

증권설계를 통한
기업갱생제도의 개선방안

1998. 4.

연구위원 김형태

연구원 박용서

한국증권연구원

목 차

I. 서론	1
1. 파산관련제도의 목적	1
2. 파산관련제도 설계의 기본원칙	3
3. 연구의 동기	6
II. 우리나라 기업갱생제도의 평가	8
1. 개정회사정리법과 개정화의법의 특징	8
2. 기업갱생제도의 평가	10
III. 갱생가능성의 판단기준 설정	17
1. 부도기업에 대한 기존의 분석	17
2. 부도기업에 대한 제분석방법의 비교	18
3. 최근 부도기업의 유형별 특징	21
4. 기존법규의 문제점과 개선방안	24
IV. 최적 증권의 설계 방안	25
1. 가정과 예	25
2. 기업가치가 확실한 경우	26
3. 증권설계를 통한 최적 배분의 실현	29

V. 증권설계를 통한 청구권 분배의 특징과 효과	36
1. 증권설계를 통한 청구권 분배의 특징	36
2. 증권설계를 통한 청구권 분배의 효과	37
3. 대출금 출자전환(debt-equity swap)과의 비교	38
VI. 증권설계를 통한 청구권분배제도의 도입여건 분석	40
1. 채권의 주식전환 가능성	40
2. 옵션시장의 존재유무	41
3. 자금조달	46
VII. 결론과 정책적 제언	47
1. 결론	47
2. 증권설계를 통한 기업갱생제도의 도입방안	48
<참고문헌>	53

표 목 차

<표 III-1> 부도기업의 유형별 분류	22
<표 IV-1> 갱생기업 가치변화에 따른 청구권의 배분(갯수)	28
<표 IV-2> 갱생기업 가치변화에 따른 청구권의 배분 (금액)	29
<표 IV-3> 기업가치 변화에 따른 옵션행사와 배분액	33
<표 VI-1> 기업갱생과정에서 청구권의 재분배	40
< 부 표 > 부도기업의 당기순이익, 현금흐름, EVA 비교	54

그림목차

<그림 I-1> 파산관련제도 설계의 기본 원칙	5
<그림 II-1> 화의제도의 절차와 소요기간	15
<그림 II-2> 회사정리제도의 절차와 소요기간	16
<그림 III-1> 부도직전 기업의 재무적 특징	20

I. 서론

1. 파산관련제도의 목적

○ 사전적 관점과 사후적 관점

- 경제적인 측면에서 볼 때, 파산관련제도의 목적은 사전적(ex-ante) 관점과 사후적(ex-post) 관점에서 규정될 수 있음.
- 사전적 관점은 파산이 발생하기 이전 즉 기업이 정상적인 경영활동을 수행하는 시점을 대상으로 함.
- 사후적 관점은 파산이 발생한 이후의 시점을 의미함.
- 합리적인 파산관련제도는 사전적 효율성과 사후적 효율성을 동시에 추구해야 함.

○ 사전적 효율성

- 사전적으로 효율적인 파산관련제도는, 경영자에 대한 강력한 제재와 책임추궁을 통해 건실한 경영을 유도함으로써 파산가능성을 최소화할 수 있는 제도를 의미함.
 - 기업의 경영자가 방만한 경영, 위험투자를 행하면 파산가능성이 증대됨.
 - 파산이 발생하면 파산비용이 발생하여 기업의 가치를 감소시킴.
- 사전적 효율성을 위한 조건
 - 경영자로 하여금 파산의 가능성을 고려하여 건실한 경영을 하도록 유도하기 위해서는 첫째, 파산발생시 경영자가 감수해야 하는 벌과 손실

이 충분히 커야함. 둘째, 파산발생시 재협상의 가능성이 배제되어야 함.

— 사전적 효율성 관점에서의 최적파산제도

- 사전적 효율성의 관점에서만 보면 파산한 기업은 모두 청산시키는 것이 가장 효율적인 제도임
- 사후적인 강력한 책임추궁과 손실의 가능성이, 사전적으로 경영자로 하여금 부실경영을 회피하고 건실경영을 행하게 하는 유인제공

○ 사후적 효율성

— 사후적으로 효율적인 파산관련제도란, 기업이 이미 파산했음을 전제로 신속한 갱생절차를 통해 사후적 기업가치를 극대화할 수 있는 파산제도를 의미함.

- 기업은 비효율적인 경영에 의해 파산할 수도 있으나 경영자가 통제할 수 없는 외생적 요인에 의해 또는 일시적인 유동성 부족에 의해 파산할 수도 있음.
- 신속하고 효율적인 갱생절차를 통해 이같은 기업들을 정상화시키는 것이 기업자체 차원에서 뿐만 아니라 국가경제 차원에서도 바람직함
- 우리나라의 경우 기업갱생을 지원하는 제도로는 회사정리법과 화의법이 있음

— 사후적 효율성을 위한 조건

- 사후적 효율성을 증대시키기 위해서는 파산발생시 채무자와 채권자간에 재협상(renegotiation)이 허용되는 제도의 유연성이 요구됨.

— 사후적 효율성을 위한 기업갱생제도의 과제

- 사후적 효율성을 위해서는 다음의 두가지 문제가 해결되어야함.

- 첫째, 갱생가능성의 판단기준 설정

갱생의 가능성이 있는 기업과 없는 기업을 구분하여 전자를 구제, 정상화시키고 후자를 청산시킬 수 있는 판단기준 필요

- 둘째, 효율적 분배메카니즘의 설계

재무적 곤경에 처한 갱생가능 기업의 자산과 청구권을 효율적이고 공정하게 각 청구권자들에게 배분할 수 있는 메카니즘의 설계

- * 효율적 배분이란, 지연비용, 소송비용 등의 파산비용을 최소화하여 기업가치를 극대화시키고 이를 통해 기업갱생의 가능성을 극대화 할 수 있는 배분 방안을 의미

