한편 이 게임의 「내쉬」協商解

(Nash Bargaining Solution)는,

$$\pi_a^* = \frac{1}{2}(w + \max\{0, F-D\} - \min\{0, F-D\})$$

$$\pi_s^* = \frac{1}{2}(w + \min\{0, F-D\} - \max\{0, F-D\})$$

이 될 것이다.²³⁾

실제로 不實企業이 정리되는 상황은 경우에 따라 다를 것이며 특별히 어떤 모형이 항상 현실과 부합된다는 것을 선형적으로 알 수는 없다. 그러나 모형의 선택과 무관하게 두가지 사실은 분명해지는데, 첫째는 정부의 개입이 없더라도 財政的 不實企業은 청산되지 않고 存續된다는 것이며,²⁴⁾ 둘째는 어떠한 경우든 株主와 債權者가 청산시 자신이 받을 수 있는 몫을 각각 최소한 보장받는 방식으로 債務調整이 이루어진다는 점이다.²⁵⁾ 따라서 정부의 개입에 의하여 不

23) 잘 알려진 바와 같이 「내쉬」협상해는 대충 특별한 이유가 없으면 증가되는 부를 균등하게 분배하는 것이 합리적 해결방안이라는 아이디어에 근거하여 만들어진 개념이다. 필자는 이것이 공정한 채무조정안이 되지 않는다고 믿고 있다.

24) 이는 「코즈」정리(Coase theorem)의 적용으로도 해석될 수 있을 것이다.

25) 독자는 그러면 왜 法定管理制度가 필요한가라는 의문을 가질 것이다. 이에 대한 답은 위의

實企業이 정리되는 과정에서 株主와 債權者에게 청산시 받을 수 있는 각자의 몫을 보장하는 것으로 생각할 수 있다. 그러나 이 조건은 매우 약한 것이며 이 조건만을 요구하는 경우 많은 사람들이 느끼기에 불공정한 조정안이 될 수 있다. 筆者는 공정한 채무조정안으로서 本來의 契約의 정신을 承繼해야 하는 것을 제안하고자 한다. 즉 공정한 채무조정안은 다음과 같은 分配案이다: $w \geq D$ 인 경우 채권자는 D 를 갖고 株主는 $(w - D)$ 를 차지하며, $w < D$ 이면 채권자가 w 를 차지하고 株主는 0을 갖는다.

$F > D$ 인 경우 이 기업이 財政的 不實企業이므로 $w > F > D$ 이며, 債權者는 負債 全額을 상환받게 되고, 債務者는 기업존속에 의해 파생되는 剩餘價値를 모두 차지하게 된다. $D > w > F$ 인 경우 청산시 잔여가치가 負債에 미달할 뿐 아니라 기업을 존속시켜도 기업의 가치는 여전히 負債에 미달한다. 이 경우 채권자는 企業價値 全部를 차지하며 결국 기업존속에 따른 剩餘價値를 독식하게 된다. 마지막으로 $w > D > F$ 인 경우 청산시 잔여가치는 負債에 미달하지만 존속에 따른 企業價値는 負債와 같거나 이를 초과한다. 이 경우 존속에 의해 증가된 富는 株主와 債權者가 나누어 갖게 된다. 이 기준은 물론 각 利害當事者에게 청산시 그가 받을 몫

이상을 보장하게 된다.

실제로 不實企業의 정리과정을 보면 企業 價値分配의 형태를 취하지 않고 元金의 一部蕩減, 元利金償還의 猶豫, 利子の 變更의 조합(combination)의 형태를 취하고 있는데, 이는 별 문제가 되지 않는다. 실제로 결정된 상환조건을 現價로 환산하면 위와 같이 分配問題로 단순화되기 때문이다. 그러면 위의 조건을 이용하여 실제로 이루어지는 채무조정안의 公正性을 따져보자. 실제로 法定管理過程에서 빈번히 사용되는 것으로 알려진 負債元金의 탕감이나 낮은 이자율의 적용은 기업을 존속시켜도 그 價値가 負債에 미달하는 경우가 아니면 공정한 채무조정안이 될 수 없다. 그 이유는 다음과 같이 설명할 수 있다. $F > D$ 인 경우 이 기업이 財政的 不實企業이라면 $w > F > D$ 이므로 기업은 존속시 負債全額과 猶豫에 따른 利子를 변제할 능력이 있다. 따라서 동일한 이자율을 적용하면서 원금을 탕감하거나 원금을 늘리지 않은 상태에서 낮은 이자율을 적용하는 것은 위의 기준에 어긋난다. $F < D < w$ 인 경우 기업이 청산된다면 채권자는 채권 전액을 받을 수 없지만 기업이 존속되는 경우 企業價値의 現價가 負債를 능가하기 때문에 원금탕감이나 낮은 이자율의 적용은 역시 이 기준에 어긋난다.

$D > w > F$ 인 경우 이 기업의 가치는 전부 채권자에게 귀속되므로 이 기업은 사실상 채권자를 위해서 존재하게 된다. 따라서 미래에 이 기업이 얻을 모든 이익은 전액 채

모형에서와는 달리 일반적으로 채권자의 수가 많으면 그들의 이해관계가 일치하지 않기 때문이다. 註 14)를 참조할 것.

권자에게 지불되며 資本市場이 완전하다면 이 기업의 株式은 아무런 가치가 없을 것이다. 이러한 경우 원금탕감과 低利適用에 따른 채권액의 감소가 $(D-w)$ 이내에서 이루어지는 한 채권자는 실제로 아무런 손실을 입지 않게 되며 株主 또한 債權減少에 의해 어떠한 이익도 받을 수 없게 된다.²⁶⁾ 채권의 감소는 단지 會計上的 造作에 불과하며 아무런 실효가 없다. 이 결론은 매우 당연하며 아무런 쓸모가 없는 것처럼 보일 수 있으나 실제로 유용하게 사용될 수 있다. 元金蕩減 등 채권의 감소를 수반한 不實企業 整理 직후 株式이 (+)의 가격에 의해 거래된다면 債務調整이 不公正했음을 뜻하는 것으로 해석할 수 있기 때문이다.

2. 不確實性이 있는 경우

이번에는 불확실성이 있는 상황을 고려해 보자. 불확실성이 있는 경우는 不實企業의 負債가 D 이고 청산시 잔여가치가 F 인 不實企業의 존속에 따른 미래가치의 現價가 $G(\cdot)$ 의 분포함수를 갖는 확률변수 v 에 의해

26) 이는 情報均衡(symmetric information)의 가정하에서만 타당하다. 실제로 債權者들은 기업이 대주주나 경영진의 행동을 완벽하게 감시할 수 없을 뿐 아니라 이들에 비해 기업의 사정에 대하여 어두울 수밖에 없다. 이러한 情報不均衡이 존재하는 경우 채권조정은 負債株式의 교환이나 第三者 買受를 활용하는 것이 효율적이다. 이에 대한 자세한 논의는 Ⅳ章을 참조.

대표되는 기업을 상정함으로써 검토할 수 있다. 기업존속의 效率性이 期待富의 極大化(maximization of expected wealth)를 기준으로 하는 경우 이 기업은 $E[v] > F$ 이면 財政的 不實企業이고, $E[v] \leq F$ 이면 청산대상인 經濟性喪失企業이다. 정부의 개입이 없이 不實企業整理가 이해당사자간의 협상에 의해 이루어지는 경우의 분석은 위의 불확실성이 없는 경우와 사실상 같다. 불확실성의 상황에 대한 모형은 1節의 모형의 w 를 $E[v]$ 로 대체함으로써 얻을 수 있다. 따라서 협상력의 차이에 의한 결론도 동일하다.

