財務管理硏究 第十四卷 第二號(1997. 10), 335~349

재무상태의 악화와 기업의 성과

陳 泰 弘*

<요 약>

본 논문에서는 우리나라 기업의 재무상태 악화(financial distress)가 성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 재무상태가 악화되었을 때 성장성, 수익성 그리고 안정성 측면에서 기업이 어떻게 영향을 받는가를 분석하였고 재벌기업과 독립기업의 성과를 비교하였다.

본 논문의 분석결과에 의하면 산업에 불황이 닥칠 때 기업의 재무상태는 매출액증가율로 측정한 기업의 성장성에 어느정도 영향을 주는 것을 알 수 있다. 부채의존도가 높은 기업의 매출액증가율이 부채의존도가 낮은 기업에 비해 작은 것으로 밝혀졌다. 그러나 재무상태가 악화되어도 기업의 수익성은 별로 영향을 받지 않는 것으로 나타나고 있다.

또한 소속 산업이 불황에 빠졌을 때 재벌기업은 독립기업에 비해 2년 매출액증가율이 약 18% 정도 큰 것으로 나타났다. 재벌의 계열기업들은 내부거래, 상호지급보증 그리고 상호출자등에 의해 영업실적이 부진해도 좀체로 퇴출되지 않는 것으로 알려졌는데 본 논문의 결과는 이러한 사실과 일맥상통한다고 할 수 있다.

Ⅰ. 서 론

재무상태의 악화는 기업의 이해관계자들사이의 잠재적인 이해상충이 현실화되는 계기가 될 수 있다. 기업의 재무상태가 악화되면 부채조달 비용이 상승하거나 고객, 부품공급업자등과의 기존 관계를 유지하기 어려워지고 기업의 가치는 저하된다. 재무상태의 악화에 따른 비용이 극단적으로 큰 경우로 성장 잠재력은 있지만 일시적인 자금난에 빠져 도산하는 중소기업을 들 수 있다.[1] 우리나라에서 재무상태의 악화는 유망 중소기업의 자금난에 따른 도산을 통하여 사회적으로 상당한 관심을 받아왔지만 언론를 통해 일화적으로만 알려져 있을 뿐 그 영향에 대한 실증연구는 많지 않다.

* 홍익대학교 상경대학 조교수

** 본 논문은 1996년도 홍익대학교 교내학술연구비 지원으로 작성되었음.

1) 어느 경제의 재무악화에 따른 비용이 크다면 그 비용을 줄일 수 있는 제도를 갖는 것은 국민경제의 발전을 위해 매우 중요한 과제라고 할 수 있다. 특히 재무상태 악화의 극단적인 형태인 도산(bankruptcy)을 효율적으로 처리하는 방법과 제도는 앞으로의 중요한 연구과제이다.

본 논문의 1차 목적은 우리나라 기업의 재무상태 악화(financial distress)가 성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것이다.

우리나라의 경우 재무상태 악화의 문제는 기업의 크기에 따라 크게 달라질 것으로 생각된다. 중소 영세기업의 경우 그 부정적 영향은 널리 알려져 있다. 자금조달측면에서 대기업과 중소기업의 양극화 현상이 심각하다는 것을 감안하면 재무상태의 악화가 기업의 성과에 미치는 영향도 기업의 크기에 따라 다르게 나타날 것으로 예상된다. 특히 특수한 기업조직 형태를 갖는 재벌 소속 기업의 경우 재무상태의 악화에 의한 영향은 독립 기업과 크게 다를것으로 예상된다. 본 논문의 두 번째 목적은 재무상태가 악화되었을 때 재벌기업과 독립기업의 성과를 비교하는 것이다.

이러한 분석은 그동안 일화적으로만 이야기되어왔던 재벌기업의 행태를 보다 객관화시킬 수 있다고 생각된다. 우리나라 재벌의 행태에 관련한 하나의 명제는 재벌에 속한 기업은 어느 정도 부실에 빠져도 망하는 경우가 별로 없다는 것이다. 물론 재벌의 범위를 어디까지로 하느냐에 따라 이 명제의 객관성은 달라지겠지만 크기가 일정 규모이상인 재벌에 대해서는 그 동안의 경험에 입각할 때 상당한 타당성을 갖는다고 생각된다. 널리 알려져 있듯이 재벌 소속 기업들은 상호출자, 상호지급보증, 그리고 내부거래등으로 얽혀 있어 계열사들이 법적으로는 독립된 기업이지만 사실상 하나의 기업인 것처럼 운영되어 왔기 때문이다. 그동안 재벌의 행태에 대한 이러한 명제는 상당히 타당한 것으로 널리 인식되어 왔지만 실증적 분석에 의해 입증된 경우는 없었다.