- * 공정한 배분이란, 기존의 변제우선순위(priority)가 유지되는 배분방안을 의미

○ 사전적 효율성과 사후적 효율성의 상충

- 파산관련제도가 냉혹할수록 사전적 효율성은 증대되나 사후적 효율성은 감소됨

- 파산관련제도가 관대할수록 사후적 효율성은 증대되나 사전적 효율성은 감소됨

- 어떤 효율성에 중점을 두느냐는, 경제발전단계나 경제환경등을 고려한 정책적 판단사항임

2. 파산관련제도 설계의 기본원칙

○ 최적의 파산관련제도란, 사전적 효율성과 사후적 효율성의 적절한 조화를

통해 파산비용을 극소화할 수 있는 제도를 말함

- 본 연구에서는, 사후적 효율성의 증대와 이를 지원하는 기업갱생제도에 초점을 맞춤
- 우리나라의 기업갱생제도에는 회사정리제도와 화의제도가 있음

○ 기업갱생제도 설계의 기본원칙

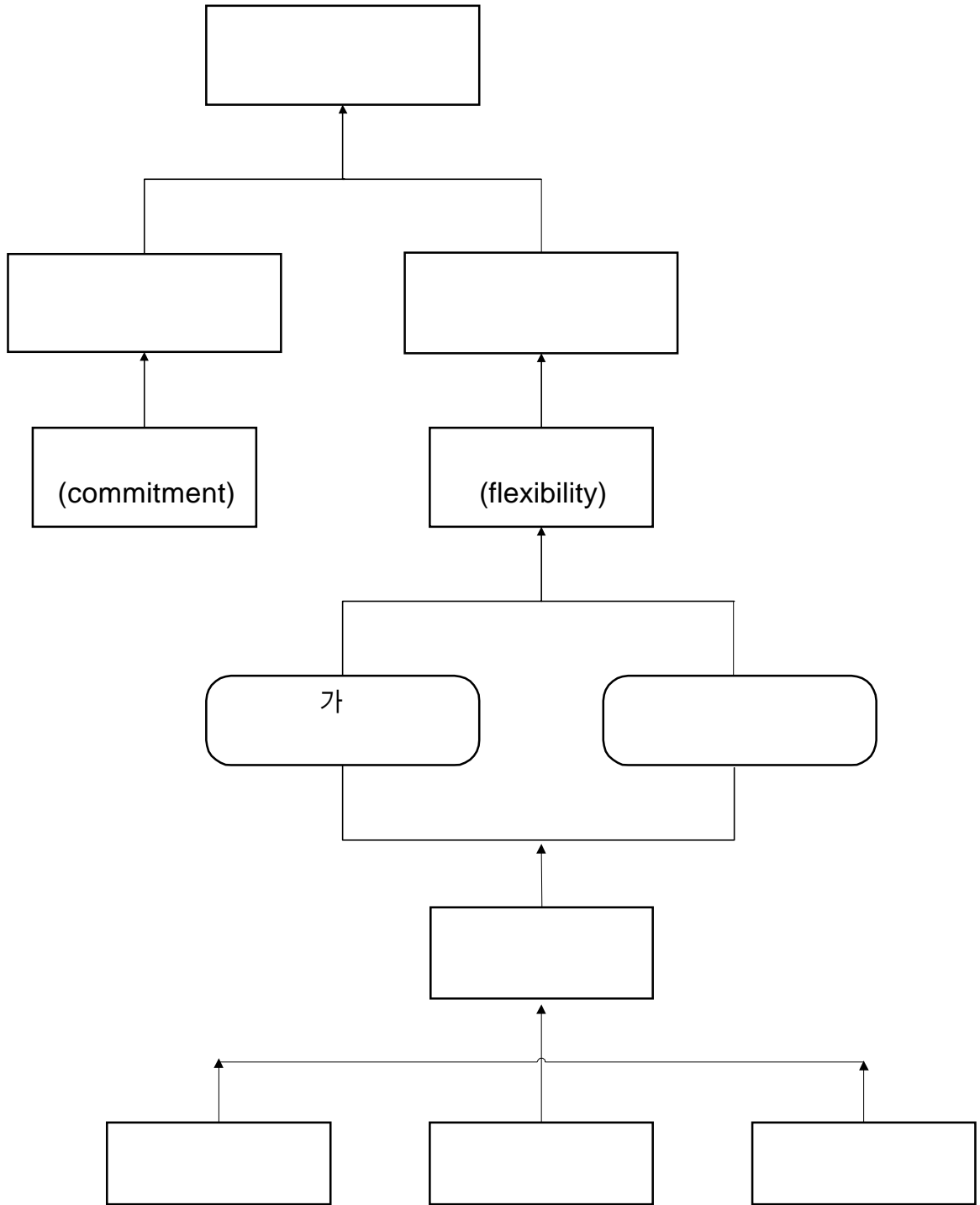
— 신속성

- 기업이 파산상태에 빠지면 정상적인 경영활동을 수행할 수 없고 이 과정에서 기업가치의 급격한 감소가 발생함.
 - 고객의 상실, 원재료 공급선 상실, 유통관계 상실
 - 자금조달 곤란
 - 이해관계자들의 참여한 이해대립과 이로 인한 빈번한 이의제기와 소송제기
- 지연비용은 기업의 가치를 감소시키는 deadweight costs임
- 지연원인
 - 법률적 절차진행상의 지연
 - 의사결정과정의 지연
- 기업갱생제도가 신속성을 갖기 위해서는, 갱생기업에 대한 청구권 분배메카니즘이 유인성, 공정성, 투명성 등의 조건을 갖추어야 함.

— 유인성

- 기존경영진, 채권자등 이해관계자들이 기업정상화 과정에 적극 참여할 수 있는 유인을 제공할 수 있어야 함
- 다양한 청구권자들의 이해상충을 극소화할 수 있어야 함

<그림 1-1> 파산관련제도 설계의 기본 원칙



- 공정성
 - 청구권자들의 변제우선순위(priority)가 유지될 수 있어야 하고 누구나 만족할 수 있어야 함.
- 투명성
 - 자의적 결정이 배제되고 시장의 원리에 입각한 자동적 절차이어야 함.

3. 연구의 동기

- 우리나라의 기업갱생제도인 화의법과 회사정리법의 문제점을 지적하고 증권설계를 통한 개선방안을 제시하고자 함.
 - 주관심사는 사후적 효율성의 증진방안, 특히 효율적이고 공정한 청구권 배분 메커니즘을 설계하는 것임
 - 갱생가능성의 판단기준에 대해서도 개선안을 제시함
- 갱생기업의 가치결정
 - 기업갱생의 경우에는, 기업청산의 경우에 존재하지 않는 기업가치평가의 문제가 발생함
 - 기업청산시에는 실제로 자산이 외부인에게 판매됨
 - 이 금액이 기업의 진정한 가치인가에 관계없이 배분의 대상이 되는 기업가치가 확정됨
 - 고로 배분의 대상이 되는 기업의 가치평가 문제와 관련하여 이견이 없음
 - 기업갱생 절차는, 기존의 기업 청구권자들에게 기업을 판매하는 것으

로 이해할 수 있으나 이는 가공(fictional)의 판매임

- 모든 청구권자가 동의하는 객관적 기업가치 결정 곤란
- 각 청구권자들의 새로운 청구권 가치 결정도 곤란
- 각 청구권 자들간의 이해상충이 심화됨
- 파산절차가 지연되고 소송비용이 증가해 파산절차의 효율성 감소

○ 우리나라 현행법률

- 1998년 2월 24일에 개정, 공포된 회사정리법과 화의법에서는 공히 관리위원회의 구성을 법제화함
 - 경쟁기업의 가치결정과 관련하여 관리위원회에 의한 심사, 평가, 의견제시가 법제화됨으로써 기존의 법원에 의한 평가(예: 대법원 송무예규)보다 전문성, 객관성 증대
- 경쟁기업 가치결정과 관련하여 객관성이 증대되었으나 여전히 무엇이 공정한 청구권분배인지에 대해 객관적 기준이 없음
 - 이로 인해 이해당사자들 간에 이해 상충, 이의 제기, 소송 제기, 경쟁절차지연 등의 비효율성 증대
 - 신속히 경쟁절차가 추진되었으면 경쟁되었을 기업들이 절차상의 비효율성으로 인해 도태, 청산됨
- 이 같은 문제를 완화, 제거할 수 있는 효율적이고 공정한 분배메카니즘의 설계가 절실히 요구됨

○ 청구권분배 메카니즘의 설계

- 이해 상충을 감속시키고 각 청구권의 정확한 가치를 구하기 위해서는 정확한 기업가치의 계산이 필요하나 현실적으로 불가능함

- 고로 바람직한 배분 메카니즘은 기업가치의 크기에 관계없이 기존의 변제우선순위(priority)가 유지되는 메카니즘이어야 함
- 옵션을 이용한 증권설계를 통해, 기업가치의 정확한 추정이 필요없고 변제의 우선순위가 유지되는 청구권분배 메카니즘을 설계하려함
- 증권설계를 통한 청구권 분배메카니즘
 - 유인성, 공정성, 투명성 증대
 - 신속성 증대
 - 기업가치 손실의 감소
 - 기업가치의 증대
 - 기업의 갱생가능성 증대

II. 우리나라 기업갱생제도의 평가

1. 개정회사정리법과 개정화의법의 특징

- 첫째, 관리위원회 구성으로 법원의 전문성 보완
- 둘째, 각종 절차의 기간을 규정하여 시간을 단축
 - 회사정리법
 - 보전처분 여부를 신청일로부터 14일 이내에 결정
 - 관리인은 정리채권 신고기간 만료후 4개월 이내에 정리계획안을 작성하여 제출

- 정리절차 개시일로부터 1년 이내에 정리계획안이 가결되지 아니하면 법원이 직권으로 정리절차 폐지의 결정을 함(불가피한 사유가 있을 경우에는 1년 6개월이내)
- 채권의 최장유예기간을 20년에서 10년으로 단축

— 화의법

- 정리위원의 조사 및 의견서 제출기간은 선임일로부터 2개월 이내
- 화의신청일로부터 3개월 이내에 화의개시결정

○ 셋째, 채권자의 권한과 역할 강화

— 회사정리법

— 화의법

- 채권자협의회 구성을 통한 화의절차 관여가능
- 화의인가후에도 화의조건 이행상황을 감시
- 채권자의 신청 또는 직권에 의한 화의취소결정 가능

○ 네째, 화의제도의 남용 방지를 위해 기각요건 확대

- 개정사항
 - 기존 경영진의 회사재산 유용, 은닉 또는 고의적인 부실경영으로 기업이 재정적 파탄에 이른 경우
 - 채무자의 자산, 부채 규모, 이해관계인의 수 등 제반 사정에 비추어 화의절차적용이 부적합할 경우
 - 보전처분 후에는 화의신청을 취하할 수 없음

- 결과
 - 97년 12월에 17건, 98년 1월에 13건, 2월에 11건 이었던 것이 2월 24일 개정 화의법이 공포, 시행된 이후 화의신청이 3월까지 2건으로 급격히 감소
 - 극동건설과 나산그룹은 화의신청을 취하하고 회사정리법 신청으로 전환함

○ 다섯째, 지배주주의 책임추궁

- 회사정리법의 경우, 부실경영에 대한 중대한 책임이 있는 경우에만하여 소유주식의 2/3 이상 소각
- 개정안에서는 무조건적인 전액소각이 제시되었으나 회사정리제도의 활용증대 유인을 제공하기 위해 지배주주에 대한 책임추궁이 완화되었음

○ 여섯째, 회사정리법에서, 갱생의 가능성 판단에 경제적 가치 개념의 도입

○ 일곱째, 화의법의 파산예방적 성격 강화

2. 기업갱생제도의 평가

○ 기업갱생제도가 해결해야할 문제

- 갱생가능성의 객관적 판단기준 설정
- 효율적인 청구권 분배메카니즘의 설계

○ 기업갱생제도의 평가기준

- 효율적 기업갱생제도가 갖추어야할 조건
- 신속성, 유인성, 공정성, 투명성, 사적계약의 존중(특히 화의법의 경우)