不確實性下에서의 整理案은 확실성하에서의 정리안과 비교하여 한가지 다른 점이 있는데, 이는 債務辨濟의 猶豫時 적용되는 利率이다. 確實性下에서의 공정한 채무조정안은 負債에 대하여 本來의 契約에 의한 利率을 적용하고 있다. 그러나 不確實性下에서는 동일한 이자율을 적용하는 것이 일반적으로 채권자에게 불리하다. 다음의 예를 통하여 이를 살펴보자. 확실성하에서 財政的 不實企業이 $D < F < w$ 인 상황에 있다고 하자. 이 경우 공정한 조정안의 하나는 債務辨濟를 연기시키고 추후에 채권자가 D 의 원금에 r 의 이자율에 의한 이자를 변제받는 것이다. 예컨대 채무유예가 1기에 한하는 경우 채권자는 1기후에 $(1+r)D$ 를 받게 된다. 불확실성하에서 r 의 이자율에 의해 채권변제를 1기 유예시키는, 존속시 구현되는 기업의 가치가 항상 $(1+r)D$ 이상

이 되지 않을 경우 변제될 원리금의 기대값은 $(1+r)$ 에 미달하게 된다. 즉 존속시 구현될 기업의 가치가 $(1+r)D$ 보다 작게 될 확률이 (+)이면 r 의 이자율에 의한 負債猶豫는 공정한 조정안이 되지 못한다. 이는 다음과 같이 확인할 수 있다.

$$E[\text{원리금}] \leq Pr[v \geq (1+r)D](1+r)D + \int_{-\infty}^{(1+r)D} v dGv < (1+r)D$$

첫번째 부등식은 v 가 $(1+r)D$ 보다 낮게 구현되는 경우 채권자가 받을 수 있는 금액이 v 이하임에 근거한다. 두번째 부등식은 당연하다.

3. 情報不均衡(information asymmetry)과 負債-株式 交換(debt-equity swap)

위에서 살펴본 바와 같이 不實企業整理가 債務辨濟의 변경의 형태를 띠는 경우 변경된 변제조건에 의해 미래에 지불될 액수의 현가를 구할 수 있으며, 이렇게 계산된 負債의 現價와 존속에 의해 증가되는 企業價値의 現價를 비교함으로써 不實企業整理案을 간단한 分配問題로 단순화시킬 수 있다. 즉 위에서 살펴본 분배문제는 辨濟條件의 變更問題를 單純化한 것이다. 채무조정은 변제조건 변경 이외에도 여러 형태를 취할 수 있는데, 그 중의 하나가 負債-株式 交換이다. 위에서 살펴본 공정한 채무변경안은 다음과 같은 負債-株式 交換方式의 채무조정안과 사실상 같은 효과를 가지고

있다. $w > D$ 인 경우 채권자는 기업의 지분 D/w 를 인수하며, 기존주주의 지분은 D/w 의 비율에 의해 감소된다. $D > w$ 인 경우 채권자는 기업의 지분 전체를 차지하며, 기존주주의 지분은 0이 된다. 물론 채권자는 이와 함께 기업에 대한 채권을 전액 포기한다. 이 負債-株式 交換方式이 공정한 채무조정안과 같은 분배적 성격을 갖고 있음은 쉽게 알 수 있다.

負債-株式 交換에 의한 不實企業整理는 이 章의 1節과 2節의 모형하에서는 채권변제조건 변경에 비해 우월한 점이 전혀 없다. 따라서 政策的 觀點에서 負債-株式의 교환을 추진할 특별한 이유도 존재하지 않는다. 이는 1節과 2節의 분석이 情報均衡의 가정에 입각해 있기 때문이다. 채권자와 주주간에 情報不均衡이 존재하는 것이 어떠한 변화를 가져올 수 있는지를 다음의 예를 통해 살펴보자. $F=10$ 億원, $D=20$ 億원, $w=20$ 億 5千萬원인 財政的 不實企業이 있다고 하자. 또한 정리안이 기업을 존속시킴과 동시에 債務辨濟는 현가로 20億원에 해당하는 액수를 20년에 걸쳐 분할상환하는 것을 내용으로 하고 있다고 하자. 이 정리안은 물론 공정한 정리안이다. 이 정리안에 의하면 기업의 株主에게 귀속되는 기업의 가치는 현가로 5千萬원이다. 즉 이 기업은 향후 얻는 수익의 대부분을 債務辨濟에 사용해야 하는 입장에 처해 있다. 채권조정안이 기업의 소유구조에는 영향을 주지 않기 때문에 기업의 株主들은 여전히 경영권을 장악하고

있는데, 이러한 상황에서 이들이 기업의 가치를 극대화하기 위하여 최선의 노력을 하리라고 기대하는 것은 매우 어려운 일이다. 대부분의 경우 이들은 기업의 재산을 빼돌리기 위해 노력할 것이며 최소한 기업의 경영에 들어는 노력을 감소시킬 것이다.²⁷⁾

물론 債權者가 株主나 經營者의 行動과 努力의 수준을 정확히 감시할 수 있고 기업의 전반적인 상황에 대하여 이들과 같은 정보를 가지고 있다면 이러한 일은 발생할 수 없겠지만, 현실적으로 채권자는 경영자에 비해 기업에 대하여 劣等한 情報를 가지고 있을 뿐 아니라 경영자의 행동과 노력수준을 정확히 감시할 수가 없다. 이러한 逆選擇과 道德的 危險의 결과 기업의 가치는 본래 예상했던 w 에 미달할 것이며 負債 D 에 미달할 가능성도 충분히 존재한다. 문제의 핵심은 1節과 2節의 분석에서는 기업의 존속시 企業價値를 極大化하는 제반결정이 취해질 것을 가정하고 있으며, 특히 情報不均衡에 따른 企業價値의 下落을 고려하지 않고 있다는 것이다. 이를 고려할 때 존속시 기업의 가치는 일반적으로 w 보다 작아질 것이며, 整理案에 의해 株主에게 귀속될 富의 크기와 무관하지 않을 것이다. 이러한

상황하에서 負債-株式의 교환은 통상적인 債務辨濟猶豫에 비해 우월한 해결책이 될 수 있다. 負債-株式의 교환은 위에 설명한 情報不均衡에 따르는 문제를 완화하여 企業價値의 하락을 방지하는 한편, 채권자의 권리를 보호함으로써 效率性和 公正性を 동시에 기할 수 있는 것이다.

상기한 負債-株式 交換方式은 문제의 기업을 제3자에게 인수시키는 것과 같은 經濟的 效果를 가지고 있다. 이 기업은 존속시 w 의 가치를 가지고 있으며 資本市場이 완전하다면 負債蕩滅의 조건하에 w 의 값을 받고 제3자에게 매각할 수 있을 것이다. 매각후 w 의 분배는 1節과 2節의 調整案에 의하면 된다. 第3者 買受는 情報不均衡에 따르는 문제를 제거함으로써 負債-株式의 교환과 원칙적으로 동일한 經濟的 效果를 갖고 있다.

IV. 法定管理制度의 問題點과 改善方案

우리나라의 法定管理制度의 問題點으로 흔히 지적되는 것은, 첫째로 법원의 許可決定이 너무 관대하게 내려졌다는 점, 둘째로 管理計劃案이 債權者의 利益을 크게 低下시켰다는 점, 셋째로 會社整理事件에 관한 법원의 능력으로 요약할 수 있다. 法院이 更生가능성이 없는 企業을 法定管理對象으로

27) 지주-대리인(principal-agent)문제에 대한 방대한 기존의 연구는 모두 이 문제에 대한 것이다. 觀測可能性(observability)이 문제가 되는 경우 效率이 低下됨은 잘 알려진 사실이다. 本稿의 상황에서는 逆選擇問題의 존재에 따른 추가적인 효율저하를 예상할 수 있다.

