財務管理硏究 第十六券 第一號(1999. 6), 33~59

부실기업에 대한 M&A시의 채권 금융기관의 역할에 관한 실증연구

金暎圭* · 孫相玄**

〈요 약〉

본 연구는 부실기업의 갱생에 있어 중요한 요인인 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 問題에 초점을 맞추어 부실채권 정상화를 위하여 채권자주도로 시도되는 M&A의 성공여부에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 분석하였다.

로지트(logit)모형에 의하여 M&A의 성공여부를 회귀분석한 결과, '청산가치비율'(+)은 1%의 유의수준에서, '구경영진 부실경영책임여부 가변수'(-)와 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'(+)은 5%의 유의수준에서 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 그리고 '광고연구개발비율'(+) 및 '파산이후 매출액증가율'(+)은 1%의 유의수준에서 관련성을 가지는 것으로 나타났다.

따라서 채권자가 주도하는 M&A의 성공요인으로 파산전후 청구권자들사이의 情報不均衡 문제가 적은 부실기업일수록 그리고 '광고연구개발비율'이 높은 부실기업으로서 상대적으로 무형적인 자산의 가치가 높고, 전문적인 제품을 생산하는 기업은 M&A의 성공 가능성이 높은 것으로 나타났다. 또한 부실기업에 대한 부채조정 등 재무구조의 변화에 따라 '파산이후 매출액증가율'이 높은 기업일수록 M&A의 성공가능성이 높다고 추론할 수 있을 것이다. 그러나 '담보권 있는 금융기관 수 비율'(+), '금융비용부담률'(-)과 '대주주지분율'(-) 등은 비유의적인 것으로 나타나서 부실기업의 부채조달내역의 우선권 구조, 재무구조 불안정성 및 소유구조 등은 M&A의 성공여부와 관련성이 거의 없는 것으로 나타났다.

Ⅰ. 서 론

기업은 부실화로 財務的 困境에 처하게 되면 파산을 피하기 위해 자산과 부채를 再構造化하는 노력을 하게 되는 데, 構造調整 방안으로 자산매각, 투자계획 축소, 인원감축 등 자구노력과 M&A 그리고 채권자와의 사적인 負債再編 등을 추진한다. 그러나 우리 나라 기업은 사업의 수익성 저하를 상당기간 방치한 후 뒤늦게 부실화를 자초하였으며, 소유경영자와 채권자사이의 파산을 전후한 情報不均衡으로 말미암아 財務的

* 성균관대학교 경영학부 교수
** 안건회계법인 공인회계사

困境을 해결하는 데 있어서 가장 중요한 이슈인 負債再編에 관한 협상이 파산전에 심도 있게 이루어지지 못하고 있다. 따라서 많은 부실기업은 부도 또는 실질적인 파산[1]에 이른 상태에서 기업회생을 목적으로 會社整理 또는 和議를 법원에 신청하고 있으나 현실적으로 부실기업의 경영정상화가 잘 이루어지지 못하고 있다.

법원은 최근에 퇴출에 따른 社會的 費用을 최소화하면서 퇴출자체가 새로운 부가가치를 창출하는 시장경제원리가 제대로 작용하는 시스템을 만들기 위하여 부실기업의 제3자인수를 촉진시키는 방향으로 나아가고 있으며, 청산가치와 繼續企業價値를 비교하여 경제성을 기준으로 청산과 계속기업 여부를 따져보는 장치를 도입하고 있다. 채권금융기관 입장에서 볼 때 소기업은 채권자 등 이해관계인이 많지 않으므로 공장경매 등을 통하여 파산비용[2]을 포함한 社會的 費用을 크게 부담하지 않고서도 부실채권의 정리가 가능하다. 반면에 회사정리 또는 화의절차가 개시된 부실기업은 대부분 청산가치를 초과하는 과다한 차입금을 사용하고 있으므로 부실기업 정리과정에서 발생하는 추가적인 비용을 무시할 수 없다. 결국 채권자의 권리를 크게 제한하는 회사정리 및 화의절차를 진행하는 상태하에서 청산 또는 기업계속의 의사결정을 하게 되는 채권금융기관은 부실채권의 정상화를 위하여 우수한 경영능력과 자금력을 가진 제3자의 부실기업 인수를 고려하게 된다.

채권금융기관이 추진하는 잠재적 M&A의 한 형태인 제3자인수 대상이 되는 부실기업은 대부분 상당기간 부실화의 진행으로 과다한 차입에 의한 마이너스 순자산과 엄청난 금융비용 부담을 나타내고 있다. 따라서 도산된 부실기업을 회생시키기 위한 갱생절차는 채권금융기관이 부채재조정을 통하여 대부분의 파산비용을 부담하도록 하고 있다. 그리고 부실기업 인수가격의 결정도 부채의 금융조건에 대한 협상에서 결정된다고 해도 과언이 아니며 부채의 금융조건은 재무적 부실화에 따른 비용과 미래부채상환능력 등에 의해 좌우된다. 따라서 채권금융기관이 주도하는 제3자인수의 성공은 부실기업 갱생에 있어서 장애요인이 되는 채권자와 경영자사이의 재무안정성과 미래 경영성

---

1) 법률용어로서의 파산(bankruptcy)은 채무자가 빚을 모두 변제할 수 없는 경우에 채무자의 재산가치를 換價하여 채권자에게 공평하게 분배하는 제도를 말한다. 그러나 기존의 연구논문이나 경제적 용어로는 파산을 債務超過나 支給不能상태로 不渡가 발생하거나, 파산회피를 위한 法定管理 및 和議 節次 진행을 포괄하여 광범위하게 사용되고 있다. 따라서 본 논문에서의 破産企業은 재무적 곤경에 처하거나 부도가 발생한 기업이 淸算을 회피하기 위해 법정관리 및 화의절차에 들어간 不實企業을 말한다.

2) 기업의 財務構造가 취약해짐에 따라 회피할 수 없는 여러 가지의 財務的 困境(financial distress)에 따른 비용이 발생하며, 부실화로 실제 파산시, 또는 파산이 예견될 때 이와 관련된 직·간접의 파산비용(bankruptcy cost)이 발생하게 된다.

과에 관한 情報不均衡 문제와 채권자들간의 無賃乘車問題(free-rider problems) 등이 상당부분 해소되었음을 의미한다.

부실기업 M&A의 특수성을 고려하면 일반적인 M&A 이론을 부실기업에 그대로 적용하는 것은 무리가 있다.[3] 부실기업에 대한 M&A가 제기되는 시기에는 부실화가 상당히 진행되어서 경영자주도의 자발적 M&A가 불가능하고 자체적으로는 회생의 가능성이 희박하다. 따라서 일반적인 M&A는 긍정적이고 능동적인 측면을 가지는 데 비하여 부실기업을 대상으로한 M&A는 채권금융기관이 주도하는 수동적이고 부정적인 측면이 상대적으로 더 많다고 할 수 있다. 특히, 부채상환능력을 결정하는 미래 경영성과에 대한 청구권자들사이의 情報不均衡 문제와 負債 및 資本構造의 복잡성과 이질성이 채권금융기관이 주도하는 협상과정에 상당한 영향을 미칠 수 있으며, 주채권자와 군소채권자사이의 代理人 문제가 추가적인 비용을 야기할 수 있다.

따라서 본 연구는 우리 나라 부실기업의 갱생에 있어 중요한 요인인 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제에 초점을 맞추어 부실채권 정상화를 위하여 채권자주도로 시도되는 M&A의 성공여부에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 규명하는 데 목적을 두고 있다.

본 연구의 제2장에서는 기존연구를 고찰하여 본 연구와의 관련성을 밝혔으며, 제3장에서는 실증분석을 위한 연구가설을 제시하고 검증모형을 설정하였다. 제4장은 연구가설에 대한 실증적 연구결과를 설명하고 분석하였으며, 제5장에서는 본 연구의 내용을 요약하고 결론을 내리는 한편 본 연구의 한계점 및 앞으로의 연구방향을 제시하였다.

Ⅱ. 先行硏究

우리 나라 회사정리 및 화의절차에서는 기업 또는 채권자가 절차를 신청하고 법원의 감독하에 작성된 整理計劃案 또는 和議條件에 채권자가 동의할 경우 절차가 인가되고 채권자는 새로운 금융조건의 부채나 주식을 교환받게 된다. 이와 같은 청구권자들의 파산의사결정은 부실화된 기업을 계속 유지시킬 것인가, 아니면 청산을 할 것인가 또는 기업을 재조직과정을 통하여 경영 정상화하도록 할 것인가에 대한 문제이다.

White(1983, 1989)는 경제적으로 비효율적인 破産意思決定에서 발생되는 비용은 주주의 有限責任 때문에 지불하여야 하는 機會損失로서 채권자에게 부과되는 바, 추가되

3) 일반적인 이론에서는 인수·합병의 발생원인을 效率性, 代理人問題, 市場支配力, 企業低評價 및 稅金效果 理論 등에 의하여 설명하고 있다.

