



저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

이 현 석 교수지도
박사학위 청구논문

부채 재조직 기업의 특성에 관한 연구

2012

성신여자대학교 대학원

경 영 학 과

구 정 숙

부채 재조직 기업의 특성에 관한 연구

이 현 석 교수지도

이 논문을 박사학위논문으로 제출함

2011년 10 월

성신여자대학교 대학원

경 영 학 과

구 정 숙

인 준 서

구정숙의 박사학위 논문으로 인준함.

심사위원_____인

심사위원_____인

심사위원_____인

심사위원_____인

심사위원_____인

성신여자대학교 대학원

논문개요

본 연구는 첫 번째 주제로 워크아웃에 의한 사적 재조직 기업과 회사정리나 화의제도와 같은 법적 재조직 기업 사이의 재무적 특성이 재조직 선정과 진행 시점 및 산업(제조업, 비제조업) 각각에서 차이가 있는지를 실증분석을 통해 살펴보고 있다. 본 연구의 두 번째 주제는 사적 재조직 및 법적 재조직 기업 사이의 소유구조가 재조직 선정과 진행시점에서 차이가 있는지를 살펴보고, 사적 재조직 기업을 대상으로 소유구조가 CEO교체에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석을 통해 살펴보고 있다.

표본기업은 1997년~2009년에 코스피 및 코스닥 기업 중 사적 재조직 66개사와 법적 재조직 107개사이다. 첫 번째 연구의 분석을 위한 재무적 특성 변수로는 금융기관 부채비율, 이자보상비율, 기업규모, 보증 회사채 비중, 채무자와 채권자 교섭력, 유동성, 주식 수익률 등이다. 두 번째 연구의 분석을 위한 소유구조관련 변수는 허핀달(Herfindahl)지수, 대주주 지분율, 친인척 지분율, 관계회사 지분율, 기관투자자 지분율(은행을 제외한 금융기관), 은행 지분율, 상임 및 비상임 임원의 지분율이 있다. 실증분석 방법으로는 ANOVA 및 Fisher의 Z검정, 프로빗 분석 방법 등을 사용하였다. 첫 번째 연구의 분석 결과, 전체기업 및 제조업과 비제조업에서 재조직 직전 년도와 당해 연도, 1차년 모두 기업규모가 클수록 사적 재조직이 보다 선택됨을 발견하였다. 부채비율과 보증회사채 비중, 이자보상비율, 유동성, 주식 수익률 등의 변수는 산업 및 재조직 시점에 따라 다양한 결과를 보이고 있다.

두 번째 연구의 분석 결과, 재조직이 이루어진 당해 연도와 재조직 1차

년도 모두에서 대주주 지분율과 은행 지분율이 높을수록 사적 재조직이 선택됨을 발견하였다. 또한 사적 재조직 기업의 경우 재조직 시점 모두에서 상근임원 지분율이 높을수록 CEO교체 가능성이 낮아짐을 발견하였다. 그리고 재조직 당해 연도에서 은행 지분율이 높을수록 CEO교체 가능성이 증가함을 알 수 있었다.

주제어 : 사적 재조직, 법적 재조직, 워크아웃, 화의, 회사정리

목 차

논문개요

| | |
|---|----|
| I . 서론 | 1 |
| II . 선행 연구 | 6 |
| 1. 사적 및 법적 재조직 기업의 재무적 특성에 관한 연구 | 6 |
| 2. 사적 및 법적 재조직 기업의 소유구조 및 CEO 교체에 관한 연구 | 10 |
| III . 표본 구성 및 변수 설명 | 12 |
| 1. 분석대상 기업 및 자료 | 12 |
| 2. 분석 방법 | 13 |
| 3. 변수의 선정 | 13 |
| 1) 재무 관련 변수 | 14 |
| 2) 소유구조 관련 변수 | 21 |
| IV . 실증분석 결과 | 25 |
| 1. 사적 및 법적 재조직 기업의 재무적 특성에 관한 연구 | 25 |
| 1) 상관계수 | 25 |
| 2) 재조직 시점별 평균 및 분산분석(ANOVA) 결과 | 31 |
| 3) 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과 | 35 |
| 4) 프로빗 분석 결과 | 37 |

| | |
|---|----|
| 2. 사적 및 법적 재조직 기업의 소유구조 및 CEO 교체에 관한 연구 | 41 |
| 1) 상관계수 | 41 |
| 2) 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과 | 46 |
| 3) 프로빗 분석 결과 | 49 |
| | |
| V. 결론 및 시사점 | 61 |

참고문헌

ABSTRACT

표 목 차

| | |
|--|----|
| <표 1> 재조직 직전, 당해, 1차 년도의 재무변수의 상관계수 | 25 |
| <표 2> 유의한 차이를 나타내는 상관계수 | 28 |
| <표 3> 재조직 시점별 재무변수의 평균 | 31 |
| <표 4> ANOVA 분석 결과 | 33 |
| <표 5> 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과 | 36 |
| <표 6> 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과 | 38 |
| <표 7> 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과 | 39 |
| <표 8> 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과 | 40 |
| <표 9> 소유구조 관련 변수와 재무변수 간 상관계수 | 42 |
| <표 10> 사적 재조직 기업의 소유구조 관련 변수와 재무 변수 간 상관계수 | 44 |
| <표 11> 소유구조 : 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과 | 46 |
| <표 12> 소유구조 : 시점별 사적 재조직 기업에 관한 CEO 교체여부의 t-검정 결과 | 47 |
| <표 13> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과 (I) | 50 |
| <표 13> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과 (II) | 50 |
| <표 14> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과 (I) | 51 |
| <표 14> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과 (II) | 52 |

| | |
|--|----|
| <표 15> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과 (I) | 53 |
| <표 15> 소유구조와 재조직 여부: 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과 (II) | 53 |
| <표 16> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과(I) | 54 |
| <표 16> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과(II) | 55 |
| <표 17> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과(I) | 56 |
| <표 17> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과(II) | 57 |
| <표 18> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과(I) | 58 |
| <표 18> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체: 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과(II) | 59 |

I. 서론

우리나라 부실기업의 재조직 절차는 사적 재조직과 법적 재조직으로 구분할 수 있다. 전자는 채권금융기관이 주도하는 재조직을 의미하여, 후자는 법원이 결정하는 재조직을 의미한다. 사적 재조직은 원칙적으로 금융기관과 기업 사이의 관계를 바탕으로 한다. 따라서 채권금융기관과의 협의가 전제되어야 사적 재조직을 진행할 수 있다. 사적 재조직은 채무자인 기업과 채권단의 협의를 통해 부채재조정이 가능하고, 채권자의 개별적인 권리행사를 막을 수 있으며, 새로운 부채를 조달할 수 있는 장점이 있다. 법적 재조직은 법원에 의해 대부분의 부채 상환과 이자 지급이 동결되므로 채권자와 기업사이의 협의를 필요로 하지 않는다. 그러나 정리계획의 확정에 1년여의 기간을 필요로 하는 등 많은 시간이 필요하다는 단점을 갖는다.

사적 재조직과 법적 재조직은 시간에 따라 여러 가지 변화가 있었다. 사적 재조직(기업개선작업) 제도는 1998년 외환위기 당시 대규모 부실기업에 대한 신속한 처리를 위해 도입되었다. 이후 2001년 『구조조정촉진법』을 도입함에 따라 구조조정에 관한 사항이 법제화되었으며, 몇 차례 수정을 거쳐 현재에 이르고 있다. 법적 재조직 제도는 2006년 4월부터 『통합도산법』에 따라 기존의 회사정리(법정관리)절차와 화의절차를 통합해 일원화하고 있다.

워크아웃과 법적 재조직은 세 가지의 주요한 차이가 있다. 첫 번째로 법적 절차는 원칙적으로 모든 채권자를 구속하는 반면 워크아웃은 국내금융기관인 채권자만을 구속한다. 즉 워크아웃은 비협약채권자(해외금융기관, 국내금융기관의 해외법인, 상거래채권자)의 권리행사는 아무런 제약이 없으며 이들은 워크아웃에 동의를 하지 않고 조기상환을 요구할 수 있다. 이로 인

해 비협약채권자는 워크아웃 재조직에 있어 부정적 영향을 행사한다고 볼 수 있다.

두 번째로 워크아웃은 신규신용공여(신규자금지원)의 우선변제권을 인정한다. 이는 채권금융기관 사이에서 신규 무담보채권자에게 우선권을 인정하는 것이며, 이로 인해 워크아웃이 진행되는 동안 신규공여로 인한 채권은 기존의 채권에 비해 우선권을 갖고 우선 변제를 받는다. 한편 채권금융기관 외의 다른 채권자들은 우선권과 관계없이 상환시점이 되면 상환이 이루어지므로 채권자간 형평성이 나타날 수 있다.

세 번째, 워크아웃의 반대채권자의 채권 매수 청구권으로 이 규정의 취지는 구조조정에 반대하는 일부 채권금융기관에 의한 구조조정지연을 방지하고자 마련한 것이지만 반대채권자의 채권회수를 극히 불확실하게 함으로써 즉 신속, 적절한 보상이 제도적으로 보상되어 있지 못하기 때문에 반대채권자의 재산권을 침해하고 있다는 비난을 받고 있다.

재조직과 관련한 연구는 그 동안 국내외에서 매우 많이 진행되어 왔으며, 이들 연구의 대부분은 재조직 기업의 재무적 특성에 관한 것이다. Campbell(1996)은 재조직을 예측하기 위한 모형을 제시하였으며, Casey, McGee & Stickney(1986)과 Frank & Torous(1989) 등은 미국의 법적 재조직인 Chapter11을 적용한 기업을 대상으로 법적 재조직을 발생하게 하는 재무적 특성 요인을 분석하였다. Flynn(1989)과 Fisher & Martel(1995)은 각각 미국과 캐나다 기업을 대상으로 채권자의 구성이 사적 재조직의 결정에 영향을 미치고 있음을 밝히고 있다. Gilson, Kose & Lang(1990) 및 Wruck(1990)은 미국 기업을 대상으로 법적 재조직과 사적 재조직의 효율성을 비교하였으며, Routledge & Gadenne(2000)은 호주 기업을 대상으로 사적 재조직과 청산 기업의 차이점을 분석하였다. 우리나라에서는 이상우와 최기

호(2003)가 법적 재조직 결정의 요인을 분석하였으며, 강동수(2004)는 워크아웃 기업의 성과에 미치는 영향을 살펴보고 있다. 또한 박주철과 이남우(2005), 김석진과 변혁수(2004)는 사적 재조직과 법적 재조직을 결정하는 재무적 특성을 검토하고 있다.

그러나 위의 기존 연구들은 법적 및 사적 재조직 방법의 결정 요인에만 관심을 가졌을 뿐 재조직 이전과 이후에 어떠한 재무적 차이가 발생하는지에 대한 관심은 상대적으로 적었다. 본 연구는 재조직 선정 직전 년도와 재조직 선정 년도, 재조직 1차년도 모두의 재무적 특성을 파악함으로써 재조직 선정 요인에 관한 측면뿐만 아니라 재조직 진행 중의 기업성과 변화에도 초점을 맞추고 있다. 또한 사적 재조직 및 법적 재조직 기업 간의 재무적 특성은 업종에 따라서 어떠한 차이가 있는지를 분석한 연구는 찾기 힘들다. 따라서 분석대상 기업을 제조업과 비제조업으로 구분함으로써 재조직 결정 요인에서 업종 구분에 따른 재조직 방법의 차이를 분석하고자 한다. 이러한 분석을 통해 법원 담당자와 채권금융기관을 비롯한 여러 재조직 관계자에게 보다 유용한 자료가 될 것으로 기대한다.

이를 위해 본 연구는 사적 재조직과 법적 재조직 기업 사이의 재무적 특성이 재조직 선정(-1년)과 진행 시점(0년, +1년)에서 차이가 있는지 검정한다. 또한 업종을 제조업과 비제조업을 구분함으로써 재조직 방법의 차이가 산업에 따라 어떻게 영향을 미치는지 살펴본다.

재조직과 관련한 연구의 또 다른 흐름은 기업지배구조와 재조직의 관계를 보는 것이다. Gilson(1989)은 재무적 곤경이 CEO와 CFO의 교체에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였으며, Hotchkiss & Moordian(1997)은 미국의 법적 재조직 기업을 대상으로 외부 투자자(은행)가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. Gorton & Schmid(2000)는 독일의 유니버설 은행과 기업 성과

사이의 관계를 연구하였으며, Iqbal & French(2007)는 임원의 소유수준과 임원 교체 사이의 관계를 분석하였다. Elloumi & Gueyie(2001)과 Wang & Deng(2006)은 각각 캐나다와 미국 기업을 대상으로 재무적으로 곤경에 처한 기업과 건전한 기업 사이의 지배구조특징을 비교하였으며, Jostarndt & Sautner(2008)은 독일 기업을 대상으로 재무적 곤경이 소유구조에 미치는 영향 및 소유구조와 CEO 교체 사이의 관계를 살펴보았다.