본 논문의 나머지 내용은 다음과 같다. 2절에서는 본 논문의 실증분석 방법이 간략히 설명된다. 3절에서는 본 논문에서 사용된 기본자료와 표본선정 방법이 이야기된다. 4절에서는 실증분석 결과가 요약되고 5절의 내용은 간단한 결론이다.

Ⅱ. 연구방법

재무상태의 악화가 기업의 성과에 미치는 영향을 실제로 측정하는 것은 쉽지 않은 문제다. 재무상태의 악화에 따른 영향을 측정하는 한 가지 방법은 궁극적으로 도산한 기업과 정상적인 기업의 여러 가지 경영성과들을 비교하는 것이다. 예를 들어 도산한 기업이 도산하기 수년전부터 매출액이나 순이익이 정상기업들에 비해 현저히 감소하고 있다는 것을 보여 줌으로써 재무상태의 악화에 따른 영향을 이야기 할 수 있다. 그러나 이러한 방법은 소위 역 인과관계(reverse causality)의 오류에 빠질 가능

성을 갖고 있다. 재무상태가 악화되어 매출액이나 순이익이 감소할 수 있지만 반대로 연구자가 모르는 다른 이유로 매출액이나 순이익이 감소했기 때문에 재무상태가 악화될 수 있고 궁극적으로 도산에 이를 수도 있다. 따라서 경영성과의 악화를 보임으로써 그것이 재무상태의 악화로 생기는 비용이라고 단언할 수는 없다. 이러한 문제를 해결하면서 재무상태 악화의 영향을 보다 객관적으로 분석하기 위해 본 논문에서는 기본적으로 Opler와 Titman(1994)이 사용한 방법을 이용하였다. 즉 특정 산업이 불황에 빠졌을 때 그 산업에 속하는 기업들중 부채의존도가 높은 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 성과가 더 나빠지는가를 검증한다. 재무상태의 악화를 기업차원에서 정의하는 것이 아니라 산업차원에서 정의함으로써 역 인과관계의 가능성을 최소화하는 것이다.

한국신용평가주식회사가 만든 4자리 산업분류를 근거로 1995년말 현재 상장기업들이 어느 산업에 속하는가를 결정한 다음 특정년도의 특정산업에 속한 기업들의 매출액증가율의 중앙값(median)이 0보다 작으면 해당년도의 해당산업이 불황에 빠진 것으로 간주하였다. 특정년도의 특정산업의 불황여부를 객관적으로 말해줄 수 있는 통계가 없기 때문에 Opler와 Titman(1994)의 방법을 원용하였다.

본 논문에서 기업의 경영성과는 성장성, 수익성 그리고 활동성등 3가지 측면에서 보았다. 성장성은 재무상태악화 이후 2년간의 매출액증가율로, 수익성은 재무상태악화 이후 2년간의 평균 순자산이익율(RONA)[2]로 그리고 활동성은 재무상태악화이후 2년간의 평균 총자산회전율로 측정하였다.

본 논문의 방법론상의 또하나의 특징은 역인과관계(reverse causality)의 가능성을 줄이기 위해 기업의 부채의존도를 측정하는 시점과 기업의 성과를 측정하는 시점사이에 시차를 두었다는 것이다. 특정 기업의 부채의존도가 높은가의 여부를 산업의 불황여부를 측정하는 기준연도보다 2년전에 측정하고 기업의 성과는 기준년도 1년전부터 기준년도 1년후까지 2년기간에 측정하였다. 매출액증가율은 2년동안의 매출액 성장율을 사용하였고 순자산 수익율과 총자산회전율은 2년 평균값을 사용하였다. 다시 말해 기업의 부채의존도는 산업의 불황과는 관계없이 사전적으로(ex ante) 결정된 것으로 간주된다. 시차를 두지 않으면 부채의존도와 성과사이에 역 상관관계가 나타날 수 있다. 만약에 기업의 성과를 측정하는 시점의 부채의존도를 사용한다면 부채의존도와 성과 사이에 본 논문에서 상정하고 있는 것과 다른 상관관계가 나타날 수

2) 순자산이익율은 수익계산에서 세금을 비용으로 공제하되 부채사용에 의한 세금감면효과를 인정하지 않고 이를 총자산으로 나누는 대신 투자자산과 이자를 부담하지 않는 단기부채를 제외한 순자산으로 나눈 것이다.