허가하였다는 주장은 대체로 過去 法定管理에 들어간 企業의 상당수가 결국 計劃案을 이행하지 못하고 廢止處分の 대상이 되어 清算되었다는 것을 근거로 하고 있다. 전술한 바와 같이 1983~91년의 기간중 終了 또는 廢止된 法定管理對象企業은 각각 62개와 53개였다. 따라서 最終結末이 난 企業만을 대상으로 하자면 46%의 廢止率을 보이고 있는데, 이는 물론 매우 높은 失敗率이라고 판단된다. 또한 동 기간중 전체 신청사례 327건 중 209건이 허가를 받아 認容率이 64%를 기록하고 있는데, 일부에서는 이것을 지나치게 높은 것으로 평가하여 법원이 更生可能性이 없는 企業의 法定管理를 허가한 경우가 많았음을 보여주는 근거로 제시하기도 한다. 法定管理는 또한 대체로 債權者의 이익을 대폭 희생시킨 반면 株主에게는 별다른 양보를 요구하지 않아서 公正性이 문제가 되어 왔다. 특히 整理擔保權者인 金融機關이 擔保權에 의해 청산시 변제받을 수 있는 액수에 미달하는 액수의 現價에 해당하는 금액을 변제받는 경우가 적지 않았다. 한편 法定管理를 주관하고 있는 法院의 行政能力에 대한 비판은 담당 법관의 수가 부족하고 專門化되어 있지 않다는 것으로 요약할 수 있다. 일반적으로 法定管理節次는 개시 이후 1년 이상의 시일을 요구하는데, 이에 따라 會社의 正常化가 심각하게 지연되고 있으며 整理計劃案의 履行與否를 감독할 위치에 있는 법원이 이 임무를 제대로 수행하지 못하고 있다는 것이다.

法定管理制度에 대한 이러한 비판은 實際의 問題點을 상당히 반영하고 있다고 판단된다. 그러나 이러한 일반적인 비판은 대체로 效率性和 公正性을 구분하지 못하고 있으며, 그 결과 문제의 본질을 정확하게 구명하지 못할 뿐 아니라 합리적인 대안을 제시하는데 미흡하였다. 前章에서 살펴본 바와 같이 法定管理時 企業의 清算·存續決定은 資本金과 負債를 따지지 않고 未來의 收益性에 입각한 企業의 資產價値의 現價와 清算時 殘餘價値의 상대적 크기에 의해서만 이루어져야 하며, 이 기준에 의해 존속시키기로 결정된 企業의 채무는 負債-株式의 交換, 第3者 買受 등 다양한 수단을 사용하여 公正한 방향으로 再調整되어야 한다. 여기에서 公正한 방향이라 함은 물론 本來의 契約精神을 살리는 방법을 의미한다. 그런데 실제로 채무의 조정이 負債元利金の 蕩減, 低金利 適用, 辨濟의 長期猶豫 등의 수단만을 주로 사용함으로써 채무의 公正한 조정이 처음부터 불가능한 측면이 있었다. 뿐만 아니라 所有構造의 변동이 없이 채권의 조정만이 수단으로 사용되는 경우 조정안의 債務辨濟要求가 企業의 長期的 價値極大化를 저해할 수밖에 없는 경우가 빈번히 발생할 것으로 예상되며, 특히 企業의 收益性에 비해 변제해야 할 부채의 규모가 상대적으로 큰 企業의 경우 企業主가 企業의 價値를 極大化하기 위하여 노력할 유인이 적어지는 문제가 발생한다. 이는 결국 株主와 債權者가 나누어 가질 富의 크기가 감소하

는 것을 의미하며 法定管理가 效率性을 극대화하지 못하는 것을 의미한다.

筆者의 추측으로는 46%에 달하는 廢止率은 부분적으로는 법원이 經濟性喪失企業을 존속시키는 判斷의 錯誤를 범한 데에 기인하겠지만 정리계획안이 負債-株式 交換 등의 수단을 사용하지 않고 채무를 일정기간에 걸쳐 변제하게 한 데에도 기인할 가능성이 높다. 元利金償還形態의 수단만이 사용될 경우 債權者의 利益을 보호하는 유일한 방법은 가급적 많은 액수를 가급적 조속하게 변제하는 것이 될 것인데, 이것이 企業의 收益性과 財政的 能力에 비해 과도할 경우 企業이 整理計劃案을 제대로 이행하지 못할 가능성이 높아지는 것이다. 설사 정리계획안을 이행할 수 있다고 해도 기업에게 엄격한 財政的 負擔을 지우는 것은 일반적으로 기업의 장기적 이윤극대화를 저해하는 非效率을 초래한다. 따라서 法定管理制度의 주요 문제점은 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 과거의 法定管理는 주로 元利金の 蕩減, 低金利 適用, 償還期間의 猶豫 등의 수단만을 사용하고 負債-株式 交換 등 폭넓은 富의 分배방법을 채택하지 않음으로써 企業의 價値를 極大化하지 못하는 비효율적

인 결과를 초래하였으며, 債權調整 또한 공정하지 못하였다. 前章에서 살펴본 바와 같이 公正한 債務調整이 부채의 감소를 수반하는 유일한 경우는 長期的 收益性에 입각한 企業의 資產價値가 부채에 미달하는 경우인데, 이 경우 所有構造의 變動을 수반하지 않는 채권조정은 代理人 問題로 인하여 비효율적이고 공정하지 못한 결과를 초래한다. 資產價値가 부채를 초과하는 경우 債權者는 부채 전액을 변제받을 수 있으며 변제받는 것이 公正한 整理計劃案이 될 것이므로 채권의 감소는 당연히 불공정한 것이 된다. 大株主의 지분을 2/3 한도내에서 소각할 수 있다는 「會社整理法」상의 조항은 주주간의 지분비율을 변경시킬 뿐 채권자와 주주간의 負債-株式 交換과는 무관하다. 이 조항은 기업내 所有構造가 1人 또는 1家에게 고도로 집중되어 있는 경우 사실상 실제적 효과가 별로 없다.²⁸⁾

둘째, 과거의 法定管理는 채권자간의 富의 分配를 公正하게 처리하지 못했다. 과거 法定管理決定時 정리담보권자인 金融機關이 擔保權에 의해 확보할 수 있는 액수에 미달해도 만족해야 하는 경우가 종종 발생한 것으로 알려져 있는데, 이는 法院이 制度를 초월하여 再分配機能을 수행했음을 의미한다.²⁹⁾ 심지어 整理擔保權者인 金融機關이 이러한 정리계획안에 동의한 경우도 적지 않은 것으로 알려져 있는데, 이 경우 該當 金融機關의 경영진은 그 기관의 株主의 利益에 반하는 행동을 한 것이 되며 刑事上

28) 이 조항에 의하면 지배주주가 아닌 주주들은 기업이 부실화된 결과 오히려 득을 볼 수도 있는데 이는 公正性에도 위배될 것이다.

29) 全國投資金融協會(1993), 법원행정처(1985) 참조.

訴追對象이 되거나 民事上 損害賠償請求訴訟의 대상이 되어야 할 것이다.

셋째, 일반적인 주장과 같이 과거 經濟性 喪失企業이 法定管理 許可를 받은 경우가 있었으며, 그 결과 형평상의 문제 이외에도 經濟性喪失企業의 退出이 지연된 非效率이 초래되었다고 추측된다.