는 비용과 의사결정의 비효율성을 없애기 위하여 필요한 협상거래비용은 채권자들간의 無賃乘車問題 때문에 매우 높아질 것이라고 보았다.[4] 또한 Bulow and Shoven(1978)은 다수의 채권자가 있게 되면 無賃乘車問題때문에 채권자들이 기업에 대하여 만기연장 또는 추가대출을 꺼리게 되는 유인이 될 수 있다고 보았으며, 부채가 복잡한 채권자로 구성될 경우 기업에 대한 情報不均衡이 심화될 수 있어서 채권자가 기업의 未來收益力을 제대로 판단하기가 어렵다고 보았다.[5]

Gilson, John, and Lang(1990)은 경영자와 채권자사이의 부채재편 협상시 채권자들간의 동의문제를 資産構造 및 負債調達內譯 등 대리변수에 연결하여 실증연구한 결과 사채발행보다는 은행차입금이 많은 기업일수록, 채권자의 수가 적을 수록, 그리고 무형자산이 더 많은 기업일수록, 법정관리보다는 협상을 통한 사적인 약정(private debt renegotiation)에 따라 부채를 재구조화하여 재무적 곤경을 해결하는 것으로 나타났다. 그리고 Asquith, Gertner, and Scharfstein(1994)은 재무적 곤경에 처한 기업을 대상으로 파산을 회피하기 위하여 기업이 시도한 부채재편, 자산매각, M&A, 투자계획 감축 등의 구조조정 방안을 企業特性, 資産構造 및 負債調達內譯 등과 연결하여 실증연구를 하였다. 그 결과 부채구조내역이 복잡할수록 법정관리로의 진행확률이 높으며 자산매각은 산업의 부실화와 관련성이 많은 것으로 나타났다.

Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990)은 無賃乘車問題와 情報不均衡問題가 채권자들과의 부채협상을 어렵게 만들기 때문에 재무적 곤경으로 인한 비용이 발생할 것이라고 보아, 그룹사에 소속된 기업이거나 주거래은행과 밀접한 관계를 가진 기업은 재무적 곤경에 따른 비용을 감소시킬 수 있기 때문에 재무적 위기를 겪은 이후 투자와 매출이 더욱 증대된다고 분석하였다.[6]

---

4) 따라서 이러한 비용을 제거하기 위하여 청산과 재조직절차를 결합(liquidating reorganization)하여 모든 법정관리기업은 공개시장에서 繼續企業價値로 매각하고, 기존경영진에 대해서는 기업을 매각할 동안 經營權을 유지시키며 매각대금을 채권자그룹과 주주에게 부분적인 보상이 되도록 배분하는 방안을 제시하였다.

5) 그들은 주주와 은행의 파산의사결정에 있어서 2기간 coalition model을 도출하여 세 가지 비대칭적인 청구권자(사채권자, 은행, 주주)사이의 利害葛藤 그리고 협상활동에서의 情報非對稱 때문에 파산의사결정이 기업의 총가치를 극대화할 수 없는 상황이 생길 수도 있다고 보았다. 이러한 결과는 破産意思決定이 純資産價値와 破産費用 뿐만 아니라 負債의 滿期構造, 優先權構造, 所有構造, 자산의 포트폴리오, 미래수익의 변동성 등에 따라 달라지며, 이러한 모든 요인들이 협상하는 은행·주주(coalition)와 협상하지 않는 사채권자사이의 청구권 분배에 영향을 미치기 때문이라고 보았다.

6) 그들은 자본시장에서 情報不均衡 및 誘引問題를 완화할 수 있기 때문에 자금의 유동성 부족을 손쉽게 제거할 수 있다고 보았으며, 주거래은행 및 그룹소속 은행과의 밀접한 재무적 관계가 財務的 困境에 따른 비용을 감소시키게 되는 원천으로 다음과 같이 세 가지가 있다고 하였다. 첫째, 다수의 채권자가 있을 경우 모든 채권자와의 동시적 協商이 어려워져서 低投資와 비효율적인 청산을 초래할 수도 있으며 둘째, 많

우리 나라의 경우 재무적 곤경에 처한 기업은 채권자와의 情報不均衡이 심화되어 파산전에 사적인 부채협상이 이루어지는 예는 과거에는 거의 없었으며 대부분 법정관리 및 화의를 통한 부채협상이 이루어지고 있다.[7] 그러므로 상기에서 언급된 부실기업 갱생절차 및 부채재편과정에 있어 情報不均衡 및 利害葛藤 문제는 우리 나라의 법정관리 및 화의를 통한 부채협상에도 적용되는 문제이다. 부채협상시 결정되는 금융조건은 채권금융기관이 부담하는 財務的 不實金額과 未來負債償還能力 등에 의해 좌우된다. 특히, 청구권자들 사이의 情報不均衡으로 인하여 협상과정에서 負債 및 資本構造의 복잡성과 이질성이 상당한 영향을 미칠 수 있으며, 주채권자와 군소채권자사이의 代理人 문제가 추가적인 비용을 야기할 수도 있다. 따라서 채권금융기관이 주도하는 제3자인수의 성공은 부실기업 갱생에 있어서 장애요인이 되는 채권자와 경영자사이의 情報不均衡 문제와 채권자들간의 無賃乘車問題 등이 상당부분 해소되었음을 의미한다.

본 연구는 우리 나라 부실기업의 갱생에 있어 중요한 요인인 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제에 초점을 맞추어 부실채권 정상화를 위하여 채권자주도로 시도되는 M&A의 성공여부에 영향을 미치는 요인을 실증적으로 규명하는 데 목적을 두고 있다. 이를 위하여 표본부실기업의 파산전후 주요 경영성과를 비교분석하였으며, 연구가설 및 통계적 검증모형을 설정하였다. 특히, 파산을 전후한 情報不均衡 변수로서 직접적으로 측정된 청산가치비율과 미래 경영성과에 대한 계획대비 달성률이 제3자인수의 성공여부와 어떠한 관련성을 가지는 지를 분석함으로써 부실기업 갱생을 위한 부채재편과정에서 발생하는 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제를 직접적으로 실증검증하였다.

Ⅲ. 假說의 設定과 實證分析方法

1. 假說의 設定

1) 가설 I : 청구권자들사이의 情報不均衡의 정도에 대한 가설

재무적 곤경에 처한 기업에 대한 경영정상화는 청구권자들사이에 불완전한 정보와

은 채권자들은 기업의 未來展望에 대하여 잘 알지 못하기 때문에 이러한 문제가 더욱 악화될 수 있고 셋째, 재무적 곤경으로 인하여 고객, 거래처 및 경쟁자 등으로부터 信用喪失이 있을 수 있기 때문이다.

7) 최근 부실기업의 처리방안으로 일부 재벌그룹사와 중소기업에 대하여 채권금융기관이 주도하는 워크아웃(work-out)이 이루어지고 있다.

상호 利害葛藤이 있는 상황하에서 추진될 수밖에 없다. Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990)에 의하면 채권자와의 부채재편과정에서 情報不均衡 및 誘引 문제는 은행과의 밀접한 관계에 의한 상호 신뢰성 있는 정보의 공유에 의하여 해결이 가능할 수 있다.

그러나 부실기업의 경영자는 수익성 없는 부실기업에 대해 청산보다는 企業繼續을 선택하려는 편의를 가지고 있으므로 의사결정에 비효율성을 초래할 수 있다. 이러한 경영자는 미래 경영성과를 과대포장하여 負債償還能力이 많다는 자료를 외부 특히, 채권자에게 제시할 유인을 갖게 된다. 경영자, 주주 및 채권자들은 모두 불완전한 정보를 가지고 미래 현금흐름을 추정하므로 부실기업의 미래 경영성과와 부채상환능력에 대한 평가가 상호 일치하기도 어려울 것이다. 결과적으로 인수조건 협상 및 부채재조정과정에서 부실기업의 미래 경영성과와 관련된 당사자 사이의 情報不均衡 문제를 해결하기 위해서는 추가적인 비용과 시간이 소요될 수 밖에 없을 것이다.

따라서 파산전후 재무안정성과 경영성과에 대한 情報不均衡 정도가 부실기업 M&A에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 청구권자들 사이의 情報不均衡 정도와 負(-)의 관계를 갖는다.

파산전의 청구권자들사이의 情報不均衡 정도에 대한 대용변수는 공표재무제표가 아닌 실사후자산을 기준으로 산정된 '청산가치비율'과 '구경영진 부실경영책임여부 가변수'로 하였으며, 파산후 정보불균형 정도에 대한 대용변수는 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'로 나타낼 수 있다. 따라서 이들 비율이 높은 기업일수록 부실기업 M&A의 성공가능성이 높을 것이다.

2) 가설 Ⅱ : 負債調達內譯의 계층(우선권)구조에 대한 가설

부실기업이 사용하고 있는 부채를 나누어 보면 담보 및 신용, 선순위 및 후순위 등 代理人 문제를 야기할 수 있는 계층구조도 또한 가지고 있다. 따라서 부실기업이 재무적 곤경을 해결하는 데는 청구권자들사이의 협상과정에서 부실화의 정도와 경영정상화 가능성에 대한 情報不均衡과 利害葛藤이 발생할 뿐만 아니라, 주채권자와 군소채권자 사이에서 발생하는 代理人 문제도 영향을 미친다.