우리나라에서는 신현한과 장진호(2003)가 상장기업을 대상으로 소유구조와 경영성파에 따른 CEO교체 사이의 관계를 분석하였으며, 박경서·이은정·장하성(2002)은 워크아웃 기업을 대상으로 출자전환을 결정하는 요인을 분석하였으며, 박경서와 백재승(2001)은 소유구조와 기업가치 및 자본구조 상호관계를 검토하고 있다. 이상우와 최기호(2002)는 법적 재조직이 결정된 기업을 대상으로 주가반응의 차이를 살펴보았으며, 장범식과 황인덕(2008)은 사적 재조직과 법적 재조직 기업을 대상으로 구조조정 종결 이후의 주식 성과를 분석하였다.

위의 기존연구들은 우리나라의 모든 상장기업을 대상으로 소유구조가 기업가치 및 자본구조에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보는 연구가 대부분이었다. 본 연구의 두 번째 목적은 재무적 곤경에 처한 기업을 재조직 기업으로 정의한다. 기존 연구는 재무적 곤경을 부채비율 혹은 이자보상비율 등 다양한 기준을 사용하여 정의하였다. 그러나 이러한 정의의 경우 고정자산 투자 등으로 인한 일시적인 재무적 곤경을 포함할 수 있어 실제 기업의 현실을 정확히 반영하지 못하는 단점이 있다. 본 연구는 기업이 부채로 인해 회생불능의 상태에 처한 경우로 정의함으로써 재무적 곤경을 보다 엄격히 정의한다. 이를 통해 재무적 곤경과 소유구조 등에 대한 명확한 관계를 도출할 수 있다고 확신한다.

본 연구는 상장기업 가운데 재조직을 경험한 기업을 대상으로 소유구조가 재조직 선정 및 진행시점에서 차이가 있는지 검정하며, 그리고 사적 재조직 기업을 대상으로 소유구조가 CEO 교체여부에 어떠한 영향을 미치는지 살펴 보도록 한다. 법적 재조직의 경우 법원에 의해서 CEO 교체가 대부분 이루어 지므로 CEO 교체여부를 판단하는 것은 의미가 없다. 따라서 CEO 교체를 사적 재조직으로 한정한다.

이상의 두 가지 연구를 위한 실증분석 방법은 다음과 같다. 첫 째, 재조직 방법을 선택하는데 직접적인 영향을 미치는 재무변수 및 소유구조 관련 변수를 재조직 직전, 당해 연도, 이후의 세 시점 각각에 대해 프로빗 분석을 수행한다. 재조직 방법 각각의 시점별 차이는 ANOVA를 통해 분석한다. 둘째, 사적 및 법적 재조직 기업의 재무변수 및 소유구조 관련 변수의 평균 비교를 위해 t-검정을 수행한다.

위의 분석을 위해서 본 연구는 1997년부터 2009년 사이에 코스피 및 코스닥 기업 가운데 워크아웃에 의해 사적 재조직되는 기업 66개사와 회사정리나 화의와 같은 법적 재조직되는 기업 107개사를 표본기업으로 삼고 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 재조직 관련 국내외 선행연구를 논의하며, 제 III 장에서는 연구를 위한 변수선정 및 분석 방법에 대해 기술한다. 제 IV 장은 재조직에 영향을 미치는 재무적 결정요인과 재조직 기업의 소유구조 및 CEO 교체에 관한 실증분석 결과를 제시한다. 결론 및 시사점은 제 V 장에 나타나 있다.

II. 선행 연구

1. 사적 및 법적 재조직 기업의 재무적 특성에 관한 연구

채권자 중 금융기관은 재조직 결정에 있어 가장 중요한 역할을 한다. Gilson et. al(1990)은 NYSE와 AMEX 기업들 중 3년 연속 부진한 주가를 갖는 381개사를 대상으로 자산과 부채구조가 Chapter11하에 재조직되는 기업과 부채를 사적으로 재조직하는 기업 사이의 특징을 비교하였다. 그들은 전체부채 대비 은행 부채비율이 높을수록, 채권자의 수(총 부채로 환원한 부채계약의 수)가 적을수록 사적 재조직 가능성이 크다는 점을 제시하고 있다. 이는 채권자와의 거래(bargaining)와 협상 측면에서 상대적으로 은행에 많은 채무를 갖고 있는 기업일수록, 채무구조가 단순할수록 사적 재조직에 성공하기 쉽다는 것을 확인시켜 주었다.

또한 채무자와 채권자 사이에 이해상충으로 인한 조정문제는 재조직 결정에 영향을 미칠 수 있다. Wruck(1990)은 재무적 곤경의 해결방법으로 Chapter 11과 사적 재조직 중 어떠한 것이 효율적인가에 대해서 논의하였다. 그는 채권자 사이의 정보 불균형과 이해상충의 문제가 재무적 곤경 해결에 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 결론적으로 이 연구에서는 Chapter 11을 통한 재조직이 비효율성을 갖고 있음을 지적하고, Chapter 11을 대체할 수 있는 사적 워크아웃을 통해 재무적 곤경을 해결할 수 있음을 제시하고 있다. 이는 미국 파산법원의 관련 규정은 채권자간의 이해 상충의 문제를 만들어내고 있으며, 재무적 곤경이 발생한 기업의 가치를 평가하고자 하는 채권자들에게 복잡한 정보 및 추론의 문제를 제공하고 있다는 것이다. 이러한 문제로 인해 부채비율이 높은 기업과 낮은 부채비율을 갖는 기업 사

이에 역 선택의 문제가 발생한다. 즉, 높은 부채비율을 갖는 기업이 재무적 곤경에 처하게 되면 채권자들은 낮은 부채비율의 채권자보다 사적 재조직에 대한 강한 동기를 갖게 된다.

Pierre Mella-Barrel(1999)는 채무자와 채권자의 상대적 교섭력(bargaining power)을 반영한 동태적 부채구조의 연속-시간 모형을 개발하였다. 분석 결과 높은 수준의 부채 기업은 청산되기 보다는 부채 재협상을 반복해서 한다. 이는 반대로 낮은 부채 수준을 갖는 기업은 부채 재협상 없이 청산된다는 것이다.

재조직 과정에서 담보 및 보증 채권 보유자는 무보증 채권 보유자에 비해 보다 유리한 입장을 견지할 수 있다. Fisher & Martel(1995)은 캐나다 파산법 하에서 재조직을 시도했던 338개 기업을 대상으로 채권자가 승인한 재조직과 거부한 재조직 사이의 차이를 살펴보았다. 분석 결과, 청산과 재조직에서 채권자에 대한 상환금액이 클수록, 상환 자금 중 현금비율이 높을수록 채권자가 재조직하려는 경향이 강함을 발견하였다. 이는 기업의 재조직 후 무담보 채권자(일반채권자, 우선 채권자)에게 제공하는 상환액이 재조직을 승인하도록 만드는 중요한 요인이라는 것이다. 또한 그들은 전체 부채 대비 담보 비율이 높을수록 채권자의 재조직 결정에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 제시하고 있다. 이는 내부 정보를 갖고 있는 담보 채권자가 기업의 생존가능성 정보를 무담보 채권자에게 신호하고 있다는 신호가설의 증거로 해석할 수 있다.

White(1984, 1989)는 재조직과 청산을 선택할 것인가의 여부는 기업의 재무적 상태와 관련이 있음을 이론적으로 제시하고 있다. 그는 주권행사(Equity commitment), 부채비율, 청산과 갱생의 성과 비교, 미래수익성, 자본구조(자기자본+장기부채) 대비 담보 비율 등이 Chapter11하에서 갱생한

기업과 청산한 기업을 구분하는 중요한 요인임을 주장하였다.

Campbell(1996)은 미국에 있는 Chapter 11하에 재조직되는 121개 기업을 대상으로 파산 재조직의 가능성을 예측하기 위한 모형을 개발하였다. 분석 결과 수익성, 기업규모, 무담보부채, 담보 채권자의 수, 산업구분이 재조직 가능성에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이 중 부채 재조직 관점에서 담보 채권자의 수가 미국 Chapter 11에 의한 청산과 갱생 기업을 구별하는 중요한 요인임을 보여주고 있다. 즉 담보 채권자가 보다 많을수록 청산가능성이 높음을 확인시켜주었다.

Routledge & Gadenne(2000)은 호주에서 자발적 관리로 재조직되는 기업이 청산 기업과 구별될 수 있는지를 살펴보았다. 여기서는 이익전망, 단기 유동성, 레버리지, 주주의 구성(특수 관계인 및 소액주주 등), 부채구조의 특징 등이 재조직 기업과 청산 기업을 구별하고 있음을 보여주고 있다. 그들은 분석결과 레버리지와 단기 유동성이 재조직 결정에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 레버리지 관점에서 자기자본이 부채에 비해 상대적으로 높은 비중을 갖는 경우 재조직 가능성이 크다는 것을 발견하였다. 이는 주주가 자신의 청구권을 계속 유지하기 위해 재조직을 추구한다는 점을 의미한다. 그들은 유동자산을 많이 보유하고 있는 기업이 재조직될 가능성이 크다는 점을 제시하고 있으며, 이는 Fisher & Martel(1995)과 일치하는 결론을 보여주고 있다.

이상우와 최기호(2003)는 1997년과 1998년에 법원으로부터 화의 혹은 회사정리가 결정된 81개 기업을 대상으로 법원이 구조조정유형을 결정하는데 영향을 미치는 재무적 요인을 살펴보았다. 분석결과 현금흐름비율이 높을수록, 비적정 감사의견을 받은 횟수가 적을수록, 기업규모가 작을수록 회사정리 보다는 화의로 결정됨을 발견하였다. 여기서 현금흐름비율과 비적정 감

사의 견해의 수는 재무적 부실 정도를 보여주며, 기업규모는 경영자의 개인적 능력이 기업경영에 차지하는 비중을 의미한다. 따라서 재무적 부실의 정도가 낮을수록, 경영자의 개인적 능력이 차지하는 비중이 높을수록 화의가 적합하며 경영자는 화의를 신청하는 경향을 보인다는 점을 확인시켜 주고 있다.

강동수(2004)는 83개 워크아웃기업을 대상으로 채권자인 금융기관과 채무자인 기업 등 두 가지 관점에서 워크아웃의 성과에 영향을 미치는 요인에 대하여 살펴보았다. 분석결과 채권자 및 채무자 관점 모두에서 워크아웃을 신청할 당시의 기업 채무구조가 기업의 회생 여부에 매우 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 채무상환능력의 제고와 관련해서 총 신고채권액 대비 상위5개 채권자의 비율이 가장 영향이 컸던 것으로 나타났다. 또한 총신고채권자 대비 10% 이상 채권자의 비율이 높을수록 워크아웃 기업의 영업이 개선될 확률이 높았다. 따라서 사적 재조직에 있어서 단순한 채무구조를 강조한 Gilson, Kose & Lang(1990)의 주장이 우리나라에도 유효함을 확인시켜 주었다.

박주철과 이남우(2004)는 다양한 재무적 특성 변수를 1998년의 사적 재조직(기업개선작업)과 법적 재조직(법정관리, 화의) 구분, 재조직 성공여부, 기업재조직이 시장에 유의한 영향을 미치는지 등을 살펴보는데 적용하였다. 여기서 사용한 재무적 특성 변수로는 재무적 건전성, 수익성, 기업규모, 외부감사인의 감사의견 등이다. 분석결과 모두 기업규모 대용변수인 총자산 자연로그 값에서만 유의한 양(+)의 차이가 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 생존가능성을 높게 평가하여 채권자가 호의적으로 반응한다는 것을 의미한다.

김석진과 변혁수(2004)는 1998년에서 2000년 사이에 재조직을 시도한 142

개 기업을 대상으로 재조직 수단별 기업 특성을 살펴보았다. 분석결과, 성장기회가 높고, 기업연수가 짧을수록, 현금흐름 상태가 좋고, 부채비율이 낮으며, 기업규모가 클수록 법적 재조직보다는 사적 재조직을, 성장기회의 가치와 청산가치가 낮고 기업연수가 길고 현금흐름 상태가 좋고 기업규모가 작을수록 회사정리보다는 화의를 선택하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 자본구조가 재조직 선택에 영향을 미친다는 결과이며 평판효과와 대마불사 관행을 뒷받침하는 결과라고 해석하였다.

2. 사적 및 법적 재조직 기업의 소유구조 및 CEO 교체에 관한 연구

재조직 형태 및 CEO 교체는 기업의 지배권을 누가 갖느냐에 따라 달라질 수 있다. Gilson(1989)은 미국의 기업을 대상으로 재무적 곤경이 CEO와 CFO의 교체에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였으며, 분석 결과 사적 재조직 기업의 52%가 CEO와 CFO를 교체하고 있음을 발견하였다.

Hotchkiss & Moordian(1997)은 미국의 법적 재조직 기업을 대상으로 외부 투자자(은행)의 지분이 높을수록 CEO교체가 빈번하며, 이를 통해 기업성과가 영향을 받음을 보이고 있다. 그들은 법적 재조직 기업에서 외부 투자자(은행)는 기업에 대한 적극적인 모니터링뿐만 아니라 평균 16%이상의 기업 경영권을 획득함으로써 기존 CEO교체에 큰 영향력을 행사하고 있음을 확인하였다.

Gorton & Schmid(2000)는 독일의 유니버설 은행을 대상으로 유니버설은행이 기업의 지분을 많이 가질수록 해당 기업의 성과가 개선되고 있음을 발견하였다. Iqbal & French(2007)는 소유경영자의 지분이 적을수록 교체 가능

성이 높음을 관찰하였다.