넷째, 좀더 일반적으로 法定管理 許容決定은 效率性 側面에서 구조적으로 偏倚性(bias)을 가지고 있을 가능성이 있다. 「會社整理法」第1條에 있는 갱생가망성의 의미는 일반적으로 정리계획안의 수행가능성을 의미하는 것으로 해석되는데, 이는 일반적으로 本稿에서 정의한 財政的 不實企業과 일치하지 않는다. 즉 현행 法定管理制度는 企業의 존속을 長期的 收益性에 입각한 企業의 資產價値와 清算時 殘餘價値의 상대적 크기에 의해 결정하는 것이 아니고, 일정한 액수의 채무를 일정기간에 변제하는 정리를 수행할 수 있는지의 여부에 의해 판단하고 있는 것이다. 이는 기본적으로 債務辨濟를 法定管理對象 企業의 존재이유로 파악하는 것을 의미하며, 企業存續의 결정과 企業價値의 분배의 결정을 분리하지 않는 것을 뜻한다. 따라서 本稿의 효율성 기준에 의할 경우 존속되어야 할 기업이 청산될 가능성이 다분히 존재한다고 볼 수 있다. 法院은 또한 企業의 社會性 등을 고려사항에 포함시킴으로써 法定管理決定이 비효율적으로 수행될 가능성을 높이고 있는데, 이는 1992년 7월에 발표된 大法院의 會社整理事件 處

理要領을 살펴봄으로써 확인할 수 있다.

大法院은 과거 法定管理決定이 너무 관대하게 내려졌다는 비판에 따라 整理事件에 대한 법관의 재량을 축소하고, 정리사건 결정시 법관이 참고할 판단기준으로서 「회사 정리사건 처리요령」을 발표하였다. 「요령」은 開始決定要件의 하나로 該當企業의 社會的 價値를 인정받을 만한 公益性이 강할 것을 제시하고 있으며, 구체적인 판단기준의 일부로 製造業與否, 輸出寄與度, 破産時 地域經濟에 미치는 영향 등을 포함하고 있다. 法院이 會社整理事件에서 실제로 이러한 사항을 고려한다면 本稿의 기준에 의할 때 존속이 바람직한 財政的 不實企業이 청산되거나, 반대로 청산이 바람직한 經濟性喪失企業이 존속되는 非效率的인 決定이 발생할 가능성이 존재한다. 물론 企業의 存續·清算 決定은 外部效果를 갖는 것이 일반적이며 국가전체적 관점에서 外部效果를 고려하여 가장 효율적인 資源의 分配가 이루어지는 것이 바람직한 것은 사실이다. 그러나 外部效果를 감안한 資源의 分配가 단순히 기업의 존속에 의해 이루어질 수는 없는 것이 일반적이다. 예컨대 本稿의 기준에 따라 經濟性喪失企業으로 판명된 輸出業體가 있다고 하자. 이 業體는 經濟性喪失企業이므로 法定管理에 의하여 일시적으로 명맥을 유지한다 해도 輸出補助金 등 政府의 추가적인 지원이 따르지 않을 경우 조만간 조업을 중단하게 될 운명에 있다. 따라서 이 企業을 法定管理對象으로 허용하는 것은 사회

적 비효율을 증가시키게 될 것이다. 한편 그 자체로는 經濟性喪失企業이지만 外部效果를 감안하여 企業의 존속이 사회전체적 관점에서는 바람직하여 이를 존속시키는 경우 존속에 수반되는 비용은 사회가 부담하여야 하며 이 企業의 債權者에게만 부담시키는 것은 衡平에 어긋나는 처사가 될 것이다.

이 밖에 현행 法定管理制度의 問題點으로 우리나라 法曹界가 전반적으로 이 제도에 관한 專門性을 확보하지 못하고 있다는 점과, 法定管理對象企業의 大株主가 法定管理申請 직전에 내부정보를 이용하여 자신이 소유한 株式을 賣却하는 것 등을 들 수 있다. 法定管理制度의 改善方案으로 필자는 다음의 사항을 제안하고자 한다. 첫째, 企業의 長期的 收益性에 입각한 企業資產의 現在價値의 기대값과 清算時 殘餘價値의 비교를 개시결정의 유일한 基準으로 삼는 것이 바람직하다. 둘째, 이 기준에 의해 존속되는 企業의 富의 分配은 본래의 채무조건을 살려서 시행하며, 負債-株式의 交換과 第三者 買受를 적극 활용하는 것이 바람직하다. 셋째, 法定管理制度 運營의 효율성을 높이기 위해 충분한 인원을 확보한 專擔機構를 설치하고 이의 專門性을 제고하는 시책이 필요하다. 大株主의 內部情報에 의한 거래는 衡平에 어긋날 뿐 아니라 資本市場의 發展을 阻害하는 매우 심각한 행위이다. 따라서 이에 대한 처벌을 대폭 강화하는 것이 필요하다.

V. 合理化措置의 問題點과 改善方案

第II章에서 살펴본 바와 같이 흔히 合理化措置로 불리는 政策은 產業政策的 側面과 企業政策的 側面을 모두 가지고 있으며, 財閥問題, 金融產業政策과도 밀접한 관련이 있는 매우 복합적인 성격을 가지고 있어서 이를 평가하는 것이 매우 어렵다. 과거의 行政府에 의한 合理化措置의 問題點은 다음과 같이 整理할 수 있다. 첫째, 合理化措置는 경제적 관점에서 본 費用의 概念에 입각했다기보다는 會計上의 費用의 概念에 입각하였던 바가 크며 非效率의인 결과를 초래하였다. 둘째, 企業과 企業主를 잘 구별하지 못하여 效率性과 衡平性에 어긋난 결과를 초래하였다. 셋째, 金融產業의 발전을 심각하게 저해하여 장기적으로 우리 경제의 發展潛在力을 低下시켰다.

첫번째 問題點은 다음과 같이 설명할 수 있다. 전술한 바와 같이 政府가 주도하여 막대한 자본이 투입된 產業內 主要企業이 不實化된 경우 政府는 종종 業種專門化, 카르텔형성 허용, 進入制限 등의 競爭制限措置를 취하여 不實化된 企業들의 收益性을 향상시킴으로써 이들이 도산하지 않고 계속 활동을 할 수 있게 하였는데, 이러한 措置가 있을 때 항상 거론되는 이론은 過剩投資

-過當競爭論이었다.³⁰⁾ 즉 産業初期 너무 많은 企業이 너무 많은 시설투자를 한 결과 투자종료후 企業들이 過當競爭을 하게 되었고 이를 방지할 경우 産業內 企業들의 收益性이 모두 악화되어 主要企業들이 모두 손실을 보게 되며 이는 非效率的이라는 것이다. 이 주장에서 사용하는 損失의 개념은 企業들이 초기에 固定施設 등에 투자한 自己資本과 負債에 대한 適正利子를 기준으로 하고 있으며 회계상의 개념이다. 그러나 시설투자가 종료된 이후 生産, 販賣 時點에서 볼 때, 과거에 이루어진 시설투자는 埋沒費用이며 이에 투입된 自己資本이나 負債도 기본적으로 매몰된 것이다. 따라서 투자가 종료된 시점에서 과거에 이루어진 투자는 그 자체로서는 아무런 경제적 의미가 없다. 生産時點에서 적절한 비용의 개념은 短期限界費用이며 短期收入이 이를 上廻하는 한 企業은 경제적 의미에서 이윤을 실현하고 있는 것이다. 과거에 過剩投資가 이루어진 결과 産業內 企業들이 현재 얻고 있는 이윤이 과거 施設 등에 투입된 資本의 費用에 미달하는 것은 현시점에서는 문제가 될 이

30) 南逸聰·金鍾奭(1991)은 이 주장의 虛構性을 세밀하게 분석하고 있다. 이 문단은 南逸聰·金鍾奭을 부분적으로 정리한 것이다.

31) 즉 경쟁의 결과 市場原理에 의해 문을 닫아야 될 기업을 살리기 위하여 정부가 개입하여 시장가격을 올리는 것은 해당기업주와 종업원에게는 좋겠지만 소비자의 희생을 강요하는 것이며, 가격상승에 의한 기업이윤의 증가분보다 소비자의 손실이 더 큰 非效率的인 政策이다.

유가 되지 못하며 현 시점에서 어떤 행동을 취함으로써 되돌릴 도리도 없는 것이다. 事後的인 競爭制限은 企業主에게는 이익을 주겠지만 경제전체적인 效率性의 低下를 가져오며, 機會費用이 매우 낮은, 과거에 이루어진 施設投資의 利用度만을 저하시킬 뿐이다.