특히, 부실기업을 대상으로한 제3자인수과정에서는 군소채권자는 대부분의 의사결정을 주채권자에게 위임하게 되어 인수사와의 협상과정에 주채권자가 대리권을 가지고 임하게

된다. 그러므로 채권자그룹 내에서의 代理人 문제가 추가적인 비용을 발생시키게 된다.

따라서 채권자간 즉 주채권자와 군소채권자사이에 발생하는 代理人 문제가 부실기업 M&A에 미칠 수 있는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 負債調達內譯의 우선권구조와 正(+)의 관계를 갖는다.

負債調達內譯의 계층(우선권) 구조를 나타낼 수 있는 대용변수는 '담보권 있는 금융기관 수 비율'이며, 이 비율이 높은 기업일수록 M&A의 성공가능성이 높을 것이다.

3) 가설 Ⅲ : 업종의 資産特異性에 대한 가설

Gilson, John, and Lang(1990)은 재무적 곤경에 처한 기업이 행하는 부채재편 및 재구조화 의사결정모델을 제시하면서 기업자산이 주로 무형자산으로 구성되고 자신만의 특유한 것일수록 법정관리가 사적인 부채협상보다 더 많은 파산비용을 부담한다고 하였다. 왜냐하면 법정관리시에는 법원의 엄격한 통제로 인하여 이러한 자산의 활용정도가 더 떨어질 수밖에 없기 때문이다.

부실기업에 대한 채권자주도하의 제3자인수가 성공하면 새로운 경영주체의 출현으로 法定管理가 조기종결될 가능성이 매우 높아지고 투자 및 재무활동도 법원의 통제로부터 벗어나게 된다. 따라서 무형적인 자산에 대한 활용정도가 손쉽게 회복될 수 있다.

資産特異性은 경영자의 재량적 지출수단인 광고비 및 연구개발비로 나타낼 수 있는 지표이다. 따라서 資産特異性이 큰 부실기업이 소유하고 있는 자산은 주로 무형적인 자산으로 구성되는 자신만의 특유한 것일 가능성이 높다. 그러므로 업종의 資産特異性이 큰 부실기업일수록 이러한 무형적인 자산에 대한 활용가능성이 높아지고 법정관리 지속에 따른 파산비용 부담을 덜 수 있으므로 M&A의 성공가능성이 높아질 수 있다.

따라서 부실기업이 영위하는 업종의 資産特異性이 M&A에 미칠 수 있는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 부실기업이 영위하는 업종의 資産特異性과 正(+)의 관계를 갖는다.

업종의 資産特異性을 나타낼 수 있는 대용변수는 '광고연구개발비율'이며, 이 비율이 높은 기업일수록 부실기업 M&A의 성공가능성이 높을 것이다.

4) 가설 Ⅳ : 財務構造 不安定性에 대한 가설

기업이 부실화되어 제3자인수가 추진되는 단계에 이르면 순자산가치는 없어져서 소유경영자에게 귀속될 재산이 거의 없는 것이 일반적이지만, 경영권 유지 및 잔여재산 분배를 주장하려는 구사주의 의사결정이 M&A에 걸림돌로 작용할 수 있다. 그러나 구소유경영자는 부실화가 상당히 심각하고 부채차입금액이 엄청난 규모를 가질 경우 자신의 개인보증채무에서만 벗어날 수 있다면 쉽게 경영권을 포기하게 될 수도 있다. 그러므로 부실기업의 財務構造 不安定性비율은 M&A 등 부실기업의 성공에 미치는 영향이 양면성을 가질 수 있다.

따라서 부실기업의 財務構造 不安定性이 M&A에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 財務構造 不安定性과 負(-)의 관계를 갖는다.

부실기업의 財務構造 不安定性에 대한 대용변수는 '금융비용부담률'이며, 이 비율이 높은 기업일수록 M&A의 성공가능성이 낮을 것이다.

5) 가설 Ⅴ : 所有經營者의 대주주지분율에 대한 가설

계속기업의 경우 주주와 경영자간에 비금전적인 효익추구와 노력의 회피 때문에 발생하는 代理人 문제와는 다르게 부실기업 M&A과정에서는 기존대주주와 소액주주들과의 代理人 문제는 거의 발생하지 않을 것으로 보인다. 그러나 소액주주는 M&A과정에 직접 참여할 수는 없지만 우량한 제3자에게 기업이 인수될 경우 하락된 부의 회복을 기대할 수 있는 반면에 기존대주주는 破産意思決定과 관련하여 자신의 이해에 따라 행동할 유인을 가지므로 소유구조도 M&A의 성공에 영향을 미칠 수 있다.

부실기업을 대상으로 한 대부분의 M&A는 구소유경영주의 지분에 대하여만 채권금융기관이 제3자에게 매각하는 형태를 취하고 있다. 따라서 인수사입장에서는 인수조건 협상시 경영권확보를 완벽하게 요구하게 되므로 인수대상주식의 지분율이 커야만 M&A가 순조롭게 진행될 수 있다. 반대로 구소유경영주입장에서는 소유지분율이 적을 경우 부실경영책임에서 벗어날 수만 있다면 쉽게 인수조건에 동의할지도 모른다.

따라서 소유경영자와 일반소액주주사이에서 발생하는 代理人問題가 부실기업 M&A에 미칠 수 있는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 소유경영자의 대주주지분율과 負(-)의 관계를 갖는다.

대용변수로는 기존 '대주주지분율'을 선정하였으며, 이 비율이 높은 기업일수록 M&A의 성공가능성이 낮을 것이다.

6) 가설 Ⅵ : 파산이후 미래 경영성과에 대한 가설

채권금융기관은 破産意思決定 대안중 기업계속을 위하여 부채를 재조정하면 불리한 金融條件을 가지는 새로운 부채로 교환받게 되므로 파산비용의 부담을 감수하게 된다.[8] 그리고 채권금융기관의 부실채권 정상화를 위한 제3자인수도 負債再調整이 필수적이므로 견실한 기업을 대상으로한 M&A와는 다르게 재무적 부실화의 정도와 금융적 기회비용 등이 성공여부에 중요한 영향을 미칠 것이다.

재무적 위기로 인한 추가적인 비용으로서 매출감소에 따른 利益機會損失은 과다하게 부채를 차입하고 있는 기업이 소속산업의 경기악화에 따라 財務構造가 좋은 경쟁기업에 비하여 시장점유율이 많이 하락하여 발생하는 간접적인 파산비용이다. 그리고 부실기업에 대한 부채조정 협상과정에서 중요한 역할을 하는 부실화의 정도는 인수당사자 사이의 情報不均衡 문제 및 M&A 당사자 내부의 利害葛藤 문제를 야기하여 이를 해결하기 위해서는 추가적인 비용과 시간을 발생시킬 수 밖에 없다.

따라서 파산이후 미래 경영성과가 부실기업 M&A에 미칠 수 있는 영향을 분석하기 위하여 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

가설 : 부실기업 M&A의 성공여부는 파산이후 미래 경영성과와 正(+)의 관계를 갖는다.

파산이후 부실기업의 미래경영성과에 대한 대용변수는 성장성과 수익성 변수인 '파산이후 매출액증가율'과 '파산이후 매출액영업이익률'로 나타낼 수 있으며, 이들 비율이 높은 기업일수록 부실기업 M&A의 성공가능성이 높을 것이다. 따라서 재무적 부실화, 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제로 인한 매출감소 영향이 부실기업에 대한 부채재조정에 따라 빠른 시일내에 벗어나는 기업일수록 부실기업의 성공가능성을 높혀줄 것이다.

---

8) White(1983)의 破産費用모델에 의하면 사전적인 파산비용은 주주의 有限責任 때문에 회피할 수 없는 것이며, 그 상한선은 신용부채 상환부족금액의 기대가치, 또는 재조직계획(整理計劃案, 또는 和議條件)에서 명시된 일정부채 탕감후 신용부채 상환부족금액의 기대가치가 된다고 하였다.

2. 分析對象企業의 選定

본 연구에서 사용될 표본기업은 서울지방법원 민사신청과의 1980년 이후부터 1998년 3월말까지 법정관리 및 화의 접수대장과 법원행정처에서 발간한 회사정리사건 전담재판부 재판장 회의 결과보고서상의 1996년 3월 현재 회사정리절차가 진행중인 회사현황으로부터 추출하였다. 이러한 부실기업중에서 調査委員(자산·부채 조사결과 및 미래 갱생가능성 검토의견을 법원에 보고)의 調査報告書와 整理計劃案 또는 和議條件에 따른 미래 추정손익계산서와 차입금 상환계획을 입수한 부실기업 73개사를 대상으로 하였다.

상기 부실기업에 대한 각종 재무자료, 資産·負債 實査結果, 미래 추정손익계산서와 차입금 상환계획은 회사연감(매일경제신문), 감사보고서(회계사협회), 조사위원 調査報告書(법원), 整理計劃案(법원) 등을 통하여 수집하였다.[9]

73개 표본기업의 회사형태별 정리절차 진행 현황은 <표 3-1>과 같으며, 표본부실기업의 업종별 분포는 <표 3-2>와 같다.