[기준 1] 사적계약의 존중

- 기존경영진 유지, 교체여부의 판단, 갱생가능성의 판단 등은 법원이 아닌, 기업에 투자를 하고 위험을 부담한 청구권자들이 행하여야 함
- 법원의 역할은, 당사자들이 자율적인 협의와 의사결정을 할 수 있는 공정한 규칙을 제정하고 감독하는 데에 국한되어야 함
- 화의법
 - 화의란 채무자와 채권자간의 사적계약을 존중하는 바탕위에 기업의 갱생을 도모하는 제도임
 - 고로 화의제도의 본질적 특징은 사적계약의 존중과 기업의 갱생지원에 있으며 화의법도 이 같은 특징을 최대한 존중해야 함
- 사적계약 존중이 소홀히 취급됨
 - 화의개시의 판단을 법원이 행함
 - 채무자와 채권자간의 사적계약을 존중한다는 법률취지에 위배
 - 관리위원회가 구성된다 하더라도 법원에 의한 갱생가능성 판단 기준이 모호
 - 기업갱생가능성 판단을 법원이 행함

[기준 2] 객관성, 투명성

- 모든 판단기준과 의사결정에 주관성과 임의성이 배제되어야 함

— 회사정리법, 회의법 모두 관리위원회가 구성되어 전문성이 보완되기는 하였으나

- 갱생가능성이 없는 불량기업과 갱생가능성이 있는 우량기업을 구분하는 명확한 기준 결여
- 청구권 분배에 대한 객관적 기준 결여

— 회사정리법

- 갱생가능성 판단과 관련해 그 기준이 되는 경제적 가치 개념에 대해 객관적인 정의나 설명 없음
- 주식소각 조건과 관련해, 무엇이 부실경영이고 무엇이 중대한 과오인지에 대해 객관적 기준 결여

— 회의법

- 파산의 원인이 구체적으로 무엇인지, 파산의 원인인 사실이 발생할 염려가 있는 경우가 구체적으로 어떤 경우인지에 대해 언급 없음
- 채무자의 자산, 부채 규모, 이해관계인의 수 등 제반 사정에 비추어 화의절차적용이 부적합할 경우 화의를 기각하도록 규정하고 있는데, 그 구체적 자산, 부채규모, 이해관계자의 수 그리고 제반사정에 대해 객관적 기준 결여

[기준 3] 유인성

(1) 기존 경영진에 대한 유인 제공

— 기술, 마케팅, 조직 등 기업 내부 사정을 가장 잘 알고 있고 회사 정상화에 대한 열의가 가장 높은 기존 경영진이 기업 정상화 과정에 적극 참여할 수 있는 유인 제공

— 화의법

- 화의과정을 통해 기업이 갱생되었을 경우 그 결실을 기존의 경영진이나 사주가 독점하는 폐해가 있음
- 이같은 문제는 공정한 분배메카니즘을 통해 사후적으로 해결해야 할 문제지 이때문에 화의를 기각하거나 정상화과정에서 기존경영진을 배제하는 것은 바람직하지 못함
- 기업가치를 증대시키는 문제와 주어진 기업가치를 분배하는 문제를 혼동

— 회사정리법

- 부실경영에 대한 책임추궁을 위해 도입된 지배주주의 주식소각도 그 정도가 지나치면 경영자의 기업갱생 의욕을 감소시킴

(2) 채권자에 대한 유인제공

— 채권자가 기업정상화 과정에 적극참여할 수 있는 동기부여나 유인 제공

— 기업갱생의 결실을 공정하게 분배받을 수 있어야 기업정상화 과정에 적극참여할 수 있는 유인이 생김

— 화의법

- 별채권자가 화의의 구속을 받지 아니하므로 임의로 변제권을 행사할 경우 중요한 영업재산이 경매되어 회사가 정상화 불가능 또는 협상과정에서 갱생절차 지연
- 화의법에서는 채권자 집회에서 출석 채권자의 과반수 이상 및 신고채권액의 $\frac{3}{4}$ 이상의 동의가 있어야 화의가 가결됨
- 채권자는 개별적으로 채무자에게 양보의 취소의사 표시를 할 수 있고 일정조건 이상의 채권자(신고채권자의 과반수 이상 및 채권액

의 $\frac{3}{4}$ 이상)가 공동으로 화의취소결정을 신청할 수 있음

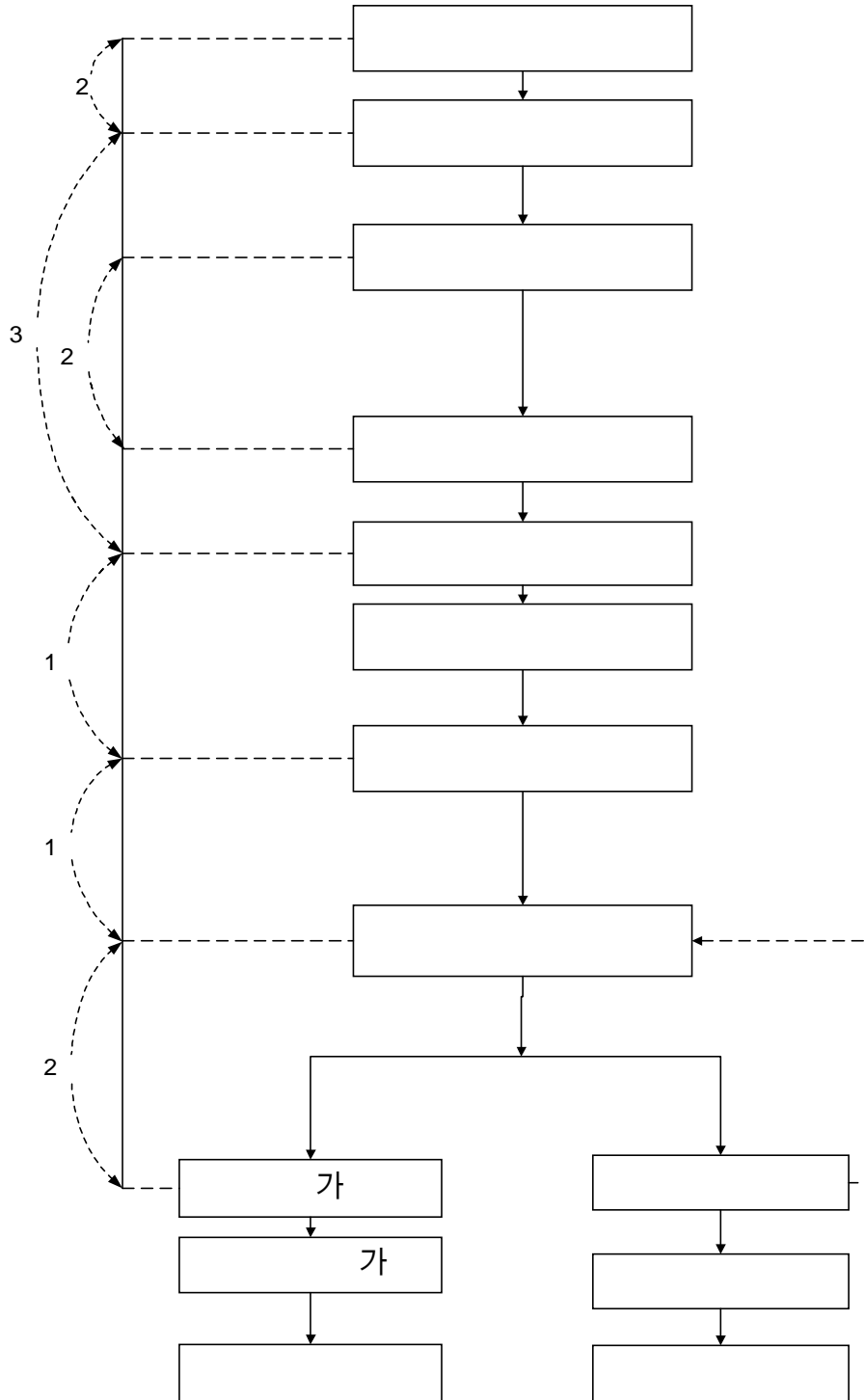
[기준 4] 공정성

- 변제의 우선순위 유지(Absolute Priority Rule)
- 우선순위 위배시에 발생하는 문제
 - 파산을 악용하려는 유인 발생(사후적 관점)
 - 부채의 경영자 구속 기능 약화(사전적 관점)
- 선순위, 후순위 청구권자들 간에 발생하는 이해갈등을 극소화할 수 있는 효율적 분배 메카니즘의 결여
- 공정성 기준과 유인성 기준간에 상충관계 존재

[기준 5] 신속성

- 유인성, 공정성, 투명성이 확보되면 신속성은 자동적으로 결정됨
- 관리위원회의 구성으로 법원절차와 관련된 기간단축에는 문제가 없으나 청구권자들간의 이해조정, 의사결정 기간을 강제로 단축하는 것은 비합리적
 - 이해조정이 용이하고 누구나 만족하여 이의제기가 없는 공정하고 자동적인 분배절차가 필요함
 - 강제적으로 신속성을 요구하면 부작용 발생

<그림 II-1> 화의제도의 절차와 소요기간



Ⅲ. 갱생가능성의 판단기준 설정

1. 부도기업에 대한 기존의 분석

- 우리나라 부도기업의 재무적 특징
 - 흑자를 내면서도 부도가 발생
 - 재무비율은 정상기업과 크게 다르지 않음
 - 매출액 및 자기자본 증가율이 비교적 높음.