第Ⅲ章에서 본 바와 같이 企業은 현 시점에서의 정보에 의해 평가한 經濟的 收益性이 清算時 殘餘價値를 초과하면 계속 존속되어야 하고, 반대의 경우는 청산되어야 한다. 事後的인 競爭制限은 효율성에 입각한 기업 자체의 존속결정과 무관하며, 企業主의 富를 증가시키는 대가로 消費者와 그 企業의 제품을 中間財로 사용하는 企業의 利益을 희생시킬 뿐이고 後者의 被害가 前者의 利益을 상회하는 사회적으로 非效率的인 政策이 될 따름이다.³¹⁾ 뿐만 아니라 企業이 不實化될 경우 事後的으로 政府가 競爭制限 등을 통하여 收益性을 개선시켜 주는 政策은 事前的으로 企業들의 過剩投資를 유발하는 효과가 있으며, 결국 과잉투자의 가능성과 이에 따른 政府介入에 의한 非效率의 增大의 가능성을 모두 증가시킨다.

不實企業整理가 企業과 企業主를 잘 구별하지 못하여 효율과 형평면에서 불합리한 결과를 초래하였다는 것은 위의 事後的 競爭制限의 경우에도 해당된다. 合理化措置는 또한 종종 債權의 대폭적인 감소를 수반하였는데, 대체로 債務調整이 衡平面에서 문제가 있었다고 지적되고 있다. 이것 역시

企業存續 決定이 경제적 관점에서 본 效率性에만 입각해야 하고 채권의 조정은 負債-株式 交換 등 광범위한 수단을 사용하여 第三章에서 정의한 공정한 방향으로 이루어져야 한다는 原則을 따르지 않은 결과라고 볼 수 있다. 대표적인 예로 들 수 있는 것은 1971년의 8·3措置이다. 이措置는 사실상 전국민을 대상으로 하였다고 볼 수 있는데, 그 당시 모든 企業이 效率性을 기준으로 할 때 존속되어야 한다고 가정하더라도 債權者의 犧牲이 모두 企業의 株主들의 利益으로 轉換되었다는 것은 이해하기 어렵다. 8·3措置 이외에도 누차에 걸쳐 合理化措置時 銀行 등 債權者의 희생이 일방적으로 이루어졌는데, 이는 형평에 어긋날 뿐 아니라 企業主들이 膨脹爲主의 經營戰略을 추구하게 되는 유인을 제공하여 事前的으로 투자가 효율적인 수준을 초과하였고, 그 결과 企業이 나중에 不實化할 가능성을 높인 非效率的인 결과를 유도하였다고 볼 수 있다.

과거의 合理化措置는 官治金融을 필요조건으로 하고 있었는데, 金融産業은 産業育成過程에서 자본을 공급하고 문제가 발생할 경우 뒷처리를 감당하는 역할을 강요당했다고 볼 수 있다. 그 결과 형평상의 문제 이외에도 金融産業이 정상적으로 발전할 수 있는 潛在力이 크게 저하되었다. 資本主義經濟에서 投資의 收益性과 危險度는 최종적으로 金融市場의 평가에 의하여 결정되는 것이 장기적으로 효율적이며, 金融市場의 自律化는 金融市場의 경제주체들이 투자의

收益性과 危險度를 평가하는 능력을 향상시키기 위한 필요조건이라고 볼 수 있다. 金融機關이 자신의 책임하에서라면 하지 않을 대출을 해야 하고 事後的으로 이 債權이 不實化될 경우에도 수동적으로 政府의 合理化計劃에 따른 債權減少를 수용해야 하는 환경에서 金融機關의 信用評價機能이 향상될 것을 기대하기는 어렵다. 또한 合理化措置의 결과 발생한 부실채권에 의한 金融機關의 被害를 부분적으로 補償하기 위하여 政府가 預貸마진의 보장, 韓銀特融 등의 수단을 사용한 것은 또다시 衡平과 效率上의 문제를 야기하였다고 볼 수 있다.

合理化措置의 問題點에 대한 改善方案은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 企業의 存續, 債務의 變更, 所有構造의 變更 등은 기본적으로 法定管理制度나 당사자간의 私的인 협상에 의하여 결정되는 것이 바람직하다. 둘째, 行政府의 개입은 資金支援이나 稅制上의 惠澤을 넘지 말아야 하며 이 경우도 기본적으로는 外部效果가 큰 경우에 한정되어야 한다. 셋째, 不實企業에 대규모 資金支援을 할 필요성이 있고 이 企業의 장래에 대한 불확실성이 큰 경우 資金支援은 企業이 성공적으로 희생하는 경우 負債 대신 株式을 받는 株式轉換條件附 社債方式을 택하는 것이 필요하다. 이는 특혜의 시비를 사전에 예방할 수 있는 공정한 방법이 될 뿐 아니라 企業이 膨脹爲主의 방만한 經營戰略을 추구하는 것을 사전에 억제하여 효율을 제고시킬 수 있다. 미국의 「크라이슬

러」社에 대한 美聯邦政府의 支援은 이러한 方式을 택하였으며, 이는 향후 우리나라에서도 활용가치가 큰 제도로 생각된다.

Ⅵ. 結論 및 未來의 研究方向

本稿에서 필자는 不實企業이 발생한 경우 이를 처리하는 우리나라의 주요제도를 整理하고, 現行 제도의 경제적 분석을 통해 制度上의 問題點을 파악하며, 問題點을 시정할 수 있는 改善方案을 모색해 보았다. 本稿의 결론은 다음과 같이 요약할 수 있다. 不實企業의 整理는 企業存續決定과 債務調整決定으로 나눌 수 있다. 기업존속결정은 존속시 企業의 長期的 收益性에 입각한 자산가치의 기대값과 청산시 잔여가치의 상대적 크기에만 의하여 이루어져야 한다. 따라서 기업존속 결정에 관한 合理的 政策은 자기자본이나 負債의 額數, 存續에 수반되는 債務變更과 독립적으로 이루어져야 한다. 不實企業이 이 기준에 의하여 존속되는 경우 채무의 조정은 본래의 채무계약을 기준으로 하여 企業의 價値를 株主와 債權者가 공정하게 나누는 方式을 취해야 한다. 이 방식에 의해 債權者에게 귀속되는 企業의 가치가 株主에게 귀속되는 몫보다 현저히 클 경우 채무조정은 단순한 변제유예의 방식보다는 負債-株式의 交換이나 第3者 引受 방식이 효율과 형평면에서 우월한데, 그 이

유는 이 경우 既存株主가 企業의 가치를 극대화하고 채무를 성실히 이행할 유인이 떨어지기 때문이다.

이와 같은 기준에 비추어 볼 때 現行 法定管理制度는 企業存續을 경제성 기준에 입각하여 결정하고 있지 못하며, 채무조정 역시 負債-株式의 交換이나 第3者 買受方式을 활용하지 못함으로써 非效率的이고 衡平에 어긋난 결정을 내리는 경향이 있다. 한편 過去의 合理化措置 역시 기업의 존속 문제와 企業主 및 債權者간의 利害調整問題를 분리하지 못하여 非效率的이고 형평을 잃은 경우가 많았다. 주요기업이 不實化된 어떤 產業에 대한 진입제한, 카르텔 허용, 업종 전문화 유도 등의 競爭制限措置는 과거에 이루어진 시설투자가 현재는 機會費用이 낮은 埋沒費用이라는 점을 간과한 措置로서, 競爭制限에 의한 效率性의 低下를 가져올 뿐 아니라 消費者와 여타 產業의 희생에 該當企業主의 이익을 증진시키는 형평상의 문제를 야기하였으며, 不實化되는 경우 政府의 支援이 있을 것을 기대하고 企業主들이 膨脹爲主의 방만한 經營戰略을 추구하게 하는 유인을 제공하는 非效率的인 結果를 초래하였다. 過去의 合理化措置는 또한 行政府가 恣意的으로 추진하는 과정에서 債權調整이 형평에 어긋나는 예가 빈번했으며 金融市場의 정상적인 발전을 심각하게 저해하였다.