<표 3-1> 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 현황

구 분	갱생에 성공적인 부실기업			갱생과정에 있는 부실기업			합 계
	회사정리	화의	소 계	회사정리	화의	소 계	
회사형태별	25	5	30	28	15	43	73
상장법인	12	0	12	8	3	11	23
상장폐지법인	2	0	2	1	0	1	3
장외등록법인	1	0	1	1	1	2	3
등록법인	7	3	10	11	9	20	30
일반법인	3	2	5	7	2	9	14
정리절차폐지기업	4	0	4	4	0	4	8
정리절차종결기업	4	0	4	0	0	0	4
정리절차개시후 2년간 당기순이익 실현기업	2	2	4	0	0	0	4
제3자 인수 기업	19	3	22	0	0	0	22

주) '갱생에 성공적인 부실기업'은 정리절차 진행중 제3자에게 인수되었거나 채권금융기관이 주도하는 인수협상 및 공개매각이 진행중에 있는 부실기업, 정리절차가 성공적으로 종료되어 법원으로부터 정리절차 종결결정을 받은 기업, 그리고 정리절차 개시후 2년간 당기순이익을 실현한 부실기업임. 반대로 그렇지 못한 부실기업은 '갱생과정에 있는 부실기업'임.

9) 지방법원의 민사신청과는 회사정리 및 화의절차 진행과 관련된 조사위원 조사보고서, 관재인 보고서, 정리계획안 등 자료를 보관하고 있다.

<표 3-2> 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 업종별 현황

업 종	갱생에 성공적인 부실기업	갱생과정에 있는 부실기업	합 계	구성비(%)
어 업	1	1	2	2.7
제 조 업				58.9
음 식 료 품	1	-	1	
섬유의복가죽	1	8	9	
목재종이가구	2	3	5	
화학석유고무	4	4	8	
비금속 광물	-	1	1	
1 차 금 속	2	2	4	
기 계	1	5	6	
영상통신정밀	-	2	2	
자 동 차	3	4	7	
건 설	10	5	15	20.6
도 소 매	2	2	4	5.5
숙박운송통신	3	4	7	9.6
기 타	-	2	2	2.7
합 계	30	43	73	100.0

주) 표본부실기업에 대한 업종별 분류는 기업경영분석 code 분류상 대분류 및 중분류를 고려하여 구분하였으며, 증권거래소의 분류기준과 유사하다.

표본기업은 회사정리 53개사, 화의 20개사로 구성되어 있으며, 이중 제3자인수가 이루어졌거나 채권금융기관이 주도하는 인수협상, 또는 공개매각이 진행 중에 있는 부실기업 22개사가 포함되어 있다. 그리고 '갱생에 성공적인 부실기업'이라고 볼 수 있는 제3자인수기업, 정리절차 종결기업 및 정리절차 개시 후 2년간 당기순이익을 실현한 부실기업은 모두 30개사로서 전체 표본기업의 41%에 해당된다. 또한 표본부실기업의 업종별 분포를 보면 제조업 58.9%, 건설업 20.6%로서 대부분을 차지하고 있다.

표본부실기업 73개사에 대하여 평균 業歷과 종업원 수 및 자본금 등 규모특성을 살펴보면 <표 3-3>과 같다. '갱생에 성공적인 부실기업'이 업력면에서 다소 오래된 기업이며, 규모면에 있어서는 대기업으로 구성되어 있는 것으로 나타나고 있다.

표본부실기업 73개사에 대하여 대규모기업집단에 소속된 기업체 수와 구사주와 관련이 있는 保全管理人을 선임한 기업체 수 및 부실경영책임을 물어 자본금 감자에 해당된 기업체 수 현황은 <표 3-4>와 같다. '갱생과정에 있는 부실기업'의 경우 자본금 감자기업체가 더 많이 포함되어 있으며, 자본금 감자비율도 더 높은 것으로 나타나고 있다.

<표 3-3> 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 평균 業歷 및 규모특성

구 분	갱생에 성공적인 부실기업	갱생과정에 있는 부실기업	전 체
평균 業歷(년수)	22	19	20
평균 종업원 수(명)	1,290.3	550.6	854.5
평균 총자산(억원)	5,206.6	2,925.2	3,862.7
평균 매출액(억원)	3.543.9	753.1	1,900.1
평균 자본금(억원)	274.4	182.9	220.6

주) 業歷은 부실기업의 설립년도부터 정리절차 신청연도까지의 기간으로 산정된 년수임. 종업원 수는 調査報告書로부터 입수된 것이며, 신청연도에 실시된 資産·負債實査基準日 현재 시점의 종업원 수임. 재무수치는 調査報告書상 자산·부채실사기준일 현재 부실기업의 회사제시 재무제표로부터 산정된 것임.

<표 3-4 > 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 구사주 경영관련 특성

구 분	갱생에 성공적인 부실기업	갱생과정에 있는 부실기업	전 체
전체기업 수	30	43	73
대규모기업집단기업체 수	23	22	45
구사주 관련자 보전관리인 선임기업체 수	2	0	2
자본금감자기업체 수	8	19	27
평균 자본금감자비율(%)	61.4	79.2	74.0

표본부실기업에 대한 요약통계량을 보면 다음 <표 3-5>와 같다. 조사대상기업의 '대주주지분율'은 평균 52.1%이며, 총자산대비 부채비율은 평균 106.1%이다. 단기성차입금비율은 평균 68.8%이며, 유동비율은 평균 80.0%이다. 그리고 전체 채권금융기관중 '담보권 있는 금융기관 수 비율'은 평균 31.5%이다.

<표 3-5> 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 요약통계량

구 분	평균	중위수	상사분위수 (Q3)	하사분위수 (Q1)	표준편차
대주주지분율(%)	52.1	48.8	75.0	25.6	28.6
총자산대비 부채비율(%)	106.1	100.1	114.1	88.9	34.9
총자산대비 자기자본비율(%)	-5.6	0.6	11.0	-14.0	34.9
금융비용부담률(%)	9.4	8.6	12.6	6.2	5.4
총자산대비 차입금비율(%)	75.0	74.7	91.4	52.1	37.2
단기성차입금비율(%)	68.8	70.6	87.8	54.4	24.3
유동비율(%)	80.0	69.0	102.8	51.5	49.3

<표 3-5> 73개 회사정리 및 화의 신청 표본기업의 요약통계량(계속)

구 분	평균	중위수	상사분위수 (Q3)	하사분위수 (Q1)	표준편차
고정장기적합률의 역수	22.6	65.7	107.5	14.6	227.4
총자산회전율	0.78	0.60	0.89	0.30	1.37
담보권 금융기관의 수	4.5	3.0	6.0	2.0	3.7
일반채권 금융기관의 수	13.2	8.0	17.0	5.0	13.0
담보권 있는 금융기관 수 비율(%)	31.5	28.4	38.9	19.0	18.2
담보권 채권금액 비율(%)	50.4	46.4	67.9	32.1	26.4
광고연구개발비율(%)	1.5	0.4	2.1	0.1	2.9
접대비 및 판촉비율(%)	0.6	0.3	0.7	0.2	0.7
청산가치비율(%)	75.1	78.6	87.5	62.0	23.8
파산이후 매출액증가율	1.1	-5.0	7.0	-1.0	27.9
파산이후 매출액영업이익률	-11.1	-2.9	3.6	-15.7	36.3
금융기관의 이자손실	6.6	6.6	8.0	4.9	3.2

주) 財務比率은 부실기업의 회사제시 재무제표로부터 산정된 것이며, 신청연도에 실시된 자산·부채실사 기준일 현재 시점의 재무비율임. 부실기업에 자금을 대여한 금융기관의 수는 調査報告書에서 입수하였음. '담보권 있는 금융기관 수 비율'은 부실기업에 자금을 대여한 담보권 있는 금융기관의 수가 차지하는 전체 금융기관의 수에 대한 비율로서 調査報告書로부터 입수됨. '광고연구개발비율'과 접대비 및 판촉비율은 파산전 3개년 평균비율임. '청산가치비율'은 정리절차 신청연도에 실시된 자산·부채실사 결과에 의한 수정후 자산총계에 부동산청산손실(법원평균낙찰률 60%)을 일률적으로 적용하여 청산가치를 산정하였으며 총자산으로 나눈 비율임. '파산이후 매출액증가율'은 파산이후 1, 2차년도에 부실기업이 실제로 실현한 수치이며, '파산이후 매출액영업이익률'은 파산이후 1차년도에 부실기업이 실제로 실현한 수치임. '금융기관의 이자손실'은 정리계획안에서 감면된 거치기간 및 상환기간동안의 이자율과 실세금리와의 차이임.

3. 實證分析方法

1) 檢證模型

가설검증의 사전단계로 표본부실기업의 파산전후 주요 경영성과를 연도별로 비교하였으며, 파산이후 경영성과에 대하여는 정리계획안 계획대비 실제 경영성과를 분석하였다. 설정된 가설 즉, 情報不均衡의 정도, 負債調達內譯, 업종의 資産特異性, 財務構造不安定性 등이 부실기업 M&A의 성공여부에 미치는 영향을 통계적으로 검증하기 위하여 평균차이분석과 로지트(logit)모형을 사용하였다.