ElIoumi & Gueyie(2001)과 Wang & Deng(2006)은 각각 캐나다와 미국 기업을 대상으로 지배구조의 특징과 재무적 곤경 사이의 관계를 분석하였으며, 공통적으로 대주주 지분이 높을수록 재무적 곤경에 처할 가능성이 낮음을 발견하였다. 이는 주요 주주의 주식소유 비중이 클수록 CEO를 적극적으로 감시할 수 있기 때문에 기업의 과도한 부채조달을 통제할 수 있는 것으로 해석할 수 있다.

Jostarndt & Sautner(2008)은 독일 기업을 대상으로 재무적 곤경과 소유구조 및 소유구조와 CEO 교체 사이의 관계를 연구하였으며, 소유 집중도, 은행, 기관투자자, 상임 및 비상임 임원의 지분이 재무적 곤경에 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 또한 CEO 교체는 외부 투자자에 의해 촉진되었다고 보고하였다.

우리나라에서는 신현환과 장진호(2003)가 상장기업을 대상으로 소유구조와 경영성과에 따른 CEO교체 사이의 관계를 분석하였으며, 지배주주와 기관투자자, 외국인 투자 지분이 높을수록 CEO교체 가능성이 증가함을 발견하였다.

박경서·이은정·장하성(2002)은 워크아웃 기업을 대상으로 출자전환을 결정하는 요인을 분석하였으며, 이 중 소유구조와 관련된 요인인 대주주 지분이 출자전환에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 이는 기존 대주주의 경우 경영권 상실에 대한 우려로 출자전환을 기피하기 때문으로 해석할 수 있다.

박경서와 백재승(2001)은 소유구조와 기업가치 및 자본구조 상호관계를 분석하였으며, 재벌기업의 경우 기업가치가 증가할수록 개인대주주 지분이 증가하는 반면 계열사 지분은 감소하는 것으로 나타나 비재벌기업과의 차이를 확인하였다.

III. 표본 구성 및 변수 설명

1. 분석대상 기업 및 자료

본 연구는 1997년부터 2009년 사이에 코스피 및 코스닥 상장기업 가운데 금융업을 제외한 기업을 분석대상으로 삼고 있다. 이 12년의 기간 동안 재조직 선정 직전 년도와 재조직 당해 연도, 재조직 1차년도와 3개년 재무제표를 모두 갖는 기업만을 선정하였다. 이는 재조직 1차년까지의 생존 기업만을 대상으로 하기 때문에 생존 편의(survivorship bias) 문제를 발생시킬 수 있다. 그러나 생존함에도 불구하고 재무제표를 공표하지 않는 기업 등이 존재하기 때문에 신뢰할 수 있는 자료만을 대상으로 하기 위해 3개년 자료를 모두 갖는 기업을 분석대상으로 했다.

설명변수에 대한 데이터는 대부분 상장사협의회 'KOCOinfo' 자료를 이용하였으며, 더 추가적으로 필요한 정보를 얻기 위해 사업보고서 및 감사보고서를 참고하였다. 그러나 일부 기업의 경우 사업보고서 및 감사보고서가 존재하지 않아 설명변수 모두를 수집할 수 없었으며, 이 과정에서 결측 데이터(missing data)가 발생하기도 하였다. 따라서 이러한 기업은 일부 설명변수를 결측 값(missing value)으로 처리하여 최대한 많은 표본을 확보하고자 하였다. 이러한 기업을 제외하고 분석할 경우 선택 편의(selection bias)의 문제가 발생할 수 있다. 결과적으로 분석대상 기업은 워크아웃에 의해 재조직된 기업 66개사와 회사정리와 화의로 재조직된 기업 107개사이다.

각 분석 대상 기업에 대해 재조직 직전 결산일과 재조직 당해 연도, 재조직 1년 후 결산일의 재무제표를 통해 설명변수를 측정하였다.

2. 분석 방법

본 연구는 첫 번째 사적 및 법적 재조직을 선택한 기업의 재무적 특성을 파악함을 목적으로 하고 있다. 두 번째 사적 및 법적 재조직을 선택한 기업의 소유구조 및 사적 재조직 기업을 대상으로 소유구조가 CEO 교체 여부를 파악함을 목적으로 하고 있다. 따라서 재조직의 종류를 반응변수로 설정하는 경우, 반응변수는 0과 1의 두 가지 값을 갖는다. 여기서 사적 재조직에 대해서는 0의 값을, 법적 재조직에 대해서는 1을 값을 할당한다. 반응변수가 0과 1 두 가지를 갖는 경우 프로빗 분석을 수행할 수 있다.

본 연구는 재조직 방법을 선택하는데 직접적인 영향을 미치는 재조직 직전의 재무변수 및 소유구조 관련 변수와 재조직 이후의 재무변수 및 소유구조 관련 변수 각각에 대해 프로빗 분석을 수행하며, 각 변수의 설명력을 검토한다. 프로빗 분석을 위해서는 변수 간 상관관계를 고려해서 설명변수를 설정하도록 한다.

3. 변수의 선정

본 연구는 크게 두 가지에 초점을 맞추고 있다. 첫째는 사적 및 법적 재조직 여부가 재무적 특성 변수의 영향을 받는지를 검토하는 것이다. 두 번째는 기업의 소유구조가 사적 및 법적 재조직 여부와 CEO 교체에 영향을 미치는지 분석하는 것이다.

첫 번째 연구를 위한 독립변수는 기업의 재무적 특성을 나타내는 것으로 선정하였다. 재무 관련 변수로는 금융기관 부채비중, 이자보상비율, 기업규

모, 보증회사채 비중, 채무자와 채권자 교섭력, 유동성, 주식 수익률 등이다.

두 번째 연구의 분석은 소유구조가 재조직 형태에 영향을 미치는지 분석하는 것이다. 이를 위한 소유구조관련 자료는 소유권 집중도와 소유구조로 구분하였다. 소유권 집중도의 대리변수로는 허핀달(Herfindahl)지수를 사용하였으며, 소유구조의 대리변수로는 대주주 지분율 및 친인척 지분율, 관계회사 지분율, 기관투자자 지분율, 은행 지분율, 상근임원 지분율, 비상근 임원 지분율 등을 사용하도록 한다.

1) 재무 관련 변수

(1) 업종

Campbell(1996)은 경제상황과 밀접한 관련을 갖고 있는 산업은 성공적으로 재조직될 가능성이 높다고 하였다. 그러나 각 산업이 경제상황과 어느 정도의 관계를 갖는지에 대해서는 많은 이론이 있을 수 있다.

본 연구에서는 전체기업을 제조업과 비제조업으로 분류하여, 재조직 형태에 대한 영향을 분석하도록 한다. 제조업은 비제조업에 비해 설비 투자 등을 많이 하므로, 담보가치가 비제조업에 비해 보다 많아 채권자 입장에서 추가 지원을 통해 기존 부채의 상환 가능성을 높일 수 있다. 따라서 제조업은 비제조업에 비해 사적 재조직 비중이 높다고 할 수 있다. 제조업은 관련 종업원과 하청 회사 등 연관 기업이 많아 이를 청산시켰을 경우, 사회적 파급 효과가 크기 때문에 법원에서 채권 재조정을 통한 갱생을 결정할 수도 있다. 따라서 제조업은 사적 재조직보다 법적 재조직 가능성이 높다고 할

수 있다. 이러한 두 가지 가능성 가운데 어느 것이 타당한지를 본 연구에서 살펴보기 위해 제조업과 비제조업에 대한 구분이 재조직의 형태에 미치는 영향을 분석한다.

제조업은 자동차, 전기·전자, 식품 등을 포함하며, 비제조업은 건설업과 도매 및 소매업, 기타 업종¹으로 구성한다. 제조업은 0의 더미변수를, 비제조업은 1의 더미변수를 사용하도록 한다.

(2) 금융기관 부채비중

채권자 중 금융기관은 재조직 결정에 있어 가장 중요한 역할을 한다. 워크아웃은 금융기관이 자체적으로 선정하거나 해당기업의 신청을 통해 확정되지만 워크아웃 추진 여부는 해당기업이 거래하는 모든 채권금융기관 협의회에서 최종 결정한다. 워크아웃이 결정되면 금융기관 대출금의 출자전환, 상환유예, 이자감면, 부채삭감 등과 같은 금융지원이 이루어진다. 채권단과 기업의 입장 차이로 자율적인 협약체결이 어려운 경우, 법원의 결정으로 재조직을 진행시켜 나간다.

Gilson et al.(1990) 및 강동수(2004)는 사적 재조직이 기업의 금융기관에 대한 의존도와 깊은 관련이 있음을 보였다. 따라서 재무적 곤경을 갖는 기업의 채권자 중 금융기관 비중이 높을수록 사적으로 재조직될 가능성이 높다고 예측할 수 있다.

기업의 재무제표를 통해서 금융기관 채권비중을 정확히 파악할 수는 없다. 보통 회사채를 제외한 기업의 장기차입금 대부분은 금융기관을 통해 조달하므로, 본 연구에서는 총부채 가운데 장기차입금의 비중을 금융기관 부

¹ 전문, 과학 및 기술서비스업, 출판 영상, 방송통신 및 정보서비스업, 사업시설관리 및 사업지원서비스업, 운수업

채 비중으로 설정한다.

$$\text{FIN_debt} = \frac{\text{장기차입금}}{\text{총부채}}$$

(3) 이자보상비율

Hoshi & Scharfstein(1990)과 White(1991), Routledge & Gadenne(2000)은 기업의 수익성 전망이 좋은 경우, 신주발행 등 내부 자금조달이 원활할 뿐만 아니라 회사채 발행 및 장기차입금 조달 등 외부자금 조달도 쉬워지게 되므로 사적 재조직 가능성이 높다고 하였다. 여기서 Hoshi & Scharfstein(1990)은 수익성을 측정하기 위한 지표로 이자보상비율을 이용하였다.

2008년 금융위기 이후 우리나라 정부의 기업구조조정 원칙은 채권 금융기관이 자율적으로 거래 기업의 옥석을 가려내도록 하는 것이다. 이에 은행들은 영업활동 현금흐름과 이자보상비율, 이익전망 등을 종합적으로 평가해 4개 등급으로 나누어 이중 C등급을 받은 업체는 워크아웃에 들어가고 D등급은 회사정리제도를 추진하는 기준을 정하고 있다. 따라서 기업의 이자보상비율이 높을수록 사적 재조직 가능성이 높다고 예측할 수 있다.

본 연구에서는 수익성을 측정하기 위하여 영업이익을 이자비용으로 나눈 이자보상비율을 사용한다.

$$\text{Int_redem} = \text{이자보상비율}$$

(4) 기업규모

Campbell(1996)은 규모가 큰 기업이 재조직 가능성이 높음을 보여주고 있다. 이는 대규모 기업일수록 부채 재조정을 위한 추가 부채에 대해 담보를 설정할 능력이 있으며, 또한 파산비용도 소규모 기업보다 상대적으로 작기 때문에 해석하고 있다. 대규모 기업이 퇴출하는 경우, 소규모 기업에 비해 많은 부채를 갖고 있으므로 부실 채권의 규모가 크다. 따라서 금융기관은 대규모 기업에 대한 기존 대출의 회수를 위해 새로운 부채를 공급해 기업을 정상화시킨 다음, 기존 및 신규 대출 회수하려고 한다. 김석진과 변혁수(2004)는 대규모 기업에 대한 대출 부실을 줄이기 위해 채권자들은 사적 재조직을 선택한다고 보았다.

본 연구에서는 이상의 이유를 바탕으로 대규모 기업이 소규모 기업에 비해 사적으로 재조직 될 가능성이 실제로 높은지를 검토하도록 한다.

기업규모는 부채의 장부가치 총액에 결산일의 자기자본의 시장가치를 합한 금액에 자연로그를 취해서 구한다. 자기자본의 시장가치는 발행주식수에 결산일의 주식 종가를 곱해서 구한다.

$$\text{Size} = \log(\text{총부채} + \text{자기자본의 시장가치})$$

(5) 보증 회사채 비중

담보 혹은 보증 부채의 비중과 재조직 형태에 대해서는 많은 논란의 여지가 있다. 담보 부채나 보증 부채를 많이 가진 채권자 입장에서는 기업이 청산을 하더라도 채권 회수에 문제가 없으므로 재조직 보다는 청산을 선택할 수도 있다. 기업이 재무적 곤경에 처한 경우, 재조직을 위해 추가 자금을

투입할 때 담보 및 보증 채권을 가진 채권자는 무보증 채권자보다 추가 자금의 투입에 소극적일 수 있다. 이는 추가 자금의 회수가 불투명할 수 있기 때문이다.

그러나 청산 과정에서 채권 회수에 많은 시간이 걸리는 문제와 청산 이후 담보 가치의 하락 등으로 인한 채권 가치의 감소 문제가 발생할 수 있다. 이러한 이유로 인해 Fisher & Martel(1995)은 담보 부채의 비율이 높을수록 재조직 경향이 크다고 밝히고 있다.

재조직 과정에서 담보 및 보증 채권 보유자는 무보증 채권 보유자에 비해 보다 유리한 입장을 견지할 수 있다. 즉, 추가 자금의 조달 측면에서 무보증 채권 보유자는 회사의 갱생을 위해 보다 적극적인 반면에 담보 및 보증 채권자는 소극적이면서도, 재조직 결정에서 가장 큰 영향력을 행사할 수 있다.