不實企業整理制度의 개선방안으로서 筆者는 다음과 같은 案을 제시하였다. 첫째,

不實企業의 整理는 기본적으로 法定管理制度, 企業買收市場의 활용, 이해당사자간의 自發的인 協商에 의해서 이루어져야 하며, 行政府의 恣意的인 介入은 최대한 배제되어야 한다. 둘째, 法定管理制度는 本稿에서 정의한 效率性과 公正性의 기준에 의해 기업속결정과 채무조정결정을 내리는 것이 바람직하며 負債-株式의 交換과 第三者 引受 등의 방법을 폭넓게 활용하여야 한다. 셋째, 合理化措置는 外部效果가 현저히 큰 경우에 한해야 하며, 資金支援이나 租稅減免 등의 수단에 한정해야 한다. 넷째, 合理化措置에 의해 支援될 資金의 규모가 크고 企業의 收益性에 대한 위험이 큰 경우 美國의 「크라이슬러」社의 예와 같이 支援資金의 辨濟條件으로서 株式轉換附 社債方式을 적극 활용할 필요가 있다.

本稿에서 다룬 不實企業整理制度는 분석해야 할 經濟問題를 많이 포함하고 있는 광범위한 주제인 데 비해 本稿에서는 法定管理, 合理化措置 등이 공통적으로 가지고 있는 不實企業問題의 特性만을 주로 다루었을 뿐이며 많은 중요한 문제들을 다루지 않았거나 피상적으로 다루는 데 그쳤다. 法定管理制度는 그 자체 하나만으로도 방대한 양의 연구를 필요로 하는 중요한 연구대상이며 「會社整理法」의 주요내용에 대한 심도있고 종합적인 연구가 필요하다. 合理化措置 또한 法定管理制度의 경우와 같이 그 자체가 종합적 연구의 대상이 되며 이러한 연구의 必要性이 절실히 필요한 분야이다. 本稿

에서는 또한 債權者와 株主가 企業의 價値에 대하여 상이한 정보를 가지고 있는 경우를 전혀 다루지 않았는데, 이러한 情報不均衡이 本稿의 결론을 변화시킬 가능성이 있는 점을 고려할 때 이 경우에 대한 깊이 있는 연구가 필요하다. 우리 경제가 해결해야 할 난제 중의 하나인 財閥問題는 아직 문제의 성격조차 명확하게 드러나지 않은 단계인데, 필자의 견해로는 재벌문제의 성격을 명확하게 하기 위해서는 지난 30여년에 걸친 產業政策과 不實企業整理政策에 대한 깊이 있는 分析이 선행되어야 한다고 판단된다. 이와 마찬가지로 金融產業의 많은 問題點들은 과거의 產業政策의 산물이라고 볼 수 있으며, 文民政府의 새로운 產業政策과 金融產業의 관계에 대한 연구가 절실한 실정이다.

〈附 錄〉 不實企業發生에 관한 不確實性 模型

本文의 第Ⅲ章에서는 일단 企業이 負債를 본래의 계약에 의해 지불하지 못하는 사태가 발생하여 不實化되었음을 가정하고 효율과 형평면에서 바람직한 채무조정안을 검토하였다. 序論에서 筆者는 不實企業이 생기는 원인이 근본적으로 不確實성에 있다고 주장하였다. 附錄에서 筆者는 이 주장을 뒷받침하고, 事前的 效率과 事後的 效率의 구별을 명확히 하기 위하여 企業의 投資 및 負債借入決定을 內生化한 模型을 분석해 보고자 한다. 이 模型에서 企業主는 施設投資時點에서 미래의 需要에 대하여 不確實성에 직면해 있다. 따라서 施設投資의 결정과 施設投資에 소요되는 資金의 自己資本/負債 구성결정은 不確實性下에 이루어지게 된다. 투자종료후 不確實性이 사라진 상태에서 企業은 과거에 결정된 施設投資에 따라 고정된 생산용량의 제약조건하에서 利潤極大化를 하게 된다. 이 模型은 經濟性喪失企業과 財政的 不實企業의 차이를 명확하게 해 줄 것이며, 경제주체가 합리적인 投資 및 營業活動을 하는 경우에도 企業이 不實化될 확률이 있으며 경제주체들이 이 확률을 알고 있음을 보여주고 있다.

($T+1$)期에 걸쳐 활동하는 다음과 같은 企業을 생각해 보자. 이 企業은 1期에 施設

投資를 하고 2期부터 ($T+1$)期까지 생산 및 판매를 한다. 1期에 K 의 容量(capacity)을 갖춘 시설에 투자하는 경우 이 企業은 $t \geq 2$ 인 各期에 K 를 초과하지 않는 범위내에서 生産 및 販賣活動을 할 수 있다. K 의 施設容量에 투자하는 데 따르는 費用을 bK 라 하고 이 費用은 투자 이후 埋沒(sunk)된다고 가정하자. $t \geq 2$ 인 各期에서 需要는 $p = \theta - q$ 의 逆需要函數를 따른다. 여기에서 q 는 물론 이 기업의 生産량이다. 需要의 크기를 나타내는 母數 θ 의 값은 1期에는 알려져 있지 않으며 $\Theta = [\theta_L, \theta_H]$ 의 구간에 均一分布(uniform distribution)에 따라 분포되어 있다는 것만이 알려져 있고, 2期初에 그 참값이 알려지게 된다.

따라서 投資時點에서 이 企業은 不確實性에 직면해 있으며 이 不確實性은 투자종료후 生産개시 이전에 걷히게 된다. $t \geq 2$ 인 各期에서 이 企業의 短期費用函數는 용량 이내에서는 $c > 0$ 의 限界費用=平均費用에 따른다고 하자. 따라서 이 企業의 短期費用函數는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$c(q) = \begin{cases} cq, & q \leq K \text{인 경우} \\ \infty, & q > K \text{인 경우} \end{cases}$$

마지막으로 $\theta_L < c < \theta_H$ 이며, 이 企業은 期

待利潤을 極大化한다고 가정하자.

이 企業의 期待利潤極大化 문제는 1期の 不確實性下에서의 投資決定과 2期 이후의 生産決定의 두 단계로 이루어져 있다. 이를 풀기 위해서는 K 의 용량이 주어진 상태에서 2期 이후의 생산문제의 해를 먼저 구해야 한다.

이 企業의 2期 이후의 利潤極大化 生産量은 다음의 세 경우로 나누어서 생각해 볼 수 있다. 첫째, 구현된 需要가 매우 낮아 가격이 短期費用 미만인 경우 이 企業은 생산을 하지 않는 것이 바람직하다. 즉 $\theta_L \leq \theta \leq c$ 인 需要狀態에서는 利潤極大化 生産량이 0이다.

둘째, 需要狀態가 $\theta > c$ 이며 이윤극대화 生産량이 1期에 결정된 容量 K 를 초과하지 않는 경우 이 企業의 利潤極大化 生産량은 $\max(\theta - c - q)q$ 의 唯一解인 $\bar{q}(\theta) = \frac{\theta - c}{2}$ 이다.

