

은행의 대리문제와 부실기업에의 출자전환

이상우* · 박래수**

〈요 약〉

본 논문은 1998년부터 2000년까지 워크아웃으로 지정된 44개 상장기업들을 대상으로, 주거래은행의 부실기업에 대한 출자전환이 워크아웃 대상기업의 회생가능성 뿐만 아니라 은행경영자의 대리문제 유인에 따라 실행되었을 가능성을 실증분석하였다.

실증분석결과, 출자전환이 이루어진 기업들은 대개 기업규모가 크면서 주거래은행의 건전성이 양호하지 못한 경우에 이루어졌으며, 이들의 구조조정 성과 역시 성공적이지 못했던 것으로 분석되었다. 출자전환 결정요인에 관한 로짓분석에서 부실규모가 크고 거래은행의 건전성이 불량할수록 출자전환의 가능성이 높았던 것으로 드러났다. 구조조정의 성과결정요인에 관한 분석결과에서는, 기업규모가 클수록 구조조정시 실패할 가능성이 컸지만, 은행건전성이 우량할수록 부실기업의 회생가능성에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 출자전환여부와 은행건정성에 따른 부실기업 구조조정의 성과개선에 대한 분석결과에서도, 우량은행이 주도한 구조조정의 경우에는 출자전환한 기업의 사후성과개선이 두드러진 반면, 부실은행이 주도한 경우에는 정 반대의 결과를 보였다.

따라서 본 연구의 분석결과는 1998년 이후 진행된 국내부실기업의 구조조정과정에서 부실은행 경영자가 경제적 요인이 아닌 대리적 동기에 의해 출자전환을 선택했을 가능성이 매우 높았음을 시사한다. 그리고 이러한 분석결과는 구조조정 당시에는 출자전환기업의 재무상황이 열악하지만 구조조정 이후에는 성과가 좋아진다는 James(1995)의 주장과 국내출자전환기업의 사후성과가 더욱 악화된다는 박경서 외 2인(2002)의 주장간 차이의 원인이 주로 부실은행 경영자에 의한 대리 문제에 있었음을 의미한다.

주제어 : 워크아웃, 구조조정, 출자전환, 대리문제

논문접수일 : 2006년 09월 19일 논문게재확정일 : 2007년 02월 12일

* 전주대학교 경영학부 교수

** 교신저자, 경상대학교 경영학부 부교수, E-mail : rsoo@gsnu.ac.kr

I. 서 론

부실기업에 관한 재무분야의 연구는 어떠한 기업이 부실화될 것인가를 미리 예측하는 것과, 기업부실이 현실화되었을 때 어떻게 처리하는 것이 효과적인 것인가가 주를 이루고 있다. 여기서 후자의 경우는 주로 사적인 구조조정과 법적인 구조조정간 효율성 비교가 주된 관심사이며, 약간의 논란의 여지는 있으나 대체적으로 사적 구조조정의 효율성이 높은 것으로 보고된다(Gilson, John and Lang, 1990; 이명철, 이기환, 박주철, 2000; 선우석호, 2001).

여기서 더 나아가, 부실기업에 대한 사적인 구조조정수단에도 기업개선작업을 통해 기업을 회생시키려면 부채의 만기를 연장해주는 방법(만기연장)과 은행의 부채를 주식으로 전환하는 방법(출자전환)이 있다. 은행대출은 대부분 담보권이 있거나 회사채에 비해 선순위인 경우가 많다. 따라서 부실기업에 대한 만기연장은 채권자로서의 이러한 상대적으로 우월한 권한을 계속 유지하면서, 기업의 회생여부를 지켜보는 일종의 소극적인 구조조정수단으로서 역할을 한다. 이에 비해 부실기업에 대한 출자전환은 은행대출의 우선순위를 상당부분 희생하면서까지 구조조정의 성공에 따른 이익을 획득하려는 적극적인 구조조정수단이라 할 수 있다. 따라서 어떤 기업에 대해 출자전환을 통해 구조조정이 이루어진다는 것은, 채권단이 판단하기에 출자전환 등의 적극적 지원을 통해 부실기업의 성과가 상당부분 개선되어 주가상승을 통한 출자이익의 환수가 기대되는 경우로 이해된다.

이에 출자전환과 만기연장 중에서 어떠한 방법이 사적 구조조정의 효율성을 높이는가에 대한 연구도 최근 들어 활발히 논의 되고 있다(Gilson, John and Lang, 1990; Asquith, Gertner and Scharfstein, 1994; James, 1995; 박경서, 이은정, 장하성, 2002). James(1995)는 이론적 모형을 통해 은행이 출자전환을 실시할 조건을 제시하고 이에 대한 실증적 증거도 함께 제시하였다. James는 은행에 의한 기업청산은 은행이 대출해 준 원금을 회복하기 어려운 상황에서 이루어지며, 당장은 유동성 상황이 나쁘지만 성장성 혹은 향후 수익성이 높은 기업일수록 출자전환이 시행될 가능성이 높다고 주장하였다. 그리고 실증분석을 통해, 구조조정 시점에는 출자전환이 이루어진 기업의 재무상황이 더 부실했으나, 출자전환 이후에는 출자전환이 이루어지지 않은 기업에 비해 기업성과와 재무상황이 훨씬 더 양호해지고 있음을 보였다.

그러나 국내기업들의 출자전환의 효과를 분석한 박경서 외 2인(2002)은 총자산에서 부채가 차지하는 비중이 클수록, 대주주 지분율이 낮을수록 출자전환이 선택될 가능성이 높으며, James(1995)의 연구와는 달리, 기업규모가 클수록 출자전환을 실시할 가능

성도 크다고 보고하고 있다. 또한 총자산이익률과 매출액 순이익률을 근거로 우리나라의 경우는 미국과 달리 출자전환기업의 사후성과가 오히려 더 나쁜 것으로 나타났다. 이에 대해 박경서 외 2인(2002)은 ‘대마불사(too big to fail)의 가설’로 이를 해석하였다. 즉 기업규모가 큰 기업이 도산하게 되면 거래은행에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문에, 거래은행은 대규모 부실기업에 대해 출자전환 할 유인이 크다는 것이다.

여기서, 은행이 출자전환을 통한 기업회생의 문제를 결정하는데 기업규모를 고려한다는 것은 대리문제의 일종으로 파악될 수 있는데, 본 연구에서는 James의 분석결과와 박경서 외 2인의 결과의 차이에 대한 주된 원인으로서 은행경영자에 의한 대리 문제에 주목하고자 한다. 물론 부실기업의 처리과정에서 발생하는 대리문제에 관한 논의도 적지 않게 존재한다(Scharfstein, 1988; Kahl, 2002; 권영준, 오세경, 2002). 그러나 이들은 주로 부실기업 경영자의 사적유인에만 주목하고, 주채권자인 은행이나 은행경영진에 의한 대리문제는 거의 논의하지 않았다. 하지만 은행의 경영자도 은행가치의 극대화나 경제적 영향보다는 자신의 단기적 이익에 치중하여 대리문제를 야기시킬 가능성이 존재한다. 은행이 회생가능성이 작은 기업에 출자전환을 하게 되면, 이는 부실기업의 청산을 이연시켜 장기적으로는 은행에 더 큰 손실을 가져다줄 가능성이 크다. 반면에 은행경영자가 회생불가능한 부실기업을 지금 당장 청산을 하게 되면 은행의 수익에 당장 부정적인 영향을 미쳐서 자신의 경영입지나 책임여부, 그리고 스톡옵션 등 재임중 보상에 매우 불리한 영향을 미치게 된다. 따라서 은행 경영자는 회생가능성이 작은 기업을 출자전환을 통해 지원하는 것이 장기적으로는 은행주주의 부를 해치더라도 우선은 자신의 이익을 극대화하는 행위라 판단할 수 있다.

본 연구는 이러한 점에 주목하여, 은행 경영자가 대리적 동기를 가질 경우 청산되어야 할 부실기업을 청산하지 않고 이연시키는 과소청산의 문제가 발생할 수 있음을 실증적으로 분석하였다. 그리고 은행경영진에 의한 대리문제발생의 가능성은 부실규모가 클수록, 그리고 대출은행의 건전성이 악화될수록 더욱 커질 것임을 밝히고자 하였다. 이에 1998년 1월부터 2000년 12월까지의 기간동안 기업개선작업이 실행된 83개 사례 중에서, 관련자료의 접근이 가능한 거래소 상장기업이면서, 최종적으로 워크아웃이 종료되거나 탈락이 확정된 44개 기업을 표본으로 삼았다. 이들 중 출자전환을 실시한 기업은 29개이며, 출자전환을 실시하지 않은 기업은 15개였다.

본 연구의 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저 국내 워크아웃 기업들 중 출자전환이 이루어진 비중이 상대적으로 매우 높게 나타났다. 그리고 출자전환이 이루어진 기업들은 대개 기업규모가 크면서 주거래은행의 건전성이 양호하지 못한 경우에 이루어

어졌으며, 이러한 구조조정 성과는 성공적이지 못했던 것으로 드러났다. 이러한 분석 결과와 함께, 부실기업의 회생가능성에 대한 예측요류가 주로 일반투자자들의 경우보다 부실은행이 대규모기업에게 출자전환한 경우에 더 컸다는 결과로부터, 국내기업들의 출자전환이 앞서 논의된 부실기업의 회생가능성을 염두에 둔 순수한 경제적 이유 외에도, 주거래은행에 의한 대리유인에 의해 결정되었음을 확인할 수 있었다. 그리고 출자전환 결정요인에 관한 로짓분석에서도 부실규모가 크고 거래은행이 부실할수록 출자전환의 가능성이 높은 것으로 드러나, 부실은행 경영자의 사적 유인에 의한 출자전환의 가능성을 재확인시켜 주었다.

구조조정의 성패 결정요인에 관한 분석에서는 기업규모가 클수록 구조조정시 실패할 가능성이 컸으나, 은행건전성이 우량할수록 부실기업의 회생가능성에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 출자전환선택과 관련된 사전적인 성공가능성을 예측하는 변수가 사후적 성공여부와는 정반대의 부호를 가짐으로써, 부실은행에 의한 출자전환지원의 상당부분이 은행의 건전성의 하락을 지연시키기 위한 대리적 동기에서 이루어졌음을 강하게 시사하였다.

출자전환여부와 은행건정성에 따른 부실기업 구조조정의 성과개선에 대해 분석에서도, 우량은행이 주도한 구조조정의 경우 출자전환한 기업의 사후성과개선이 두드러진 반면, 부실은행이 주도한 경우에는 정 반대의 결과를 보였다. 이 또한 부실은행일수록 부실기업의 회생가능성 보다 대리적 동기에 의해 출자전환을 선택했을 가능성이 높았음을 증거한다. 그리고 이러한 분석결과는 출자전환에 관한 기존국내연구의 결과가 구조조정 당시에는 출자전환기업의 재무상황이 열악했지만 구조조정 이후에는 성과가 좋아진다는 James(1995)의 주장과 차이 났던 주요 원인이 은행경영자에 의한 대리문제에 있었음을 시사한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 본 연구의 주요 논의의 배경과 목적으로 설명하고, 제Ⅲ장에서는 표본기업의 구성과 특성을 제시한다. 제Ⅳ장에서는 출자전환의 결정요인과 워크아웃기업의 성패에 대한 결정요인 및 출자전환과 은행건정성에 따른 부실기업 구조조정 사후성과의 개선을 비교분석한 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 분석결과를 요약하고 결론을 제시한다.