있다. 즉 산업이 불황에 빠져 성과가 나빠진 기업이 이를 보전하기 위해 더 많은 부채를 사용할 수 있기 때문이다.[3)]

Ⅲ. 자 료

본 논문이 사용한 기본자료는 한국신용평가(주)가 만든 Faswin이라는 1996년판 상장기업 재무자료 DB이다. Faswin은 1980년부터 1995년까지의 상장기업 재무자료를 수록하고 있지만 자료의 누락을 고려하여 1985년부터 1994년까지의 자료를 기본 분석 대상으로 하였다. 한국표준산업분류를 근거로 한국신용평가회사가 새로 작성한 4

〈표 1〉 표본기업의 분포

기준연도	정상산업에 속한 기업의 수	불황산업에 속한 기업의 수	불황산업의 수
1985	207	33	5
1986	256	6	1
1987	284	0	0
1988	289	7	1
1989	236	67	6
1990	303	0	0
1991	293	13	2
1992	273	33	3
1993	261	42	5
1994	297	0	0
합계	2699	201	23

주) 특정년도의 특정산업에 속한 기업들의 매출액증가율의 중앙값이 0보다 작으면 그 산업은 불황산업으로 간주됨.

3) 다만 Opler와 Titman(1994)은 부채비율이 외생적으로 주어지는 것이 아니라 내생적으로 결정된다면 본 논문에서 사용하는 실증분석방법에도 문제가 있을 수 있다는 것을 인정하고 있다. 예를 들어 사업구조, 크기등 기업의 성격상 재무상태의 악화에 따른 비용이 클 수 밖에 없는 기업이 재무상태의 악화가능성을 줄이기 위해 부채를 적게 쓴다면 부채의존도가 기업성과에 미치는 영향은 실제보다 작은 것으로 나타나게 될 것이다. 부채의존도가 높은 기업은 재무상태가 악화되어도 성과가 나빠지지 않기 때문이다.

자리 산업분류에 따라 이 기간 동안의 회사-년도 자료(firm year data)중 비제조업(금융업을 포함하여 건설업, 전기 가스 및 증기업, 자동차 판매 및 수리업, 도매 및 상품중개업, 소매업, 숙박 운송업, 여행알선 및 운수관련 서비스업, 통신업, 탐정 및 경호업, 오락 문화 서비스업이 제외되었다)은 제외되었고 구성기업의 수가 너무 작은 산업도 제외되었다.(기본적으로 네 개 이상의 기업들이 소속된 산업만을 분석 대상으로 하였다.) 또한 분석에서 요구되는 특정자료(부채의존도, 매출액 성장율등)를 구할 수 없는 기업도 제외하였다. 이런 자료선정 기준을 사용한 결과 2900개의 기업-연도 자료를 얻을 수 있었다.

<표 1>은 연도별로 정상산업과 불황산업에 속한 기업의 수를 보여주고 있다. 전체 표본중 약 8%가 불황산업에 속한 것으로 나타나 있다. 불황산업은 1985년, 1989년 그리고 1993년에 집중되어 있다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 산업에 불황이 닥쳤을 때 부채의존도와 기업의 성과

<표 2>는 불황산업과 정상산업에 속한 표본의 주요 통계량의 분포를 보여주고 있다. 패널 A는 정상산업에 속한 기업들에 대한 분포를 보여주고 있고 패널 B는 불황산업에 속한 기업들에 대한 것이다. 부채의존도의 경우 양쪽 모두 높은 수준임을 알 수 있다. 우리나라 기업의 부채비율이 전반으로 높다는 것을 잘 보여주고 있다. 특기할 만한 것은 부채의존도가 전반적으로 높을 뿐만 아니라 높은기업과 낮은기업의 차이가 적다는 것이다. 정상산업에 속한 기업의 경우 전체의 50%가 58%에서 77.9%사이에 몰려 있다. 불황산업에 속한 기업의 경우도 마찬가지이다. 불황산업과 정상산업간에 부채의존도의 분포에는 큰 차이가 없는 것으로 보인다. 매출액은 기업의 크기를 나타낸다고 볼 수 있는데 정상산업의 경우가 불황산업의 경우보다 회사의 크기가 약간 큰 것으로 나타나고 있다. 정상산업의 평균매출액이 1361억원인데 비해 불황산업의 경우 992억원으로 나타나고 있다. 정상산업의 2년 매출액 성장율의 평균값은 38.6%로 불황산업의 19.6%보다 크다. 불황산업에 속한 기업의 순자산이익률과 총자산회전율의 평균값은 정상산업에 속한 기업들의 평균값보다 작은 것으로 나타나 있다.