이러한 다양한 근거로 인해 담보 및 보증 부채의 채권자는 청산과 사적 재조직의 영향을 비교해 보다 유리한 방향으로 결정할 가능성이 크다. 따라서 담보 혹은 보증 부채의 비중과 재조직 형태에 대해서는 많은 분석이 가능하다.

우리나라 기업의 재무제표를 바탕으로 부채의 담보 여부를 파악하는 것이 쉽지 않다. 따라서 우리나라 실정을 고려하여 담보부채 대신 보증회사채가 회사채 전체 발행액 또는 총부채 중에 차지하는 비중을 설정하도록 한다. 그러나 분석대상 기업 가운데는 회사채를 발행하지 않는 기업도 존재하기 때문에 회사채 전체 발행액을 분모로 하지 않고 총부채를 분모로 사용하여 보증 회사채 비중으로 사용하도록 한다.

$$\text{Secure} = \frac{\text{보증회사채}}{\text{총부채}}$$

(6) 채무자와 채권자 교섭력

Pierre Mella-Barrel(1999)은 채무자와 채권자의 교섭력은 레버리지에 의해 결정된다고 했다. 그들은 기업의 레버리지 비중이 높을수록 청산보다는 재조직을 선택하는 경향을 보인다고 하였다. 그들은 채무자가 그들의 부채에 대해 ‘조기’ 지급불능 결정을 할 때, 채권자는 기업을 강제 청산시키는 것보다는 계속 존속시키는 것이 잔여 청구권자로서 채권자 공통의 이익에 부합한다고 주장하고 있다. Wruck(1990)은 높은 부채비율을 갖는 기업이 재무적 곤경에 처하게 되면 사적 재조직에 대한 강한 동기를 갖는다고 했다. 따라서 레버리지 비중이 높을수록 사적으로 재조직될 가능성이 높다고 예측할 수 있다. 반면에 Routledge & Gadenne(2000)는 레버리지 비중이 높을수록 재조직 가능성이 낮아진다는 연구를 보이고 있다.

본 연구에서 채무자와 채권자의 교섭력은 Pierre Mella-Barrel(1999)의 연구를 바탕으로 부채비율로 설정한다.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{총부채}}{\text{자기자본의 시장가치}}$$

(7) 유동성

유동성은 기업의 부실 정도를 잘 예측한다고 알려져 있다. Fisher & Martel(1995) 및 Routledge & Gadenne(2000)은 무담보 채권자가 채권 금액을 할인하여 기업에 청구할 경우 기업은 보유한 유동자산으로 상환할 채권 가운데 일부를 면제 받고 나머지를 상환함으로써 채무구조가 개선될 수 있음을 파악했다. 이들은 재무적 곤경에 처해 있지만 유동성이 높은 기업은 무담보 채권을 유리한 조건으로 상환한 후, 개선된 채무구조를 통해 장기적

으로 높은 수익을 얻을 가능성이 높다고 보았다. 따라서 채권자가 유동성이 높은 기업을 사적으로 재조직하면 기존 채권의 회수뿐만 아니라 자기자본에 대한 투자를 통해 보다 높은 이익을 얻을 수 있다고 추정할 수 있다.

본 연구에서 유동성의 대리변수는 전체 자산의 시장가치 가운데 유동자산에서 유동부채를 차감한 순순전자본의 비중으로 설정한다.

$$Liq = \frac{\text{유동자산} - (\text{매입채무} + \text{단기차입금} + \text{유동성장기부채})}{\text{총부채} + \text{자기자본의 시장가치}}$$

(8) 주식수익률

Gilson et al.(1990)은 사적으로 부채를 재조직한 기업이 법적 재조직인 Chapter11의 기업에 비해 주식수익률에서 우수한 성과를 거두었음을 보이고 있다. 이는 주식수익률이 높은 기업을 사적 재조직 대상으로 하였기 때문에 사후적으로 높은 성과를 거둔 것으로 해석할 수도 있다. 또한 동일한 수준의 주식수익률을 갖고 있다고 해도 사적 재조직 과정에서 채권단의 적극적인 추가 부채 조달을 통해 기업의 가치가 상승했기 때문으로 파악할 수도 있다.

본 연구에서는 재조직 직전 연도와 직후 연도까지를 모두 분석하므로, 주식수익률이 미치는 사전적 혹은 사후적 효과를 측정할 수 있다. 만약 재조직 직전 연도와 재조직 당해 연도의 주식수익률이 재조직 형태에 유의한 영향을 미친다면 주식수익률이 재조직 형태의 결정에 영향을 미치고 있음으로 해석할 수 있다. 반면에 재조직 직후 연도에 유의한 영향을 갖는 것으로 나타났다면 재조직을 통해 기업의 가치가 개선된 것으로 이해할 수 있다.

본 연구의 주식수익률 변수는 기말 자기자본의 시장가치를 기초 자기자본

의 시장가치로 나누어 계산한다.

$$\text{Stock_return} = \frac{\text{기말 자기자본의 시장가치}}{\text{기초 자기자본의 시장가치}}$$

2) 소유구조 관련 변수

(1) 소유 집중도

소유 집중도가 재조직 형태에 미치는 영향은 많은 논란을 갖는다. 최대주주나 주요주주의 지분이 다른 주주보다 많을 경우, 이들은 기업의 지배권을 유지할 수 있는 재조직 형태를 선택한다. 법정관리를 통해 대주주의 지분이 무상 소각되어 지배권을 완전히 상실할 위험이 클 경우, 대주주는 사적 재조직을 선택한다. 그러나 법정관리를 하더라도 대주주 지분의 일부 소각만 있어 지배권을 유지할 수 있는 경우, 대주주는 법적 재조직을 희망한다. 이 경우 대주주는 기존 부채의 탕감과 채권 상환의 동결 등을 통해 재무구조를 개선할 수 있으면서도 지배권을 유지하기 때문에 채권자보다 상대적으로 부의 감소가 작을 수 있다.

채권자 입장에서도 대주주의 지분이 많은 경우 사적 재조직의 진행에 유리할 수도 불리할 수도 있다. 대주주의 소유 집중이 높은 경우, 채권자는 기존 부채의 자기자본 전환 등을 협상할 수 있는 파트너가 단순하기 때문에 사적 재조직을 빠르게 진행할 수 있다. 그러나 대주주가 지배구조의 개선을 용인하지 않는 경우, 대주주와의 협상은 많은 시간을 요구하게 됨으로써 적시 자금 투입이 어렵게 된다.

Putnam(1991)과 장범식과 황인덕(2008)은 대주주와의 협상이 용이하지 않

을 경우 채권단은 사적 재조직 보다는 법적 재조직이나 청산절차를 선호한다고 신호를 보내고 있다. 이러한 경우 대주주 입장에서는 법적 재조직이나 청산절차에 들어가는 것보다는 구조조정과정에 적극 협조하고자 한다고 보았다.

White(1984, 1989)와 Routledge & Gadenne(2000)는 재조직 추진에 관심이 있는 주요 주주들은 청산을 피하기 위한 추가자금을 확보하기 위해 다양한 전략을 사용한다고 했다. 예를 들어 주주들은 주요한 채권자의 지원을 확보하기 위해 기업의 재산분배에 있어 자신의 청구액을 포기하는 인센티브를 제공함으로써 청산을 피하려고 한다. 우리나라의 워크아웃의 경우 대주주는 채권단협의회의 동의를 얻기 위해 출자전환을 통해 부채를 자본금으로 전환하면서 그들의 지지를 얻을 수 있다. 따라서 소유 집중도가 높을수록 사적으로 재조직될 가능성이 높다고 예측할 수 있다.

CEO 교체는 기업의 지배권을 누가 갖느냐에 의해 결정된다고 볼 수 있다. 2008년 통합도산법에 의해 기존 경영자의 경영이 가능하게 되었지만 실제로 대부분의 법적 재조직 기업은 법원에 의해 경영자의 교체가 이루어져 왔다. 따라서 CEO 교체 여부에 대한 분석은 사적 재조직 기업으로 한정하도록 한다. 사적 재조직 기업에서 CEO 교체 여부는 기존 대주주의 지배권이 채권단으로 넘어가느냐에 의해 결정된다. 재조직 당해 연도나 직후 연도에 CEO의 교체가 발생했다면 이는 기존 주주의 지배권이 채권단으로 넘어갔음을 의미한다.

Denis, Denis & Sarin(1997)과 Jostarndt & Sautner(2008)은 소유 집중도는 CEO 교체 가능성을 높임을 확인하였다. 그들은 개인 투자자의 소유 집중도 보다는 채무 재조정을 통해 지배권을 획득한 금융기관의 소유 집중도가 CEO 교체에 보다 큰 영향을 미침을 주장하였다. 이러한 결과는 Gilson

(1989)의 연구에서도 지지하고 있다. 이는 재무적 곤경으로 인한 모니터링이 내부에서 외부로 옮겨지면서 CEO 교체가 증가함을 의미한다.

본 연구에서 소유 집중도는 Jostarndt & Sautner(2008)과 마찬가지로 허핀달 지수(Herfindahl index)를 사용한다. 허핀달 지수는 시장 지배력이나 시장 경쟁력을 측정하기 위한 지표이지만, 여기서는 기업 소유구조의 집중도를 측정하는데 사용한다. 본 연구에서 설정한 허핀달 지수는 다음과 같다.

$$\text{Herfindahl} = (\text{최대주주 및 특수 관계인의 지분율})^2 + (\text{주요주주의 지분율})^2$$

(2) 소유구조

Demsetz & Villalonga(2001)은 소유구조의 형태와 기업 성과와의 관계를 측정하였다. Gilson(1989)과 Gorton & Schmid(2000), Jostarndt & Sautner(2008)은 외부 투자자(은행, 기관투자자) 소유지분이 CEO 교체 및 기업 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 분석하였다. 달라짐에 대하여 언급하고 있다. 이들은 외부 투자자의 지분이 높을수록 모니터링이 강화되어 보다 많은 CEO의 교체가 발생하며, 기업 성과도 보다 개선되고 있음을 밝히고 있다. 임원은 CEO와 동일한 이해관계를 갖고 있다. 이들의 지분이 증가할수록 CEO를 보다 많이 지지하며 따라서 CEO의 경영 통제권은 강화된다. Denis, Denis & Sarin(1997)과 Franks & Mayer(2001) 및 Iqbal & French(2007)는 임원의 소유지분이 높을수록 CEO의 영향력을 증가시킴으로써 CEO가 보다 큰 경영 통제권을 갖도록 하고 있음을 주장하고 있다. 또한 그들은 임원의 소유지분이 높을수록 CEO 교체에 부정적임을 밝히고 있다.

Jostarndt & Sautner(2008)은 독일기업을 대상으로 재무적 곤경이 있는

기업의 개인 투자자(개인 및 가족 투자자) 및 관계회사는 동일한 이해관계를 갖고 있으므로 그들의 지분이 줄어들수록 재무적 곤경 기업에 대한 경영 통제력이 약화된다고 주장하였다. 신현한과 장진호(2003)는 CEO가 최대주주 및 최대주주의 특수 관계인과 외부 투자자의 이해가 일치하여 성과가 좋지 않은 CEO를 교체할 가능성이 높음을 주장하였다.

본 연구에서는 이들이 사용한 소유구조 형태를 바탕으로 재조직에 미치는 영향 및 CEO 교체 여부를 검토하도록 한다.

본 연구는 Demsetz and Villalonga(2001)와 마찬가지로 각 소유구조를 다음과 같이 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{대주주 지분율(top_own)} &= \text{최대주주 지분율} + \text{특수 관계인 지분율} \\ \text{친인척 지분율(rel_own)} &= \text{최대주주 지분율} + \text{특수 관계인 중 친인척,} \\ &\quad \text{임원 지분율} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{관계회사 지분율(str_own)} &= \text{최대주주 지분율} + \text{특수 관계인 중 관계회사} \\ &\quad \text{지분율} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{기관투자자 지분율(fin_own)} &= \text{5\%이상 주식을 소유한 기관투자자의} \\ &\quad \text{지분율} \end{aligned}$$

$$\text{은행 지분율(bank_own)} = \text{5\%이상 주식을 소유한 은행 지분율}$$

$$\begin{aligned} \text{상임임원의 지분율(exec_own)} &= \text{최대주주} + \text{특수 관계인 중} \\ &\quad \text{(등기이사)상임임원 지분율} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{비상임 임원 지분율(n_exec-own)} &= \text{최대주주와 특수 관계인 중} \\ &\quad \text{(등기이사)비상임 임원 지분율} \end{aligned}$$

IV. 실증분석 결과

1. 사적 및 법적 재조직 기업의 재무적 특성에 관한 연구

1) 상관계수

<표 1>은 본 연구에서 선택한 재무 변수 간의 피어슨 상관관계 결과를 나타내고 있다. 패널A, B, C는 재조직 직전 년도와 당해 연도, 1차년도와 2차년도, 3차년도의 각 시점별 전체기업(제조업+비제조업)과 제조업 및 비제조업의 상관관계를 보여주고 있다.