먼저 평균차이분석은 표본부실기업을 '갱생에 성공적인 부실기업'과 그렇지 않은 '갱생과정에 있는 부실기업'으로 나누어 두 표본의 평균과 분산을 기초로 하여 두 집단의 설명변수에 대한 평균들의 유의적인 차이가 있는지 검증하였다. 이 평균차이 검증의 논

리는 각 표본의 분산과 두 표본을 합친 분산을 이용해 평균의 차이가 유의한지를 검증하는 것이다. 이 검증의 특징은 평균간의 차이의 표준오차를 추정하는데 여러 가지 방법을 이용한다는 점이며, 표본 수가 적어서 정규성을 이탈할 때 t분포를 이용하고, p값은 귀무가설의 검증시 오류가 발생할 확률을 제시하고 있다. 그리고 모수적 평균차이 검증인 t검증은 정규분포를 가정한 것으로 분석의 신빙성을 높이기 위하여 분포에 대한 가정이 완화된 비모수검증인 Wilcoxon의 순위합검정(rank sum test)을 병행하였다.

두 번째 단계로 가설검증을 위한 로지트모형은 다음과 같다.

로지트모형 :

성공여부 결과변수 = α + $\beta 1$ (청산가치비율)
+ $\beta 2$ (구경영진 부실경영책임여부 가변수)
+ $\beta 3$ (파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률)
+ $\beta 4$ (담보권 있는 금융기관 수 비율) + $\beta 5$ (광고연구개발비율)
+ $\beta 6$ (금융비용부담률) + $\beta 7$ (대주주지분율)
+ $\beta 8$ (파산이후 매출액증가율) + $\beta 9$ (파산이후 매출액영업이익률)
+ $\beta 10$ (금융기관의 이자손실)

단, α : 절편
$\beta 1 \sim \beta 10$: 회귀계수

로지트모형은 회귀방정식의 종속변수가 가변수일 경우 사용되는 방법으로 독립변수에 재무비율이 주로 사용될 경우 발생하는 異分散性 문제를 해결할 수 있다. 따라서 모형의 종속변수인 M&A '성공여부 결과변수'는 정성적 변수로서 구체적인 성공여부를 구분하기 위하여 다음과 같은 기준을 설정하였다. 그리고 이러한 기준은 채권금융기관의 부실채권 정상화 관점에서 '갱생에 성공적인 부실기업'으로 볼 수 있는 기준이다.

① 정리절차 진행중 제3자에게 인수되었거나 채권금융기관이 주도하는 인수협상 및 공개매각이 진행중에 있는 부실기업
② 정리절차가 성공적으로 법원에 의해 종결된 부실기업
③ 정리절차 개시후 2년간 당기순이익을 실현한 부실기업

재무적 곤경으로 파산된 이후 M&A의 성공 또는 경영성과의 개선은 경영정상화의 길로 들어섰다는 것을 의미한다. 따라서 이러한 표본기업들중 경영성과 측정치의 누

락을 방지하기 위하여 M&A 등 부실기업의 '성공여부 결과변수'는 不連續的인 변수를 가지고 사용하였다. 따라서 '성공여부 결과변수'는 표본부실기업중 정리절차진행중 제3자에게 인수되었거나, 정리절차가 성공적으로 종료되어 법원으로부터 정리절차 종결결정을 받거나, 정리절차 개시후 2년간 당기순이익을 실현한 부실기업에 해당되는 '갱생에 성공적인 부실기업'은 1, 그렇지 못한 '갱생과정에 있는 부실기업'은 0으로 하였다.

그리고 독립변수들은 설정된 가설에 따라 선정된 대용변수로 하였으며, 독립변수중 '구경영진 부실경영책임여부 가변수'는 과거 부실경영책임을 물어 자본금이 감자된 기업을 1, 그렇지 않은 기업을 0으로 하였다.

독립변수중 '금융기관의 이자손실' 변수는 가설설정에서 대용변수로 선정되지는 않았지만 부실기업의 갱생에 중요한 영향을 미칠 수 있다고 생각하여 모형에 추가하였다. 상기 로지트모형의 변수는 구체적으로 <표 3-6>에서 보는 바와 같이 정의한다.

<표 3-6> 代用變數의 정의와 산출근거

변수집단	조작변수명 (operational variables)	대용변수명 (proxy variables)	산 출 근 거
정보 불균형 변수	파산전 정보불균형	청산가치비율	청산가치/총자산
		구경영진 부실경영 책임여부 가변수	구경영진에게 부실경영책임을 물은 자본금 감자여부
	파산후 정보불균형	파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률	실제 순이익/추정 순이익
부채조달 내역변수	부채조달내역	담보권 있는 금융기관 수 비율	담보권 있는 금융기관 수/총 금융기관수
업종의 특성 변수	자산특이성	광고연구개발비율	(광고선전비+연구개발비)/매출액 (3개년 평균)
재무구조 불안정성변수	부채비율	금융비용부담률	금융비용/총자산
자본조달 내역변수	경영자지분비율	대주주지분율	대주주 및 그 특수관계인 소유지분율
성장 및 수익성 변수	매출액증가율	파산이후 매출액 증가율	당기 매출액/전기 매출액
	수익성	파산이후 매출액영업이익률	영업이익/매출액
	금융비용	금융기관의 이자손실	실세금리 - 정리계획안에서 감면된 거치기간 및 상환기간동안의 이자율

2) 變數의 選定

로지트모형에 들어가는 변수는 부실기업의 갱생에 있어 채권금융기관이 주도하는 M&A의 역할을 실증검증하기 위하여 설정된 가설과 관련된 대용변수(proxy variables)가 선정되었다. 대용변수 선정시 선행연구에서 채택된 변수들과 자료의 확보가능성 및 계산의 가능성에 기초하였으며, 상대적으로 현저한 결과를 나타내는 변수를 선정하였다. 이들 대용변수에 대한 정의와 산출근거는 다음의 <표 3-6>과 같다.

청구권자들사이의 파산전후 情報不均衡 문제는 '청산가치비율', '구경영진 부실경영책임여부 가변수'와 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률' 등을 사용하였다. 청산가치는 자산·부채 실사기준일 현재 수정된 대차대조표상의 개별자산의 가액을 기준으로 하여 산정하며, 유형자산에 대한 청산손실을 고려하여 산정된 가치이다. 그리고 '구경영진 부실경영책임여부 가변수'는 구경영진에게 부실경영책임을 물은 자본금 감자여부를 나타내며, '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'은 파산후에 수립된 정리계획안상의 1, 2차년도 추정손익에 실제 손익실적을 대응하여 산출하였다.

부실기업의 부채조달내역을 나타내는 변수인 '담보권 있는 금융기관 수 비율'은 채권자들사이의 이해갈등을 대리할 수 있는 대용변수로서 부실기업에 자금을 대여한 전체 금융기관의 수에서 담보권 있는 금융기관의 수가 차지하는 비율이다. 업종의 資産特異性을 나타내는 '광고연구개발비율'은 파산이전 3년간 평균을 사용한다. 자산특이성은 해당기업에서만 가치가 크고 다른 기업에서는 별로 용도가 없는 것을 말한다. 따라서 경영자의 재량적 지출수단으로서 무형적인 가치를 가지는 광고비와 연구개발비로 나타낼 수 있는 지표이다.

재무구조 불안정성을 나타내는 '금융비용부담률'은 금융비용을 총자산으로 나누어 산출하였다. 그리고 경영자지분비율을 나타내는 '대주주지분율'은 대주주 및 그 특수관계인 소유지분율을 모두 합하여 산출하였다. 파산이후 미래 경영성과를 나타내는 '파산이후 매출액증가율'은 부실기업이 재무적 곤경에 따른 비용을 파산이후 얼마나 회복하였는 지를 나타낼 수 있으며, 수익성 변수로는 '파산이후 매출액영업이익률'을 사용한다. 그리고 '금융기관의 이자손실'은 정리계획안에서 감면된 거치기간 및 상환기간동안의 이자율과 실세금리와의 차이로서 산출하였다.

상기 변수중 부채조달내역, 재무구조불안정성 및 경영자지분비율을 나타내는 변수는 채권자들 사이, 소유경영자와 채권자사이, 소유경영자와 주주사이 등 청구권자들 사이의 이해갈등을 대리할 수 있는 대용변수이며, M&A 과정에서 금융조건 등 부채협상의

난이도와 관련된 변수이기도 하다. 그리고 이들 변수들은 파산이전년도와 파산년도간의 시계열상의 차이가 매우 크므로 부실기업에 대한 자산·부채 실사기준일 현재의 횡단면 자료를 사용한다.

Ⅳ. 實證分析의 結果

1. 標本企業의 파산전후 주요 經營成果 비교

다음 <표 4-1>은 표본부실기업을 '갱생에 성공적인 부실기업'과 그렇지 아니한 '갱생과정에 있는 부실기업'으로 구분하여 본 수익성 지표이다. 전체적으로 파산신청 2, 3년전의 경우 산업평균보다 높은 매출액 증가율에도 불구하고 수익성은 더 나쁜 상태를 나타내고 있다. 그리고 재무적 위기를 겪은 후 負債再調整에 따라 유동성 위기에서 벗어났음에도 불구하고 악화된 수익성은 거의 회복되지 않고 있다.