- 대우경제연구소의 분석('97년 이후 부도기업 대상)
 - 당기순이익은 대체로 부도 3년전부터 손실을 나타내다 부도직전 급락하는 형태를 보임.
 - 부도에 직면함에 따라 당기순손실을 낸 기업의 비중이 매년 증가하는 것은 사실이지만, 여전히 부도 1년전까지 흑자를 낸 기업이 61% 이상 되는 것으로 나타남.

- 삼성증권의 분석 ('97년 1월 이후 부도를 낸 65개 상장기업 대상)
 - 매출액대비 단기차입금의 비중이 부도위험을 가장 잘 반영하며, 매출액대비 총차입금 비율, 매출액대비 매출채권 및 재고자산비율도 부도 판단지표로 유의함.
 - 단기차입금 비중은 부도회사 54.9%, 상장제조업체 평균 24.7%. 매출채권 및 재고자산 비중은 각각 52.1%, 26.5%로 나타남.

○ 한국은행의 『기업경영분석』(1997) 결과

- 부채비율이 다소 높고, 부도 직전년도에 손실을 보았으며, 매출채권회전율이 다소 낮은 것 외에 여타 재무비율은 정상적임. 즉 지속적인 성장을 하면서 부도 2년전까지도 수익성이 양호한 것으로 나타남.

2. 부도기업에 대한 제분석방법의 비교

○ 1997년 1월 이후 1998년 3월까지 부도를 내거나 화의·법정관리를 신청한 71개 상장기업을 대상으로 함.

○ 재무비율을 이용한 분석

- 부도를 예측하는데 한계가 있으며 또한 향후 기업의 갱생여부를 판단하는데도 의미있는 지표로서의 역할을 하지 못함.

- 당기순이익의 경우를 살펴보면, 부도 발생직전 4년간 20여개 미만(약 20~30%)의 회사만 적자를 보이고 있음.
- 부도직전 3~4년간 지속적으로 적자를 보인 기업은 10개 미만이고 40여개의 회사가 꾸준히 흑자를 기록함

- 또한 부도기업의 여타 재무비율과 동업종 정상기업의 제비율간 뚜렷한 차이가 없어 변별력이 크지 않음.

- 재무비율 분석의 한계

- 최소 과거 1년전 한 시점에서의 재무상태를 나타내는 데이터로 현재의 유동성과 기업의 장래 수익성을 분석하는데 한계가 있음.
- 기업의 특성, 산업구조 등 여타 요인을 고려치 않고 재무비율만 갖고 기업을 일률적으로 평가할 수 없음.

○ 현금흐름분석

- 기업 자금회전의 원활성 및 현금창출능력 등에 대한 분석을 통해 기업의 재무적 건전도를 평가함. 최근 경제상황하에서 속출하고 있는 흑자도산의 원인을 설명할 수 있음.
- 영업활동으로 인한 현금흐름의 경우 40개 이상(약 60~70%)의 기업이 음수로 나타나고 있어 부도의 예측에 유의성을 가짐. 단, 현금흐름에 대한 분석만으로는 일시적 자금난에 의해 도산한 기업(갱생가능기업)과 경쟁에서 낙오된 기업(갱생불능기업)을 구분하지 못함.

○ 경제적 부가가치(EVA) 분석

- EVA란 기업이 고유의 영업활동을 통해 창출한 순가치의 증가분으로서 세후순영업이익에서 투하자본에 대한 자본비용을 공제한 잔여이익임

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{세후순영업이익} - \text{자본비용} \\ &= (\text{영업이익} - \text{법인세}) \\ &\quad - (\text{타인자본비용} + \text{자기자본비용}) \end{aligned}$$

— 기업부도의 예측력

- 분석대상 중 50개(75~85%)가 넘는 기업의 EVA가 음수로 나타나고 있어 부도예측에 유의성을 가짐.
- 부도직전 5년간 EVA의 추세를 보면 지속적으로 음수를 기록하고 있으며 또한 계속 하강경향을 보임.

- 경쟁가능기업과 경쟁불능기업의 구분
 - 부도 직전 수년간 지속적으로 음의 EVA를 기록한 기업의 경우 경쟁불능기업으로 분류될 수 있으며, 반대로 지속적으로 양의 EVA를 기록한 기업은 경쟁불능기업으로 볼 수 없음.
 - 지속적으로 많은 EVA를 창출한 진로, 만도기계, 한라건설, 나산 등의 기업은 부도의 원인을 다른 요인에서 찾아보아야 함.
- 이처럼 EVA분석은 부도예측에 우수하고 부도에 대한 다양한 원인설명을 제공하며 경쟁가능한 기업과 경제적 한계기업의 구별에도 판별력을 가짐.
- 또한 산업간 EVA나 동종업종내 개별기업간 EVA를 비교하여 보면, 어느 산업과 어느 기업이 경제전체의 부가가치를 높이고 있는지 알 수 있어 구조조정의 지표로도 활용가능함.

3. 최근 부도기업의 유형별 특징

- 71개 분석대상 부도기업 중 흑자부도를 낸 기업을 가중현금흐름과 EVA의 지표를 기준으로 4가지로 유형화하여 분석함.
- A유형
 - 당기순이익, 가중현금흐름, EVA가 모두 양수인 5개사
 - 이들중 과거 4~5년간 지속적으로 양의 EVA를 산출한 진로, 만도기계의 경우 주력부문의 영업에서는 우량한 모습을 보였지만 모기업이 전문성이 없는 타 분야로 사업을 확장하거나 계열사에 대한 지급보증

으로 인해 도산했으며, 세프라인의 경우 경영은 건실했으나 금융권의 무리한 대출금 회수로 부도를 냈.

- 진로나 만도기계는 경제적 부가가치를 창출하지 못하는 계열사와의 관계가 정리된다면 회생할 수 있을 것이며, 세프라인도 자금지원만 이루어진다면 갱생할 수 있어 보임.

— 진로종합식품과 한라시멘트는 부도 직전년도만 제외하고 4년간 계속 음의 EVA를 기록함으로써 장래 지속적으로 양의 EVA를 낼 수 있을지가 갱생의 지표가 될 듯함.

<표 III-1> 부도기업의 유형별 분류

(‘96 회계년도 기준)

유형	당기 순이익	가중 현금흐름	EVA	해당기업
A형	+	+	+	진로, 만도기계, 세프라인 등 5개사
B형	+	-	+	한신공영, 청구 대선주조, 나산 등 12개사
C형	+	+	-	금강피혁, 기아자동차 등 12개사
D형	+	-	-	금경, 영진약품, 부흥, 삼성제약 등 21개사
합 계				50개사

○ B유형

- 가중현금흐름은 음수이나 당기순이익과 EVA가 양수인 12개 기업
- 대체로 다각화를 위한 사업확장 또는 무리한 신규투자확대를 추진하던 중 경기침체와 금융위기로 인한 자금압박에 의해 도산한 회사이거나 그 계열 또는 관계회사임.
 - 한신공영, 대선주조, 한라건설, 서광건설산업, 청구, 크라운제과, 나산의 경우 지난 수년간 지속적으로 많은 EVA를 창출한 것으로 보아, 부실계열사나 투자자산의 매각 등이 이루어질 경우 주력부문은 경쟁할 수 있을 것으로 보임.

○ C유형

- 당기순이익과 가중현금흐름은 양수이나 EVA가 음수인 12개 기업
- 부도 직전 심각한 자금난에 시달림. 자금난의 직접적 원인은 경기침체로 인한 경쟁심화 및 매출부진, 그에 덧붙여 금융경색으로 인한 신규대출 중단, 대출금 회수 등 주로 경제환경적 영향을 크게 받음.
- 또한 경영의 효율성을 달성하지 못해 EVA가 수년간 지속적으로 음수를 기록하고 있음. 따라서 비효율적 경영으로 인해 낙후된 경쟁력을 높일 수 있을 현실성있는 개혁 조치가 마련되지 않는다면 경제여건이 매우 좋지못한 상황에서 경쟁하는데 많은 어려움을 겪을 것으로 보임.
- 영업활동에 의한 현금흐름이 양수인 이유는 기아자동차와 같이 제품의 덤핑판매 등을 통해 일시적으로 현금을 확보했기 때문이기도 함.

○ D유형

- 당기순이익은 양수이지만 가중현금흐름, EVA가 음수인 21개 기업

- 사업다각화의 실패, 계열사에 대한 지급보증 등 부도원인은 다양하나 그외에 몇가지 특징이 있음.
 - 금경, 부흥 등은 전문 의류업체로서 금융비용부담도 비교적 적은 편이나 경기침체으로 인해 매출이 급격히 하락하여 도산함. 즉, 이처럼 최근들어 실물적 요인에 의해 도산한 기업들이 생기고 있음.
 - 영진약품, 삼성제약은 매출은 그리 부진하지 않았으나 단기차입금이 차지하는 비중이 너무 과다했던 경우임. 이처럼 재무구조상의 취약성은 경제여건이 악화될 경우 기업에게 치명적 결과를 가져옴.
- 대부분 기업들이 많은 음의 EVA를 기록하고 있어 재무구조를 개선하고 경영효율성을 높일 수 있는 강도높은 조치가 선행되지 않을 경우 갱생키 어려울 듯함.