셋째, 구현된 需要가 施設容量에 비해 커서 $\max(\theta - c - q)q$ 가 모서리해(corner solution)인 K 를 갖는 경우 이 企業의 利潤極大化 生産량은 용량 K 와 일치하게 된다. 위의 둘째와 셋째 경우를 구분하는 需要狀態 $\hat{\theta}(K)$ 는 $\bar{q}(\theta) = K$ 의 唯一해인 $\hat{\theta}(K) = 2K + c$ 이다. 따라서 K 의 용량하에서 생산활동을 하는 企業의 短期利潤極大化 문제의 解 $q^*(K, \theta)$ 는 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$t \geq 2 \text{인 各期에 있어서,}$$

$$q^*(K, \theta) = 0, \theta_L \leq \theta \leq c \text{인 경우,}$$

$$\bar{q}(\theta) = \frac{\theta - c}{2}, \quad c < \theta \leq \hat{\theta}(K)$$

인 경우,

$$K, \hat{\theta}(K) < \theta \leq \theta_H \text{인 경우.}$$

最適生産量 $q^*(K, \theta)$ 가 生産容量과 구현된 需要狀態에 따라 위와 같이 결정됨에 따라, $t \geq 2$ 인 各期에서의 極大化된 利潤 $R(K, \theta)$ 를 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$R(K, \theta) = 0, \theta \leq c \text{인 경우,}$$

$$\bar{\pi}(\theta) = \frac{(\theta - c)^2}{4}, \quad c \leq \theta \leq \hat{\theta}(K)$$

인 경우,

$$\pi(K, \theta) = (\theta - c - K)K,$$

$$\theta > \hat{\theta}(K) \text{인 경우}$$

$R(K, \theta)$ 는 이 企業이 1期에 확보한 施設용량과 2期初 구현된 需要狀態에 따라 $t \geq 2$ 인 各期에 이 企業이 얻을 이윤을 나타낸다.

이번에는 1期에서 企業의 最適投資問題를 살펴보자. 1期에 K 의 施設容量을 갖는 경우 이 企業의 期待利潤의 現價는,

$$\int_{\theta_L}^{\theta_H} \frac{1}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^T} \right] R(K, \theta) f(\theta) d\theta - bK$$

이다. $f(\theta)$ 가 균일분포이므로 $\frac{1}{r} \left[1 - \frac{1}{(1+r)^T} \right]$

$$\cdot \frac{1}{(\theta_H - \theta_L)}$$

을 $j(r, T)$ 로 표시하면 위의 期待利潤을 $j(r, T) \int_{\theta_L}^{\theta_H} R(K, \theta) d\theta - bK$ 로 단순화시킬 수 있다. 이를 極大化하는 1차조건은

$$\frac{\partial}{\partial K} \int_c^{\hat{\theta}(K)} \bar{\pi}(\theta) d\theta + \frac{\partial}{\partial K} \int_{\hat{\theta}(K)}^{\theta_H} \pi(K, \theta) d\theta$$

$$= \frac{b}{j(r, T)}$$

이다.

이 식의 좌변은 「라이프니쯔」의 法則에 의해

$$\int_{\theta(K)}^{\theta_b} \frac{\partial \pi(K, \theta) d\theta}{\partial K} = \frac{1}{2} (\theta_H - c - 2K)^2 \text{ 이 되므}$$

로 期待利潤을 極大化하는 容量은 $K^* = \frac{1}{2} (\theta_H - c - (\frac{2b}{j(r, T)})^{\frac{1}{2}})$ 가 된다. 그리고

$$\frac{\partial^2}{\partial K^2} \int_{\theta_i}^{\theta_b} R(K, \theta) d\theta = -j(r, T) (\theta_H - \hat{\theta}(K)) \hat{\theta}$$

$(K) < 0$ 이므로 위의 K^* 가 극대값임을 알 수 있다.

이 企業의 極大화된 期待利潤은

$$V(K^*) = j(r, T) \int_{\theta_i}^{\theta_b} R(K^*, \theta) d\theta - bK^*$$

이며 이는 0보다 크다는 것을 쉽게 보일 수 있다. 따라서 事前的으로 볼 때 이 企業은 K^* 의 설비에 투자함으로써 正의 期待利潤을 갖게 된다. 그러나 이것은 어디까지나 사전적으로만 성립하는 것이며, 事後的으로 는 구현되는 需要狀態에 따라 설비투자에 소요된 費用을 회수하지 못하는 경우가 발생한다. 우선 $\theta \leq c$ 인 需要狀態가 구현되는 경우 이 企業은 생산을 하지 않는 것이 利潤極大化에 부합하는데, 이 경우 설비에 투자된 bK^* 는 전혀 회수할 수 없다. 따라서 이 企業은 事後的으로 bK^* 의 손실을 보게 된다. $\theta > c$ 인 需要狀態下에서는 이 企業은 $t \geq 2$ 인 各期에 생산을 하는 것이 이윤을 極大化하는 것인데, c 에 가까운 비교적 낮은 需要狀態가 도래하는 경우 短期利潤은 $\bar{\pi}(\theta)$ 가 될 것이지만 $\bar{\pi}(\theta)$ 가 bK^* 에 미달하여 결국 投資費用까지 고려할 때 손실을 입

게 된다. 이러한 경우에 해당하는 需要狀態 θ 의 가장 큰 값은 $\bar{\pi}(\theta) = bK^*$ 의 해가 될 것이며 이 方程式을 푼 결과 $c + 2\sqrt{bK^*}$ 가 된다. 이를 θ_B 로 표시하자. 즉 θ_B 는 이윤이 事後的으로 0이 되는 損益分岐 需要狀態(break-even state)이다. θ_B 보다 낮은 需要狀態가 구현되는 경우 企業은 事後的으로 損失을 볼 것이며, θ_B 보다 높은 需要狀態가 구현되면 企業은 事後的으로 利潤을 실현하게 된다.

위의 분석은 企業의 利潤極大化問題를 다룬 것이지만 이를 企業主의 富의 極大化(wealth maximization)문제로 해석할 수도 있다. 즉 위의 模型에 설명된 프로젝트를 가진 企業主가 自己資本에 의해 프로젝트를 추진하는 경우, bK^* 의 자본을 투자하여 K^* 의 설비를 갖춘 뒤 구현된 需要狀態에 따라 $q^*(K^*, \theta)$ 를 생산, 판매하는 것으로 해석할 수 있다. 企業主의 期待利潤 및 事後的 利潤은 모두 企業의 경우와 동일하다.

이번에는 企業主가 負債 또는 株式公募에 의하여 위의 프로젝트를 추진하는 경우를 검토해 보자. 負債問題를 의미있게 고려하기 위해 企業이 청산되는 경우 bK^* 보다 작은 殘餘價値 F 가 있다고 하자. 따라서 설비 투자에 따르는 埋沒費用은 $bK^* - F$ 이다. 우선 명백한 것은 設備投資額數가 bK^* 가 되어야 한다는 것이다.

따라서 企業主의 문제는 bK^* 의 投資費用 중 自己資本, 負債, 株式公募의 비율을 결

정하는 것이 될 것이다. 만일 이 企業主가 충분한 自己資本을 확보하고 있다면 그는 bK^* 전액을 출자할 것이며 이 경우 負債나 株式公募의 여지가 사라진다. 따라서 흥미 있는 경우는 企業主가 $A < bK^*$ 인 자금밖에 가지고 있지 않은 경우가 될 것이다. 이 경우 企業主는 A 의 自己資本을 투자하며 $bK^* - A$ 를 負債 또는 株式發行에 의하여 조달하게 된다. 企業主가 이 差額을 전액 부채에 의해 조달하는 경우 企業主에게 귀속되는 期待富는 $V(K^*)$ 이다. 그러나 이를 株式公募에 의해 조달하는 경우 企業主에게 귀속되는 期待富는 $\frac{A}{bK^*}V(K^*) < V(K^*)$ 가 될 것이다. 따라서 企業主는 株式發行보다는 借入에 의하여 프로젝트를 추진하는 것을 선호한다.