〈표 2〉 정상산업과 불황산업에 속한 표본의 주요 통계량의 분포

변 수	평균	1사분위(quartile)	중앙값(median)	3사분위
패널 A		정상산업에 속한 기업(N=2699)		
부채/총자산*	66.9	58	68.4	77.9
매출액**	136.2	20.1	43.1	100.6
2년 매출액증가율***	38.7	14.5	30.1	51.3
2년 평균 순자산수익율(RONA)	10.4	7.7	10.1	12.8
2년 평균 총자산회전율	102.9	75	96.4	121.7
패널 B		불황산업에 속한 기업(N=201)		
부채/총자산*	68.0	59.4	70.3	77.3
매출액**	99.2	22.9	46.7	107
2년 매출액증가율***	19.6	-3.7	11.5	29.8
2년 평균 순자산수익율(RONA)	8.4	6.6	8.4	10.3
2년 평균 총자산회전율	95.7	65.1	88.8	112.8

주 1) * : 기준년도 2년전(%), ** : 기준년도 1년전(10억원), *** : 기준년도 1년전부터(%)
주 2) 특정년도의 특정산업에 속한 기업들의 매출액증가율의 중앙값이 0보다 작으면 그 산업은 불황산업으로 간주됨.

산업에 불황이 닥쳤을 때 부채의존도가 높은 기업의 성과가 부채의존도가 낮은 기업과 달라지는가를 분석하기 위해 2년 매출액 증가율, 2년 평균 순자산 이익률 그리고 2년 평균 총자산회전율을 각각을 종속변수로 하고 기업의 크기, 부동산보유비율, 산업의 불황여부 그리고 고부채 가변수를 독립변수로 하는 회귀분석 모형을 검증하였다. 동일한 독립변수들 놓고 종속변수만 다른 세 개의 회귀분석을 실시하였다. 구체적 회귀식은 다음과 같다.

2년 매출액 증가율, 2년 평균 순자산 이익률, 2년 평균 총자산회전율

$$= \alpha + \beta_1 \text{ size} + \beta_2 \text{ land} + \beta_3 \text{ distress} + \beta_4 \text{ leverage} + \beta_5 \text{ distress*leverage} + \varepsilon,$$

여기서

size = log(기준년도 1년전 매출액)

land = (토지/총자산)*100

distress = 불황산업소속 여부를 나타내는 가변수(dummy)

leverage = 부채의존도가 높은가의 여부를 나타내는 가변수(dummy)

불황이 닥쳤을 때 재무구조가 건실한 기업과 그렇지 않은 기업사이에 성과의 차이가 있는가를 검증하는 것이 분석의 주요 관심이기 때문에 연속변수인 부채의존도를 부채의존도가 높은 것과 낮은 것으로 구분하여 가변수로 변환하였다. 회귀모델의 설명력을 높히기 위해 부동산 보유비율을 통제변수로 사용하였다. 부동산 보유비율은 부동산이 우리나라 기업의 성장을 뒷받침하는 주요한 자산으로 간주되어왔다는 점을 고려하여 선정되었다. 기업의 성과를 결정하는 이론적 모델이 없는 상태에서 통제변수를 정확하게 선정하는 것은 매우 어렵다. 연구개발비의 비중, 광고비의 비중 등도 기업의 성과를 설명하는 통제변수로 생각할 수 있지만 여기서는 모델의 설명력을 높히는 데 크게 기여하지 못하는 것으로 판명되어 선정되지 않았다. 따라서 여기서 선정된 두 가지 변수가 자의적으로 선정되었다는 비판을 모면하기도 어렵다. 다만 통제변수를 선정하는 목적이 부채의존도가 높은 기업과 낮은 기업의 성과를 비교하는데 있어서 공통된 영향을 최대한 제거하는 것인 만큼 여기서 선정된 통제변수가 모델의 설명력을 높히는데 기여할 수 있다면 그것으로 충분하다고 생각된다.