Ⅱ. 연구의 배경과 목적

부실기업에 대한 초기연구로는 주로 어떠한 기업이 부실화될 것인가를 미리 예측하는

데 많은 관심이 있었다. 이에 Altman(1968)은 판별분석을 통해 기업도산을 예측하려는 시도를 하였고, Ohlson(1980) 등은 로짓분석을 통해 기업의 부실징후를 예측하려는 노력을 하였다. 국내에서도 비슷한 연구가 많이 시도되었는데, 황석하(1991), 김건우(1999) 등의 연구는 Ohlson(1980) 등의 연구기법을 토대로 부실기업의 특징을 규명하려는 시도이다. 또한 최근에는 과거의 연구가 회계자료를 통한 연구이기 때문에 자료의 공표가 단속적으로 이루어진다는 한계를 극복하기 위해 주가를 이용하여 부실기업의 징후를 사전적으로 예측하려는 연구도 실시되고 있다(국찬표, 정완호, 2002 등).

부실기업의 예측과 더불어, 기업이 부실화되었을 때 해당기업을 어떻게 처리하는 것이 개별기업이나 경제전체에 가장 효과적일 것인지에 대한 연구도 비중 있게 다루어지고 있다. 초기의 부실기업 구조조정에 관한 연구는 주로 사적인 구조조정과 법적인 구조조정간 효율성 비교에 관한 연구였다. 일반적으로 사적인 구조조정의 경우, 대부분 기업의 부도라는 이벤트를 거치기 전에 이루어지므로 안정적인 분위기 속에서 기업을 재건할 수 있는 장점이 있으나, 채권단의 이해관계가 복잡하게 얽혀있을 때에는 구조조정의 속도나 효율성이 저하될 가능성이 높다. 반면에 법적인 구조조정은 부도라는 이벤트를 거친 뒤 법원의 판결을 받아야 하므로 이 기간 동안 발생하는 거래처의 이탈이나 사회적 이미지의 손상, 매출 감소 등의 여러 경제적 부작용을 피할 수 없으나, 일단 법원으로부터 구조조정 결정이 내려진 뒤에는 채권자의 권리가 일정기간 정지되고 외부로부터의 추가적인 자금조달도 용이해 지기 때문에 보다 안정적이고 신속하게 구조조정을 할 수 있다는 장점이 있다. 따라서 도산기업이 어떠한 경로로 구조조정을 하는 것이 더 효과적일 것인지는 실증의 문제라 할 수 있다.

이와 관련하여 미국의 경우에는 대체적으로 사적인 구조조정의 효율성이 높은 것으로 보고되어 있다. Gilson, John and Lang(1990)은 1978년부터 1988년까지 Chapter 11을 통해 강제적으로 구조조정을 실시한 89개 기업과 사적으로 구조조정을 실시한 80개 기업의 비정상 수익률을 연구하였다. 그 결과 법적인 구조조정을 한 기업의 공시일 (0, +1) 시점의 누적초과수익률은 -16%로 통계적으로 유의하였으나, 사적으로 기업의 구조조정을 실시한 기업의 경우 공시일 (0, +1)시점의 누적초과수익률은 통계적으로 0과 유의한 차이가 보이지 않아 사적인 구조조정이 더 효율적이라 주장하고 있다.

우리나라의 경우에도 1997년 외환위기 이후 많은 기업들이 부실화됨으로써, 이들 부실기업을 어떻게 구조조정할 것인가에 대한 정재계의 관심과 학계의 연구가 많이 진행되어 왔다(이명철, 이기환, 박주철, 2000; 선우석호, 2001; 김석진, 김정우, 2000; 이상우, 최기호, 2002). 이명철 외 2인(2000)은 1998년에 자율적 구조조정을 신청한 45개 기업과

법적 구조조정을 신청한 41개 기업의 공시일 전후의 주가반응을 통해 어느 형태의 구조조정이 효율적인가를 검증하였다. 그 결과 자율적 구조조정 기업은 공시일 (-30, -6)과 (-5, +5)일에 각각 -10% 및 4%의 누적초과수익률을 보이고 있고, 법적인 구조조정을 실시한 기업은 동일한 시기에 -29% 및 -24%의 누적초과수익률을 보임을 보고하고 있다. 선우석호(2001)도 동일한 결론을 내리고 있는데, 그의 분석결과에 따르면 공시일 전후 (+3, +6)월에서 워크아웃, 자발적 구조개편, 화의, 회사정리 기업의 누적초과수익률은 각각 88.3%, 36.8%, 11.5%, 4.6%로 나타나, 워크아웃이나 자발적 구조개편 기업의 성과가 유의적으로 높다는 사실을 보여주고 있다.

국내표본의 경우에서도 대체로 사적인 구조조정이 법적인 구조조정보다 우수한 성과를 보이고 있다고 보고하지만, 김석진, 김정우(2000)의 연구는 반대로 법적인 구조조정이 사적인 구조조정보다 오히려 효율적이라는 주장을 하고 있다. 그들은 누적초과수익률과 매입보유비정상수익률, 상대적 부 등을 이용하여 1998년도의 회사정리기업 25개, 화의기업 40개, 워크아웃기업 44개 등의 기업의 주가반응을 측정하고 공시일 전후 (-5, +5)일 동안 화의기업은 20%, 회사정리기업은 14.75%로 유의한 양의 누적초과수익률을 기록한 반면 워크아웃기업의 누적초과수익률은 0.77%로 유의하지 않음을 발견하였다. 그러나 중기적으로 평가하는 경우 공시 후 6개월간의 매입보유비정상수익률은 유의하지 않으며, 상대적 부의 값도 1과 유의적 차이가 없었다. 이를 통해 이들은 공시일 전후의 양의초과수익률이 계속 이어지지 못하므로 법적인 구조조정이나 사적인 구조조정이 기업구조조정의 차원에서 큰 효과를 거두지 못한다고 결론짓고 있다. 유사한 맥락에서 이상우, 최기호(2002)도 화의와 회사정리의 성과에 대해 검증하였다. 분석결과, 화의의 경우 경영권이 유지되므로 재무상황이 상대적으로 양호한 기업이 화의를 신청하며, 재무상황이 불건전한 기업이 회사정리를 신청하는 경향이 있음이 드러났다. 이에 따라 재무상황을 통제하지 않은 상황에서는 화의기업이 주가반응이 양호하게 나타나지만 재무상황을 통제하는 경우에는 이러한 효과가 사라짐을 확인하였다. 이들은 이러한 분석결과를 근거로 화의나 회사정리간 선택의 차이보다는, 부실기업의 재무상황과 이로 인한 기업의 회생가능성이 주가에 영향을 미친다고 보고하고 있다.

한편, 사적인 구조조정수단 중에서도 출자전환과 만기연장 중에서 어떠한 방법이 구조조정의 효율성을 높이는가 하는 연구도 최근 들어 활발히 논의되고 있다. 은행의 부채는 대부분 담보권이 있거나 회사채에 비해 선순위인 경우가 많다. 이에 만기연장은, 은행이 상대적으로 우월한 채권자의 권한을 계속 유지하면서, 기업의 회생여부를 지켜보는 일종의 소극적인 구조조정수단으로서 역할을 한다. 그러나 출자전환은 이러한 우

선순위를 상당부분 희생하면서 구조조정 성공에 따른 이익을 획득하려는 적극적인 구조조정수단이라 할 수 있다. 따라서 어떤 부실기업을 출자전환을 통해 구조조정 하는 경우는, 채권단이 판단하기에 출자전환 등의 적극적 지원을 통해 부실기업의 유동성과 수익성이 상당부분 개선이 되고, 더 나아가 기업가치의 회복과 증가로 인해 주가 상승을 통한 출자이익의 환수까지 기대할 수 있는 것으로 이해된다.

이에 대해 James(1995)는 이론적 모형을 통해 은행이 출자전환을 실시할 조건을 제시하고 이를 실증적으로 분석하고 있다. 그의 분석결과에 의하면, 은행에 의한 기업청산은 은행이 대출해준 원금을 회복하기 어려운 상황에서 이루어지는 경향이 있으며, 기업의 현금상황이 나쁘지만 성장성 혹은 향후 수익성이 높을수록 출자전환을 실시할 가능성이 높다고 보고하고 있다. 이에 따라 출자전환당시에는 출자전환이 이루어진 기업의 재무상황이 부실했으나 출자전환 이후에는 적극적 자본지출을 통해 출자전환이 이루어지지 않은 기업에 비해 재무상황이 훨씬 더 양호해지고 있음을 보이고 있다.

그러나 국내기업들의 출자전환의 효과를 분석한 박경서 외 2인(2002)의 연구는 James(1995)의 연구와 상당히 다른 결과를 보고하고 있다. 이들은 총자산에서 부채가 차지하는 비중이 클수록, 그리고 대주주지분율이 낮고 기업규모가 클수록 출자전환을 실시할 가능성이 크다고 결론짓고 있다. 이들의 결론 중에서 부채비중이나 대주주지분율의 변수는 James(1995)와 동일한 결과를 보이지만, 기업규모는 서로 정반대의 결과를 보고하고 있다. 실제로 박경서 외 2인의 경우 출자전환기업의 평균 총자산규모는 23,200억원(중앙값은 5,860억원)이며, 비출자전환기업의 평균자산규모는 5,200억원(중앙값은 267억원)으로 나타나, 국내의 경우 출자전환이 대기업을 위주로 행해진 것으로 나타났다. 반면, James(1995)의 경우에는 출자전환기업의 평균자산규모는 446백만 달러(중앙값은 144백만 달러)이며, 비출자전환기업의 평균자산규모는 888백만 달러(중앙값은 118백만 달러)로 나타나, 오히려 규모가 작은 기업에 대한 출자전환이 더 많았던 것으로 나타났다. 또한 국내의 경우 기업개선작업 확정 후 1년간의 누적초과수익률을 비교해본 결과 출자전환기업의 평균 누적초과수익률은 -0.4282로 나타나 유의적으로 0보다 작았으나 비출자전환기업의 1년 간 평균누적초과수익률은 0.0072로 나타나 0과 차이가 없었다. 또한 출자전환기업의 확정일 이후 1년 간의 총자산이익률과 매출액순이익률은 각각 -0.0464와 -0.2266이었으나 비출자전환기업의 경우 총자산이익률과 매출액순이익률이 0.0553과 -0.0437로 나타나 출자전환 이후에도, 미국과는 달리, 출자전환기업의 성과가 오히려 나쁜 것으로 보고하고 있다.

이러한 현상에 대해 박경서 외 2인은 대마불사(too big to fail)의 가설로 해석하고자

하였다. 즉 기업규모가 큰 기업이 도산하게 되면 거래은행에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문에, 은행은 대규모 부실기업에 대해 출자전환 할 유인이 크다는 것이다. 이러한 분석은 이상우(2003)의 연구에서도 유사하게 나타나고 있다. 그의 연구에 의하면 기업 규모, 부채비율 등이 클수록 출자전환의 가능성이 크다고 보고하고 있다. 그러나 박경서 외 2인(2002)의 연구와 비교하면, 이들 변수의 유의성이 낮아지는데, 이에 대해 이상우(2003)는 워크아웃 초기의 상황과는 달리 후기에는 경제상황이 호전되고 이에 따라 기업의 회생가능성이 증가하여 채권단이 주가상승을 기대하고 출자전환을 시도하는 예가 나타났기 때문으로 설명하고 있다.

본 연구에서는 박경서 외 2인이 발견한 이러한 차이의 원인에 대해 부실기업 처리과정에서 작용하는 주거래은행의 경영자에 의한 대리문제에 주목하고자 한다. 기존의 연구 중에서 부실기업의 문제를 대리문제로 접근하는 경우는 많이 존재한다. 권영준과 오세경(2002)의 경우 부실기업의 경영자가 재산도피를 하는 등의 대리문제가 많이 발생하고 있음을 보이며, 따라서 부실기업주들로부터 건전한 금융기관을 보호하기 위해서는 소위 법인격을 부인하여 대주주개인에게 손해배상을 청구할 수 있는 적극적 법인격부인제도(Piercing the Corporate Veil)를 도입하여 도덕적 해이를 법적으로 방지할 것을 제안하고 있다. 또한 Scharfstein(1988)은 기업사냥꾼(raiders)이 적대적 기업인수를 할 수 있다면 부실기업 경영진에 의한 대리비용이 줄 수 있음을 보여주고 있는데, 같은 맥락에서 Kahl(2002)은 채권자가 기업사냥꾼과 유사한 역할을 할 수 있음을 보여주고 있다. 기업이 부실화되면 채권자가 경영에 간여할 수 있는 기회를 주어지게 되는데 부채를 사용하지 않는 경우에는 이러한 기회가 없다. 따라서 부채의 사용이 부실기업 경영자의 대리비용 감소로 연결되어 기업가치의 증가를 가져올 수 있다는 것이다.