<표 4-1> 73개 회사정리 및 화의 신청 기업체의 파산전후 6년간 주요 수익성 비율

구 분		파산3년전	파산2년전	파산1년전	파산연도	파산1년후	파산2년후
갱생에 성공적인 부실기업	매출액증가율(%)	20.9	52.5	9.3	-14.3	8.5***	17.1**
	산업평균과의 차이	4.4	36.3	-6.7	-25.5	-3.8***	2.5*
	총자산경상이익률(%)	-0.1	-3.0	-6.9	-10.3	-10.7	-11.0
	산업평균과의 차이	-2.7	-5.2*	-8.6	-11.4	-11.8	-12.6
	매출액영업이익률(%)	7.1	5.5	1.8	-9.1	-5.5	-2.2
	산업평균과의 차이	0.8	-0.8	-4.6	-14.6	-10.8	-7.8
	매출액경상이익률(%)	-1.4	-5.6	-11.0	-41.2	-35.6	-20.9
	산업평균과의 차이	-3.9	-7.7	-12.6	-42.2	-36.4	-22.0
갱생과정에 있는 부실기업	매출액증가율(%)	52.6	62.7	15.6	-21.6	-8.2***	-9.0**
	산업평균과의 차이	38.6	47.7	1.6	-34.1	-19.1***	-20.8*
	총자산경상이익률(%)	-0.1	-2.8	-5.6	-9.5	-10.4	-9.3
	산업평균과의 차이	-2.1	-4.4*	-6.5	-10.0	-11.2	-11.2
	매출액영업이익률(%)	-20.4	-1.9	-4.7	-12.3	-15.0	-10.8
	산업평균과의 차이	-26.4	-7.8	-10.5	-17.8	-20.5	-16.2
	매출액경상이익률(%)	-44.5	-10.7	-16.7	-32.6	-41.4	-40.2
	산업평균과의 차이	-46.5	-12.2	-17.5	-32.8	-42.0	-41.9

주 1) 산업평균과의 차이는 본 연구의 업종별 분류에 따라 한국은행이 발간하는 기업경영분석의 업종별 평균비율을 적용하여 산출하였음.

주 2) *는 유의수준 0.1, **는 유의수준 0.05, ***는 유의수준 0.01임.
(Wilcoxon의 순위합검정(rank sum test)에 의해 성공여부별 두집단간 차이검증)

'갱생과정에 있는 부실기업'은 상대적으로 파산신청 2, 3년전에 수익성이 수반되지 않은 과도한 매출증가(산업평균 조정후 매출증가율이 47.7%와 38.6%)가 있었음을 알 수 있다. 그리고 '갱생과정에 있는 부실기업'은 파산신청 2, 3년전의 산업평균 조정된 매출액경상이익율이 각각 -12.2%와 -46.5% 인데 반하여, '갱생에 성공적인 부실기업'은 각각 -7.7%와 -3.9%로 나타나고 있다. 따라서 '갱생에 성공적인 부실기업'의 수익성이 파산신청전에도 상대적으로 더 양호하였다.

그리고 '갱생과정에 있는 부실기업'의 파산이후 1, 2차년도 산업평균 조정된 매출액경상이익률이 각각 -42.0% 및 -41.9%인데 반하여 '갱생에 성공적인 부실기업'은 각각 -36.4%와 -22.0%를 나타내고 있다. 따라서 파산신청년도이후에도 '갱생에 성공적인 부실기업'이 재무적 위기에서 일단 벗어남에 따라 수익성의 회복이 더 빨리 이루어지고 있음을 알 수 있다.

'파산이후 매출액증가율'을 보면 '갱생에 성공적인 부실기업'이 8.5%와 17.1%(산업평균 조정후 -3.8%와 2.5%)로 나타나서 재무적 부실화로 인한 매출감소 영향을 상대적으로 단기간 내에 회복하고 있다. 그러나 '갱생과정에 있는 부실기업'은 -8.2%와 -9.0%(산업평균 조정후 -19.1%와 -20.8%)로서 매출감소율은 줄고 있지만 매출액이 오히려 더 감소하고 있어서 負債再調整이 있었음에도 불구하고 재무적 부실화로 인한 매출감소 영향으로부터 벗어나지 못하고 있다.

<표 4-2>는 '갱생에 성공적인 부실기업'과 그렇지 아니한 '갱생과정에 있는 부실기업'을 구분하여 부실기업의 경영자가 외부에 제시한 整理計劃案과 실제 경영성과를 분석한 것이다. 매출액 목표달성률은 96.9%로서 비교적 합리적으로 매출액이 추정되었다고 볼 수 있으나, 영업손익 목표달성률과 당기순손익 목표달성률이 각각 60.8%와 49.5%로서 매출원가율 등 비용추정에 있어서 경영자의 恣意性이 개제되어 있다고 할 수 있다.

<표 4-2> 73개 회사정리 및 화의 신청 기업체의 정리계획안 계획대비 실제 경영성과 비교 분석

구 분	갱생에 성공적인 부실기업	갱생과정에 있는 부실기업	전 체
매출액 목표달성률(%)	94.1	98.7	96.9
1차년도	96.1	102.7	100.1
2차년도	94.9	68.6	81.4
영업손익 목표달성률(%)	72.6	52.6	60.8
1차년도	60.8	63.3	62.3
2차년도	95.7	49.9	72.3
당기순손익 목표달성률(%)	82.8	26.2	49.5
1차년도	103.3	30.2	59.6
2차년도	69.7	21.1	44.9

주) 정리절차 개시후 1차년도와 2차년도의 매출액, 영업손익, 당기순손익 목표달성률은 정리계획안에서 부실기업의 미래 현금창출능력 추정시 예측된 수치와 실제 부실기업이 실현한 수치와의 비율임.

2. 不實企業 두집단간 설명변수에 대한 平均差異 檢證의 結果

앞에서 세운 전체 가설을 로지트모형에 의하여 실증검증하기 전에 독립변수로 선정된 대용변수에 대하여 단일변량검증으로서 평균차이분석을 실시하였다. 선정한 변수에 대해 '갱생에 성공적인 부실기업'과 그렇지 않은 '갱생과정에 있는 부실기업'간에 평균의 차이가 존재하는 지를 검토하기 위해 모수적 방법인 t검증을 실시하였으며, 분포에 대한 가정이 완화된 비모수검증인 Wilcoxon의 순위합검정(rank sum test)을 병행하였다.

<표 4-3>은 부실기업 M&A의 성공요인인 대용변수에 대하여 실시된 평균차이검증의 결과이다. 정보불균형 변수인 '청산가치비율'(+)은 5%의 유의수준에서 유의적인 차이를 나타내고 있으며, 업종의 자산특이성을 나타내는 '광고연구개발비율'(+)과 미래 경영성과를 나타내는 '파산이후 매출액증가율'(+)은 1% 유의수준에서 유의적인 차이를 나타내고 있다.

가설 I 에서 청구권자들 사이의 파산전후 情報不均衡 정도를 나타내는 대용변수인 '청산가치비율'과 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'은 M&A의 성공여부와 正(+)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 특히, '청산가치비율'은 유의적인 결과를 보이고 있어서 情報不均衡 문제가 적은 부실기업일수록 M&A의 성공가능성이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990)의 주장과 일치한다.

<표 4-3> 두 집단간 설명변수에 대한 평균차이 검증결과

조작변수명	대용변수명	평균값		t 값 (p 값)	순위 합검증의 p 값
		갱생에 성공적인 부실기업	갱생과정에 있는 부실기업		
파산전 정보불균형	청산가치비율	83.3	69.3	2.51 (0.01)	0.04
파산후 정보불균형	파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률	82.8	26.2	1.29 (0.20)	0.26
부채조달내역	담보권 있는 금융기관 수 비율	33.8	30.0	0.88 (0.38)	0.37
자산특이성	광고연구개발비율	2.6	0.6	2.65 (0.01)	0.00
부채비율	금융비용부담률	10.7	8.5	1.62 (0.11)	0.14
경영자지분비율	대주주지분율	51.9	52.3	-0.05 (0.96)	0.87
매출액증가율	파산이후 매출액증가율	11.5	-6.2	2.71 (0.00)	0.00
수익성	파산이후 매출액영업이익률	-5.5	-15.0	1.25 (0.21)	0.25
금융비용	금융기관의 이자손실	7.3	6.2	1.48 (0.14)	0.23

가설 Ⅱ의 부채조달내역의 계층구조를 나타내는 '담보권 있는 금융기관 수 비율'은 비유의적인 차이를 나타내고 있어서 부실기업 M&A의 성공요인으로서 관련성이 거의 없는 것으로 나타났다.

가설 Ⅲ의 資産特異性과 관련된 변수인 '광고연구개발비율'은 M&A에 성공한 부실기업이 가설대로 현저히 크게 나타났다. '광고연구개발비율'이 높은 부실기업은 상대적으로 무형적인 자산의 가치가 높고 전문적인 제품을 생산한다고 볼 수 있으므로, 활동성이 크고 성장성이 높은 기업이 M&A가 성공할 가능성이 높다는 가설을 뒷받침하는 연구결과이다.

가설 Ⅳ의 재무구조 불안정성 변수인 '금융비용부담률'(-)과 가설 Ⅴ의 대용변수인 소유경영자 '대주주지분율'(-)은 두 집단간에 차이가 비유의적으로 나타났으므로 부실기업의 재무구조 불안정성과 소유구조는 M&A의 성공여부와 관련성이 없다고 할 수 있다.