2년 매출액 증가율, 2년 평균 순자산 이익률 그리고 2년 평균 총자산회전율은 산업의 특성에 따른 영향을 배제하기 위해 산업의 평균값을 뺀 산업조정값을 사용하였다. 부채의존도를 가변수로 변환하기 위해 부채의존도가 아래로부터 제 9 십분위값(decile)을 초과하면 부채의존도가 높고 미달하면 낮은 것으로 간주하였다. 제 9 십분위값(decile)은 상당히 높은 수치이지만 표본전체의 부채의존도의 평균이 높고 분산이 작은 것을 감안하여 결정되었다. 중앙값을 사용하여 부채의존도의 높 낮음을 가릴 수도 있지만 이 경우 상대적으로 부채의존도가 낮은 많은 기업들이 부채의존도가 높은 기업으로 분류되어 모델의 설명력이 떨어질 위험이 있다.[4]

4) 3 사분위값(quartile)을 기준으로 부채의존도의 높 낮음을 가린 분석에서도 결과는 크게 다르지 않았다.

(1) 2년 매출액 증가율

<표 3>은 2년 매출액 증가율을 종속변수로 하였을 때 회귀분석의 결과를 보여주고 있다.회귀분석에서 우선 궁금한 것은 사전적으로 부채의존도가 높은 것이 산업의 불황여부에 관계없이 기업의 성장성에 영향을 주는가의 여부이다. 회귀분석결과를 보면 고부채가변수의 계수는 0에 가깝고 통계적으로 유의하지도 않다. 우리나라의 경우 부채의존도가 높다는 것 자체는 기업의 성장에 거의 영향을 주지 못하는 것으로 나타나고 있다고 해석할 수 있다. 이러한 결과는 사전적으로 부채의존도가 높은 기업은 재무상태가 악화될 때를 대비하여 공격적인 경영을 자제할 것이라는 교과서적인 예상과 배치되는 것이어서 흥미롭다. 그렇지만 우리나라 기업들의 경영목표가 수익성보다는 매출액증가를 통한 기업의 규모확대였다는 것과 외부자금의 대부분을 부채에 의존할 수밖에 없었다는 사실을 고려하면 어느 정도 예상되는 결과라고 할 수 있다.

회귀분석에서 가장 중요한 관심사는 leverage*distress 가변수의 계수와 이 계수가 통계적으로 유의한가의 여부이다. <표 3>을 보면 이 계수의 예측치는 0.162로 나타나 있다. 그러나 예측치의 통계적 유의성은 아주 높지는 않다. 약 11% 수준에서 유의한 것으로 나타나고 있다. 회귀분석의 결과 소속산업에 불황이 닥쳤을 때 재무구조가 나쁜 기업의 2년 매출액 증가율은 좋은 기업에 비해 약 16%정도 낮아지는 것을 알 수 있다. 재무상태의 악화는 우리나라 기업으로 하여금 성장률의 저하라는 비용을 지불하게 만든다는 것을 알 수 있다.

(2) 순자산 수익률

<표 3>은 또한 순자산수익률을 종속변수로 하였을 때 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 앞에서와 같이 회귀분석에서 궁금한 것은 사전적으로 부채의존도가 높은 것이 산업의 불황여부에 관계없이 기업의 수익성에 영향을 주는가의 여부이다. 회귀분석 결과를 보면 고부채 가변수의 계수는 음의 값을 갖고 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 부채의존도가 높으면 기업의 수익성은 나빠진다는 것을 나타내고 있다. 우리나라 기업들이 대체로 부채를 이용하여 공격적인 경영을 하지만 높은 부채의존도로 기업의 수익성은 나빠진다고 해석할 수 있다.

앞절에서와 마찬가지로 본 논문의 주요 관심은 leverage*distress 가변수의 계수와 이 계수가 통계적으로 유의한가의 여부이다. 불황산업에 속한 기업들중에서 부채의존도가 높은 기업일수록 수익성이 더 나빠지는가의 여부이다. 그러나 <표 3>을 보면

이 계수의 예측치는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 불황에 빠진 기업들중에서 부채비율이 높은 기업 다시 말해서 재무상태가 급격히 악화될 가능성이 큰 기업과 그렇지 않은 기업사이에 수익성자체의 유의적인 차이는 없는 것으로 나타나고 있다.

〈표 3〉 매출액 증가율, 순자산 이익률, 총자산회전율 예측을 위한 회귀분석

설명변수	계 수		
	종 속 변 수		
	매출액증가율	순자산이익율	총자산회전율
intercept	0.895(6.30)	0.006(0.40)	0.690(5.50)
size	-0.034(-5.97)*	-0.000(-0.05)	-0.027(-5.27)*
land	-0.006(-6.20)*	-0.001(-5.10)*	-0.005(-5.80)*
distress	0.011(0.40)	-0.001(-0.25)	-0.011(-0.45)
leverage	0.015(0.62)	-0.008(-2.90)**	0.05(2.40)**
distress*leverage	-0.162(-1.60)***	0.005(0.44)	0.14(1.57)***
adjusted R^2	0.023	0.009	0.030
obs	2900	2900	2900

주 1) * : 1% 수준에서 유의함. ** : 5% 수준에서 유의함. *** : 11% 수준에서 유의함.
주 2) 괄호안은 t 값을 나타냄.