<표 1> 재조직 직전, 당해, 1차 년도의 재무변수의 상관계수

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식수익률을 나타낸다.

| 패널A : 재조직 직전 년도의 상관계수 | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|----------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------|-------------------|-------|--------------------|--------------------|-------|-------|
| | fin_debt | | int_redem | | size | | secure | | leverage | | liq | |
| int_redem | -0.05 | | | | | | | | | | | |
| | -0.13 | 0.06 | | | | | | | | | | |
| size | 0.03 | | 0.17 ^b | | | | | | | | | |
| | 0.08 | 0.04 | 0.03 | 0.45 ^a | | | | | | | | |
| secure | -0.10 | | -0.04 | | 0.02 | | | | | | | |
| | -0.05 | -0.14 | 0.25 ^b | -0.41 ^a | 0.11 | -0.17 | | | | | | |
| leverage | -0.07 | | -0.07 | | 0.17 ^b | | -0.11 | | | | | |
| | -0.09 | 0.04 | -0.11 | 0.02 | 0.16 ^c | 0.20 | -0.10 | -0.24 | | | | |
| liq | 0.13 | | 0.12 | | -0.17 ^b | | 0.05 | | -0.09 | | | |
| | 0.08 | 0.30 ^b | 0.05 | 0.26 ^c | -0.21 ^b | -0.10 | 0.03 | 0.09 | -0.05 | -0.24 ^c | | |
| stock_return | 0.08 | | 0.13 | | 0.14 ^c | | 0.21 ^a | | -0.20 ^b | | -0.05 | |
| | 0.11 | 0.12 | 0.25 ^a | 0.05 | 0.12 | 0.12 | 0.31 ^c | 0.12 | -0.20 ^a | -0.28 ^b | -0.03 | -0.09 |
| 패널B : 재조직 당해 연도의 상관계수 | | | | | | | | | | | | |
| | fin_debt | | int_redem | | size | | secure | | leverage | | liq | |
| int_redem | 0.12 | | | | | | | | | | | |
| | 0.12 | 0.12 | | | | | | | | | | |
| size | -0.10 | | 0.03 | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | -0.11 | -0.06 | -0.09 | 0.28 ^b | | | | | | | | |
| secure | -0.08 | | -0.05 | | 0.11 | | | | | | | |
| | -0.06 | -0.12 | 0.01 | -0.16 | 0.17 ^c | -0.01 | | | | | | |
| leverage | -0.12 | | -0.17 ^b | | 0.06 | | -0.04 | | | | | |
| | -0.10 | -0.17 | 0.07 | -0.41 ^a | 0.16 | 0.00 | -0.09 | -0.06 | | | | |
| liq | 0.29 ^b | | 0.05 | | -0.02 | | 0.01 | | -0.04 | | | |
| | 0.33 ^b | 0.23 ^c | 0.04 | 0.07 | -0.09 | 0.05 | -0.07 | 0.07 | -0.08 | -0.05 | | |
| stock_return | -0.08 | | 0.02 | | 0.01 | | -0.05 | | -0.03 | | 0.00 | |
| | -0.10 | -0.15 | 0.03 | -0.01 | 0.03 | 0.05 | -0.06 | 0.12 | -0.06 | -0.19 | 0.01 | 0.04 |

패널C : 재조직 1차 년도의 상관계수

| | fin_debt | | int_redem | | size | | secure | | leverage | | liq | |
|--------------|--------------------|-------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------|------|------|
| size | -0.03 | | 0.19 ^b | | | | | | | | | |
| | -0.04 | 0.04 | 0.09 | 0.32 ^b | | | | | | | | |
| secure | -0.18 ^b | | -0.06 | | 0.10 | | | | | | | |
| | -0.17 ^c | 0.18 | -0.09 | -0.04 | 0.09 | 0.10 | | | | | | |
| leverage | -0.02 | | 0.03 | | 0.16 ^b | | -0.08 | | | | | |
| | 0.05 | -0.04 | 0.06 | 0.01 | 0.31 ^a | 0.08 | -0.21 ^b | -0.04 | | | | |
| liq | 0.10 | | 0.18 ^b | | -0.16 ^b | | -0.02 | | -0.16 ^b | | | |
| | 0.17 ^c | 0.08 | 0.16 ^c | 0.18 | -0.36 ^a | -0.03 | 0.00 | -0.08 | -0.28 ^a | -0.20 | | |
| stock_return | -0.10 | | 0.02 | | -0.02 | | 0.34 ^a | | -0.04 | | 0.01 | |
| | -0.13 | -0.22 | 0.04 | -0.11 | -0.01 | -0.22 ^c | 0.43 ^a | 0.53 ^a | -0.08 | -0.08 | 0.04 | 0.12 |

주 1) a, b, c는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

주 2)

| |
|-------|
| ① |
| ② ③ |

 ① 전체기업, ② 제조업, ③ 비제조업

<표 1>의 패널A는 재조직 직전 년도를 제시하고 있다. 공통적으로 전체기업(제조업+비제조업) 각각에서 주식수익률(stock_return)과 부채비율(leverage)이 매우 높은 음(-)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 부채비율이 높을수록 자기자본의 시장가치가 하락함을 의미한다. 일반적으로 기업이 높은 부채비율을 감수할 경우 주가가 상승하는 현상이 나타난다. 하지만 본 연구의 분석대상은 재무적 곤경에 처한 기업으로 한정하고 있다. 이들은 지나치게 높은 부채를 사용하고 있으며, 높은 부채비율은 기업 파산비용을 증대시켜 주가를 하락시키는 요인으로 작용하는 것으로 예상할 수 있다.

전체기업의 경우 이자보상비율(int_redem)과 기업규모(size), 부채비율

(leverage)과 기업규모(size), 주식수익률(stock_return)과 보증회사채 비중(secure)이 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 유동성(liq)과 기업규모(size)는 음(-)의 상관관계를 보이는 것으로 나타나고 있다.

제조업의 경우 유동성(liq)과 기업규모(size)의 상관관계가 전체기업의 결과와 동일하게 나타났으며, 또한 이자보상비율(int_redem)은 보증회사채 비중(secure) 및 주식수익률(stock_return)과의 상관관계에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 것으로 나타나고 있다.

비제조업의 결과에서는 이자보상비율(int_redem)과 기업규모(size)는 전체기업 결과와 마찬가지로 유의한 양(+)의 값을 갖는 반면 비제조업의 경우 보증회사채 비중(secure)과 이자보상비율(int_redem)이 제조업의 경우와는 반대로 음(-)의 상관관계를 보여 제조업과 비제조업 간 두 변수의 상관관계 차이가 있음을 확인하였다. 또한 비제조업의 경우에서만 유동성(liq)과 금융기관 부채비중(fin_debt)이 양(+)의 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.

<표 1>의 패널B는 재조직이 이루어진 직후의 재무변수의 상관관계를 보여주고 있다. 우선, 전체기업의 결과에서는 금융기관 부채비중과 유동성이 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 부채비율과 이자보상비율이 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.

금융기관 부채비중과 유동성은 전체기업의 결과와 마찬가지로 제조업에서도 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

그리고 이자보상비율과 기업규모 및 부채비율과 이자보상비율이 비제조업에서만 유의한 결과를 보여주고 있다. 따라서 이 변수 간에도 제조업과 비제조업 간 차이가 있음을 확인하였다.

<표 1>의 패널C는 제조직 1차년의 재무자료 상관관계를 나타내고 있다. 이는 제조직 직전 년도의 전체기업에 대한 상관관계 결과와 대부분 유사하다. 다만 금융기관 부채비중과 보증회사채 비중, 이자보상비율과 유동성, 유동성과 부채비율이 유의한 상관관계를 갖고 있음을 확인하였다.

제조업과 비제조업은 전체기업의 결과와 마찬가지로 제조직 1차 년도에서 주식 수익률과 보증회사채 비중의 상관관계가 유의하게 나타나고 있다. 또한 제조업의 경우 기업규모와 부채비율이 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 기업규모와 유동성, 부채비율과 보증회사채 비중, 유동성과 부채비율 등이 유의한 음(-)의 상관관계를 갖고 있는 것으로 나타나고 있다. 비제조업의 경우에는 이자보상비율과 기업규모가 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

<표 2> 유의한 차이를 나타내는 상관계수

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식 수익률을 나타낸다.

| 변수 | 패널 A : 제조업과 비제조업간의 상관계수 차이 검정 | | |
|----------------------|-------------------------------|-----------|-----------|
| | Fisher's z | | |
| | -1 년 | 0 년 | +1 년 |
| int_redem - size | -2.6799*** | -2.2804** | -1.4199 |
| int_redem - secure | 3.7915*** | 1.0127 | -0.2996 |
| int_redem - leverage | -0.7474 | 3.0644*** | 0.3281 |
| size - liq | -0.6784 | -0.8758 | -2.1563** |

| 변수 | 패널 B : 전체기업의 변수간 시점별 상관계수 차이 검정 | | |
|-----------------------|---------------------------------|------------|-------------|
| | Fisher's z | | |
| | -1 년 - 0년 | 0 년 - +1 년 | -1 년 - +1 년 |
| secure - stock_return | 2.2242** | -3.4928*** | -1.1806 |

| 변수 | 패널 C : 제조업의 변수간 시점별 상관계수 차이 검정 | | |
|--------------------|--------------------------------|------------|-------------|
| | Fisher's z | | |
| | -1 년 - 0년 | 0 년 - +1 년 | -1 년 - +1 년 |
| int_redem - secure | 1.7609* | 0.6909 | 2.4475** |

| | | | |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| size - liq | -0.9189 | 2.1584** | 1.2097 |
| secure - stock_return | 2.6064*** | -3.6491*** | -0.9784 |

| 변수 | 패널 D : 비제조업의 변수간 시점별 상관관계 차이 검정 | | |
|----------------------|---------------------------------|------------|-------------|
| | Fisher's z | | |
| | -1 년 - 0년 | 0 년 - +1 년 | -1 년 - +1 년 |
| int_redem - leverage | 2.3268** | -2.3123** | 0.0586 |
| secure - leverage | 0.0290 | -2.3890** | -2.2684** |

주) 95% 신뢰구간에서 유의한 차이를 보이는 상관관계수의 결과만을 보이고 있다.

<표 2>는 제조업과 비제조업 및 각 시점별 상관관계수가 유의한 차이를 보이는 결과만 정리하고 있다. 표본의 크기가 서로 다른 상관관계수를 단순 비교하는 것은 바람직하지 않기 때문에 이러한 문제를 완화하기 위해 Fisher's Z²로 변환하여 상관관계의 차이를 검정하였다. 패널A는 각 시점별로 제조업의 상관관계수와 비제조업의 상관관계수를 비교하여 유의한 상관관계수 결과만을 나타내고 있다. 패널B, 패널C, 패널D는 각각 전체기업과 제조업 및 비제조업에서 나타난 상관관계수가 시점별(-1년과 0년, 0년과 +1년, -1년과 +1년)로 유의한 차이가 존재하는 경우만을 나타내고 있다.

패널A의 재조직 직전년도(-1년)는 <표 1>의 패널A에서 제조업과 비제조업 간 유의한 차이를 보였던 변수 가운데 이자보상비율과 기업규모, 이자보상비율과 보증회사채 비중만이 유의함을 보이고 있다. 이는 산업의 특성상 비제조업은 규모의 경제로 인해 기업의 규모가 클수록 매출이 증가하고 이로 인해 영업이익이 높게 나타난 것으로 추정할 수 있다. 또한 이자보상비율과 보증회사채 비중의 상관관계수가 제조업과 비제조업에서 서로 반대 부호를 보이는 있다는 것을 의미한다. 이는 재무적 곤경에 처한 상황에서 제조업의 경우 영업이익으로 이자를 충분히 감당하고 있을 때, 비제조업에 비해 상대

² 표본의 크기로 인한 영향을 제거하여 상관관계수의 차이를 검정하기 위한 방법으로, Fisher's $z = 0.5 \ln(1+r/1-r)$ 에 의해 Z값을 구한다. 여기서 r은 피어슨 상관관계수이다.

적으로 많은 고정자산을 보호하기 위해 보증회사채를 발행하는 것으로 볼 수 있다. 동일한 경우 비제조업은 무보증회사채를 보다 발행한 것으로 해석할 수 있다.

패널A의 재조직 당해 연도(0년)는 이자보상비율과 기업규모가 재조직 직전 연도와 마찬가지로 유의한 차이를 보이고 있으며, 이외에도 이자보상비율과 부채비율이 유의한 차이를 나타내고 있다.

비제조업의 경우 이자보상비율과 부채비율의 상관관계가 제조업에 비해 유의하게 낮게 나타나고 있다는 의미이며, 이는 비제조업은 부채규모가 클수록 금리상승에 따른 이자부담이 증가하였기 때문으로 판단할 수 있다. 제조업의 경우 고정자산과 같은 담보가 가능하기 때문에 비제조업에 비해 금리가 낮아 이자보상비율과 부채비율이 유의한 관계를 보이지 않는 것으로 추정할 수 있다.

패널A의 재조직 1차년도(+1년)는 기업규모와 유동성만이 유의한 차이를 보이고 있으며, 이는 기업규모와 유동성의 상관계수가 비제조업에 비해 제조업에서 유의하게 높게 나타나고 있다는 의미이다. 즉 제조업의 경우 기업규모가 클수록 순 운전자본 관련 투자가 증가하는 것으로 해석할 수 있었다.