가설 Ⅵ에서 대용변수로 선정된 '파산이후 매출액증가율'은 제3자인수에 성공한 기업이 11.5%으로 나타나서 그렇지 않은 기업 -6.2%보다 현저히 높았으며, '파산이후 매출액영업이익률'도 -5.5%로서 비유의적이지만 더 높게 나타나고 있다. 따라서 파산이후 負債調整 등 財務構造의 개선을 발판으로 財務的 不實化에 따른 매출감소영향으로부터 빠른 시일내에 벗어나는 기업일수록 M&A의 성공가능성을 높혀주는 것으로 나타났다.

마지막으로 '금융기관의 이자손실'(+)은 두 집단간 차이가 비유의적인 것으로 나타났다.

3. 로지트(logit)모형의 검증결과

<표 4-4>는 부실기업 M&A의 성공요인을 검증하기 위하여 로지트모형에 의하여 회귀분석을 실시한 결과이다.

로지트모형의 적합성은 LRT 검증방법을 사용하였으며, χ^2 값이 29.52로서 유의적인 것으로 나타났다.[10] 情報不均衡 변수인 '청산가치비율'(+)이 1%의 유의수준에서 관련성을 가지고 있으며, '구경영진 부실경영책임여부 가변수'(-)와 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성율'(+)이 5%의 유의수준에서 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 그리고 資産特異性 변수인 '광고연구개발비율'(+)과 미래 경영성과를 나타내는 '파산이후 매출액증가율'(+)은 1%의 유의수준에서 관련성을 가지고 있다.[11]

---

10) LRT(likelihood ratio test)는 χ^2 분포를 이용하여 우도비를 검증하는 방법이다.

11) 회귀분석시 독립변수사이의 상관분석 결과 '구경영진 부실경영책임여부 가변수'와 '대주주지분율' 사이의 상관관계(상관계수 -0.2339)만이 유의적이므로 전반적인 다중공선성 문제는 거의 없다.

<표 4-4> 73개 회사정리 및 화의 신청 기업체에 대한 로지트모형 분석 결과

독 립 변 수	회귀계수	χ^2 값	p 값
절편	-9.46	9.99	0.00
청산가치비율	6.69	7.84	0.00
구경영진 부실경영책임여부 가변수	-2.22	4.24	0.03
파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률	3.05	4.49	0.03
담보권 있는 금융기관 수 비율	0.14	0.01	0.94
광고연구개발비율	69.69	6.64	0.01
금융비용부담률	16.79	3.95	0.04
대주주지분율	-0.74	0.30	0.58
파산이후 매출액증가율	3.79	8.33	0.00
파산이후 매출액영업이익률	0.96	0.46	0.49
금융기관의 이자손실	22.29	2.32	0.12
χ^2 값(모형의 적합성)		29.52	0.00

주 1) 모형의 종속변수는 M&A '성공여부 결과변수'로서 표본부실기업중 정리절차 진행중 제3자에게 인수되었거나, 정리절차가 성공적으로 종료되어 법원으로부터 정리절차 종결결정을 받거나, 정리절차 개시후 2년간 당기순이익을 실현한 부실기업에 해당되는 '갱생에 성공적인 부실기업'은 1, 그렇지 못한 '갱생과정에 있는 부실기업'은 0임.

주 2) '청산가치비율'은 정리절차 신청연도에 실시된 자산·부채실사 결과에 의한 수정후 자산총계에 부동산청산손실(법원평균낙찰률 60%)를 일률적으로 적용하여 청산가치를 산정하였으며 총자산으로 나눈 비율임. '구경영진 부실경영책임여부 가변수'는 과거 부실경영 책임을 물어 자본금이 감자된 기업이 1, 그렇지 않은 기업이 0임. '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'은 파산이후 1, 2차년도에 대하여 정리계획안에서 부실기업의 미래 현금창출능력 추정시 예측된 수치와 실제 부실기업이 실현한 수치와의 비율임. '담보권 있는 금융기관 수 비율'은 부실기업에 자금을 대여한 담보권 있는 금융기관의 수가 차지하는 전체 금융기관의 수에 대한 비율로서 調査報告書로부터 입수됨. '광고연구개발비율'은 파산전 3년간 평균임. '금융비용부담률'은 정리절차 신청연도에 실시된 자산·부채실사 기준일 현재의 재무제표로부터 산출됨. '대주주지분율'은 調査報告書상 대주주 및 그 특수관계인 소유지분율을 합한 것임. '파산이후 매출액증가율'은 파산후 2년간 부실기업이 실제로 실현한 매출액증가율 평균임. '파산이후 매출액영업이익률'은 파산이후 1차년도에 부실기업이 실제로 실현한 수치임. '금융기관의 이자손실'은 정리계획안에서 감면된 거치기간 및 상환기간동안의 이자율과 실세금리와의 차이임.

1) 假說 I (청구권자들사이의 情報不均衡의 정도)에 대한 검증결과

'청산가치비율'은 회귀계수의 값이 6.69이고, χ^2 값이 7.84로서 1% 유의수준에서 정(+)의 유의적인 관계를 나타내고 있으며, '구경영진 부실경영책임여부 가변수'는 회귀계수의 값이 -2.22이고 χ^2 값이 4.24로서 5% 유의수준에서 부(-)의 유의적인 관계를 가지는 것으로 나타났다. 그리고 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률' 변수는 회귀계수의 값이 3.05이고, χ^2 값이 4.49로서 5% 유의수준에서 正(+)의 관계를 가지고 있다.

부실기업의 경영자는 수익성 없는 부실기업에 대해 청산보다는 企業繼續을 선택하려

는 편의가 존재하여 의사결정에 비효율성을 초래할 수 있다. 이러한 경영자는 미래 경영성과를 과대포장하여 負債償還能力이 많다는 자료를 외부에 제시할 유인을 갖게 된다. 결과적으로 인수조건 협상 및 부채재조정과정에서 부실기업의 미래 경영성과와 관련된 인수당사자사이의 情報不均衡 문제를 해결하기 위해서는 추가적인 비용과 시간이 소요될 수밖에 없을 것이다. 따라서 情報不均衡 문제가 적은 부실기업 즉, '청산가치비율'과 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'이 높은 기업일수록 부실기업 M&A의 성공가능성이 높음을 알 수 있다. 또한 구경영진에게 부실경영 책임을 물은 자본금이 감자된 부실기업은 情報不均衡 문제가 존재하였던 부실기업으로서 M&A의 성공가능성이 낮다고 추론할 수 있을 것이다. 그리고 이러한 결과는 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990)의 주장과 일치한다.

2) 假說 II(負債調達內譯의 계층(우선권)구조)에 대한 검증결과

'담보권 있는 금융기관 수 비율' 변수는 회귀계수의 값이 0.14이고, χ^2 값이 0.01로서 부실기업의 성공요인으로서 正(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으나 비유의적이었다. 부실기업이 사용하고 있는 부채를 나누어 보면 담보 및 신용, 선순위 및 후순위 등 채권자사이에 代理人 문제를 야기할 수 있는 階層構造도 또한 가지고 있으므로, 재무적 곤경을 해결하는 데는 청구권자들사이의 협상과정에서 부실화의 정도와 경영정상화 가능성에 대한 情報不均衡과 利害葛藤이 발생하게 된다. 그러나 우리 나라의 경우 채권자들간의 채무변제 優先權問題는 부실기업 M&A의 성공요인으로서 관련성이 거의 없는 것으로 나타났다.

3) 假說 III(업종의 資産特異性)에 대한 검증결과

'광고연구개발비율'은 회귀계수의 값이 69.69이고, χ^2 값이 6.64로서 1% 유의수준에서 부실기업의 성공요인으로서 正(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 資産特異性은 경영자의 재량적 지출수단인 광고비 및 연구개발비로 나타낼 수 있는 지표이다. '광고연구개발비율'이 높은 부실기업은 상대적으로 무형적인 자산의 가치가 높고 전문적인 제품을 생산한다고 볼 수 있다. 따라서 활동성이 크고 성장성이 높은 부실기업이 M&A에 성공할 가능성이 높다고 추론할 수 있을 것이다.

4) 假說 IV(財務構造 不安定性)에 대한 검증결과

'금융비용부담률' 변수는 연구가설과는 정반대의 결과를 보이고 있다. 회귀계수의 값

이 16.79이고, χ^2 값이 3.95로서 부실기업의 성공요인으로서 5% 유의수준에서 正(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 負債再調整의 결과로 나타나는 '금융기관의 이자손실' 변수는 회귀계수의 값이 22.29이고, χ^2 값이 2.32로서 부실기업의 성공요인으로서 正(+)의 영향을 미치고 있으나 비유의적이었다.

이러한 결과는 연구가설에서 언급된 대로 재무구조 불안정성은 부실기업의 성공요인으로서 양면성을 가지고 있음을 알 수 있다. 부실기업을 경영정상화시키기 위한 부채재조정과정에서 부실화의 정도에 따라 채권금융기관이 부담하는 이자손실로 인하여 재무구조 불안정성에 있어서의 불리함은 사실상 해소될 수 있다고 추론해 볼 수 있다.