企業主가 bK^* 를 전액 자기자본에 의해 추진하거나 자기자본과 주식발행의 조합에 의하여 추진하는 경우 不渡의 可能性은 0이며 不實企業問題는 발생하지 않는다. 그러나 $bK^* - A$ 를 부채에 의해 조달하는 경우 設備投資 이후 구현되는 需要에 따라 不實企業問題가 발생할 수 있다.

不渡의 可能性을 의미있게 분석하기 위하여 두가지 가정을 추가하자. 企業主는 물론 1期에 $D = bK^* - A$ 를 起債하는데 기채조건은 다음과 같다. $t \geq 2$ 인 各期에 期當 이자 rD 를 지불하며 $(T+1)$ 期에 元金 D 를 상환한다. 또한 청산시 施設投資의 殘餘價値는 負債元金에 미달한다고 하자. 즉 $F < D$ 이다. 이러한 상황하에서 債權者와 企業主의

이윤은 事後的으로 어떠한 需要狀態가 도래하느냐에 달려 있으며 다음의 몇가지 경우로 나누어 볼 수 있다.

(1) $\theta \leq c$ 인 경우

전술한 바와 같이 $\theta \leq c$ 인 需要狀態가 도래하는 경우 企業은 생산을 포기하며, 生産設備는 타용도로 전환되어 F 의 價値를 갖게 된다. 企業主는 A 의 손실을 보게 되고, 債權者는 債權元金 $D = bK^* - A$ 에 미달하는 F 만을 변제받게 된다.

(2) $c \leq \theta < \theta_F$ 인 경우

여기에서 θ_F 는 $\bar{\pi}(\theta) = rF$ 의 解이다. $\theta = \theta_F$ 인 需要狀態下에서 企業은 各期에 청산시 殘餘價値 F 의 이자에 해당하는 短期利潤을 얻는다. 따라서 $c \leq \theta < \theta_F$ 의 需要狀態下에서는 殘餘價値의 機會費用을 고려할 때 企業은 생산을 포기하는 것이 유리하다. 이 경우 企業主와 債權者의 이윤은 (1)의 경우와 동일하다.

(3) $\theta_F \leq \theta < \theta_I$ 인 경우

여기에서 θ_I 는 $\bar{\pi}(\theta) = rD$ 의 解이다. 즉 θ_I 의 需要狀態下에서 企業은 各期에 負債의 當期利子에 해당하는 이윤을 얻는다. 따라서 위의 구간에 위치한 需要狀態가 도래하는 경우 企業은 부채에 대한 利子를 지불할 수 없게 된다. 債權者의 요구에 의해 企業이 청산된다면 債權者는 F 를 받고 企業主는 투자액 A 전액을 잃게 된다. 반면 企業

을 존속시키는 경우 債權者는 各期에 $\bar{\pi}(\theta) < rD$ 의 감소된 이자를 지급받고 $(T+1)$ 기에 殘餘價値 F 를 받게 된다. 위 구간에 위치한 需要狀態가 θ_F 보다 크므로 債權者의 입장에서는 企業을 존속시키는 것이 유리하다. 企業主는 두 경우 모두 투자액 전액을 잃게 된다.

이 상황은 企業 자체는 존속시키는 것이 효율적이지만 과거에 차입한 부채의 이자를 변제하지 못하여 財政的으로 支拂不能狀態에 빠진 企業을 설명하고 있다.

(4) $\theta_l \leq \theta < \theta_D$

여기에서 D 는 2期 이후 短期利潤의 現價가 元金과 利子の 합인 現價에 해당하는 需要狀態이다. 즉 θ_D 는 $\frac{1}{r}[(1+r)^T - 1] \bar{\pi}(\theta) = D - F$ 의 解이다. θ 가 이 구간에 위치하는 경우 企業은 $t \geq 2$ 인 各期の 負債에 대한 당기이자 rD 를 초과하는 이윤을 얻게 되어 利子支拂에는 문제가 없으나 rD 를 초과하는 短期利潤과 殘餘價値 F 를 더해도 元金 D 를 변제할 수 없다. 이 경우 역시 企業을 존속시키는 것이 효율적이며 債權者는 다소 손실을 보게 되며 企業主는 투자액 전액을 상실하게 된다.

(5) $\theta_D \leq \theta \leq \theta_H$ 인 경우

이 경우 企業은 元金 및 利子を 다 지불할 수 있으나 企業主는 투자액의 일부를 잃게 된다. 不渡의 危險은 없으며 企業은 정상적인 수명을 마치게 된다. 企業主가 投資

額의 일부를 손해보게 되는 것은 단순히 회계상 그러한 것이며, 경제적 관점에서 볼 때 投資時點에서 企業主는 期待利潤이 正인 바람직한 투자를 했을 뿐 아니라 生産, 販賣段階에서도 그 시점의 정보하에서 이윤을 極大化하는 最善의 선택을 하고 있다. 企業主의 손실은 위의 네가지 경우에서와 마찬가지로 自然의 攝理에 의한 것이다.

(6) $\theta_B < \theta \leq \theta_H$ 인 경우

bK^* 의 투자에 대한 損益分岐點을 초과하는 需要狀態이므로 企業主는 利子 및 元金を 변제하고도 자신의 투자에 대하여 正의 이윤을 얻게 되는, 모두가 행복한 상태이다.

이 企業과 企業主는 最善의 投資 및 生産 決定을 하고 있다. 그럼에도 불구하고 이 企業은 事後的으로 不實企業이 될 확률이 正이다. 즉 事後的으로 θ_D 미만의 需要狀態가 구현되는 경우 이 企業은 채무를 본래의 계약에 의해 이행할 수 없게 된다. 따라서 이 企業이 不實企業이 될 確率은 $\frac{(\theta_D - \theta_l)}{(\theta_H - \theta_l)}$ 이다. 이 企業은 (1)과 (2)의 경우 經濟性 喪失企業이며, (3)과 (4)의 경우 財政的 不實企業이다. 이 模型은 需要에 대한 不確實性을 가정하고 있으나 이보다 폭넓은 해석이 가능하다. 즉 θ 는 企業의 費用, 이 企業과 競爭關係에 있는 他企業의 費用 등 企業의 미래의 이윤에 영향을 미치는 變數를 일반적으로 대표한다고 해석할 수 있다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

- 金俊經, 『金融環境變化와 銀行不實債權 整理方案』, 政策研究資料 91-10, 韓國開發研究院, 1991.
- 南逸聰, 『問題產業의 發生原因과 產業政策의 方向』, 研究資料 93-01, 韓國開發研究院, 1993.
- 南逸聰·金鍾奭, 「過當競爭과 政府規制」, 『韓國開發研究』, 第13卷 第4號, 韓國開發研究院, 1991.
- 법원행정처, 『회사정리실무』, 1985재판자료 제28집.
- 은행감독원, 「일반은행의 부실여신이 은행경영에 미치는 영향 및 향후전망」, 1988.
- 이성욱·김준경, 『限界企業의 倒産과 退出 關聯制度의 改善方案』, 韓國租稅研究院, 1993.
- 임채홍, 『회사정리법개설』, 고시계, 1989.
- 全國投資金融協會, 『會社整理制度의 衡平性 提高에 관한 研究』, 全國投資金融協會, 1993.
- 재무부, 「부실기업정리내용(업체별)」, 1988.
- Coase, R. H., “The Problem of Social Cost,” *The Journal of Law and Economics*, Vol. 3, 1960. 10, pp.1~44.
- Finkelstein, Claire, “Financial Distress as a Noncooperative Game: A Proposal for Overcoming Obstacles to Private Workouts,” *The Yale Law Journal*, Vol. 102, 1993.
- Nash, John, “The Bargaining Problem,” *Econometrica*, 1950. 1.
- Newton, Grant, *Bankruptcy and Insolvency Accounting*, 2nd ed., John Wiley and Sons, 1981.
- Stanley, David and Majorie Girth, *Bankruptcy, Problem, Process, Reform*, Brookings, 1971.