그러나 이러한 부실기업의 대리문제 관련연구들은 주로 부실기업의 경영자에 의한 도덕적 해이에 주목하였지만, 주채권자인 은행이나 은행경영진에 의한 대리문제는 거의 주목하지 않았다. 하지만 은행의 경영자도 은행가치의 극대화나 경제적 영향보다는 자신의 단기적 이익에 치중함으로써 대리문제를 야기시킬 가능성이 존재한다. 은행이 회생가능성이 작은 기업에 출자전환을 하게 되면, 이는 부실기업의 청산을 이연 혹은 지연시켜 장기적으로는 은행에 더 큰 손실을 가져다줄 수 있다. 그러나 은행경영자가 회생불가능한 부실기업을 지금 당장 청산하게 되면 은행의 수익에 당장 부정적인 영향을 미치게 되어 자신의 경영입지나 책임여부, 그리고 스톡옵션 등 책임중 보상에도 불리한 영향을 미칠 가능성이 크다. 따라서 은행경영자의 입장에서 판단할 경우, 회생가능성이 작은 기업임에도 출자전환을 통해 지원하는 것이 장기적으로는 은행주주의 부

를 해치더라도 우선은 자신의 사적이익을 극대화하는 행위라 할 수 있다.

본 논문은 이러한 점에 근거하여 은행의 경영자가 대리문제를 발생시키는 경우 청산되어야 할 기업을 청산하지 않고 이연시키는 과소청산의 문제가 발생할 수 있음을 실증적으로 보이고자 한다. 그리고 더 나아가 부실규모가 클수록, 그리고 대출은행의 건진성이 악화될수록 은행경영진에 의한 대리문제 발생의 가능성은 더욱 커질 것임을 밝히고자 한다. 부실규모가 클수록 대출은행의 성과에 대한 부정적인 영향이 커, 그만큼 출자전환을 통해 모면할 유인도 커진다. 또한 은행 건진성이 악화될수록 해당은행의 경영진에 대한 교체요구가 커지므로 부실은행의 경영진일수록 단기적인 처방일지라도 출자전환을 통해 이를 모면하려는 유인이 커질 것이다.

이러한 논거와 분석결과는 단순히 대마불사라는 관행(박경서 외 2인, 2002; 강호정, 2001)으로 해석하려는데 대한 보다 체계적인 근거를 제시할 수 있을 것이다. 즉, 은행경영자가 부실기업을 출자전환을 통해 회생시키는 이유는, 당장 청산함으로써 발생하는 경제적 이유보다는 회생을 통해 얻게되는 경제적 이익이 큰 경우와, 당장 청산함으로써 발생하는 손실을 이연함으로써 자신의 이익을 극대화하려는 대리문제의 경우가 결합되어 복합적으로 구성되어 있는 것으로 이해된다. 전자의 경우에는 은행경영진에 의한 대리문제가 배제된 경우로서, James(1995)의 경우와 같이 기업의 성장성 및 수익성이 출자전환여부와 높은 상관관계를 보이게 될 것이며, 출자전환이후 기업의 수익성은 크게 개선될 것이다. 그에 비해 은행경영진에 의한 대리문제로 인해 부실기업을 출자전환하는 후자의 경우에는, 기업의 수익성보다는 기업의 규모나 대출은행의 유인구조가 출자전환여부에 높은 상관관계를 보이게 되며, 출자전환이후에도 기업에 대한 자본지출이나 기업의 수익성은 개선되지 않고 오히려 악화될 가능성이 높다. 따라서 이러한 논리에 따르면 박경서 외 2인(2002)의 출자전환기업 표본에는 실제로 출자전환이 유리한 기업과 더불어, 출자전환을 해서는 안되지만 대리문제로 인해 출자전환된 기업도 다수 포함되어 있을 가능성이 크다. 따라서 은행경영진에 의한 대리문제를 적절히 규명하고 통제할 수 있다면, 국내의 표본기업들에서도 James(1995)의 결론과 유사한 결과를 가져올 수 있을 것이고, 이를 통해 그간 한국의 시장과 미국의 시장에서의 실증결과상 괴리의 이유를 명확히 할 수 있을 것으로 기대한다.

Ⅲ. 표본 및 자료

실증분석을 위한 대상기간으로는 1998년 1월부터 2000년 12월까지의 기간을 선정하

<표 1> 표본기업의 업종별 현황

업종	전체기업수	출자전환기업수 (비출자전환기업수)	성공기업수 (실패기업수)
음식료	2	1 (1)	2 (0)
의류	6	4 (2)	4 (2)
제지합판	4	2 (2)	4 (0)
석유화학	4	3 (1)	2 (2)
철강금속	4	4 (0)	3 (1)
기계장비	3	2 (1)	1 (2)
전기전자	7	5 (2)	5 (2)
도소매유통	4	1 (3)	3 (1)
건설	6	5 (1)	4 (2)
기타	4	2 (2)	3 (1)
합계	44	29 (15)	31 (13)

였다. 이 기간은 1997년 12월 3일 IMF로부터 구제금융을 지원받기로 하고 구조조정에 관한 약정서를 체결한 이후의 3년간으로 기업개선작업이 본격적으로 실행된 기간이다.¹⁾

표본으로 선정된 기업은 분석기간 동안 기업개선작업이 실행된 국내기업들 중에서 한국증권거래소에 거래되는 상장기업들로 국한하였으며,²⁾ 워크아웃이 종료되거나 워크아웃에서 탈락한 44개의 기업이다. 이들 기업 중에서 출자전환을 실시한 기업은 29개이며, 출자전환을 실시하지 않은 기업은 15개이다. 또한 성공적으로 워크아웃이 종료된 기업은 31개이며 실패한 기업은 13개이다.³⁾ 대상기업의 업종분포는 <표 1>에 나타나 있다.

표본기업의 재무제표자료 및 지분을 관련자료는 한국상장회사협의회(Korea Listed Company Association)의 데이터 베이스를 이용하였으며, 주가수익률은 한국증권연구원(Korea Stock Research Institute)의 Stock Data Base에서 추출하였다. 또한 기업개선작업과 관련된 자료는 금융감독원의 공시사항 및 금융감독원에서 발간한 '워크아웃 5년'을 이용하였다.

- 1) 기업의 원활한 구조조정을 위해 1998년 6월 25일 210개 금융기관이 '기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약'을 체결하였는데 이 협약에는 은행권을 비롯하여 종금사, 보험사, 증권사, 투신사, 여신전문금융기관 등 대부분의 금융기관들이 가입하였으며, 협약은 상거래채권과 상호신용금고, 신탁 등 서민금융기관의 채권을 제외한 국내금융기관의 모든 채권에 대하여 구속력을 갖는 사적 계약의 형태를 띠고 있다.
- 2) 분석기간 동안 워크아웃으로 지정된 총 기업은 총 83개 기업이다. 이중 상장된 기업은 52개 기업인데, 본 연구에서는 워크아웃으로 지정되면서 분사된 기업 및 워크아웃이 완료되지 않은 기업 8개를 제외하였다.
- 3) 여기서 부실기업 워크아웃의 성과를 성공으로 분류한 기업은 채권금융기관협의회에서 워크아웃 종결 혹은 자율추진을 결정한 경우에 해당되며, 실패는 동 협의회에서 워크아웃 중단을 결정하거나 부도 등으로 법적 구조조정을 신청한 경우에 해당된다.

<표 2> 표본기업 특성변수들의 기초통계량

변수명	전체평균	비출자 전환기업	출자 전환기업	t 값	p 값
총자산(억원)	15,574.9	4,350.7	21,380.6	-1.85	0.0720
총부채(억원)	16,651.5	3,222.0	23,597.9	-1.36	0.1819
부채/자산	0.818	0.751	0.853	-1.18	0.2451
회사채비중	0.191	0.173	0.200	-0.71	0.4819
현금흐름/총자산	-0.012	-0.020	-0.008	-0.53	0.5965
유형자산/총자산	0.337	0.349	0.330	0.32	0.7519
순이익/총자산	-0.078	-0.013	-0.112	1.23	0.2273
영업이익/총자산	0.019	0.047	0.005	1.08	0.2864
대주주지분율	25.859	28.620	24.431	1.12	0.2683
시장가치/장부가	0.980	1.551	0.685	1.65	0.1065
채무조정(억원)	8,726.8	2,113.5	12,147.6	-2.65	0.0112
출자전환율	0.207	0.000	0.313	-5.22	<.0001
채무조정/총자산	0.864	0.582	1.009	-1.60	0.1170
주거래은행 BIS	8.633	12.800	6.477	3.94	0.0003
CAR(-25, +25)	0.226	0.289	0.193	0.70	0.4880
CAR(-20, +20)	0.187	0.241	0.160	0.65	0.5169

<표 2>에는 표본기업들의 특성치에 대한 단순통계량이 나타나 있다. 전체 대상기업의 평균 총자산규모는 15,575억원인데, 출자전환을 실시한 기업은 총자산액이 21,380억원으로 비출자전환기업의 총자산액 4,350억원에 비해 유의적으로 크게 나타났다. 총부채를 살펴보면 비출자전환기업의 총부채는 총자산에 비해 적은 3,222억원인데 비해 출자전환기업의 총부채는 23,598억원으로 총자산규모를 넘어 자본잠식이 심각한 상황임을 말해주고 있다.

회사채비중은 출자전환한 기업이 20%인데 비해 비출자전환기업은 17.8%로 예상과는 달리 출자전환한 기업의 회사채비중이 더 높게 나타남을 알 수 있다. 총자산순이익률이나 영업이익률의 경우 비출자전환기업의 경우 -1.3%와 4.7%인데 비해 출자전환기업은 -11.5%와 0.5%로 나타나 비출자전환기업의 수익성이나 회생가능성이 상대적으로 낮았음을 말해주고 있다.

부실화가 심각한 기업을 회생시키기 위해서는 은행이 많은 지원을 해 주어야 하는데, 이를 반영하듯 채무조정액이나 채무조정비율(=채무조정/총자산)이 비출자기업에 비해 출자기업이 큰 것으로 나타나고 있다. 이자율의 감소나 이자탕감 등의 채무조정액

이 비출자전환기업은 2,113억원인데 비해 출자전환기업은 12,147억원으로 매우 크며, 이에 따라 총자산대비 채무조정액 비율도 출자전환기업이 100.9%로 비출자전환기업의 58.2%를 크게 상회하고 있다.

은행경영자의 대리유인을 분석하기 위해 주거래은행의 BIS비율을 살펴보면, 비출자전환기업의 주거래은행의 평균 BIS비율은 12.5%인데 비해 출자전환기업의 주거래은행의 평균 BIS비율은 6.5%로 주거래은행의 BIS비율이 낮을수록 출자전환을 할 것이라는 예상을 뒷받침한다.