4. 기존법규의 문제점과 개선방안

○ 법률개정('98. 2. 24) 이전 대법원 송무예규

- 기업의 공익성에 대한 판단기준으로 기업규모, 업종, 기술력, 국가경제에의 기여도 등을 열거함.
 - 다수의 갱생가능한 중소기업을 배제할 뿐 아니라 기준이 주관적이어서 정부 등 제3자에 의한 자의적 판단의 소지를 남겨두고 있음.
- 갱생가능성
 - 기준이 주관적이고 불명확하며, 그것도 재무비율 위주여서 기업의 경제적 가치에 근거한 실질적 갱생가능성을 정확히 파악하지 못함.
 - 기준이 나열적이고 서로 내용상 중복되어 있으며, 개별기업의 특성을 고려치 않음으로써 실제 기준적용시 판별력이 떨어짐.

- 개정된 “경제적으로 갱생의 가치가 있는”이란 기준
 - 개정안의 취지는 올바른 방향으로 진전이 있었으나 기업의 경제적 가치를 판단할 수 있는 객관적인 기준이 마련될 필요성이 있음.

- 개선방안
 - EVA에 대한 분석을 통해 부도기업의 실질적 갱생가능성을 평가함.
 - 미래 재무제표 및 현금흐름의 추정, EVA를 이용한 기업의 실질가치 추정을 통해 기업을 갱생시킴으로써 얻는 경제적 이득과 기업청산시의 가치를 비교함.

- 개선안의 장점
 - 갱생불능기업과 갱생가능기업을 구분할 수 있는 보다 객관적 기준의 확립
 - 갱생가능기업을 퇴출시키는 오류 감소
 - 갱생불능기업을 갱생시키는 오류 감소

IV. 최적 증권설계의 설계 방안

1. 가정과 예

- 기존 기업이 세가지 종류의 청구권으로 구성된 경우를 가정
 - 우선채권자 : 100명이 각 1억씩 투자

- 일반채권자 : 100명이 각 1억씩 투자
 - 주 주 : 100명이 각 1주씩 보유
- 경쟁기업은 100개의 보통주로 구성된 새로운 100개의 청구권으로 구성된다고 가정
- 경쟁기업 주식의 단위당 가치를 X 라 가정
 - 배분의 대상이 되는 총가치는 $100X$ 임
- 문제는, 100개의 주식을 기존의 우선채권자, 일반채권자, 주주에게 어떻게 배분하는 것이 효율적이고 공평한 배분인가임
- 먼저 X 를 확실히 알고 있는 경우의 합리적 배분방안을 검토하고 과연 X 가 불확실한 경우에도 이 같은 배분을 적절한 증권설계를 통해 달성할 수 있는가를 검토

2. 기업의 가치가 확실한 경우

[case 1] $X \leq 1$ (즉, $100X \leq 100$ 억)인 경우

- 이 경우는 경쟁기업의 총가치가 우선채권자의 청구권을 초과하지 못하므로 100개의 청구권을 모두 우선채권자에게 배분함

[case 2] $1 < X \leq 2$ (즉, $100 < 100X \leq 200$ 억)인 경우

- 이 경우는 우선채권자 집단은 원래 채권액 100억을 모두 상환 받을 수 있음

— 우선채권자들이 배정 받는 청구권 수를 N 이라 하면

$$X \cdot N = 100\text{억}$$

— 우선채권자 집단에 배정된 청구권 수

$$N = \frac{100}{X} \text{ 개}$$

— 우선채권자 1인에 배정된 청구권 수

$$\frac{N}{100} = \frac{1}{X} \text{ 개}$$

○ 일반채권자 집단은 나머지 청구권을 모두 배정 받음

— 일반채권자 집단에 배정된 청구권 수

$$\left(100 - \frac{100}{X}\right) \text{ 개}$$

— 일반채권자 1인에 배정된 청구권 수

$$\left(1 - \frac{1}{X}\right) \text{ 개}$$

[case 3] $X > 2$ (즉, $100X > 200\text{억}$)인 경우

○ 이 경우는 우선 채권, 일반 채권을 모두 상환하고도 잔여분이 존재. 이는 기존 주주들에게 배분함

○ 우선채권자 집단에 배정된 금액 : 100억

우선채권자 집단에 배정된 청구권 수 : $\frac{100}{X}$ 개

우선채권자 1인에 배정된 청구권 수 : $\frac{1}{X}$ 개

○ 일반채권자 집단에 배정된 금액 : 100억

일반채권자 집단에 배정된 청구권 수 : $\frac{100}{X}$ 개

일반채권자 1인에 배정된 청구권 수 : $\frac{1}{X}$ 개

○ 주주집단에 배정된 금액 : $(100X - 200)$ 억

주주 집단에 배정된 청구권 수 : $(100 - \frac{200}{X})$ 개

주주 1인에 배정된 청구권 수 : $(1 - \frac{2}{X})$ 개

○ 이상의 논의를 바탕으로 갱생기업의 가치 변화에 따른 1인당 청구권 배분갯수와 가치를 정리하면 각각 다음 <표 IV-1>, <표 IV-2>와 같음

<표 IV-1> 갱생기업 가치변화에 따른 청구권의 배분(갯수)

기업가치 \ 청구권자	$X \leq 1$		$1 < X \leq 2$		$X > 2$	
	1인당	전체	1인당	전체	1인당	전체
우선채권자	1(개)	100(개)	$\frac{1}{X}$	$\frac{100}{X}$	$\frac{1}{X}$	$\frac{100}{X}$
일반채권자	0	0	$1 - \frac{1}{X}$	$100 - \frac{100}{X}$	$\frac{1}{X}$	$\frac{100}{X}$
주주	0	0	0	0	$1 - \frac{2}{X}$	$100 - \frac{200}{X}$
합계	1	100	1	100	'1	100

<표 IV-2> 갱생기업 가치변화에 따른 청구권의 배분 (금액)

기업가치 \ 청구권자	$X \leq 1$		$1 < X \leq 2$		$X > 2$	
	1인당	전체	1인당	전체	1인당	전체
우선채권자	X (억원)	$100X$ (억원)	1	100	1	100
일반채권자	0	0	$X-1$	$100X-100$	1	100
주주	0	0	0	0	$X-2$	$100X-200$
합계	X	$100X$	X	$100X$	X	$100X$

3. 증권설계를 통한 최적 배분의 실현

○ 증권설계의 필요성

- 현실적으로는 갱생기업의 가치가 불확실하고 따라서 객관적 결정이 곤란
- 기업가치가 불확실한 경우에는, 기존의 변제우선순위가 유지되고(공정성), 각 이해관계자들이 기업의 정상화를 위해 자발적으로 노력하며(유인성), 자의적인 의사결정이 배제되는(투명성) 합리적인 청구권 배분을 실현하기 힘들
- 기업가치가 불확실한 경우에도 증권설계를 통해 공정성, 유인성, 투명성 있는 청구권 분배 메카니즘의 실현이 가능

○ 증권설계방법(청구권의 종류가 N 개인 경우)

- i 번째 우선순위의 청구권집단은 기업에 대해 D_i 만큼의 청구권을 보유하고 있다고 가정(N 번째 청구권자인 주주는 제외)
- 최우선순위 청구권자들에게 갱생기업의 주식 100%를 배분
- i 번째 우선순위의 청구권집단에게 $(D_i + \dots + D_{i-1})$ 의 가격에 갱생기업주식 100%를 구입할 수 있는 옵션 부여

○ 증권설계 방법($N = 3$ 인 경우)

- 우선채권, 일반채권, 주식의 세가지 청구권이 존재하는 경우를 가정
- 우선채권자들에게는, 우선적으로 변제 받을 수 있는 권한 부여
- 일반채권자들에게는, 완전 변제 받지 못할 경우에 우선채권자들로부터 단위당 1억원에 갱생기업 주식을 구입할 수 있는 옵션 부여
- 주주들에게는, 우선채권자와 일반채권자라로부터 갱생기업 주식을 단위당 2억원에 구입할 수 있는 옵션 부여

○ 각 청구권자의 position

- 우선채권자 : 갱생기업주식 1단위를 행사가격 '0'에 구입할 수 있는 콜 옵션 보유 + 행사가격 1억에 갱생기업주식을 구입할 수 있는 콜옵션 공매(short)
- 일반채권자 : 갱생기업주식 1단위를 행사가격 1억에 구입할 수 있는 콜옵션 보유 + 행사가격 2억에 갱생기업주식을 구입할 수 있는 콜옵션 공매(short)
- 주주 : 갱생기업주식 1단위를 행사가격 2억에 구입할 수 있는 콜옵션 보유

○ 증권설계의 결과

[case 1] $X \leq 1$ 인 경우

- 주주 : 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ($X < 2$) 옵션을 행사할 유인 없음
- 일반채권자 : 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ($X \leq 1$) 옵션을 행사할 유인 없음
- 우선채권자 : 경쟁기업 주식 100개가 모두 우선채권자에게 분배 됨