패널B와 패널C는 각각 전체기업과 제조업에서 시점별로 유의한 차이를 보이는 상관계수 결과를 나타내고 있다. 패널C는 보증회사채 비중과 주식수익률이 패널B의 결과와 동일하게 나타나고 있다. 즉 제조업은 보증회사채 비중과 주가 수익률에서 시점별 상관계수가 차이를 보이고 있음을 확인하였다. 이는 제조업의 경우 이 두 변수의 상관관계가 재조직 직전이나 당해 연도에 비해 재조직 1차년에서 유의하게 높게 나타났다는 의미이다. 또한 기업규모와 유동성의 상관계수도 시점별로 차이를 보이고 있다.

패널D는 비제조업에 대해 시점별로 유의한 차이를 보이는 상관계수 결과를 나타내고 있다. 여기서는 이자보상비율과 부채비율의 상관관계가 시점별로 차이를 보이는 것으로 나타나며, 보증회사채 비중은 부채비율과의 상관계수에서 시점별로 유의한 차이를 보이고 있다.

2) 재조직 시점별 평균 및 분산분석(ANOVA) 결과

이하에서는 각 재조직 방법에 대해 각 시점별 차이를 분석하고 있다. 이를 위해 재조직 방법 각각의 시점별 재무변수 평균과 이들의 차이를 분석하기 위한 ANOVA를 살펴보았다. <표 3>은 각 재조직 방법의 시점별 재무변수 평균을 나타내고 있다.

<표 3> 재조직 시점별 재무변수의 평균

fin_debt는 금융기관 부채비율, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식 수익률을 나타낸다. 또한 n은 표본수, mean은 평균값, std는 표준편차를 나타낸다.

| | | 패널 A : 사적 재조직 시점별 재무변수의 평균 | | | | | | | | |
|--------------|--------------|----------------------------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|
| | | 전체 기업 | | | 제조업 | | | 비제조업 | | |
| 재조직 직전 연도 | 변수 | n | mean | std | n | men | std | n | mean | std |
| | 재조직 직전 연도 | fin_debt | 62 | 0.10 | 0.10 | 39 | 0.12 | 0.11 | 23 | 0.08 |
| int_redem | | 66 | 0.78 | 1.03 | 40 | 0.58 | 0.83 | 26 | 1.09 | 1.23 |
| size | | 62 | 20.17 | 1.42 | 39 | 19.95 | 1.41 | 23 | 20.54 | 1.38 |
| secure | | 60 | 0.05 | 0.09 | 38 | 0.05 | 0.08 | 22 | 0.05 | 0.11 |
| leverage | | 62 | 20.59 | 19.04 | 39 | 18.58 | 16.78 | 23 | 23.99 | 22.34 |
| liq | | 62 | 0.05 | 0.25 | 39 | 0.02 | 0.19 | 23 | 0.09 | 0.32 |
| stock_return | | 62 | -0.38 | 0.60 | 39 | -0.34 | 0.57 | 23 | -0.45 | 0.64 |
| 재조직 당해 연도 | fin_debt | 65 | 0.29 | 0.20 | 39 | 0.31 | 0.21 | 26 | 0.26 | 0.19 |
| | int_redem | 66 | -0.72 | 2.92 | 40 | -0.99 | 3.45 | 26 | -0.31 | 1.83 |
| | size | 65 | 20.15 | 1.41 | 39 | 19.97 | 1.37 | 26 | 20.43 | 1.45 |
| | secure | 59 | 0.06 | 0.09 | 34 | 0.06 | 0.09 | 25 | 0.06 | 0.08 |
| | leverage | 65 | 29.21 | 56.23 | 39 | 25.71 | 27.05 | 26 | 34.46 | 83.27 |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|--------------|----|-------|-------|----|-------|-------|----|-------|-------|
| | liq | 65 | 0.07 | 0.26 | 39 | 0.03 | 0.22 | 26 | 0.12 | 0.30 |
| | stock_return | 64 | 0.36 | 1.42 | 39 | 0.19 | 1.16 | 25 | 0.61 | 1.75 |
| 재조직 1차 년도 | fin_debt | 66 | 0.33 | 0.20 | 40 | 0.35 | 0.20 | 26 | 0.29 | 0.19 |
| | int_redem | 66 | 0.60 | 1.81 | 40 | 0.39 | 2.13 | 26 | 0.93 | 1.13 |
| | size | 66 | 20.02 | 1.33 | 40 | 19.85 | 1.30 | 26 | 20.27 | 1.35 |
| | secure | 58 | 0.09 | 0.10 | 33 | 0.08 | 0.09 | 25 | 0.09 | 0.11 |
| | leverage | 66 | 31.15 | 51.78 | 40 | 32.20 | 40.93 | 26 | 29.53 | 65.99 |
| | liq | 66 | 0.13 | 0.26 | 40 | 0.09 | 0.23 | 26 | 0.18 | 0.29 |
| | stock_return | 66 | 0.69 | 2.57 | 40 | 1.06 | 3.20 | 26 | 0.12 | 0.81 |

| 패널 B : 법적 재조직 시점별 재무변수의 평균 | | | | | | | | | | |
|----------------------------|--------------|-----|-------|--------|----|-------|--------|----|--------|--------|
| 전체 기업 | | | | | | | | | | |
| 제조업 | | | | | | | | | | |
| 비제조업 | | | | | | | | | | |
| | 변수 | n | mean | std | n | men | std | n | mean | std |
| 재조직 직전 년도 | fin_debt | 102 | 0.13 | 0.16 | 71 | 0.14 | 0.17 | 31 | 0.09 | 0.15 |
| | int_redem | 104 | -0.40 | 1.89 | 72 | -0.13 | 1.77 | 32 | -1.00 | 2.04 |
| | size | 102 | 19.00 | 1.16 | 71 | 18.85 | 1.12 | 31 | 19.34 | 1.19 |
| | secure | 84 | 0.09 | 0.14 | 59 | 0.07 | 0.13 | 25 | 0.11 | 0.16 |
| | leverage | 102 | 31.10 | 55.08 | 71 | 30.40 | 61.58 | 31 | 32.71 | 36.90 |
| | liq | 99 | 0.06 | 0.40 | 68 | 0.06 | 0.44 | 31 | 0.05 | 0.31 |
| | stock_return | 103 | -0.37 | 0.87 | 72 | -0.48 | 0.56 | 31 | -0.12 | 1.31 |
| 재조직 당해 연도 | fin_debt | 105 | 0.30 | 0.30 | 73 | 0.30 | 0.29 | 32 | 0.31 | 0.31 |
| | int_redem | 107 | -1.18 | 1.93 | 75 | -1.06 | 1.89 | 32 | -1.47 | 2.02 |
| | size | 105 | 18.80 | 1.20 | 73 | 18.67 | 1.20 | 32 | 19.08 | 1.16 |
| | secure | 101 | 0.04 | 0.08 | 70 | 0.03 | 0.06 | 31 | 0.05 | 0.12 |
| | leverage | 105 | 82.20 | 253.51 | 73 | 49.77 | 95.16 | 32 | 156.20 | 431.79 |
| | liq | 105 | 0.02 | 0.79 | 73 | 0.01 | 0.68 | 32 | 0.04 | 1.02 |
| | stock_return | 101 | 5.40 | 47.62 | 70 | 7.77 | 57.15 | 31 | 0.05 | 1.78 |
| 재조직 1차 년도 | fin_debt | 106 | 0.34 | 0.32 | 74 | 0.36 | 0.31 | 32 | 0.31 | 0.34 |
| | int_redem | 107 | -0.90 | 4.84 | 75 | -0.93 | 4.06 | 32 | -0.84 | 6.39 |
| | size | 106 | 18.65 | 1.04 | 74 | 18.56 | 1.04 | 32 | 18.85 | 1.00 |
| | secure | 104 | 0.06 | 0.17 | 73 | 0.05 | 0.17 | 31 | 0.06 | 0.20 |
| | leverage | 106 | 37.26 | 92.31 | 74 | 24.09 | 34.16 | 32 | 67.72 | 157.30 |
| | liq | 106 | 0.26 | 0.29 | 74 | 0.19 | 0.22 | 32 | 0.40 | 0.37 |
| | stock_return | 105 | 17.47 | 148.28 | 73 | 24.26 | 177.75 | 32 | 1.99 | 4.29 |

<표 3>의 패널 A와 B는 각각 사적 재조직과 법적 재조직을 전체기업과 제조업 및 비제조업으로 구분하여 시점별 재무변수의 평균을 보여주고 있다.

<표 3>에서 부채비율은 매우 높은 수치를 보이고 있다. 이는 부채비율의 분모인 자기자본의 시장가치가 매우 낮기 때문이다. 특히 제조직 당해 연도의 법적 제조직 기업에서 부채비율이 높게 나타났으며, 또한 이러한 부채비율이 제조업에 비해 비제조업에서 더 높게 나타난 것은 주가의 하락 및 주식 소각 등으로 인한 자기자본의 시장가치가 비제조업에서 더 많이 하락했기 때문으로 해석할 수 있다.

<표 4> ANOVA 분석 결과

fin_debt는 금융기관 부채비율, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식수익률 수익률을 나타낸다.

| 패널A : 전체 기업의 ANOVA | | | | | | |
|--------------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
| 변수 | 사적 제조직 | | | 법적 제조직 | | |
| | 자승합 | 평균자승합 | F Value | 자승합 | 평균자승합 | F Value |
| fin_debt | 1.80128 | 0.90064 | 29.52*** | 2.76965 | 1.38483 | 18.97*** |
| int_redem | 88.6737 | 44.3368 | 10.33*** | 33.4194 | 16.7097 | 1.62 |
| size | 0.88685 | 0.44342 | 0.23 | 6.5028 | 3.2514 | 2.54* |
| leverage | 4000.51 | 2000.25 | 0.95 | 162482 | 81241.2 | 3.19** |
| secure | 0.04458 | 0.02229 | 2.72* | 0.11648 | 0.05824 | 3.08 |
| liq | 0.21564 | 0.10782 | 1.66 | 3.46875 | 1.73437 | 5.94*** |
| stock_return | 37.9058 | 18.9529 | 6.2*** | 17276 | 8637.99 | 1.05 |

| 패널B : 제조업의 ANOVA | | | | | | |
|------------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
| 변수 | 사적 제조직 | | | 법적 제조직 | | |
| | 자승합 | 평균자승합 | F Value | 자승합 | 평균자승합 | F Value |
| fin_debt | 1.18162 | 0.59081 | 18.24*** | 1.80159 | 0.90079 | 12.76*** |
| int_redem | 58.5223 | 29.2611 | 5.13*** | 36.9581 | 18.4791 | 2.37* |
| size | 0.31405 | 0.15703 | 0.08 | 3.09687 | 1.54843 | 1.23 |
| leverage | 3662.4 | 1831.2 | 2.03 | 26211.7 | 13105.9 | 2.81* |

| | | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| secure | 0.02277 | 0.01138 | 1.54 | 0.07249 | 0.03625 | 2.26 |
| liq | 0.10743 | 0.05371 | 1.15 | 1.37754 | 0.68877 | 2.96* |
| stock_return | 39.2633 | 19.6316 | 4.89*** | 23032.3 | 11516.1 | 0.98 |

| 패널C : 비제조업의 ANOVA | | | | | | |
|-------------------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|
| 변수 | 사적 재조직 | | | 법적 재조직 | | |
| | 자승합 | 평균자승합 | F Value | 자승합 | 평균자승합 | F Value |
| fin_debt | 0.64304 | 0.32152 | 11.83*** | 1.02061 | 0.5103 | 6.41*** |
| int_redem | 30.4106 | 15.2053 | 7.45*** | 6.99141 | 3.4957 | 0.21 |
| size | 0.86747 | 0.43373 | 0.22 | 3.83686 | 1.91843 | 1.53 |
| leverage | 1339.49 | 669.743 | 0.16 | 256436 | 128218 | 1.79 |
| secure | 0.02196 | 0.01098 | 1.13 | 0.05394 | 0.02697 | 1.04 |
| liq | 0.11106 | 0.05553 | 0.6 | 2.69461 | 1.3473 | 3.15** |
| stock_return | 13.4378 | 6.71892 | 4.81** | 87.0153 | 43.5076 | 5.53*** |

<표 4>는 ANOVA 분석 결과를 나타내고 있다. <표 4>에서 전체기업은 공통적으로 사적 재조직과 법적 재조직 모두 금융기관 부채비중에서 시점별로 유의한 평균의 차이를 보이고 있음을 나타내고 있다. 이는 제조업과 비제조업에서도 동일한 결과를 보여주고 있어 제조업과 비제조업 모두 어떠한 재조직 방법을 사용하더라도 재조직이 진행되면서 금융기관 부채비중의 변화가 발생했음을 알 수 있다. 금융기관 부채비중이 시점별로 차이를 보이는 이유는 두 가지로 해석이 가능하다. 첫째는 사적 재조직과 법적 재조직 기업 모두에서 재조직 기간 중 금융기관의 추가적인 대출로 인해 장기차입금이 증가한 것으로 예상되며 이는 <표 3>을 통해 확인할 수 있다. 둘째는 분모인 총부채 중에서 단기차입금을 장기차입금으로 전환하거나 단기차입금을 탕감시키는 등에 따른 결과로 해석된다.

전체기업의 결과는 이자보상비율과 주가 수익률이 사적 재조직에서 시점

별로 유의한 차이가 있음을 나타내고 있다. 제조업과 비제조업에서도 이자 보상비율은 전체기업의 결과와 마찬가지로 사적 재조직에서 유의한 차이를 나타내고 있다. 반면에 비제조업의 경우 주가 수익률은 사적 재조직뿐만 아니라 법적 재조직에서도 유의한 차이를 보이고 있다.