채권단에 의한 워크아웃 확정시 구조조정대상 기업의 공시효과를 살펴보면 비출자전환기업의 주가반응이 출자전환기업의 주가반응에 비해 높아 투자자들이 비출자전환기업의 회생가능성을 출자전환기업에 비해 높이 평가하고 있음을 알 수 있다. 워크아웃 확정일 이전의 20일부터 확정일 이후 20일까지의 누적초과수익률을 나타내는 CAR(-20, +20)을 살펴보면 비출자전환기업의 초과수익률은 24.1%로 출자전환기업의 초과수익률 16%보다 높다.⁴⁾ 이러한 차이는 기간을 확장하면 더욱 크게 벌어지는데, 사건일 전후 25일간의 누적초과수익률인 CAR(-25, +25)를 살펴보면 비출자전환기업의 초과수익률은 28.9%, 출자전환기업의 초과수익률은 19.3%로 나타났다. 실제로 비출자전환기업보다 출자전환기업이 은행으로부터 더 많은 지원을 받음에도 불구하고 투자자들로부터 회생가능성을 더 낮게 평가받는다. 이는 출자전환의 목적이 부실기업의 실패를 지연하는 것일 수 있음을 의미한다.

<표 3>은 표본기업들의 재무특성변수들간 상관관계를 나타낸다. 먼저 총자산의 규모가 클수록 부채비율이 높은 경향이 있으며, 회사채비중도 높은 것으로 나타났다. 이는 은행이 출자전환을 많이 하는 대기업의 경우, 회사채비중과 출자전환 여부 간도 양의 상관관계가 나타날 가능성이 있음을 의미한다고 볼 수 있다. 또한 총자산이 클수록 기업의 재무상황은 매우 열악한 결과를 보여주는데, 기업규모가 클수록 현금흐름비율은 낮고, 순이익률도 떨어지는 경향을 보이고 있다.

부채의 절대액이 많은 기업은 부채비율 역시 높은 경향을 보이고 있으며, 유의적으로 이익률이 낮게 나타나고 있는데, 부실기업의 순이익률과 부채비율의 상관관계는 무려 -0.91에 달하고 있다. 주거래은행의 BIS 비율은 채무조정비율과 높은 상관관계를 가지고 있는데 주거래은행의 BIS가 낮을수록 채무조정을 많이 함을 알 수 있다. 이는 본 논문의 예상처럼, BIS가 낮을수록 기업의 실패를 지연하려는 유인이 존재하며 이에

4) 워크아웃기업들의 공시시점 전후 누적초과수익률(CAR)의 측정은 Brown and Warner(1985)의 방법을 사용하였다.

<표 3> 주요 변수간 상관관계

	총자산	총부채	부채/ 총자산	회사채/ 부채	현금흐름/ 총자산	유형자산/ 총자산
총자산	1					
총부채	0.84635***	1				
부채/총자산	0.49419***	0.80959***	1			
회사채/부채	0.15172	0.08004	-0.05876	1		
현금흐름/총자산	-0.20211	-0.25223*	-0.22504	-0.14036	1	
유형자산/총자산	-0.0775	-0.15082	-0.25198*	-0.0096	0.28044*	1
순이익/총자산	-0.49146***	-0.82458***	-0.91485***	0.10331	0.16554	0.17
대주주지분율	-0.11776	-0.25995*	-0.25254*	-0.31774**	0.01874	-0.06591
채무조정/총자산	-0.1567	-0.1427	-0.03931	0.18827	-0.11424	-0.11438
주거래은행 BIS	-0.24599	-0.11578	-0.04307	-0.02964	-0.06398	0.14026
주거래은행 ROA	0.15985	0.04978	-0.10176	-0.04449	-0.06660	0.12410
주거래은행 무수익여신비중	0.22010	0.15998	0.11636	0.14569	-0.09162	-0.08146

	순이익/ 총자산	대주주 지분율	채무조정/ 총자산	주거래은행 BIS비율	주거래은행 ROA
순이익/총자산	1				
대주주지분율	0.29858**	1			
채무조정/총자산	0.17346	-0.14448	1		
주거래은행 BIS	0.01542	0.04404	-0.33138**	1	
주거래은행 ROA	0.02671	0.25446	-0.45040***	0.43971***	1
주거래은행 무수익여신비중	-0.07975	-0.21668	0.40219***	-0.54393***	-0.58204***

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준하에서 유의함

따라 생존가능성이 적은 기업을 회생시키기 위해 많은 양의 채무조정을 실시했을 가능성을 시사하는 부분이라 할 수 있다.

IV. 실증분석결과

1. 은행의 대리유인과 워크아웃 출자전환 분석

본 절에서는 은행경영자가 부실기업의 회생가능성보다 자신의 임기동안 부실발생을

<표 4> 워크아웃기업들 중 주거래은행에 의한 출자전환기업의 비중 비교

연구자	분석대상국 및 분석기간	전체 표본기업수(a)	출자전환 기업수(b)	출자전환율 (a/b), (%)
Gilson, John, Lang(1990)	미국, 1978~1987	169개 채무조정기업	4	2.37
Asquith, Gertner, Scharfstein(1994)	미국, 1976~1989	102개 Junk Bond발행 기업중 76개 채무조정기업	1	1.32
James(1995)	미국, 1981~1990	102개 채무조정기업	32	31.37
박경서, 이은정, 장하성(2002)	한국, 1998~2000	58개 워크아웃 대상기업	33	56.90
본 연구	한국, 1998~2000	44개 워크아웃 대상기업	29	65.91

방지하기 위한 방편으로서 출자전환을 선택할 가능성을 분석하였다. 이를 위해 우선 국내외 관련연구들에서 분석한 워크아웃 대상기업들중 출자전환기업의 비중이 어느 정도인지를 비교하였다. <표 4>에 따르면, 주로 미국기업들을 대상으로 한 연구들에서는 채무조정대상기업중 은행에 의한 출자전환을 선택한 경우는 매우 낮은데 비해, 1998년 이후 진행된 국내 기업개선대상 기업들중 출자전환기업의 비중이 상대적으로 매우 높은 사실을 확인할 수 있다. 물론 출자전환기업 비중에 대한 단순비교를 통해 당시 국내 은행들에 의한 출자전환선택이 대부분 은행경영자의 대리유인에 따른 것이라고 단정하기 곤란하지만, 상대적으로 높은 출자전환비중은 당시 은행들이 경제적 회생가능성 이외의 요인에 의해 출자전환을 제시했을 가능성을 강하게 시사한다.⁵⁾

<표 5>는 표본기업들의 워크아웃 특성별 빈도를 나타내고 있다. 분석에 이용된 워크아웃 특성은 주거래은행에 의한 출자전환여부, 워크아웃 결과의 성공여부, 주거래 은행의 건전성, 표본기업의 규모 및 워크아웃 확정시 시장반응 등을 사용하였다. 주거래 은행의 건전성은 워크아웃 확정발표 직전 연도말 주거래은행의 BIS 자기자본비율을 근거로 구분하였다. 워크아웃 확정발표시 공시효과는 시장에 의한 워크아웃 성공가능성에 대한 예상치로서 사용하였으며, 여기서는 CAR(-20, +20)값이 음(-)이면 시장에서

5) 은행의 대리문제 이외에도 정책적인 문제, 감사인의 대리문제 등도 문제가 될 수 있다. 실제로 워크아웃이 도입될 당시 금융기관은 구조조정전문가의 부족으로 워크아웃업체의 선정이나 채무조정 결정에 어려움을 겪었는데(워크아웃 5년, pp.33-34), 이는 워크아웃의 도입이나 업체의 선정에 정부의 정책적인 판단이 많이 작용했음을 짐작하게 하는 대목이다. 또한 워크아웃 업체의 선정과정에서 감사인의 대리문제에 대한 지적도 있는데, 김병덕(2000)은 실사기관인 회계법인이 해당기업과의 밀착관계 유지를 위해 채권단보다는 기업에 유리하게 실사를 하는 문제점이 있었다고 지적한다.

<표 5> 빈도분석

Panel A : 출자전환여부에 따른 표본기업의 특성별 빈도				
출자전환 29	성공기대 18	사후성공 17	bad bank 22	소기업 10
	실패기대 11	사후실패 12	good bank 7	대기업 19
비출자전환 15	성공기대 12	사후성공 14	bad bank 3	소기업 12
	사전기대 3	사후실패 1	good bank 12	대기업 3
Panel B : 은행건정성에 따른 표본기업의 특성별 빈도				
good bank 19	성공기대 14	사후성공 17	출자전환 7	소기업 13
	실패기대 5	사후실패 2	비출자전환 12	대기업 6
bad bank 25	성공기대 16	사후성공 14	출자전환 22	소기업 9
	실패기대 9	사후실패 11	비출자전환 3	대기업 16
Panel C : 시장의 워크아웃 성과예측에 따른 표본기업의 특성별 빈도				
성공기대 30	사후성공 24	출자전환 18	bad bank 16	소기업 20
	사후실패 6	비출자전환 12	good bank 14	대기업 10
실패기대 14	사후성공 7	출자전환 11	bad bank 9	소기업 2
	사후실패 7	비출자전환 3	good bank 5	대기업 12

주) 여기서 워크아웃기업에 대한 주식시장에서의 성공/실패기대 여부는 공시시점 CAR(-20, +20)변수의 부호(+/-)로 구분하였고, 사후성공/실패 여부는 채권금융기관협의회에서 워크아웃 종결 혹은 자율추진을 결정한 경우에는 성공, 동 협의회에서 워크아웃 중단을 결정하거나 부도 등으로 법적 구조조정을 신청한 경우에는 실패로 분류되었으며, 주거래은행의 건전성여부는 동 은행의 BIS 자기자본비율이 8%를 상회하는지를 그 근거로 삼았으며, 기업규모의 구분은 표본기업들의 중앙값을 기준으로 분류하였다.

해당기업의 워크아웃을 실패로 예측한 것으로, 그리고 해당변수값이 양(+)이면 성공할 것으로 예상한 것으로 해석하였다.

패널 A의 결과에 따르면, 워크아웃 대상기업들중 출자전환이 이루어진 기업들은 상대적으로 대규모기업이면서 주거래은행들 역시 건전성이 위협받던 상태였는데 비해 출자전환이 이루어지지 않았던 기업들은 대부분 소규모기업이고 거래은행 역시 건전성이 매우 양호한 상태였음을 확인할 수 있다. 패널 B의 결과에서도, 건전성이 양호한 은행들은 출자전환한 선택(7개)보다 출자전환하지 않은 선택(12개)이 많았고, 워크아웃의 사후적인 성과 역시 성공적인 경우(17개)가 실패한 경우(2개)보다 압도적으로 많았다. 그리고 패널 A 및 패널 B의 빈도결과를 바탕으로 계산한 주거래은행과 워크아웃기업의 특성치에 대한 베이저안 확률은 다음과 같다.

$$Prob(bad\ bank | 출자전환) = \frac{22}{29} = 0.7586$$

$$Prob(대기업 | 출자전환) = \frac{19}{29} = 0.6552$$

$$Prob(bad\ bank | 사후실패) = \frac{11}{13} = 0.8462$$

$$Prob(\text{대기업} | 사후실패) = \frac{11}{13} = 0.8462$$

즉, 워크아웃 대상기업에 대한 특성을 고려했을 때, 출자전환이 이루어진 기업들은 대개 기업규모가 크면서 주거래은행의 건전성이 양호하지 못한 경우였음을 나타낸다. 또한 사후적으로 워크아웃이 실패한 경우를 역추적하면, 이러한 경우는 워크아웃 대상기업이 대규모기업들이었거나 거래은행의 건전성이 불량한 경우가 대부분이었음을 증거하고 있다. 따라서 이러한 결과는 워크아웃기업들에 대한 출자전환이 이루어지는 것은 주로 건전성이 불량한 거래은행이 대규모 부실기업에 대해 이루어졌으며, 이러한 구조조정의 결과는 성공적이지 못했음을 의미한다. 그리고 이는 출자전환이 앞서 논의된 회생가능성을 염두에 둔 순수한 경제적 이유 외에도, 주거래은행에 의한 대리유인의 가능성을 드러내는 것으로 해석될 수 있다.

그리고 출자전환시 건전성이 불량한 은행에 의한 대리문제의 가능성은 이미 시장의 투자자들에게서도 확인되고 있다. 패널 C에 의하면, 워크아웃 확정시 실패할 것으로 예상되는 경우는 대부분 건전성이 불량한 은행에 의해 주도되면서 규모 역시 큰 기업이라는 것을 보여준다.