[case 2] $1 < X \leq 2$ 인 경우

- 주주 : 주가가 행사가격보다 낮기 때문에 ($X \leq 2$) 옵션을 행사할 유인 없음
- 일반채권자 : 주가가 행사가격보다 높기 때문에 ($X > 1$) 옵션을 행사함
 - 일반채권자들은 100억원을 기업에 지불하고 경쟁기업의 주식 100개 분배받음
 - $100X > 100$ 이므로, 100억원으로 우선채권자의 채권을 상환하고 $(100X - 100)$ 억원 향유 가능
 - 옵션을 행사안하면 경쟁기업 주식이 전액 우선채권자에게 귀속되어 일반채권자가 받는 금액은 0임
- 우선채권자 : 일반채권자가 옵션을 행사하므로, 원래 채권액 100억을 모두 상환받을 수 있음

[case 3] $X > 2$ 인 경우

- 주주 : 주가가 행사가격보다 높기 때문에 ($X > 2$) 옵션을 행사함

- 200억원을 기업에 지불하고 갱생기업의 주식 100주를 모두 배정 받음
- $100X > 200$ 이므로 200억원으로 우선채권자, 일반채권자의 채권을 각각 100억원씩 모두 상환
- 잔여지분 $(100X - 200)$ 억원 향유 가능

— 일반채권자 : 원래 채권액 100억원을 모두 상환 받음

— 우선채권자 : 채권액 100억원을 모두 상환 받음

[case 4] 주주나 일반채권자 중 일부만 옵션을 행사하는 경우

— 이런 경우는 발생하기 힘들

— 왜냐하면, 주가에 대한 비관적 예측으로 인해 옵션행사를 주저하는 사람은, 낙관적 예측으로 인해 옵션행사를 고려하는 사람에게 옵션을 판매할 수 있기 때문

○ 비록 청구권자들 사이에 이견이 존재하는 불확실한 상황에서도, 적절한 증권설계를 통해 확실성 하에서와 동일한 결과를 실현할 수 있음을 보임

— 다음의 <표 IV-3>은 기업의 가치변화에 따른 각 청구권자의 옵션행사 전략과 배분액을 나타냄

— <표 IV-2>와 <표 IV-3>에서 각 청구권자들의 배분액이 일치함

<표 IV-3> 기업가치 변화에 따른 옵션행사와 배분액

		$X \leq 1$	$1 < X < 2$	$X > 2$
우선채권자	전략	100주 배정	채권전액 상환받음	채권전액 상환받음
	배분액	100 X 억	100 억	100 억
일반채권자	전략	옵션행사 안함	옵션행사	채권전액 상환받음
	배분액	0	(100 X - 100) 억	100 억
주주	전략	옵션행사 안함	옵션행사 안함	옵션행사
	배분액	0	0	(100 X - 200) 억

○ 증권설계의 유인효과(incentive effect)

가. 우선채권자의 경우

(1) 일반채권자나 주주가 옵션을 행사한 경우

— 100억 전액 상환 받음

(2) 일반채권자나 주주가 옵션을 행사하지 않은 경우

— 경쟁기업 주식 100%인 100주 모두 소유

— 경쟁기업 주식의 가격이 우선채권자가 생각하는 주관적 가격보다 낮을 경우에는, 시장에 대해 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서

는 불만이 있을 수 없음

나. 일반채권자의 경우

(1) 주주가 옵션을 행사한 경우

— 100억 전액 상환 받음

(2) 주주가 옵션을 행사하지 않은 경우

— 우선채권자로부터 경쟁기업 주식을 구입할 수 있는 옵션 보유

— 원래 일반채권자는 우선채권자에게 100억을 모두 상환한 후에 나머지 금액에 대해 청구권이 있으므로, 그들에게 100억을 지불하고 경쟁기업 전체지분을 획득하는 것에 대해 불만 없음

— 물론 시장의 저평가에 대해서는 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서는 불만이 있을 수 없음

다. 주주의 경우

— 원래 주주는 우선채권자에게 100억, 일반채권자에게 100억을 지불한 이후에야 기업에 대해 청구권이 있으므로, 단위당 2억에 행사할 수 있는 옵션은 바로 그와 동일한 가치를 주주에게 보장

— 우선채권자나 일반채권자와 마찬가지로 시장의 저평가에 대해서는 불만을 가질 수 있으나 분배 방식에 대해서는 불만이 있을 수 없음

○ 주관적 판단에 의한 의사결정 가능

— 각 청구권자들은 자신의 주관적 판단에 근거할 때 적절하다고 생각되는 가치 이상을 획득 가능

— 예 : 일반채권자의 경우

[case 1] $X \leq 1$ 억인 경우

— 주관적 판단에 의할 때 자신의 청구권의 가치는 '0'

- 고로 옵션 행사 않음
- 만일 자신의 예측대로 갱생기업 주가가 1보다 작아 옵션의 시장 가격이 0이면 0 획득
- 만일 갱생기업의 주가가 1보다 크다고 생각하는 낙관적 투자자들이 존재하여 옵션 가격이 0보다 크면 이 가격에 판매 가능

[case 2] $1억 < X \leq 2억$ 인 경우

- 예를 들어 $X = 1.7$ 이라고 예측하면
- 자신의 판단에 의할 때, 자신의 청구권의 가치는 0.7
- 행사가격 1억에 옵션을 행사하면 자신의 주관적 판단에 의한 가치 0.7 이상을 얻음
- 만일 자신보다 갱생기업을 높게 평가하는 사람들이 존재하면 옵션을 0.7이상에 판매 가능

[case 3] $X > 2억$ 인 경우

- 이 경우 일반채권자는 자신의 채권을 전액(1억) 상환 받을 수 있다고 생각
- 만일 주주를 포함한 다른 사람들로 $X > 2$ 라고 생각하면 주주들이 행사가격 2억에 옵션을 행사할 것이기 때문에, 일반채권자들은 채권 전액 1억을 상환 받음
- 만일 주주들이 $X < 2$ 라고 생각하면 이들은 옵션을 행사하지 않을 것이고 일반채권자의 채권은 상환되지 않음
- 이 경우 일반채권자는 행사가격 1억에 스스로 옵션을 행사하여 2억 이상의 가치(주관적 가치) 획득 가능
- 어떤 경우든 자신이 마땅히 받아야 한다고 생각하는 금액 1억 이상 획득 가능

V. 증권설계를 통한 청구권 분배의 특징과 효과

1. 증권설계를 통한 청구권 분배의 특징

(1) 청구권의 단일화

- 100% 주식으로 단일화함
- 다양한 청구권자들의 존재로 인해 발생하는 이해갈등의 최소화
- 기업 정상화 과정의 신속한 추진 가능

(2) 기존 청구권의 우선순위 유지

- 사적계약의 존중
- 우선순위가 변경되면 사전적 관점에서 채권자들의 자금공급 유인 감소되고 파산제도의 악용 가능성
- 분배의 공정성 증대

(3) 청구권 분배의 자동화

- 법정관리인이나 법원에 의한 자의적 판단을 배제함으로써 분배의 객관성과 투명성 제고
- 전략적인 과대 또는 과소 예측의 배제 가능
 - 우선순위 변제권자의 갱생기업 가치 과소평가 유인 제거
 - 후순위 변제권자의 갱생기업 가치 과대평가 유인 제거

(4) 새로운 주주에 의한 기업정상화 의사결정

- 기존 경영진의 교체여부, 기업의 존폐여부를 새로운 주주로 하여금 결

정하게 함

- 잔여지분청구권자인 주주는 기업의 가치를 극대화하는 방향으로 의사 결정할 유인 존재
- 분배의 유인성 증대

(5) 필요 정보량 감소

- 주관적 판단에 의한 의사결정 가능
- 의사결정에 필요한 정보량 감소로 분배의 신속성 증대
- 비효율적 시장에도 적용가능

2. 증권설계를 통한 청구권 분배의 효과

(1) 갱생기업의 경영자나 관리인이 파이를 어떻게 나누느냐의 문제 즉 배분의 문제에 신경쓰지 않고 어떻게 파이의 크기를 증대시킬 것인가의 문제 즉 기업가치의 극대화 문제에만 몰두 가능

- 기업의 갱생가능성 증대
- 사후적 효율성 증대

(2) 각 청구권자들은 자신에게 배분된 금액이 공정하다고 생각

- 공정성 증대
- 이해갈등의 감소

(3) 분배 메커니즘이 자동적이기 때문에 자의적 의사결정이 개입될 여지 없음

— 투명성 증대

(4) 기존 절차와는 달리 소송이 감소하고 신속한 기업정상화 절차의 수행이 가능

— 신속성 증대

— 지연비용, 소송비용등의 파산비용이 감소됨

— 사후적 효율성 증대

3. 대출금 출자전환(debt-equity swap)과의 비교

○ 은행법 개정(1998년 2월 14일)으로 인해 금융감독위원회의 승인만 있으면 제한없이 대출금을 출자로 전환시킬 수 있음

— 개별기업 발행주식의 15%이상 소유 가능

— 은행의 자회사에 대한 출자총액은 자기자본의 20%를 초과할 수 없음

○ 장점

— 기업의 입장

• 부채의 주식 전환으로 부채비율이 감소되어 재무구조가 개선됨

• 경영권 방어 가능

— 은행의 입장

• 부실 채권 정리 가능

- 기업의 주주으로써 기업회생에 적극적 참여

○ 단점

— 기업의 입장

- 보수적인 은행의 경영개입으로 기업의 투자 위축
- 사전적으로 방만한 경영을 조장할 위험(부채의 구속기능 약화)