법적 재조직은 전체기업과 제조업 및 비제조업 모두 시점별로 부채비율과 유동성 등에서 사적 재조직과는 달리 유의한 차이를 나타내고 있다. 우선 부채비율에서는 <표 3>을 통해 확인할 수 있듯이 재조직 당해 연도에서 자기자본의 시장가치가 매우 작기 때문에 나타난 결과라고 볼 수 있다. 이는 법적 재조직이 진행되면서 유동성이 크게 증가하기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 특히 재조직 1차 년도에서 유동성 수준은 재조직 직전이나 재조직 당해 연도에 비해 현저한 차이를 보이고 있다.

3) 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과

<표 5>은 사적 재조직과 법적 재조직 기업 사이에 재무적 변수의 차이가 존재하는지를 나타내고 있다. 전체적으로 금융기관 부채비중(fin_debt)은 어떠한 재조직 방법을 사용하든 유의한 차이를 나타내지 않음을 보이고 있다.

이는 부채의 장, 단기구조가 사적 재조직과 법적 재조직 여부에 아무런 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

<표 5> 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식 수익률을 나타낸다.

| 변수 | -1 년 | | | 0 년 | | | +1 년 | | |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | 전체 | 제조업 | 비제조업 | 전체 | 제조업 | 비제조업 | 전체 | 제조업 | 비제조업 |
| fin_debt | -1.11 (0.2672) | -0.91 (0.3661) | -0.35 (0.7245) | -0.35 (0.7244) | 0.13 (0.8936) | -0.68 (0.4982) | -0.47 (0.6362) | -0.21 (0.8379) | -0.29 (0.7742) |
| int_redem | 5.24*** (<.0001) | 2.86*** (0.005) | 4.81*** (<.0001) | 1.14 (0.2566) | 0.12 (0.9063) | 2.31** (0.0249) | 2.89*** (0.0044) | 2.27** (0.0249) | 1.53 (0.1346) |
| size | 5.49*** (<.0001) | 4.51*** (<.0001) | 3.35*** (0.0017) | 6.44*** (<.0001) | 4.96*** (<.0001) | 3.85*** (0.0004) | 7.16*** (<.0001) | 5.42*** (<.0001) | 4.48*** (<.0001) |
| secure | -1.99** (0.0484) | -1.38 (0.1694) | -1.54 (0.1318) | 1.63 (0.105) | 1.78* (0.0817) | 0.13 (0.8959) | 1.34 (0.182) | 1.08 (0.2828) | 0.67 (0.5052) |
| leverage | 1.76* (0.0802) | -1.52 (0.1327) | -1.08 (0.2868) | -2.06** (0.0414) | -2.01** (0.0471) | -1.56 (0.1282) | -0.56 (0.5791) | 1.07 (0.2892) | -1.25 (0.2197) |
| liq | -0.24 (0.8079) | -0.65 (0.5181) | 0.42 (0.6756) | 0.62 (0.5331) | 0.28 (0.783) | 0.46 (0.6496) | -3.07*** (0.0026) | -2.32** (0.0231) | -2.52** (0.0148) |
| stock_return | -0.05 (0.9598) | 1.26 (0.2102) | -1.21 (0.2328) | -1.06*** (<.0001) | -1.11 (0.2714) | 1.2 (0.2372) | -1.16 (0.2472) | -1.12 (0.2685) | -2.41** (0.0216) |

주) 괄호 안의 값은 p-value 임.

재조직 방법의 결정은 주로 재조직 직전 년도의 재무자료를 통해 이루어진다. 재조직 직전 년도의 자료를 분석하면 재조직 방법의 차이는 이자보상비율(int_redem)과 기업규모(size) 등에 의해 결정되는 것으로 나타났다. 즉 전체기업, 제조업 및 비제조업 모두 이자보상비율이 높을수록, 기업규모가 클수록 사적 재조직을 선택하고 있음을 알 수 있다. 이는 기존 Campbell(1996)과 김석진과 변혁수(2004)연구와 일치하는 결과를 보여주었으며 이러한 변수들이 재조직 방법을 선택하는데 매우 중요한 영향을 미치는 요인이라는 것을 다시 한번 확인시켜 주었다. 보증회사채 비중(secure)은 전체기업의 결과에서만 유의한 음(-)의 값을 갖고 있으며, 이는 법적 재조직 기업에 비해 사적 재조직 기업의 보증회사채 편입비중이 크지 않은 것으로 해석할 수 있다.

재조직이 이루어진 당해 연도의 재무자료를 분석하면, 재조직 방법에 따라 어떠한 차이가 있는지 알 수 있다. 분석 결과 법적 및 사적 재조직 기업 사이에 기업규모의 차이는 재조직 직전 년도와 마찬가지로 전체기업, 제조업 및 비제조업 모두에서 유의한 차이를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.

부채비율은 제조업의 경우에서만 유의한 차이를 보이고 있는 것으로 나타나 재조직 방법을 선택하는 데 있어 제조업의 경우 법적 재조직 기업의 부채비율이 사적 재조직 기업에 비해 매우 높은 것을 알 수 있었다.

재조직이 실행된 이후 1차년에는는 전체기업, 제조업 및 비제조업 모두 이자보상비율과 기업규모 및 유동성 등에서 유의한 차이를 보이고 있으며, 이는 사적 재조직을 선택한 기업이 수익성과 재무구조 측면에서 보다 우월한 성과를 보이고 있는 것으로 해석할 수 있다.

4) 프로빗 분석 결과

상관관계 분석에서 다른 변수와 높은 상관계수를 발생하는 변수를 제외한 후, 프로빗 분석 모형을 설정했다. 예컨대, <표 1>에서 패널A는 전체기업의 결과에서 이자보상비율과 기업규모, 부채비율과 기업규모, 유동성과 기업규모, 주가 수익률과 보증회사채 비중, 주가 수익률과 부채비율은 매우 높은 상관관계를 보이고 있으므로 이들을 동일한 모형에서 분석하지 않는다.

각 모형은 상관관계가 유의하지 않은 재무변수에 따라 구분하고 있다. 예를 들어 모형 1에서는 이자보상비율, 보증회사채 비중, 부채비율, 유동성을 제외한 3개 재무 변수를 모형으로 설정하였으며, 모형 2에서는 기업규모, 주가 수익률을 제외한 5개 재무 변수를 사용하고 있다.

<표 6> 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식 수익률을 나타낸다.

| 변수 | 전체 | | 제조업 | | | 비제조업 | |
|--------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-------------------|-----------------------|--------------------|---------------------|
| | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 |
| | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) | 계수 (카이자승) |
| Intercept | -9.3534 (27.21)*** | 0.1081 (0.34) | -8.9206 (16.15)*** | -0.169 (0.67) | -16.192 (19.19)*** | -0.1876 (0.28) | -16.249 (8.98)** |
| fin_debt | -1.1859 (1.95) | -0.8526 (0.99) | -1.6929 (2.45) | -0.6634 (0.5) | -1.9915 (2.36) | -0.8549 (0.23) | - |
| int_redem | - | 0.3657 (13.34)*** | - | 0.1697 (3.55)* | - | 0.8958 (9.38)** | - |
| size | 0.4684 (26.04)*** | - | 0.4607 (15.77)*** | - | 0.8703 (19.2)*** | - | 0.8195 (8.98)** |
| secure | - | -3.337 (7.32)** | - | - | -5.7008 (6.66)** | - | -3.6999 (1.91) |
| leverage | - | -0.0022 (0.5) | - | -0.0036 (0.69) | -0.013 (2.99)* | -0.0024 (0.11) | - |
| liq | - | -0.4528 (1.28) | - | -0.4609 (0.95) | - | - | 0.4771 (0.42) |
| stock_return | -0.0755 (0.29) | - | 0.333 (1.82) | - | - | - | -0.5776 (3.69)* |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 6>는 재조직 직전의 재무자료를 바탕으로 한 프로빗 분석 결과이다. 여기서도 t-검정 결과와 마찬가지로 전체기업, 제조업 및 비제조업 모두 이자보상비율(int_redem)이 높을수록, 기업규모(size)가 클수록 사적 재조직을 선택함을 확인할 수 있었다. 그러나 보증회사채 비중(secure)은 전체기업뿐만 아니라 제조업에서도 유의한 차이를 보이고 있음에 따라 t-검정 결과와 상이한 모습을 보이고 있다.

기업규모와 보증회사채 비중은 제조업과 비제조업에서도 유의한 차이를 보이고 있다. 이자보상비율은 비제조업의 경우에서만 유의한 차이가 있는

것으로 나타나 재조직 방법을 선택하는 데 있어 비제조업은 제조업에 비해 사적 재조직에 수익성에서 긍정적 영향을 갖는 것으로 판단할 수 있다.

<표 7> 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회 사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 주식 수익률을 나타낸다.

| 변수 | 전체 | | 제조업 | | 비제조업 | |
|--------------|-----------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|--------------------|
| | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 6 | 모형 7 |
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -9.0489 (23.08)*** | -13.5643 (31.76)*** | -14.8867 (18.66)*** | -15.0933 (19.45)*** | -17.487 (12.99)*** | 0.0994 (0.11) |
| fin_debt | 0.0214 (0) | - | - | 0.3549 (0.35) | 0.0645 (0) | -0.2319 (0.09) |
| int_redem | - | - | 0.0671 (1.54) | 0.0632 (1.36) | - | 0.1892 (3.87)** |
| size | 0.4487 (21.8)*** | 0.7038 (31.15)*** | 0.7997 (18.51)*** | 0.806 (19.12)*** | 0.9127 (13.22)*** | - |
| secure | 1.6577 (1.51) | 2.1776 (2.21) | 2.3147 (1.27) | 2.3698 (1.33) | 2.0695 (0.65) | 0.7199 (0.16) |
| leverage | - | -0.0121 (19.49)*** | -0.0309 (11.54)*** | -0.0317 (11.96)*** | -0.0122 (8.54)*** | - |
| liq | - | -0.0775 (0.04) | 0.0835 (0.02) | - | -0.9128 (1.61) | -0.4359 (0.64) |
| stock_return | -0.0061 (0.13) | -0.0299 (0.58) | -0.0586 (1.21) | -0.0633 (1.36) | -0.0191 (0.02) | 0.1183 (1.19) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 7>은 재조직 직후 년도 재조직 방법에 따른 재무변수의 설명력을 나타내고 있다. 분석 결과 전체기업, 제조업 및 비제조업 모두 기업규모와 부채비율이 재조직 직후에 유의한 차이를 보이고 있음을 알 수 있었다. 기업규모의 차이는 재조직 직전 년도와 마찬가지로 재조직 당해 연도에서도 존

재하며, 부채비율은 법적 제조직 기업의 부채비율이 사적 제조직 기업에 비해 매우 높은 것으로 나타났는데 이는 부채총액이 증가하였다기 보다는 자기자본잠식이 법적 제조직 기업에서 더 크게 발생하는 것으로 판단할 수 있다.

<표 8> 제조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과

fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, size는 기업규모, secure는 보증회사채 비중, leverage는 부채비율, liq는 유동성, stock_return은 대주주 비중을 나타낸다.

| 변수 | 전체 | | | 제조업 | | | 비제조업 | |
|--------------|-----------------------|--------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 5 | 모형 6 |
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -12.255 (35.26)*** | -0.2273 (2.9)* | -0.0452 (0.06) | -0.2194 (0.81) | -10.459 (19.42)*** | -0.0058 (0) | 0.0841 (0.04) | -18.098 (13.28)*** |
| fin_debt | -0.1673 (0.16) | - | -0.281 (0.55) | -0.2851 (0.36) | 0.2009 (0.14) | -0.0517 (0.01) | 0.5438 (0.49) | -0.0457 (0) |
| int_redem | - | - | 0.1394 (6.15)** | 0.1278 (4.13)** | 0.1404 (3.78)* | 0.1657 (5.65)** | 0.5087 (7.82)** | - |
| size | 0.6314 (35.1)*** | - | - | - | 0.5158 (17.86)*** | - | - | 0.988 (14.41)*** |
| secure | - | 0.7666 (1.42) | - | - | 0.8464 (0.79) | - | 2.045 (2.37) | - |
| leverage | - | - | -0.0013 (0.7) | 0.0019 (0.33) | - | - | -0.0026 (1.47) | -0.015 (9.5)** |
| liq | - | -1.012 (6.7)** | - | - | - | -1.5783 (7.03)** | -2.3123 (10.06)** | -1.9936 (4.49)** |
| stock_return | -0.0879 (6.99)** | - | -0.0707 (4.74)** | -0.0399 (1.91) | - | -0.0426 (2.18) | - | -0.2555 (1.41) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

제조직 1차년도의 제조직 방법의 차이를 <표 8>의 프로빗 결과가 보여주고 있다. 기업규모는 제조직 당해 연도와 마찬가지로 제조직 1차년의 전체 기업, 제조업 및 비제조업에서도 유의한 차이를 보이고 있다. 부채비율은 제조업을 제외한 기업전체와 비제조업에서만 유의한 차이를 보여 사적 제조

직이나 법적 재조직 방법 모두 제조업의 부채비율에 영향을 미치지 않는 것을 알 수 있다. 이자보상비율은 재조직 직전 년도와 마찬가지로 전체기업과 비제조업, 제조업 모두 유의한 차이를 보이고 있다. 대주주 비중은 전체기업만이 일관되게 유의한 차이를 보이고 있다.