그렇지만, 대규모 부실기업에 대한 출자전환이 많았다는 사실과 이들과 거래하던 은행들이 대부분 건전성이 불량하다는 사실로부터 곧바로 출자전환시 부실은행의 경영진에 의한 대리문제의 가능성을 필연적으로 증거한다고 할 수는 없다. 실제로 부실기업이 대규모일수록 회생에 필요한 기간도 길어지고 관련요인에 대한 추적 및 분석도 어려워 그 만큼 회생가능성을 예측하기가 쉽지 않을 것이다. 또한 부실기업의 이연처리에 대한 유인이 굳이 은행의 건전성과는 별개로 이루어질 개연성도 있다. 이에 대한 논의를 보완하기 위해 <표 5>의 빈도분석결과를 참조하여, 워크아웃 성과에 대한 시장의 예측오류와 은행의 예측오류를 다음과 같이 계산하였다.

$$Prob_{\text{시장}}(\text{대기업} | \text{오분류}) = \frac{4}{6} = 0.6667$$

$$Prob_{\text{은행}}(\text{대기업} | \text{오분류}) = \frac{11}{12} = 0.9167$$

$$Prob_{\text{은행}}(bad\ bank | \text{오분류}) = \frac{11}{12} = 0.9167$$

여기서 오분류란 사전적으로는 워크아웃의 성공을 예측했지만 사후적으로는 실패한

1종(a) 오류만을 의미하며, 시장의 성공 혹은 실패예측은 앞서 설명한 CAR(-20, +20)의 부호를 근거로, 그리고 주거래은행에 의한 워크아웃시행의 성공여부 판단은 출자전환 여부로 삼았다. 이는 은행경영진의 대리문제가 배제된 경우라면, 사후적 성공을 확신해야만 출자전환을 선택할 수 있기 때문이다. 분석결과에 따르면 부실기업에 대한 정보가 부족한 시장에 의한 대기업 성과예측의 오류율이 높게 나타나, 앞서의 논의처럼 대기업의 성과 예측이 상대적으로 쉽지 않았음을 확인할 수 있다. 그러나 시장의 일반투자자에 비해 상대적으로 관련 정보도 풍부하고 예측력이 우수할 것으로 기대되는 은행에서 대기업에 대한 예측오류가 시장의 경우보다 월등히 높게 나타났다. 작은 표본에 의한 결과라는 점을 감안하더라도, 이러한 결과는 <표 5>에 제시된 주로 대규모 기업에 대한 출자전환이 단순한 회생가능성 등 경제적 논리에 의한 선택만이 아니었음을 의미한다. 또한 이러한 오분류가 주로 당시 건전성이 취약했던 은행들에 의해 저질러졌음은, 부실은행의 경우 회생가능성을 염두에 두어야 할 출자전환에 대한 심사기준(cutoff rate)을 대규모 부실을 안고 있던 기업들에게는 상대적으로 혹은 의도적으로 완화시켜 적용했을 가능성을 의미한다.⁶⁾ 따라서 부실은행일수록 대리문제에 따른 출자전환의 가능성이 높았으며, 이러한 유인은 부실규모가 큰 대기업일수록 컸고, 이럴 경우 워크아웃의 궁극적인 성과는 대부분 실패로 귀결되었던 것으로 보인다.

한편, 지금까지의 분석이 단일변량을 이용하여 출자전환과 관련된 은행의 대리문제를 다루었다면, 여기서는 부실기업의 재무적 특성까지 함께 고려한 가운데 은행의 대리문제를 분석하기 위해 로짓회귀분석을 이용한다. <표 6>은 출자전환여부를 나타내는 더미변수(출자전환 = 1, 비출자전환 = 0)를 종속변수로 삼아 대상기업의 재무변수들 및 은행관련 변수 등을 설명변수로 한 로짓회귀분석의 결과가 제시되어 있다. <표 3>에 나타났듯이 순이익률변수는 여타변수들과의 상관관계가 매우 높아 이를 적절히 통제해야 하기 때문에 회귀식 (1)에서만 다루었고, 여타 회귀식에서는 설명변수로 포함하지 않고 있다. 또한 회귀식 (1)과 식 (2)는 은행의 대리문제에 변수로서 주거래은행의 BIS자기자본비율을 사용하였으며, 회귀식 (3)과 식 (4)에서는 동변수의 강건성(robustness)을 점검하기 위해 주거래은행의 수익성(ROA)과 무수익여신비율을 각각 이용하였다. 여기서 제시된 회귀식들의 로그우도값은 15~29로 모두 유의하였다.

6) 여기서는 경제적 회생가능성 이외의 모든 요인을 은행경영자에 의한 대리문제로 해석하고 있다. 물론 비경제적 요인 중에서는 이해당사자간 사적계약인 워크아웃에 대해 당시에는 제도적인 요인 및 정치적인 요인으로 인해 강요된 측면도 있다고 판단된다. 이는 LG카드 사태시 정부에서 요구하는 워크아웃 방안과 당시 국민, 외환, 한미은행과의 마찰이 물고 왔던 파장 등을 통해 충분히 유추가능하다. 그러나 워크아웃이라는 사적구조조정과 관련된 당시의 제도적 요인이나 정책권자의 대리문제의 가능성은 본 연구의 영역을 벗어나는 것이므로, 이를 명시적으로 다루지는 않는다.

<표 6> 출자전환 결정요인에 대한 로짓회귀분석

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
절편	-15.2219 (0.2670)	-15.7214 (0.1510)	-27.8709 (0.0090)	-21.2788 (0.0176)
log(총자산)	0.9946 (0.1280)	0.9244 (0.0854)	1.3509 (0.0095)	0.9917 (0.0237)
부채/총자산		2.7959 (0.3874)	1.6795 (0.5689)	2.7472 (0.3492)
회사채/부채	5.9861 (0.2620)	1.1445 (0.7782)	-0.2044 (0.9569)	0.2775 (0.9413)
현금흐름/총자산	10.0998 (0.2424)	8.4793 (0.2801)	8.0973 (0.2178)	10.2306 (0.1307)
유형자산/총자산		-0.1327 (0.9604)	-1.5918 (0.4975)	-1.2447 (0.5755)
순이익/총자산	-18.7810 (0.0315)			
대주주지분율	-0.0427 (0.4790)	-0.0429 (0.3967)	-0.0104 (0.8244)	-0.0266 (0.5328)
주거래은행 BIS	-0.4032 (0.0188)	-0.3050 (0.0226)		
주거래은행 ROA			-0.3311 (0.1003)	
주거래은행 무수익여신비중				0.1384 (0.2082)
LR	28.6625 (0.0000)	23.1983 (0.0016)	16.3266 (0.0223)	14.5720 (0.0419)

주) ()안은 회귀계수 및 통계량의 p값을 나타냄

본 연구의 로짓분석결과는, 다소 변수별 유의성의 차이는 있지만, 박경서 외 2인(2002)의 분석결과와 대체로 일치한다. 먼저 기업규모를 나타내는 회귀계수는 모두 양(+)의 값을 보이며, 또한 순이익률변수와 다중공선성 문제가 염려되는 회귀식 (1)의 경우를 제외하고는 모두 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 기업의 규모가 클수록 출자전환을 할 가능성이 크다는 앞서의 분석결과를 지지하는 것이며, 박경서 외 2인(2002)의 결과와도 일치한다. 그리고 부채비율에 대한 회귀계수값들은 유의하지 않지만 양(+)의 값을 보여, 부채비율이 높을수록 출자전환을 할 가능성이 있음을 말해주고 있다. 이는 부실화의 정도가 심하여 부채를 감당할 수 없는 수준의 기업에 대해 출자전환이 이루어지

는 경향을 반영한다고 볼 수 있다.

회사채비중을 나타내는 회귀계수는 유의하지 않은 양(+)의 값을 보여, 회사채비중이 클수록 출자전환을 하지 않을 것이라는 선행연구의 결과와는 차이난다. 이는 자본시장의 접근가능성이라는 측면에서 해석해 볼 수 있다. 일반적으로 대기업은 소규모기업에 비해 채권시장에 접근하기가 용이하며, 이에 따라 대기업의 회사채비중이 높은 경향이 있다. 그런데 본 연구의 표본에서 보듯이 대기업의 재무상황이 불량하고, 은행이 대기업의 퇴출을 막으려는 유인이 존재한다면 대기업에 대한 출자전환이 많이 이루어지게 된다. 따라서 대리문제가 없는 경우에는 회사채비중이 클수록 채권단의 복잡성과 무임승차의 문제가 심각해지므로 출자전환의 가능성이 적어야 할 것으로 이해되지만, 은행의 대리문제가 우려되는 상황에서는 이러한 손실을 감수하고서라도 대기업의 퇴출로 인한 은행의 충격을 줄이려는 요구에서 나타나는 현상으로 해석될 수 있다. 그러나 회사채의 비중에 대한 회귀계수가 유의성이 없는 것은 대리문제로 인한 이유와 더불어 출자전환을 통해 주가의 상승을 기대하는 두 가지의 상반된 결과가 서로 작용했을 것으로도 해석된다.

현금흐름비율에 대한 회귀계수도 양(+)으로 나타났으나 모두 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났는데, 이 역시 기업회생에 따른 주가상승의 기대라는 측면과 은행의 대리문제간 결합으로 인한 결과로 생각할 수 있다. 기업의 유동성이 클수록 기업의 회생가능성이 높고 은행이 출자전환을 통한 이익이 극대화될 것이다. 이 경우에는 현금흐름비율에 대한 회귀계수가 유의성을 갖게 될 것이다. 그러나 은행이 기업의 실패를 이연할 유인이 존재하는 경우에는 현금흐름이 불량한 기업을 출자전환을 시행하면서까지 회생시키려 노력할 가능성이 큰데, 이들 두 가지 효과가 결합되는 경우에는 비유의적 결과가 나타날 것으로 판단된다.

순이익률변수에 대한 회귀계수는 회귀식 (1)에서 -18.781로 매우 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 대부분의 출자전환한 기업이 과도한 부채를 안고 있어, 이로 인한 이자비용이 순이익률을 크게 낮추고 있음을 시사하는 대목이라 할 수 있다. 그러나 출자전환기업의 부채비율은 통계적으로 유의하지 않은데 비해 순이익률이 유의성을 갖는 것은, 단순한 이자비용으로 인한 순이익률의 하락외에도 별도의 구조적인 수익성 결합요인을 지닐 가능성을 의미한다. 본 연구에는 보고하지는 않았지만, 출자전환기업의 영업이익률도 출자전환하지 않은 기업의 영업이익률에 비해 크게 미달하는 결과를 보이고 있는데 이러한 사실은 출자전환기업의 회생가능성이 낮음을 의미하는 것이며, 출자전환의 동기가 은행의 수익성보다는 기업실패의 이연이라는 대리적 동기

가 많이 작용하고 있음을 말해준다고 볼 수 있다.