(3) 총자산 회전율

마지막으로 총자산회전율을 종속변수로 하였을 때 회귀분석의 결과를 보자. 우선 사전적으로 부채의존도가 높은 것이 산업의 불황여부에 관계없이 기업의 활동성에 영향을 주는가를 보기 위해 고부채 가변수의 계수를 보면 고부채 가변수의 계수는 양의 값을 갖고 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 부채의존도가 높으면 기업의 활동성은 좋아지는 것으로 나타나고 있다. 부채비율이 높은 기업일수록 보유자산을 매출화하는 정도가 크다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 여러 가지로 해석될 수 있지

만 한가지 가능한 해석은 부채를 계속 높은 수준에서 유지하기 위해서는 금리부담이 커지고 금리를 계속 부담하기 위해서는 자산으로부터 매출액을 극대화해야 한다는 것이다. 다시 말해서 부채가 어느 정도 기업경영에 규율(discipline)을 부과한다고 볼 수 있다.

leverage*distress 가변수의 계수를 보면 계수는 양의 값을 갖고 어느 정도 통계적으로 유의하다. 불황산업에 속한 기업들중에서 부채의존도가 높은 기업일수록 총자산회전율이 높은 것으로 나타나고 있다. 불황에 빠진 기업들중에서 부채의존도가 높은 기업 다시 말해 재무상태가 급격히 악화될 가능성이 큰 기업일수록 총자산회전율이 높게 나타나고 있는 것이다. 이 결과도 여러 가지로 해석될 수 있겠지만 재무상태가 급격히 악화되는 기업은 그러한 상태에서 벗어나기 위해 자산을 효율적으로 사용해야하고 결과적으로 총자산회전율이 높아진다고 말할 수 있다.

이상의 결과를 종합하면 부채의존도가 높아 소속산업이 불황에 빠질 때 재무상태가 악화될 가능성이 큰 기업은 성장성 측면에서 비용을 지불하는 것을 알 수 있다. 산업이 불황에 빠질 때 부채의존도가 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 매출액 증가율이 통계적으로 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 그러나 산업에 불황이 닥쳤을 때 부채의존도가 높은 기업의 활동성은 오히려 높아지는 것으로 나타났다. 수익성측면에서는 큰 영향을 받지 않고 있다.

2. 재벌기업과 독립기업의 비교

본 논문의 또하나의 과제는 산업에 불황이 닥쳐 기업의 재무상태가 악화될 가능성이 커질 때 재벌기업과 독립기업의 성과가 달라지는가를 분석하는 것이다. 회귀분석에 앞서 표본을 재벌소속 여부에 따라 나누어 주요 변수들의 분포를 살펴보면 <표 4>와 같다. 부채의존도의 경우 재벌소속기업이 독립기업에 비해 약간 큰 것으로 나타나고 있다. 물론 기업의 크기를 나타내는 매출액은 재벌의 경우가 훨씬 크다. 매출액 증가율과 순자산수익율의 경우 재벌기업과 독립기업 사이에 큰 차이가 있어보이지 않는다. 그러나 활동성의 지표인 총자산회전율의 분포를 보면 일단 독립기업이 재벌기업에 비해 큰 값을 갖는다는 것을 알 수 있다.

산업에 불황이 닥칠 때 재벌기업과 독립기업의 성과가 성장성, 수익성 그리고 활동성측면에서 어떻게 달라지는가를 분석하기 위해 다음과 같은 3가지 회귀분석모델을 검증하였다.