— 은행의 입장

- 담보권등 채권자로서의 권한을 행사할 수 없음
 - 변제우선순위 하락
 - 은행의 부실화 가능성 증대
 - 사전적으로 은행의 대출 유인 감소
- BIS 비율을 맞추기 위해 갱생가능성에 관계없이 남용할 가능성
 - 은행의 부실화 가능성 증대
- 부실대출을 은폐하기 위한 수단으로 이용 가능
- 출자기업 선정의 공정성 문제
 - 대상기업 선정과정에 금감위가 영향력을 행사할 경우
- 출자전환은 은행의 부실화에 영향을 미칠 수 있는 중대한 사항이므로 은행 스스로 결정할 수 있는 자율권이 부여되어야 함

○ 증권설계에 의한 청구권 분배의 우월성

— 단순한 출자전환과 비교할 때 증권설계에 의한 청구권 분배는

- 우선순위의 변경이 없음
- 은행의 부실가능성이 증대되지 않음
- 주식으로의 전환과정에 자의성 개입여지 없음
- 은행과 다른 채권자와의 이해갈등 없음

VI. 증권설계를 통한 청구권분배제도의 도입여건 분석

1. 채권의 주식전환 가능성

- 청구권의 단일화를 위해 우선 기존의 채권자들에게 신주를 발행할 수 있어야함
 - 변제우선순위의 유지 문제는 신주발행과는 별도로 옵션을 통해 해결할 수 있음

- 미국의 경우 기업갱생과정에서 청구권의 전환과 배분이 다양한 형태로 이루어짐
 - 채권자를 포함한 어떤 형태의 청구권자도 청구권의 재분배과정에서 갱생기업의 신주를 배분받음

<표 VI-1> 기업갱생과정에서 청구권의 재분배

보상방법	은행 및 보험채	보증채	선순위채	후순위채	우선주	매출 채권	합계
현금	27.00	31.38	32.03	10.54	27.61	98.57	29.33
은행채	6.74	-	-	-	-	-	1.80
보증채	2.02	5.00	4.30	10.88	-	-	4.19
선순위채	49.70	41.34	34.26	15.40	-	0.86	38.71
후순위채	3.92	-	1.20	-	-	-	1.57
우선주	0.31	1.84	5.30	2.57	-	-	2.97
주식	7.64	20.43	22.28	56.45	42.45	0.57	20.00
워런트	0.11	-	0.63	4.16	29.94	-	0.74
기타자산	2.55	-	-	-	-	-	0.68

○ 현행 우리나라 법제상으로도 기존의 채권자 또는 주주에게 새로운 납입이나 현물출자 없이 신주를 발행하여 배분하는 것이 가능함.

— 근거규정은 회사정리법 제222조(신주의 발행) 1항 : 다음의 사항을 정하였을 경우 “회사가 정리채권자, 정리담보권자 또는 주주에 대하여 새로 납입 또는 현물출자를 하게 하지 아니하고 신주를 발행”할 수 있음.

- 신주의 종류와 수
- 신주의 배정에 관한 사항
- 신주의 발행으로 인하여 증가할 자본과 준비금의 액

2. 옵션시장의 존재유무

가. 옵션시장이 존재할 경우

○ 옵션의 일부행사 가능성 배제

— 옵션시장이 존재하면, 특정 청구권집단에 부여된 옵션중 일부만 행사되는 경우는 발생 않음

— 예를 들어, 옵션을 부여 받은 일반채권자중 50%는 경쟁기업의 가치를 낙관적으로 평가하여 옵션을 행사하려하고 나머지 50%는 비관적으로 평가하여 행사를 포기하고 있다고 가정

- 비관적 채권자는 어차피 옵션행사를 포기하고 보유옵션을 버릴 것이기 때문에, 옵션거래가 가능한 시장이 존재하여 (+)의 가격만 받을 수 있으면 옵션을 판매함

- 낙관적 기대를 갖는 채권자가 비관적 기대를 갖는 채권자로 부터
 옵션을 구입하여 행사
- 가장 낙관적인 채권자도 행사할 유인이 없으면 그 옵션은 전혀 행사
 않됨. 그 이외의 경우는 100% 행사됨

○ 벌처펀드등 외부투자자의 투자가능성

- 옵션시장에서 옵션이 거래되면 당사자인 청구권자들 외에 외부투자자
 의 투자를 가능케 함으로써 보다 원활한 자금조달 가능
- 특히 부실기업증권에 전문적으로 투자하는 벌처펀드의 경우에는, 옵션
 보유자가 생각하는 가치보다 높은 가격을 지불함으로써 옵션구입가능
- 일반채권자나 주주의 입장에서 옵션행사를 위한 자금조달이 어려운
 경우에, 갱생기업 주식이 과도하게 최우선청구권자에게 배분되는 단점
 보완 가능

나. 옵션시장이 존재하지 않는 경우

○ 옵션의 일부행사 가능성

- 일반채권자의 일부 또는 주주의 일부만 보유옵션을 행사하는 경우가
 발생
- 특정 청구권집단 내에서 청구권자들간에 갱생기업가치에 대한 기대의
 차이가 존재할 경우, 이를 조정하는 시장메카니즘이 존재하지 않기 때
 문에, 낙관적 청구권자는 옵션을 행사하고 비관적 청구권자는 옵션을
 행사하지 않음
- 청구권의 분배절차가 조금 더 복잡해짐

[예1] 주주보유 옵션은 행사되지 않고 일반채권자의 보유옵션 100개중 50개만 행사된 경우

- 행사한 50명은 50억(50개×1억)을 지불하고 갱생기업주식 50개 보유
- 이들이 지불한 50억은 우선채권자의 채권상환에 사용
- 우선채권자는 채권액 100억중 50억은 상환받고 나머지 50억은 갱생기업주식 50주로 지불 받음
- 결과

	채권액	현금상환	주식상환
우선채권자	100억	50억	50개
일반채권자	100억	0억	50개
주 주	0	0	0
합 계	200억	50억	100개

[예2] 주주 보유옵션중 50개 행사, 일반채권자 보유옵션 100개 행사

1단계 주주의 옵션행사

- 100억(50개×2억)을 지불하고 주주옵션 50개 행사
- 100억으로 우선채권과 일반채권을 각각 50억씩 상환

2단계 일반채권자의 옵션행사

- 일반채권자는 100개 옵션 모두를 행사하고 싶어도 50억을 주주로 부터 상환받았으므로, 50억(50개×1억)을 지불하고 나머지 주식 50개 획득
- 이 50억으로 우선채권자의 나머지 채권 50억 상환

• 결과

	채권액	현금상환	주식상환
우선채권자	100억	100억	0개
일반채권자	100억	50억	50개
주 주	0	0	50개
합 계	200억	150억	100개

[예3] 주주 보유옵션 50개 행사, 일반채권자 보유옵션 40개 행사

1단계 주주의 옵션행사

- [예2]와 동일

2단계 일반채권자의 옵션행사

- 40억(40개×1억)을 지불하고 주식 40개 구입
- 40억으로 우선채권 상환
- 결과

	채권액	현금상환	주식상환
우선채권자	100억	90억	10개
일반채권자	100억	50억	40개
주 주	0	0	50개
합 계	200억	140억	100개

○ 외부 투자자의 투자곤란

- 시장이 존재하지 않기 때문에 벌처펀드등 외부투자자의 투자에 어려움

- 은행등 대규모 금융기관의 경우에는 별처펀드등과 개별적 협상을 통해 옵션을 판매할 수 있음
- 다수의 소규모 청구권자의 경우에는, 비관적 기대를 갖는 경우 자유로운 판매가 불가능하고 낙관적 기대를 갖는 경우에는 자금조달상의 어려움으로 인해 옵션행사 곤란
- 경쟁기업의 주식이 과도하게 우선채권자에게 배분될 가능성

다. 양자의 비교

- 옵션시장이 존재하지 않을 경우에는 청구권자들 간에만 거래가 발생하나 옵션시장이 존재할 경우에는 청구권자들 간에서 뿐만 아니라 외부투자자의 투자가 가능케 되어 후순위 청구권자들에 의한 옵션행사와 이를 통한 주식취득이 활성화 됨
- 옵션시장의 존재가 큰 의미를 갖지 못하는 경우
 - 경쟁기업의 가치에 대해 의견불일치가 크지 않은 경우
 - 청구권자들이 원활하게 자금을 조달할 수 있어서 자신의 기대대로 옵션의 행사여부를 결정할 수 있는 경우
 - 후순위 청구권자들이 비관적 기대를 갖고 있는 경우
- 옵션시장의 존재가 큰 의미를 갖는 경우
 - 경쟁기업의 가치에 대해 의견불일치가 큰 경우
 - 청구권자들이 원활하게 자금을 조달할 수 없어서 자신의 기대대로 옵션의 행사여부를 결정할 수 없는 경우
 - 후순위 청구권자들이 낙관적 기대를 갖고 있는 경우