대주주지분율은 음(-)으로 나타나 대주주지분율이 클수록 출자전환가능성이 낮은 것으로 나타났으나 이 역시 유의성이 낮다. 이러한 결과는 부분적으로 대주주의 지분율이 높을수록 경영권을 유지하기 위해 출자전환에 동의하지 않을 것이라는 것을 보여준다. 그러나 연구기간이 극심한 금융위기와 경제적 쇠퇴기가 겹치기 때문에 경영자가 자신의 경영권을 강하게 주장하기는 어려운 상황이라 할 수 있으며, 대주주지분율의 회귀계수가 통계적 유의성을 갖지 못하는 이유는 이러한 결과를 반영한다고 판단된다. 따라서 기업규모와 순이익률을 제외한 대부분의 기업특성변수들은 해당기업에의 출자전환에 유의적인 설명력을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

이에 비해 거래은행의 건전성과 궁극적으로 은행경영자의 대리문제를 나타내는 주거래은행의 BIS 자기자본비율변수의 회귀계수는 회귀식 (1)과 (2)에서 모두 음(-) 값을 가지며 5%의 유의수준에서 유의한 결과를 보이고 있다. 이는 거래은행이 부실하여 퇴출의 위기에 몰린 경우에는 가급적 해당은행의 BIS 비율을 낮추려는 행동은 하지 않을 것이라는 추측을 뒷받침하고 있다. 따라서 부실기업에 대한 은행대출의 출자전환이 기업회생에 따른 경제적 이익획득보다는 은행건전성 악화를 방지하고 손실을 이연하려는 목적이 부실은행의 경우에는 우세했을 것으로 해석된다. 그리고 이러한 유추는 회귀식 (3)과 식 (4)에서 비록 유의적이지는 않지만 은행수익성과 무수익여신비중변수를 통해서도 확인할 수 있다. 따라서 <표 6>의 로짓분석의 결과에서도 부실규모가 크고 거래은행의 건전성이 불량할수록 부실기업에 대한 출자전환의 가능성이 높았으며, 이는 부실은행 경영자의 대리적 동기로 인한 결과라는 앞서의 분석결과를 다시 확인시켜주고 있다.

2. 은행의 대리유인과 부실기업의 성과요인분석

본 절에서는 출자전환 등의 구조조정방법과 은행 대리유인의 차이, 그리고 부실기업의 특성에 따른 구조조정의 유효성을 분석하고, 구조조정의 성패에 관한 결정요인이 무엇인지에 대해 분석한다. 박경서 외 2인(2002)의 연구는 워크아웃이 진행중인 기업을 대상으로 연구를 하였으므로 기업의 회생요인에 대한 분석을 직접적으로 수행할 수 없었다.

그러나 본 연구에서는 워크아웃이 종결된 기업을 대상으로 연구하기 때문에, 어떠한 요인이 기업의 성공여부에 영향을 미치는지 살펴볼 수 있다. 이러한 분석을 하는 이유는, 출자전환을 결정하는 요인과 기업회생을 결정하는 요인을 비교 분석함으로써 과연 애초에 출자전환이라는 결정이 부실기업의 회생가능성을 염두에 둔 것이었는지, 아니면 본 연구에서 다루는 은행경영자의 대리유인에서 비롯되었는가를 분석하기 위함이다.

<표 7> 워크아웃 성공/실패 기업들의 특성변수값

변수명	성공기업	실패기업	차이검정 t값	p값
총자산(억원)	6,293	37,708	3.61	0.0008
총부채(억원)	5,014	44,404	2.67	0.0106
부채/총자산	0.7847	0.8981	1.27	0.2097
회사채/부채	0.1844	0.2056	0.54	0.5933
현금흐름/총자산	-0.006	-0.025	-0.77	0.4448
유형자산/총자산	0.3414	0.3252	-0.25	0.8008
순이익/총자산	-0.036	-0.18	-1.76	0.0858
영업이익/총자산	0.0334	-0.015	-1.18	0.2436
대주주지분율	26.01	25.51	-0.13	0.8995
시가/장부가	1.1514	0.5708	-1.05	0.3019
총채무조정액(억원)	4,364	19,130	4.12	0.0002
출자전환율	0.2064	0.2072	0.01	0.9922
채무조정/총자산	0.8577	0.8783	0.07	0.9428
주거래은행 BIS	9.96	5.47	-2.46	0.0180
주거래은행 ROA	-3.507	-4.632	-1.26	0.2160
주거래은행 무수익여신비중	8.2831	11.974	2.99	0.0046

<표 7>에는 워크아웃기업의 사후적 성공여부를 기준으로 실패기업과 성공기업의 재무상황 및 은행특성변수에 대한 t-검정결과가 제시되어 있다. 여기서 성공기업의 수는 31개 기업이며 실패기업의 수는 13개 기업이다. 먼저 기업규모를 살펴보면 워크아웃을 실패한 기업의 평균 총자산은 37,708억원으로 워크아웃 성공기업의 총자산규모 6,293억원을 크게 웃돌고 있는데 이러한 차이는 1% 유의수준하에서 유의하다. 이는 규모가 큰 기업일수록 부채가 많고 이익률이 떨어지는 등 재무상황이 매우 불량하다는 점에서 어느 정도 예견이 된 결과이다. 은행의 출자전환이 일시적인 유동성 위기에 직면했지만 적극적 지원으로 향후 기업성과가 크게 개선될 기업에 집중되었다면, 총자산에 대한 t-검정결과는 유의적이지 않아야 할 것이다. 그러나 실패가 상당부분 예견되었고 실제로도 많은 대기업이 실패했다는 점은 은행의 출자전환이 부실기업의 실패를 이연하고자 하는 목적으로 사용되었음을 간접적으로 증거한다고 할 수 있다. 총부채의 경우에도 워크아웃 실패기업의 총부채는 44,404억원으로 워크아웃 성공기업의 총부채 5,014억원을 크게 웃돌고 있다. 기업규모와 부채총액 둘 다 부실규모를 나타낸다는 점을 고려한다면 이러한 결과는 자연스러운 것으로 보인다.

부채비율을 살펴보면 워크아웃을 실패한 기업의 부채비율은 평균 89.8%인데 비해 워크아웃을 성공한 기업의 부채비율은 78.5%로 나타나 부채비율이 높을수록 성공가능성이 낮은 것으로 나타나고 있다. 그러나 통계적 유의성은 매우 낮는데 그 이유는 은행이 총자산의 86.4%에 이를 정도로 많은 채무재조정을 해 주고 있기 때문으로 생각된다. 이에 따라 부채비율이 높은 기업이라도 기업의 고유한 경쟁력을 가지고 있으면 회생이 가능하고, 따라서 부채비율은 기업의 회생과 직접적인 관련을 갖지 않게 된다.

부채비율이 워크아웃의 성공여부와 큰 관련을 갖지 않은 반면, 순이익률은 워크아웃의 성공여부에 상당한 관련을 갖는 것으로 나타났다. 워크아웃에 실패한 기업의 경우에는 평균 순이익률이 -18%이지만 성공한 기업의 평균 순이익률은 -3.6%로 나타나 순이익률이 덜 나빠진 기업일수록 회생할 확률이 유의적으로 높게 나타났다. 이러한 점은 영업이익률을 살펴보아도 잘 나타나고 있는데, 실패기업의 영업이익률은 -1.5%로 부채에 대한 이자지급전에도 손실이 발생하고 있음을 알 수 있는 반면, 워크아웃성공기업은 영업이익률이 3.33%로 과도한 부채로 인해 순이익이 음수가 됨을 알 수 있다. 이러한 결과는 일시적으로 유동성위기에 빠진 기업을 회생시킨다는 워크아웃의 취지와도 일치하는 결과이며, 재무적 상황이 좋은 기업이 성공가능성이 높다는 이상우와 최기호(2002)의 결과와도 일치하는 내용이라고 할 수 있다.

현금흐름비율이나 유형자산비율을 살펴보면 실패기업과 성공기업이 각각 -2.5%대 0.6%, 32.5%대 34.1%로 나타나 현금흐름비율이 높은 기업이 구조조정에서 성공할 확률이 높으며, 유형자산비율이 높은 기업이 성공확률이 높다는 사실을 보여주고 있다. 그러나 이들 변수의 경우 유의성이 낮아서 단적으로 어떠한 결론을 내기는 어렵다. 대주주지분율의 경우도 실패기업이 25.5%, 성공기업이 26%로 거의 동일하게 나타났는데, 이러한 점은 앞서와 같이 워크아웃의 주체가 대주주가 아님을 반영한다고 해석할 수 있다.

워크아웃 성공기업과 실패기업에 대한 은행의 지원을 살펴보면 다음과 같다. 먼저 워크아웃의 실패기업에 대한 총 채무조정액은 19,130억원으로 성공기업의 4,364억원보다 매우 크다. 그러나 채무조정비율을 살펴보면 실패기업의 채무재조정은 전체자산규모의 87.8%로 성공기업의 85.7%와 비교하여 큰 차이가 발생하지 않는다. 또한 평균출자전환율도 양자가 거의 동일하게 나타나 은행의 성공기업이나 실패기업에 대한 지원은 큰 차이를 보이지 않는다고 말할 수 있다. 이와는 달리 주거래은행의 BIS비율과 수익성(ROA)은 큰 차이를 보이고 있다. 실패한 기업의 주거래은행의 BIS비율은 5.47%로 매우 낮는데 비해 성공한 기업의 주거래은행의 BIS비율은 9.96%로 높게 나타나고 있다.

<표 8> 워크아웃 성공요인에 대한 로짓회귀분석

구분	(1)	(2)	(3)	(4)
절편	21.5110 (0.0172)	20.2258 (0.0147)	32.4764 (0.0021)	23.4688 (0.0058)
log(자산)	-0.9742 (0.0221)	-0.9280 (0.0261)	-1.3787 (0.0050)	-0.8887 (0.0277)
부채/총자산		-0.5822 (0.7714)	0.1121 (0.9584)	-0.5829 (0.7730)
회사채/부채	-2.8033 (0.4971)	-1.1056 (0.7771)	-1.7212 (0.6609)	-1.6038 (0.6769)
현금흐름/총자산	0.9174 (0.8754)	0.7769 (0.8988)	0.8060 (0.8913)	-0.0789 (0.9889)
유형자산/총자산		-0.4312 (0.8599)	-0.9030 (0.7220)	-0.7121 (0.7802)
순이익/총자산	4.7396 (0.1837)			
대주주지분율	-0.0367 (0.3749)	-0.0249 (0.5356)	-0.0379 (0.3701)	-0.0328 (0.4299)
주거래은행 BIS	0.1342 (0.0794)	0.1389 (0.0697)		
주거래은행 ROA			0.4601 (0.0379)	
주거래은행 무수익여신비중				-0.2502 (0.0357)
LR	17.1207 (0.0088)	14.9669 (0.0364)	17.4192 (0.0149)	16.7201 (0.0193)

주) ()안은 회귀계수 및 통계량의 p값을 나타냄

외환위기 당시에 우리나라 은행의 퇴출기준이 BIS비율 8%달성 여부임을 감안한다면 이에 미달하는 은행들이 BIS비율을 만족시키기 위해 노력하고, BIS비율에 부정적인 영향을 미치는 대기업의 퇴출에 소극적일 것이라는 박경서 외 2인(2002)의 추측과 일치하는 내용이다. 또한 성공한 기업과 거래한 은행의 수익성이 실패한 기업과 거래한 은행의 경우보다 상대적으로 나은 것으로 나타나, 은행건정성이 우량할수록 부실기업에 대한 선택시 대리유인으로부터 자유로울 수 있다는 앞절의 분석결과를 뒷받침하고 있다.

<표 7>의 t-검정은 단일변량검정이다. 그런데 관련변수들간에 상관관계가 높거나 상호연관되는 경우가 있기 때문에, 이를 보완하기 위해 <표 8>에서는 워크아웃의 성공

여부(성공한 경우 = 1, 실패한 경우 = 0)를 기준으로 로짓회귀분석을 추가로 실시하였다. <표 8>의 로짓분석에 사용된 설명변수는 <표 6>의 경우와 동일하다.

먼저 여타 기업특성변수들이 부실기업의 회생여부에 유의한 설명력을 가지지 못한데 비해, 기업규모변수는 모든 회귀식에서 유의적인 음(-)의 회귀계수를 나타내고 있다. 이는 기업규모가 클수록 구조조정시 실패할 가능성이 크다는 사실을 재확인시켜주는 것이다. 이에 비해 은행건전성을 나타내는 주거래은행의 BIS비율과 수익성(ROA)변수는 모두 부실기업의 회생가능성에 대해 유의적이면서도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 무수익여신비중변수는 유의적인 음(-)의 값을 가지는데 이 또한 건전성이 불량한 은행이 실패기업을 많이 지원해 주었다는 사실을 재확인시켜주는 것이다. 전반적으로 <표 8>을 살펴보면, 비록 유의성의 차이는 있지만 모든 변수의 부호가 일관되며, 대부분 <표 7>의 결과를 그대로 뒷받침하고 있다.