〈표 4〉 재벌기업과 독립기업으로 분류했을 때 표본의 주요 통계량분포

변 수	평균	1사분위(quartile)	중앙값(median)	3사분위
패널 A		재벌기업(N=461)		
부채/총자산*	73.5	67.6	76.0	81.7
매출액**	426	87.8	230.8	481.4
2년 매출액증가율***	43.4	18.9	34.4	53.0
2년 평균 순자산수익율(RONA)	8.9	7.0	8.7	10.8
2년 평균 총자산회전율	89.5	63.3	86.0	113.9
패널 B		독립기업(N=2439)		
부채/총자산*	65.7	56.9	67.1	76.3
매출액**	78.2	18.0	34.9	70.8
2년 매출액증가율***	36.3	12.5	27.7	48.8
2년 평균 순자산수익율(RONA)	10.5	7.7	10.4	13.1
2년 평균 총자산회전율	104.9	76.4	97.4	122.8

주 1) * : 기준년도 2년전(%), ** : 기준년도 1년전(10억원), *** : 기준년도 1년전부터(%)

2년 매출액 증가율, 2년 평균 순자산 이익률, 2년 평균 총자산회전율

$= \alpha + \beta_1$ size $+ \beta_2$ land $+ \beta_3$ distress $+ \beta_4$ chaebol $+ \beta_5$ distress*chaebol $+ \varepsilon$,

여기서

size = log(기준년도 1년전 매출액)

land = (토지/총자산)*100

distress = 불황산업소속 여부를 나타내는 가변수(dummy)

chaebol = 재벌소속 여부를 나타내는 가변수(dummy)

회귀모형은 대체로 앞절과 유사하지만 부채의존도가 빠지고 대신 재벌여부를 나타내는 가변수가 추가되었다. 재무상태의 악화에 따른 재벌기업과 독립기업의 성과를 비교하기 위해서는 앞절에서와 같이 산업이 불황에 빠졌을 때 부채의존도가 높은 기업들중에서 재벌기업과 독립기업의 성과를 비교해야 된다. 다시 말해 distress*chaebol*leverage라는 변수가 회귀모델의 주요변수가 되어야 한다. 그러나 이 경우 표본의 수가 급격히 저하되기 때문에 검증결과의 신뢰성이 저하되는 문제가 발생한다. 따라서 여기서는 산업에 불황이 닥치면 재무상태가 악화되는 것으로 간주하고 분석하였다. 우리나라 기업 특히 재벌기업의 부채의존도가 대체로 높은 것을 고려한 것이다.

(1) 매출액 증가율

분석결과는 <표 5>에 나타나 있다. <표 5>를 보면 우선 chaebol 변수는 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 불황여부에 관계없이 어느 기업이 재벌소속이면 독립기업에 비해 약 14%정도 매출액증가율 이 높은 것을 알 수 있다. 이 결과에 대해서는 여러 가지 해석이 가능하다. 우선 재벌이 독립기업에 비해 더 성장지향적이라고 할 수 있다. 다시 말해서 재벌기업들은 상대적으로 수익성보다 성장을 기업목표로 더 중요시한다고 해석할 수 있다. 다른 한가지 해석은 재벌이 독립기업에 비해 성장잠재력이 크다고 해석할 수 있다.

여기서의 주요 관심은 산업에 불황이 닥칠 때 재벌기업과 독립기업의 성과가 달라지는가를 검증하는 것인데 distress*chaebol 가변수의 계수 예측치를 보면 불황이 닥쳤을 때 재벌기업의 매출액증가율이 독립기업에 비해 통계적으로 유의하게 높다는 것을 알 수 있다. 소속 산업에 불황이 닥쳤을 때 재벌기업은 독립기업에 비해 2년 매출액증가율이 약 18% 높다.

(2) 순자산 이익률

<표 5>에서 2년 평균 순자산이익률을 종속변수로 한 회귀분석 결과를 보면 chaebol 가변수의 계수는 음의 값을 갖고 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 불황여부에 관계없이 특정 기업이 재벌소속이면 독립기업에 비해 순자산수익률이 낮은 것을 알 수 있다. 이 결과는 재벌기업들이 성장지향적이라는 앞절의 분석결과와 일맥상통한다고 할 수 있다.

산업에 불황이 닥칠 때 수익성 측면에서 재벌기업과 독립기업의 성과가 달라지는

가를 보기위해 distress*chaebol 가변수의 계수 예측치를 보면 불황이 닥쳤을 때 재벌기업의 순자산수익률이 독립기업과 크게 다르지 않다는 것을 알 수 있다.

(3) 총자산 회전율

마지막으로 <표 5>에서 2년 평균 총자산회전율을 종속변수로 한 회귀분석 결과를 보면 chaebol 변수는 음의 값을 갖고 통계적으로 유의함을 알 수 있다. 불황여부에 관계없이 어느 기업이 재벌소속이면 소속되지 않은 기업에 비해 총자산회전율이 낮은 것을 알 수 있다. 이 결과도 재벌소속 기업들이 수익성보다는 성장을 우선한다는 앞 절의 두가지 분석과 어느 정도 일맥상통한다고 할 수 있다.