- 옵션시장의 존재가 증권설계를 통한 개선안 시행의 필수전제요건은 아님
 - 청구권분배의 절차만 조금 더 복잡해질 뿐 증권설계를 통한 개선안을 실행하는 데는 문제 없음

- 시장이 발달하기 이전 단계에서는 구조조정전문회사, Vulture Fund 또는 성업공사등에서 옵션을 인수하는 것이 바람직함

3. 자금조달

- 채권자든 주주든 옵션을 행사하기 위해서는 자금이 필요함
 - 경쟁기업의 주식을 담보로 단기자금차입을 시도할 수 있으나 지극히 위험이 높은 투자이므로 은행으로 부터의 차입은 용이하지 않을 것으로 판단됨
 - 은행이 협조융자등에 자금을 투입할 것이 아니라 경쟁가능기업의 청구권자들에게 자금을 공급하는 것이 바람직

- 각종 기금의 활용
 - 부실채권정리기금, 중소기업 회생특례지원 자금, IBRD자금

- 당분간은 구조조정 전문회사, Vulture Fund등에서 직접 구입하는 것이 바람직함
 - 우리나라의 경우 1998년 4월부터 구조조정전문회사의 설립을 허용할 방침임

- 자본금 규모는 1000억원 이상이며 외국인의 투자도 허용할 방침임
 - 허용된 자금조달 방식
 - 사채발행(자기자본의 20배까지)
 - 투자조합의 결성
 - 산업기반기금, 부실채권정리기금의 이용가능
 - 금융기관차입, 외화차입
- 특히 벌처펀드는 부실기업 증권투자에 전문화된 투자기관으로 청구권의 재분배과정에서 발행된 주식을 구입할 유인 존재
- 경영권획득이 목적인 벌처펀드인 경우에는 최대주주가 되기 위해 주식 구입
 - Bondmail이 목적인 경우에는 정리계획안에 대한 거부권 행사와 이를 통한 이익획득을 위해 주식 구입
 - 시세차익의 획득을 목적으로 하는 경우에는 저평가되었다고 판단되는 주식에 투자

VII. 결론과 정책적 제안

1. 결론

- 이제까지의 논의에서 증권설계를 통한 청구권의 재분배는 청구권의 단일화, 청구권의 우선순위 유지, 청구권분배의 자동화, 주주에 의한 기업정상

화 의사결정, 필요정보량의 감소등의 특성을 갖고 있음

— 특히 분배메카니즘이 시장효율성 즉 정확한 기업가치나 주가를 전제로 하지 않기 때문에 오히려 활용가능성이 높음

- 이 같은 특성은 공정하고 투명하며 유인일치적인 청구권 분배를 가능케 하고 결과적으로 기업갱생절차의 신속성 확보를 가능케 함
- 신속한 절차수행은, 파산비용으로 인한 기업가치의 감소를 극소화 하여 기업의 갱생가능성을 증대시킴
- 증권설계를 통한 청구권의 분배를 위해서는 몇가지 조건이 충족되어야 하는 바, 이하에서는 그 시사점을 살펴보고 우리나라 상황하에서의 도입 방안을 제안하고자 함

2. 증권설계를 통한 기업갱생제도의 도입 방안

가. 증권설계의 핵심문제

- 1) 채권의 주식전환 문제
- 2) 옵션의 거래 문제
- 3) 자금조달 문제

나. 도입방안

1) 채권의 주식전환

- 우리나라의 경우에는 채권의 만기전환이나 감면이 주종을 차지하여 성격이 다른 청구권으로의 전환에 익숙치 않음
- 초기단계에서는 채권전액을 주식으로 단일화하는 대신, 일부만을 주식으로 전환
 - 우선채권 → 우선채권 + 일반채권 + 주식
 - 일반채권 → 일반채권 + 주식
 - 주식 → 주식
- 채권자가 주식을 함께 보유함으로써, 주식으로 청구권이 단일화된 경우 보다는 못하겠으나, 어느 정도의 유인일치효과 달성 가능
- 채권의 주식으로의 전환비율을 합리적으로 정할 수 있는 기준모형이 필요함. 구체적 계약조건은 다음에 의존
 - 청구권자들간의 기대의 차이
 - 청구권자들간의 협상력 차이
- 점진적으로 보다 많은 부분을 주식으로 전환시킴

2) 옵션시장의 필요성 여부

- 옵션시장이 존재하지 않을 경우에 발생하는 유일한 차이점은, 동일한 청구권집단 내에서 옵션을 행사하려는 자(낙관적 청구권자)와 행사하지 않으려는 자(비관적 청구권자)가 동시에 존재할 수 있다는 점

- 비관적 청구권자는 원래 옵션의 가치를 '0'으로 생각하고 있으므로, 시장이 존재하지 않아 양의 가격으로 판매할 수 있는 기회가 없더라도 잃는 것이 없음
- 물론 옵션시장이 존재하면 청구권의 자유로운 거래를 통해 보다 정확한 가치결정과 분배가 가능함
- 유일한 문제는 우선채권자들에게 과도하게 주식이 분배될 가능성이 있다는 것인데 특정한 조건하에서는 이 문제가 발생하지 않고 발생한다 하더라도 제도적 보완을 통해 해결 가능

3) 자금조달의 활성화

○ 옵션시장이 활성화되기 이전 단계

- 갱생기업의 주식을 담보로 단기자금차입을 시도할 수 있으나 지극히 위험이 높은 투자이므로 은행으로 부터의 차입은 용이하지 않을 것으로 판단됨
- 청구권자의 옵션행사를 지원하는 방법
 - 성업공사의 기업회생지원기금
 - 부실채권인수기금을 통한 부실채권인수와 병행하여 기업회생지원기금을 통해 부실기업 청구권자의 주식인수를 지원
 - 은행의 자금지원
 - 은행이 협조융자등에 자금을 투입할 것이 아니라 갱생가능기업의 청구권자들에게 갱생기업의 주식을 담보로 저리의 자금공급
- 청구권자의 옵션판매를 지원하는 방법
 - 벌처펀드의 투자 활성화

- 구조조정 전문회사
- 투자은행(가칭)

○ 옵션시장의 활성화 이후 단계

- 정책적 지원 없이도 시장원리에 따라 자금조달이 원활히 이루어짐
- Bondmail전략과 같이 기업갱생을 지연시키고 기업가치를 감소시키는 벌처펀드의 투자에 대한 대응책을 마련해야 함

4) 은행의 역할

- 우리나라의 경우 증권설계를 통한 청구권의 분배를 효과적으로 실행하기 위해서는 은행의 역할이 중요함
- 정보와 자금동원 능력의 측면에서 볼 때 은행에 의한 옵션행사 가능성
 - 우월한 정보를 바탕으로한 정확한 가치평가가능
 - 우월한 자금력을 바탕으로 옵션행사가능
- 대개의 경우 은행은 담보채권을 보유하고 있어서 공익채권을 제외하고 청구권의 우선순위가 가장 높음
 - 은행이 갱생기업의 가치에 대해 낙관적 기대를 갖고 있는 경우
 - 후순위청구권자들이 옵션을 행사하면 채권액 전액 상환받음
 - 후순위청구권자들이 옵션을 행사하지 않으면, 주식 100%를 보유하게 되므로 불리하지 않음

- 은행이 갱생기업의 가치에 대해 비관적 기대를 갖고 있는 경우
 - 후순위청구권자들이 옵션을 행사하면 문제가 없으나 그렇지 않을 경우에는 원치않는 주식을 떠안게 됨
 - 사전적인 관점 즉 은행에 의한 기업지배와 감독이란 측면에서 볼 때 은행의 책임추궁 가능 → 은행의 기업감시유인 제공
 - 사후적으로는 기업의 주주로써 기업정상화에 적극 노력할 유인제공

○ 청구권의 집중 문제

- 예를 들어 우선채권의 55%를 특정 은행이 보유할 경우, 그 은행은 청구권의 재분배 이후 갱생기업주식의 55%를 보유할 가능성
- 옵션행사의 결과 특정 청구권자가 기업지배권을 획득하게 되면, 주식보유량을 특정기간 내에 특정수준 이하로 낮추게 하는 규정 필요

참 고 문 헌

김응환·김명윤·이재경, 『상장기업 EVA 분석』, 한국증권거래소 조사자료, 1998.

대우경제연구소, “현금흐름표에 의한 부실기업 식별,” 조사자료, 1996. 6.

손기원, 『현금흐름과 재무전략』, 경영베스트, 1998.

양남하, 『현대신용분석』, 육법사, 1996.

정윤모, 『기업회생 및 퇴출제도에 관한 검토』, 한국증권연구원, 1997. 11.

한국금융연구원, 『은행의 기업통제 역할』, 1997.

Aghion, P., O. Hart and J. Moore, "The Economics of Bankruptcy Reform," *The Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 8 No. 3, pp. 523-546

Bebchuk, L., "A New Approach to Corporate Reorganization," *Havard Law Review*, 1988, pp.775-804

Franks J. R. and W. N. Torous, "A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and Chapter 11 reorganization", *Journal of Financial Economics*, No. 35, 1994, pp. 349-370.