다음으로 기업회생가능성에 대한 <표 8>의 분석결과와 은행대출의 출자전환가능성에 대한 <표 6>의 결과와 비교하여 보자. 만약 애초에 은행이 부실기업의 성공(혹은 회생)가능성에 초점을 맞추어 출자전환을 실시하였다면, 부실기업의 성공가능성을 분석한 <표 8>의 결과와 은행의 출자가능성을 분석한 <표 6>의 결과는 매우 유사한 모습을 보이고 있어야 한다. 그러나 두 표를 비교해 보면 거의 모든 회귀계수의 부호가 정반대임을 알 수 있다. 즉, <표 6>를 보면 기업규모가 클수록, 부채비율이 클수록, 회사채비중이 높을수록, 순이익률이 낮을수록, 그리고 주거래은행의 건정성이 불량할수록 출자전환이 많이 이루어졌지만, <표 8>에서는 기업규모가 작을수록, 부채비율이 작을수록, 회사채비중이 낮을수록, 순이익률이 높을수록 그리고 주거래은행의 건정성이 우량할수록 부실기업의 성공가능성이 높은 것으로 보고되었다. 앞서 지적한 바와 같이, 사전적인 성공예측이 사후적 결과로 곧바로 연결되기 곤란할 수도 있지만, 성공가능성을 예측할 수 있는 변수가 상당부분 상식적이었다는 점을 감안한다면 출자전환이 사후적 성공여부와는 정반대로 이루어졌다는 사실은 출자전환의 상당부분이 은행의 단기적 성과하락을 막기 위한 대리적 동기에서 이루어졌음을 강하게 시사한다.

3. 은행의 대리유인과 구조조정의 성과개선분석

본 절에서는 출자전환여부와 은행건정성에 따른 부실기업 구조조정의 성과개선에 대해 분석해 보기로 한다. <표 9>에는 은행의 출자전환여부를 기준으로 한 구조조정의 성과가 나타나 있다. 먼저 부채비율을 살펴보면 구조조정확정시 비출자전환 기업의 부채비율은 88.6%인데 비해 출자전환기업의 부채비율은 154.4%로 나타나 출자전환기업

<표 9> 출자전환여부를 기준으로 한 구조조정성과

구조조정성과	기업구분	구조조정시점	1년 후	2년 후
부채/총자산	출자전환기업	1.544	1.482	2.120
	비출자전환기업	0.886	0.854	0.851
	t값	1.15	1.18	0.97
순이익/총자산	출자전환기업	-0.308	-0.519	-0.176
	비출자전환기업	-0.255	-0.045	-0.008
	t값	-0.22	-0.94	-1.19
영업이익/총자산	출자전환기업	-0.055	-0.005	0.002
	비출자전환기업	-0.057	0.060	0.057
	t값	0.04	-2.04**	-1.44
주가장기성과	출자전환기업	-	-0.278	-0.389
	비출자전환기업	-	-0.094	0.079
	t값	-	-1.99*	-4.22**

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준하에서 유의함을 나타낸다.

의 재무상황이 더욱 열악했던 것으로 드러났다. 표에는 제시되어 있지 않지만, 구조조정 1년 전 비출자전환기업의 부채비율이 75.1%, 출자전환기업의 경우는 85.3%였던 것과 비교해 보면 두 그룹 모두 워크아웃 확정시 재무상황이 더 악화되었다. 구조조정이 진행되면서 비출자전환기업의 부채비율은 약간 감소하거나 안정적인 모습을 보여주지만, 출자전환기업의 경우는 부채비율이 1년 후에는 148%로 약간 감소하다가 2년 후에는 212%로 급격히 증가하는 모습을 보여 재무구조가 더욱 악화되어 궁극적으로는 회생가능성을 더욱 희박한 기업이 다수 포함되어 있음을 보여주고 있다. 그러나 기업군 내 표본기업수가 작음에다 비율값의 편차도 커서, 두 기업군간 부채비율성과의 차이는 유의적이지 않았다.

순이익률을 기준으로 출자 및 비출자기업간 구조조정성과를 비교하는 경우, 워크아웃시행 초기 비출자전환기업은 -25.5%, 출자전환기업은 -30.8%의 순이익률을 나타내고 있어 두 그룹 모두 매우 좋지 않은 모습을 보여주고 있다. 하지만 비출자전환기업은 구조조정 1년 후부터는 이익률의 개선이 많이 이루어지는데 구조조정 1년 후에는 순이익률이 -4.5%, 2년 후에는 -0.8%로 증가하여 회생의 가능성을 보여주고 있다. 그러나 출자전환기업의 경우는 더욱 악화되거나 개선되지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 영업이익률의 경우에도 두 기업군 모두 순이익률의 경우와 매우 유사한 양상을 보여주고 있다. 이러한 결과는 앞서 살펴본 바와 같이 사전적으로 기업의 재무상황이 불량하여 회생가능성이 적은 기업의 다수가 출자전환기업에 포함되어 있기 때문으로 이해된다.

<표 10> 주거래은행의 건전성을 기준으로 한 구조조정성과

구조조정성과	은행구분	구조조정시점	1년 후	2년 후
부채/총자산	중간/부실은행	1.586	1.5444	2.2961
	우량은행	0.9359	0.8724	0.8385
	t값	1.18	1.31	1.15
순이익/총자산	중간/부실은행	-0.307	-0.594	-0.199
	우량은행	-0.265	-0.019	-0.005
	t값	-0.18	-1.19	-1.43
영업이익/총자산	중간/부실은행	-0.068	-0.014	-0.009
	우량은행	-0.038	0.0607	0.0626
	t값	-0.47	-2.47**	-1.97**
주가장기성과	중간/부실은행	-	-0.294	-0.455
	우량은행	-	-0.101	0.0953
	t값	-	-2.19**	-5.78***

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준하에서 유의함을 나타낸다.

위에서 언급된 재무비율들은 모두 회계자료를 바탕으로 한 데 비해, 주식시장에서의 주가반응을 통해 해당기업의 구조조정성과도 함께 분석하였다. 이를 위해 워크아웃 개시이후의 누적비정상수익률(CAR)을 장기성과의 대용치로 사용하였다. 이 역시 앞의 재무비율기준 성과분석결과와 매우 유사하게 나타나, 시장에서 평가한 구조조정성과도 재무비율에 근거한 성과측정과 일치했다 그리고 이러한 결과는 애초에 워크아웃 확정 발표시 비출자전환기업들에 대해 회생가능성을 더 높게 예측한 시장의 기대와도 일치하는 것이다.

다음으로 은행의 건전성을 기준으로 구분된 부실기업들의 구조조정의 성과를 분석하였다. 이전의 분석과는 달리 본 소절에서는 BIS 비율을 기준으로 우량은행, 중간은행, 부실은행으로 나누었는데, 이는 해당비율의 중간값을 기준으로 많은 기업들이 분포하여 자칫 잘못된 구분이 분석결과 변화를 유발할 수 있음을 고려하기 위함이었다. 구체적으로 우량은행은 BIS비율이 10% 이상으로 안정권에 있는 은행으로 정의되며, 중간은행은 BIS비율이 10% 미만 6% 이상의 은행이며, 부실은행은 BIS비율이 6% 미만으로 정의하였다. 우량은행이 구조조정을 실시한 기업의 수는 18개 기업이며, 중간은행은 16개 기업, 부실은행은 10개 기업을 구조 조정하였다. 은행구분에 따른 구조조정의 성과는 <표 10>에 요약되어 있다.

<표 10>의 결과를 살펴보면 우량은행과 거래하는 기업의 구조조정성과가 더 좋은

것을 확인할 수 있다. 부채비율에 있어서도 우량은행의 경우에는 구조조정 1년 후부터는 80%대를 유지하고 있으며, 순이익률도 많이 개선되어 구조조정 2년 후에는 -0.5%를 기록하고 있다. 또한 영업이익은 꾸준히 증가하고 있는데 구조조정시점에서 -3.8%에 이르던 영업이익률이 1년 후부터는 6%대로 상승하며, 구조조정 2년 후에는 6.3%를 기록하고 있다. 이에 비해 중간은행과 부실은행의 경우에는 구조조정기업의 재무상황이 거의 개선이 되지 않고 있거나 오히려 급격히 악화되는 모습을 보이고 있다. 주식시장의 주가반응을 기준으로 한 성과개선비교 역시 재무비율을 근거로 한 비교분석결과와 거의 일치한다. 그리고 출자전환여부를 기준으로 분류한 기업군간 성과를 나타낸 <표 9>와 은행건전성을 기준으로 한 <표 10>의 결과가 거의 일치함을 알 수 있다. 이 또한 부실은행일수록 출자전환을 기업회생 목적이 아닌 대리적 동기에 의해 선택했으며, 이로 인해 구조조정성과 역시 이를 반영하고 있음을 증거하는 것으로 생각된다.

마지막으로 출자전환의 성과를 은행의 건전성 유형에 따라 분석하였다. 은행이 대리문제를 가지고 있지 않다면, 구조조정의 성과는 James(1995)의 경우와 같이 출자전환기업일수록 더 우수해야 할 것이다. 우량은행의 경우 대리비용을 발생시킬 가능성이 적으므로 출자전환기업의 성과가 높게 나타나지만, 대리문제가 심각할 수 있는 중간은행이나 부실은행의 경우에는 기업회생 목적외에 대리적 동기가 개입되므로 출자전환의 성과가 매우 낮으리라고 유추할 수 있다. 이에 대한 분석결과는 <표 11>에 제시되어 있다.

먼저 패널 A에는 우량은행이 주거래은행인 구조조정기업의 성과개선결과가 나타나 있다. 먼저 기업규모를 살펴보면 출자전환기업이 비출자전환기업에 비해 다소 크지만 이 차이는 유의적이 아니다. James(1995)의 경우 출자전환기업의 기업규모가 비출자전환기업에 비해 작게 나타난다는 점을 고려해 본다면 시사점이 크다고 할 수 있다. 부채비율에서도 출자전환기업이 비출자전환기업에 비해 우량한 모습을 보이고 있다. 구조조정당시의 출자전환기업의 부채비율은 102%로 오히려 비출자전환기업의 90%에 비해 높은 모습을 보여주고 있다. 그러나 출자전환기업의 부채비율은 꾸준히 감소하여 구조조정 2년 후에는 76%로 비출자전환기업의 87%보다 우수한 모습을 보이고 있다. 비록 주식시장의 평가가 재무비율에 근거한 분석결과와 일치하지 않지만, 전반적으로 우량은행과 거래하던 기업의 구조조정 성과는 출자전환한 기업의 성과가 더 나았음을 보여준다.