수익성의 경우와 마찬가지로 활동성측면에서도 산업에 불황이 닥쳤을 때 재벌소속 기업과 독립기업의 성과가 크게 달라지지 않는 것으로 나타나고 있다. 표 5를 보면 distress*chaebol 가변수의 계수 예측치는 통계적으로 유의하지 않다.

〈표 5〉 매출액증가율, 순자산이익률, 총자산회전율 예측을 위한 회귀분석 (재벌가변수 추가)

설명변수	계 수		
	종 속 변 수		
	매출액증가율	순자산이익율	총자산회전율
intercept	1.404(8.71)*	-0.050(-2.82)**	0.144(1.01)
size	-0.055(-8.47)*	0.002(3.21)*	-0.002(-0.47)
land	-0.006(-5.87)*	-0.001(-5.27)*	-0.005(-6.68)*
distress	-0.020(-0.82)	-0.000(-0.07)	-0.010(-0.42)
chaebol	0.136(5.96)*	-0.016(-6.1)*	-0.160(-8.24)*
distress*chaebol	0.180(2.31)**	-0.002(-0.26)	0.040(0.62)
adjusted R^2	0.039	0.020	0.043
obs	2900	2900	2900

주 1) * : 1%수준에서 유의함 ** : 5%수준에서 유의함.
주 2) 괄호안은 t 값을 나타냄.

이상의 회귀분석 결과를 종합하면 성장성측면에서 보았을 때 재벌기업들이 독립기업에 비해 재무상태의 악화에 따른 비용을 덜 지불한다고 할 수 있다. 그러나 수익성이나 활동성측면에서는 재무상태가 악화되었을 때 재벌기업과 독립기업의 성과에 커다란 차이를 발견하지 못하였다.

재무상태가 악화되어도 재벌기업은 상대적으로 매출액감소가 적다는 본 논문의 분석결과는 재벌기업이 재무상태의 악화로 부실화되어도 쉽사리 퇴출되지 않는다는 주장을 간접적으로 지지해주는 증거로 해석될 수도 있다.

V. 결 론

본 논문의 분석결과에 의하면 산업에 불황이 닥칠 때 기업의 재무상태는 매출액증가율로 측정한 기업의 성장성에 어느 정도 영향을 주는 것을 알 수 있다. 부채의존도가 높은 기업의 매출액증가율이 부채의존도가 낮은 기업에 비해 작은 것으로 밝혀졌다. 그러나 재무상태가 악화되어도 기업의 수익성은 별로 영향을 받지 않는 것으로 나타나고 있다.

본 논문은 방법론적으로 재무상태의 악화를 기업차원이 아닌 산업차원에서 정의하였고 산업조정을 거친 성과변수들을 사용하였기 때문에 재무상태의 악화에 관한 실증연구가 빠지기 쉬운 역인과관계 문제를 최소화시켰다고 생각된다.

본 연구의 또하나의 기여는 재무상태가 악화될 때 재벌기업과 독립기업의 성과를 비교함으로써 우리나라 재벌의 행태에 대한 객관적인 증거를 제시했다는 것이다. 소속 산업이 불황에 빠졌을 때 재벌기업은 독립기업에 비해 2년 매출액증가율이 약 18%정도 큰 것으로 나타났다. 재벌의 계열기업들은 내부거래, 상호지급보증 그리고 상호출자등에 의해 영업실적이 부진해도 좀체로 퇴출되지 않는 것으로 알려졌는데 논 논문의 결과는 이러한 사실과 일맥상통한다고 할 수 있다.

상장기업만을 분석대상으로 했고 재벌의 많은 기업들이 비상장으로 남아 있는 것을 감안하면 다음 연구에서는 보다 광범위한 자료를 확보하는 것이 필요하다. 또한 본 논문에서는 기업의 재무상태가 악화되었을 때 투자, 고용, 연구개발등의 측면에서 기업의 대응행태를 분석하지 못했는데 이 부분에 대한 분석이 향후 연구의 과제라고 생각한다.

참 고 문 헌

Cutler, D. and L. Summers, "The cost of conflict resolution and financial distress : evidence from the Texaco-Pennzoil litigation," *Rand Journal of Economics* 19, 1988, 157-172.

Ofek, E., "Capital structure and firm response to poor performance: an empirical analysis," *Journal of Financial Economics* 34, 1993, 3-30.

Opler, T. and S. Titman, "Financial distress and corporate performance," *Journal of Finance*, 1994, 1015-1038.