5) 假說 V(所有經營者의 대주주지분율)에 대한 검증결과

'대주주지분율'은 부실기업 M&A의 성공요인으로서 負(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나 회귀계수의 값이 -0.74이고, χ^2 값이 0.30으로서 비유의적이었다. 따라서 부실기업의 소유구조는 M&A의 성공여부와 관련성이 거의 없다고 할 수 있다.

6) 假說 VI(파산이후 미래 경영성과)에 대한 검증결과

'파산이후 매출액증가율'은 회귀계수의 값이 3.79이고, χ^2 값이 8.33으로서 1% 유의수준에서 正(+)의 유의적인 관계를 나타내고 있다. 그러나 '파산이후 매출액영업이익률'은 회귀계수의 값이 0.96이고, χ^2 값이 0.46으로서 정(+)의 관계를 나타내고 있으나 비유의적이다.

재무적 위기로 인한 추가적인 비용으로서 매출감소에 따른 利益機會損失은 과다하게 부채를 차입하고 있는 기업이 소속산업의 경기악화에 따라 財務構造가 좋은 경쟁기업에 비하여 시장점유율이 많이 하락하여 간접적인 파산비용이 크게 발생하게 된다는 것이다. 따라서 부실기업에 대한 부채조정 협상과정에서 중요한 역할을 하는 부실화의 정도는 인수당사자사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제에 직면하게 되며 이를 해결하기 위해서는 추가적인 비용과 시간이 소요될 수밖에 없다. 결과적으로 파산비용이 클수록 채권금융기관이 부담하는 손실은 증가될 수밖에 없으므로 이러한 문제를 해결하는 것이 더욱 어려워질 것이고 부실기업 M&A의 성공이 지연될 것이다.

따라서 재무적 부실화로 인한 매출감소 영향이 부실기업에 대한 負債調整 등 財務構造의 변화에 따라 빠른 시일내에 벗어나는 기업일수록 즉, '파산이후 매출액증가율'이 높아져 경영성과가 개선되는 기업일수록 부실기업 M&A의 성공가능성이 높음을 알 수 있다.

V. 要約 및 結論

본 연구에서는 우리 나라의 부실기업의 갱생에 있어 채권금융기관의 주도로 시도되는 M&A의 역할을 실증적으로 분석하였으며, 일반적인 M&A에 영향을 미치는 요인과는 달리 부실기업의 갱생과 M&A에 있어서 또 다른 중요한 결정요인인 청구권자들사이의 情報不均衡 및 利害葛藤 문제에 치중하여 연구를 수행하였다.

부실채권 정상화를 위하여 채권자가 주도하는 M&A의 성공요인을 검증하기 위하여 실시한 로지트모형에 의한 회귀분석 결과는 정보불균형 변수인 '청산가치비율'(+), '구경영진 부실경영책임여부 가변수'(-), '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률'(+)과 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 그러나 부채조달내역을 나타내는 '담보권 있는 금융기관 수 비율'(+)은 부실기업의 성공요인으로서 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으나 비유의적이었다. 그리고 자산특이성 변수인 '광고연구개발비율'(+)은 성공요인으로서 관련성을 가지는 것으로 나타났으며, 재무구조 불안정성을 나타내는 '금융비용부담률'(-)과 주주 대리인 변수인 '대주주지분율'은 M&A의 성공요인으로서 비유의적이었다. 또한 미래 경영성과를 나타내는 '파산이후 매출액증가율'(+)은 관련성을 가지는 것으로 나타났으나, '파산이후 매출액영업이익률'(+)은 성공요인으로서 비유의적이었다.

'청산가치비율', '구경영진 부실경영책임여부 가변수'와 '파산이후 순이익 정리계획안 계획대비 달성률' 변수가 유의적인 관계를 나타냈는 데, 이러한 결과는 재무적 위기에 처한 부실기업은 파산전후 情報不均衡 문제가 적을 경우 M&A의 성공요인으로서 중요한 영향을 미친다고 추론할 수 있을 것이다. 따라서 재무적 곤경을 탈피함에 있어서 情報不均衡 문제의 중요성을 주장한 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1990)의 연구결과와 일치한다.

그리고 '광고연구개발비율'이 높은 부실기업으로서 상대적으로 무형적인 자산의 가치가 높고 전문적인 제품을 생산하는 기업은 M&A의 성공 가능성이 높음을 알 수 있다. 또한 부실기업에 대한 부채조정 등 財務構造의 변화에 따라 '파산이후 매출액증가율'이 높은 기업일수록 재무적 부실화의 악영향으로 부터 빠른 시일내에 벗어날 수 있으며, 그 결과 M&A의 성공가능성이 높다고 추론할 수 있을 것이다. 반면에 부실기업의 소유구조와 채권자들간의 채무변제 優先權問題는 M&A의 성공여부와 관련성이 거의 없는 것으로 나타났다.

그러나 M&A의 결정요인으로서 기업특성, 財務構造 및 負債調達內譯을 나타내는 대

부분의 변수들은 고유의 회계처리방법에 의하여 작성된 회계자료에 의존하는 한계점을 가지고 있으며, 調査委員의 자산·부채 實査結果 및 경영자가 제시한 整理計劃案 자료는 비전산화되어 있어 상세한 정보의 취득에는 한계가 있다. 그리고 자료 입수가 가능한 부실기업은 제한된 표본과 규모에 따른 차이가 있어 연구방법에 따라 연구결과가 상이하게 나타날 수 있다.

끝으로 향후의 연구는 이상과 같은 한계점을 보완하여 부실기업의 회생에 있어서 情報不均衡 및 利害葛藤 문제를 더 정교하게 분석하기 위하여 제반 변수의 선정, 충분한 표본추출 및 자료의 확보로 다각적인 분석을 시도하여야 할 것이다. 특히 IMF 관리체제 이후 재무적 곤경기업에 대하여 채권금융기관이 주도하는 워크아웃(기업개선작업) 절차도 포함하여 경영권이전 여부 등과 관련된 부실기업의 경영성과(갱생가능성)에 대한 연구가 필요할 것이다.

참 고 문 헌

매일경제신문, 기업연감, 1985~1997.

법원행정처, 회사정리사건 전담재판부 재판장회의 결과보고서, 사법행정 간행물(등록번호 100200-4233-57-9616), 1997.

한국신용평가, 한국기업총람, 1985~1997.

Asquith, Paul, Robert Gertner, and David Scharfstein, "Anatomy of Financial Distress : An Examination of Junk Bond Issuers," in *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109(March 1994), pp.625-658.

Bulow, Jeremy, and John Shoven, "The Bankruptcy Decision," in *Bell Journal of Economics*, Vol.9(Autumn 1978), pp.437-456.

Easterbrook, F. H., "Is Corporate Bankruptcy Efficient?," in *Journal of Financial Economics*, Vol.27(March 1990), pp.411-418.

Gilson, Stuart, "Management Turnover and Financial Distress," in *Journal of Financial Economics*, Vol.25(March 1989), pp.241-262.

_____, "Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default," in *Journal of Financial Economics*, Vol.27(March 1990), pp.355-387.

_____, Kose John and Larry Lang, "Troubled Debt Restructurings : An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," in *Journal of Financial Economics*, Vol.27(March 1990), pp.315-354.

Healy P., K. Palepu and R. Ruback, "Does Corporate Performance Improve after Mergers?," in *Journal of Financial Economics*, Vol.31(April 1992), pp.135-175.

Higgins, R. C. and L. D. Schall, "Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger," in *Journal of Finance*, Vol.30(March 1975), pp.93-113.

Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," in *Journal of Financial Economics*, Vol.27 (March 1990), pp.67-88.

Hotchkiss, Edith, "Post-Bankruptcy Performance of Management Turnover," in *Journal of Finance*, Vol.50(March 1995), pp.3-21.

James C. Van Horne, "Optimal Initiation of Bankruptcy proceedings by Debt

Holders," in *Journal of Finance*, Vol.XXXI, No.3(June 1976), pp.897-910.

Jensen, Michael, "Takeovers : Their Causes and Consequences," in *Economic Perspectives*, Vol.2(1988), pp.21-48.

Kenneth J. Martin and John J. McConnell, "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," in *Journal of Finance*, Vol.XLVI, pp. 671-725.

Scott, J. A. and T. C. Smith, "The Effect of the Bankruptcy Reform Act of 1978 on Small Business Loan Pricing," in *Journal of Financial Economics*, Vol.16(1986), pp.119-140.

Stiglitz, J., "Some Aspects of the Pure theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Take-over," in *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol.3(Autumn 1972), pp.460-461.

Tim C. Opler and Sheridan Titman, "Financial Distress and Corporate Performance," in *Journal of Finance*, Vol.XLIX(July 1994), pp.1015-1040.

White, Michelle J., "Bankruptcy Costs and the New Bankruptcy Code," in *Journal of Finance*, Vol.38(May 1983), pp.477-504.

_____, "The Corporate Bankruptcy Decision," in *Journal of Economics Perspectives*, Vol.3(1989), pp.129-151.

Wruck, K. H., "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency," in *Journal of Financial Economics*, Vol.27(1990), pp.419-444.