이에 비해 패널 B에 제시된 중간은행이나 부실은행의 경우, 출자전환기업의 구조조정성과는 매우 저조하게 나타나 있다. 먼저 총자산의 규모를 보면 비출자전환기업은 2,714억원인데 출자전환기업은 15,257억원으로 유의적인 차이를 보이고 있다. 또한 비

<표 11> 은행건전성과 출자전환여부를 기준으로 한 구조조정성과

구조조정성과	기업구분	구조조정시점	1년 후	2년 후
--------	------	--------	------	------

Panel A : 우량은행 거래기업의 경우 (n = 18)

총자산	출자전환기업	6,892.5	6,620.9	6,449.8
	비출자전환기업	4,113.9	4,215.1	3,872.3
	t값	1.00	0.88	1.06
부채/총자산	출자전환기업	1.0229	0.8941	0.7629
	비출자전환기업	0.9024	0.864	0.8676
	t값	0.66	0.20	-0.46
순이익/총자산	출자전환기업	-0.256	0.0262	0.0111
	비출자전환기업	-0.269	-0.036	-0.011
	t값	0.07	0.91	0.31
영업이익/총자산	출자전환기업	0.0257	0.0564	0.0803
	비출자전환기업	-0.063	0.0624	0.0558
	t값	0.84	0.16	0.38
주가장기성과	출자전환기업	-	-0.141	-0.012
	비출자전환기업	-	-0.085	0.1365
	t값	-	-0.33	-0.82

Panel B : 중간 및 부실은행 거래기업의 경우 (n = 26)

총자산	출자전환기업	15,257	9,409	6,246.4
	비출자전환기업	2,714.8	2,776.9	2,674.7
	t값	2.85***	2.89***	2.43**
부채/총자산	출자전환기업	1.6531	1.6104	2.4437
	비출자전환기업	0.7798	0.7851	0.7463
	t값	1.78*	1.77*	1.40
순이익/총자산	출자전환기업	-0.319	-0.637	-0.22
	비출자전환기업	-0.162	-0.104	0.0181
	t값	-0.76	-1.17	-1.85*
영업이익/총자산	출자전환기업	-0.071	-0.019	-0.016
	비출자전환기업	-0.023	0.0427	0.0674
	t값	-0.98	-1.76	2.39*
주가장기성과	출자전환기업	-	-0.307	-0.468
	비출자전환기업	-	-0.15	-0.296
	t값	-	-0.79	-1.56

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준하에서 유의함을 나타낸다.

출자전환기업은 총자산규모가 일정하게 유지되는데 비해 출자전환기업의 자산규모는 급격히 감소하는 것을 알 수 있는데 이는 출자전환기업이 정상적인 방법으로는 기업회생이 불가능하다는 것을 보여준다고 할 수 있다. 부채비율의 경우도 비출자전환기업의 부채비율은 줄고 있으나 출자전환기업의 부채비율이 전혀 개선이 되지 못하고 오히려 증가하는 모습을 보이고 있다. 이러한 점은 출자전환자체가 높은 자본구조의 개선효과를 가진다는 점, 자산매각 등으로 부채를 감소시킬 수 있다는 점 등을 고려해 볼 때, 이들 기업이 실제로 성공하기 어려운 기업이 많이 포함되어 있음을 시사하는 부분이라 할 수 있다. 이익률의 측면에서도 비출자전환기업은 뚜렷한 개선을 보이고 있으나 출자전환기업은 별다른 개선기미를 보이지 못하고, 음(-)의 값을 계속 유지하고 있다. 또한 시장의 반응 역시 재무비율에 근거한 성과개선과 일치한 결과를 보이고 있다.

따라서 <표 11>의 분석결과를 종합하면, 우량은행이 주도한 구조조정시에는 출자전환한 기업의 사후성과개선이 두드러진 반면, 부실은행이 주도한 경우에는 정 반대의 결과를 보인다. 그리고 이러한 결과는 부실은행일수록 경제적 요인이 아닌 대리적 동기에서 의한 출자전환의 가능성이 높으며, 1998년 이후 실시된 국내워크아웃 대상기업중 출자전환이 이루어진 배경에는 해당기업의 회생가능성 외에도 부실한 주거래은행에 의한 대리유인도 함께 반영되었음을 시사한다. 그리고 국내관련 연구의 결과가, 구조조정 당시에는 출자전환기업의 재무상황이 열악하지만 구조조정 이후에는 성과가 좋아진다는 James(1995)의 결과와 차이는 주요 원인으로, 은행경영자에 의한 대리문제를 고려하고 있느냐의 여부에 있었던 것으로 판단된다.

V. 결 론

은행이 회생가능성이 작은 기업에 출자전환을 하면, 부실기업의 청산이 이연되어 장기적으로는 은행에 더 큰 손실을 가져다줄 수 있지만, 은행경영자의 입장에서 회생불가능한 부실기업을 지금 당장 청산하게 되면 은행수익에 당장 부정적인 영향을 미쳐 자신의 경영입지나 재임여부, 그리고 스톡옵션 등 재임중 보상에도 불리한 영향을 미칠 가능성이 크다. 따라서 은행경영자가 회생가능성이 적은 기업을 출자전환을 통해 지원하는 것이 장기적으로는 은행주주의 부를 해치더라도 우선은 자신의 이익을 극대화하는 행위라 판단할 수 있다. 본 논문은 1998년부터 2000년까지 워크아웃으로 지정된 44개 상장기업들을 대상으로, 채권은행의 출자전환이 은행경영자의 대리문제 유인에 따라 실행되었을 가능성을 실증분석하였다.

본 연구의 주요 실증분석결과는 다음과 같다. 먼저 국내 워크아웃기업들 중 출자전환이 이루어진 비중이 미국 워크아웃의 경우에 비해 매우 높은 것으로 나타났다. 그리고 출자전환이 이루어진 기업들은 대개 기업규모가 크면서 주거래은행의 건전성이 양호하지 못한 경우에 이루어졌으며, 이들의 경우 구조조정의 성과 역시 성공적이지 못했던 것으로 드러났다. 이는 주거래은행에 의한 출자전환이 부실기업의 회생가능성을 고려한 경제적 이유 외에도, 부실은행 경영자의 대리문제 유인에 의해서도 영향을 받았음을 시사한다. 출자전환 결정요인에 관한 로짓분석에서도 부실규모가 크고 거래은행의 건전성이 불량할수록 출자전환의 가능성이 높은 것으로 드러나, 부실은행 경영자의 대리적 동기에 의한 출자전환의 가능성을 재확인시켜 주었다.

구조조정의 성패결정요인에 관한 분석결과, 기업규모가 클수록 구조조정시 실패할 가능성이 컸지만, 은행건전성이 우량할수록 부실기업의 회생가능성에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 출자전환과 관련하여 사전적인 성공가능성을 예측하는 설명변수들이 사후적 성공여부의 경우와 정반대의 부호를 가짐으로써, 부실은행에 의한 출자전환지원이 은행의 건전성의 하락을 지연시키기 위한 대리적 동기에서 이루어졌음을 강하게 시사하였다. 출자전환여부와 은행건정성에 따른 부실기업 구조조정의 성과개선에 대해 분석결과에서도, 우량은행이 주도한 구조조정의 경우에는 출자전환한 기업의 사후성과개선이 두드러진 반면, 부실은행이 주도한 경우에는 정 반대의 결과를 보였다.

따라서 본 연구의 분석결과는 1998년 이후 진행된 부실기업의 구조조정과정에서 부실은행 경영자가 경제적 요인이 아닌 대리적 동기에 의해 출자전환을 선택했을 가능성이 높았음을 시사한다. 그리고 구조조정 당시에는 출자전환기업의 재무상황이 열악하지만 구조조정 이후에는 성과가 좋아진다는 James(1995)의 주장과 국내출자전환기업의 사후성과가 더욱 악화된다는 박경서 외 2인(2002)의 주장간 차이의 근거가 당시 부실은행 경영자에 의한 대리문제에 있었음을 의미한다.

다만, 본 연구에는 다음과 같은 한계점도 함께 지니고 있다. 우선, 표본수가 많지 않아 다양한 분석시도가 여의치 않았으며, 특이치에 의한 결과왜곡의 가능성도 배제할 수는 없다. 또한 주거래은행에 의한 대리문제의 가능성에 대해서는 이론적 모형의 제시나 실증모형에서도 대리문제 관련변수의 채택을 통한 직접적인 검증방법을 이용하지 않고 간접적인 증거에 의존하였다. 따라서 향후 충분한 표본의 확보와 본 연구의 주장을 뒷받침할 수 있는 정교한 가설모형의 제시가 추가로 요구된다고 판단된다.

참 고 문 헌

- 강호정, “법정관리 종결기업의 성과”, 경영학연구, 2001, 387-412
- 국찬표, 정완호, “기업 도산 예측에 관한 연구 : 추가정보를 이용하여”, 재무연구, 2002, 217-249.
- 권영준, 오세경, “자본시장 기능제고를 위한 하부구조 개선 방안”, 재무관련 통합학회 발표자료, 2002.
- 김건우, “한국기업의 도산원인”, 경영학연구, 제28권 제3호, 1999, 771-798.
- 김석진, 김정우, “회사재건 제 수단의 평가”, 재무연구, 제13권 제1호, 2000, 1-25.
- 김병덕, “워크아웃 시행상 애로점과 개선방안”, KIF금융논단, 2000, 48-49.
- 금융감독원, 워크아웃 5년, 금융감독원, 2003.
- 박경서, 이은정, 장하성, “워크아웃기업의 출자전환에 관한 연구”, 재무연구, 제15권 제2호, 2002, 107-142.
- 선우석호, “구조조정방식의 선택과 경제효과”, 한국재무학회 추계학술연구 발표논문집Ⅱ, 2000, 63-83.
- 이명철, 이기환, 박주철, “Workout 기업의 주가반응에 관한 실증적 분석”, 증권학회지, 제26집, 2000, 143-171.
- 이상우, “워크아웃기업에 관한 연구”, 산경논총, 전주대학교 산업경영연구소, 제22권 제1호, 2003, 165-187.
- 이상우, 최기호, “구조조정기업의 주가반응에 대한 연구 : 화의와 회사정리를 중심으로”, 경영학연구, 제31권 제3호, 2002, 723-750.
- 황석하, “부실기업예측에 관한 연구”, 회계학연구, 1991, 57-78.
- Altman, E., “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy,” *Journal of Finance*, 23, (1968), 589-609.
- Asquith, P., R. Gertner and D. Scharfstein, “Anatomy of Financial Distress : An Examination of Junk-Bond Issuers,” *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1994, 625-658.
- Brown, S. and J. Warner, “Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics*, 14, (1985), 3-31.
- Gilson, S. C., K. John and L. Lang, “Troubled Debt Restructuring : An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default,” *Journal of Financial*

Economics, (1990), 315-353.

James, C., "When Do Banks Take Equity in Debt Restructuring?," *Review of Financial Studies*, (1995), 1209-1234.

Kahl, M., "Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation," *Journal of Finance*, 57, (2002), 135-168.

Ohlson, J., "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy," *Journal of Accounting Research*, 18, (1980), 109-131

Scharfstein, D., "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies*, 55(2), (1988), 185-199.

Agency Problems in Banks and the Efficiency of Restructuring Distressed Firms

Sang Woo Lee* · Rae Soo Park**

〈abstract〉

In this paper, we examine whether the poor performance of distressed firms where banks take equity may occur due to agency problems in banks. By adopting the debt-equity swap, the bank can effectively postpone the occurrence of bad loans from the failure of the distressed firm. As a result, firms with more debt will be more likely to obtain debt-equity swap, regardless of their probabilities of revival. This is not because they are more profitable, but because they have more debt and thus it poses greater risk to the bank.

We empirically look into these predictions with the data of 44 workout firms and find the following results. First, debt-equity swap appears to be more applicable especially when the distressed firms are large and when BIS of related banks is low. Specifically, the conditional probability of 'large firms' based on debt-equity swap is 65.52% and the conditional probability of 'bad banks' based on debt-equity swap is 75.86%. Also, as predicted, the performance of these debt-equity firms is poorer than that of non debt-equity firms. The conditional probability of 'large firms' based on posterior failure is 84.62% and the conditional probability of 'bad banks' based on posterior failure is 84.62%. This is consistent with our predictions and is also confirmed through results of the logit regression analysis. Second, when the restructuring is led by 'good banks', the performance of equity-swap firms is superior to that of non equity-swap firms. This result is consistent with that of James (1995).

Hence, we can conclude that there may be some agency problems in restructuring distressed firm - especially when distressed firms are large and banks are bad. And these agency problems can reconcile the difference between James' results and Park, Lee, and Jang's.

Keywords : Workout, Debt Restructuring, Debt-Equity Swap, Agency Problem

* Jeonju University

** Gyeongsang National University