다른 시점과 달리 유동성은 재조직 1차 년도의 기업전체와 제조업 및 비제조업에서 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 법적 재조직에 비해 사적 재조직을 실행한 기업의 순운전자본이 증가했기 때문이며, 사적 재조직 기업이 법적 재조직 기업에 비해 기업정상화 속도가 빠른 것으로 해석할 수 있다.

2. 사적 및 법적 재조직 기업의 소유구조 및 CEO 교체에 관한 연구

1) 상관계수

<표 9>는 본 연구에서 선택한 소유구조 관련 변수와 재무변수 간의 피어슨 상관관계 결과를 나타내고 있다. 패널A, B, C는 각각 재조직 직전 년과 당해 연도, 1차 년도의 상관관계를 보여주고 있다.

<표 9> 소유구조 관련 변수와 재무변수 간 상관계수

size는 기업규모, leverage는 부채비율, stock_return은 주가 수익률, liq는 유동성, fin_debt는 금융기관 부채비율, int_redem은 이자보상비율, exec_own은 상근임원 지분율, n_exec_own 비상근임원 지분율, HHI는 허핀달 지수, top_own은 대주주 지분율(최대주주와 특수관계인 지분율 합), rel_own은 친인척 지분율(최대주주와 특수관계인 중 친인척, 임원 지분율 합), str_own은 관계회사 지분율(최대주주와 특수관계인 중 관계회사 지분율 합), fin_own은 기관 투자자 지분율(은행을 제외한 금융기관 포함), bank_own은 은행 지분율을 나타낸다.

| 패널A: 재조직 직전 년도의 상관계수 | | | | | | |
|----------------------|----------|----------|--------------|--------|----------|-----------|
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| exec_own | -0.31*** | -0.10 | -0.10 | 0.06 | 0.06 | 0.03 |
| n_exec_own | -0.14* | -0.04 | 0.01 | -0.06 | -0.01 | 0.06 |
| HHI | -0.07 | -0.10 | 0.00 | -0.02 | 0.26*** | 0.12*** |
| top_own | -0.01 | -0.12 | -0.11 | -0.01 | 0.23*** | 0.16*** |
| rel_own | -0.07 | -0.09 | -0.12 | -0.06 | 0.18** | 0.09 |
| str_own | -0.03 | -0.12 | -0.04 | 0.07 | 0.22*** | 0.08 |
| fin_own | 0.06 | -0.06 | 0.22*** | -0.02 | 0.08 | -0.02 |
| bank_own | 0.13 | 0.04 | 0.07 | 0.01 | 0.24*** | -0.07* |
| 패널B: 재조직 당해 연도의 상관계수 | | | | | | |
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| exec_own | -0.22*** | -0.11 | 0.11 | 0.19** | 0.26*** | 0.16** |
| n_exec_own | -0.01 | -0.03 | -0.03 | 0.04 | 0.07 | 0.09 |
| HHI | -0.10 | -0.15* | -0.02 | 0.12 | 0.18** | 0.14* |
| top_own | -0.08 | -0.22*** | 0.00 | 0.08 | 0.22*** | 0.23*** |
| rel_own | -0.15* | -0.21*** | 0.01 | 0.05 | 0.23*** | 0.18** |
| str_own | -0.09 | -0.20** | 0.03 | 0.10 | 0.16** | 0.14* |
| fin_own | -0.10 | -0.04 | -0.02 | 0.13 | -0.01 | -0.01 |
| bank_own | 0.16** | -0.04 | -0.01 | 0.03 | -0.03 | -0.13 |
| 패널C: 재조직 1차 년도의 상관계수 | | | | | | |
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| exec_own | -0.23*** | -0.06 | 0.15* | 0.09 | 0.10 | 0.07 |
| n_exec_own | -0.07 | -0.02 | -0.02 | 0.02 | -0.03 | 0.03 |
| HHI | 0.10 | -0.13* | -0.03 | 0.02 | 0.00 | -0.02 |
| top_own | 0.03 | -0.16** | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.06 |
| rel_own | 0.01 | -0.15* | 0.03 | 0.04 | -0.03 | 0.05 |
| str_own | 0.08 | -0.15* | 0.04 | 0.05 | -0.03 | 0.01 |
| fin_own | 0.00 | -0.01 | -0.02 | 0.09 | 0.00 | 0.09 |
| bank_own | 0.36*** | -0.05 | -0.04 | -0.07 | -0.04 | 0.10 |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 9>에서는 공통적으로 재조직 시점과 관계없이 기업규모(size)와 상근 임원 지분율(exec_own)은 매우 높은 음(-)의 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나, 이 두 변수가 서로 반대방향으로 변화하고 있다는 것을 확인할 수 있었다.

구체적으로 패널A인 재조직 직전 년도를 살펴보면 금융기관 부채비중(fin_debt)은 소유권 집중을 나타내는 허핀달 지수(HHI)와 대주주 지분율(top_own) 및 친인척 지분율(rel_own), 관계회사 지분율(str_own), 은행 지분율(bank_own)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 특히 이러한 결과에서 주목할 만한 점은 소유 집중도가 높을수록, 대주주 및 친인척, 관계회사의 지분율이 높을수록 자기자본 조달보다는 은행을 통한 차입을 선택함으로써 자신들의 지분율을 높게 유지하려는 경향이 있는 것으로 해석할 수 있다.

이자보상비율(int_redem)은 허핀달 지수(HHI)와 대주주 비중(top_own)과의 상관관계에서 유의한 양(+)의 값을 갖고 있는 것으로 나타났으며, 이자보상비율이 높을수록 소유권이 집중되어 있다는 것을 알 수 있었다. 주식수익률(stock_return)과 기관투자자 지분율(fin_own)은 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있는데 이는 기관투자자 지분이 높을수록 자기자본의 시장 가치가 증가하는 것으로 추정할 수 있다.

패널B는 재조직이 이루어진 직후의 상관관계를 보여주고 있다. 우선 재조직 직전 년도와 마찬가지로 금융기관 부채비중은 허핀달 지수와 대주주 및 친인척, 관계회사 지분율에서도 유의한 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다. 다만 재조직 당해 연도의 경우 금융기관 부채비중과 은행 지분율은 유의한 상관관계를 보여주지 않았다. 추가적으로 금융기관 부채비중은 상근임원 지분율과의 상관관계에서 서로 같은 방향으로 변화하고 있음을

알 수 있었다.

이자보상비율은 대주주 지분율뿐만 아니라 상근임원 및 친인척 지분율에서도 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다. 한편 부채비율은 대주주 및 친인척, 관계회사 지분율과 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, 이는 재조직이 시작되면서 기존 대주주 및 대주주와 관련된 친인척 및 관계회사의 주식이 무상감자 또는 소각되는 등의 절차가 따른 결과로 설명이 가능하다.

패널C인 재조직 1차년도의 경우에도 부채비율과 대주주 비중은 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, 또한 기업규모와 은행 지분율이 양(+)의 상관관계를 보이고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 기업규모가 클수록 채권자의 출자전환이 많이 일어났던 것으로 추정할 수 있다.

<표 10>은 분석대상 기업 중 사적 재조직 기업을 대상으로 소유구조 관련 변수와 재무변수 간의 피어슨 상관관계 결과를 나타내고 있다. 패널A, B, C는 각각 재조직 직전 년과 당해 연도, 1차 년도의 상관관계를 보여주고 있다.

<표 10> 사적 재조직 기업의 소유구조 관련 변수와 재무변수 간 상관계수 size는 기업규모, leverage는 부채비율, stock_return은 주가 수익률, liq는 유동성, fin_debt는 금융기관 부채비중, int_redem은 이자보상비율, exec_own은 상근임원 지분율, n_exex_own 비상근임원 지분율, HHI는 허핀달 지수, top_own은 대주주 지분율(최대주주와 특수관계인 지분율 합), rel_own은 친인척 지분율(최대주주와 특수관계인 중 친인척, 임원 지분율 합), str_own은 관계회사 지분율(최대주주와 특수관계인 중 관계회사 지분율 합), fin_own은 기관 투자자 지분율(은행을 제외한 금융기관 포함), bank_own은 은행 지분율을 나타낸다.

| 패널A: 재조직 직전 년도의 상관계수 | | | | | | |
|----------------------|------|----------|--------------|-----|----------|-----------|
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| leverage | 0.11 | | | | | |
| stock_return | 0.20 | -0.33*** | | | | |

| | | | | | | |
|----------------------|----------|----------|--------------|---------|----------|-----------|
| liq | -0.13 | -0.10 | -0.01 | | | |
| fin_debt | 0.14 | 0.04 | 0.21 | 0.04 | | |
| int_redem | 0.02 | -0.05 | -0.08 | 0.43*** | -0.10 | |
| exec_own | -0.42*** | -0.14 | -0.19 | 0.07 | -0.18 | -0.10 |
| n_exec_own | -0.12 | 0.11 | -0.10 | -0.13 | -0.11 | 0.03 |
| HHI | -0.01 | -0.07 | 0.09 | 0.04 | 0.05 | 0.23* |
| top_own | -0.02 | 0.00 | 0.03 | 0.09 | 0.08 | 0.25** |
| rel_own | -0.13 | 0.01 | -0.04 | 0.01 | 0.09 | 0.15 |
| str_own | 0.03 | -0.07 | 0.20 | 0.22 | 0.00 | 0.29 |
| fin_own | 0.03 | -0.13 | 0.22* | -0.03 | 0.02 | 0.02 |
| bank_own | 0.23 | -0.07 | -0.01 | -0.10 | 0.12 | -0.05 |
| 패널B: 재조직 당해 연도의 상관계수 | | | | | | |
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| leverage | 0.47*** | | | | | |
| stock_return | -0.01 | -0.22* | | | | |
| liq | -0.07 | -0.20 | -0.06 | | | |
| fin_debt | -0.04 | 0.04 | -0.06 | 0.30** | | |
| int_redem | -0.07 | -0.09 | -0.01 | -0.04 | 0.21* | |
| exec_own | -0.27** | -0.15 | -0.13 | 0.30** | 0.25* | 0.24* |
| n_exec_own | -0.10 | 0.00 | -0.04 | -0.06 | 0.03 | 0.06 |
| HHI | 0.01 | -0.14 | 0.21* | 0.15 | 0.19 | 0.11 |
| top_own | -0.08 | -0.23* | 0.19 | 0.19 | 0.24* | 0.24* |
| rel_own | -0.10 | -0.21* | 0.15 | 0.12 | 0.27** | 0.20 |
| str_own | 0.06 | -0.20 | 0.33*** | 0.19 | 0.15 | 0.14 |
| fin_own | -0.08 | 0.02 | 0.05 | -0.05 | -0.07 | -0.04 |
| bank_own | 0.07 | -0.11 | 0.47*** | 0.04 | 0.00 | -0.22* |
| 패널C: 재조직 1차 년도의 상관계수 | | | | | | |
| | size | leverage | stock_return | liq | fin_debt | int_redem |
| leverage | 0.44*** | | | | | |
| stock_return | -0.04 | -0.21* | | | | |
| liq | -0.17 | -0.23* | -0.03 | | | |
| fin_debt | 0.03 | 0.17 | 0.01 | 0.22* | | |
| int_redem | -0.19 | -0.19 | -0.07 | 0.15 | -0.12 | |
| exec_own | -0.28** | -0.09 | -0.19 | 0.20 | 0.02 | 0.08 |
| n_exec_own | -0.20 | 0.00 | -0.07 | -0.03 | 0.01 | 0.08 |
| HHI | -0.03 | -0.15 | 0.34*** | 0.07 | 0.04 | 0.04 |
| top_own | -0.25** | -0.16 | 0.17 | 0.04 | -0.01 | 0.01 |
| rel_own | -0.16 | -0.13 | 0.23* | 0.06 | -0.06 | 0.04 |
| str_own | -0.05 | -0.13 | 0.24* | 0.09 | -0.09 | -0.05 |
| fin_own | -0.01 | -0.03 | 0.61*** | 0.01 | -0.14 | 0.07 |
| bank_own | 0.28** | -0.05 | -0.06 | 0.06 | -0.02 | -0.05 |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

패널 A인 재조직 직전 년도를 살펴보면 상근임원 지분율(exec_own)과 기업규모(size), 부채비율(leverage)과 주식 수익률(stock_return)은 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 한편 이자보상비율(int_redem)은 대주주 지분율(top_own) 및 유동성(liq)과의 상관관계에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.

패널 B인 재조직 당해 연도의 결과에서는 재조직 직전 년도와 마찬가지로 상임임원 지분율(exec_own)과 기업규모(size)의 상관관계가 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 기업규모(size)와 부채비율(leverage), 주식 수익률(stock_return)과 관계회사 지분율(str_own) 및 은행 지분율(bank_own), 유동성(liq)과 금융기관 부채비중(fin_debt) 및 상임임원 지분율(exex_own), 금융기관 부채비중(fin_debt)과 친인척 지분율(rel_own)은 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

2) 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과

<표 11> 소유구조 : 시점별 재조직 방법의 t-검정 결과

| 변수 | -1 년 | 0 년 | +1 년 |
|------------|-------------------|--------------------|---------------------|
| top_own | 1.28 (0.2041) | 2.36** (0.0193) | 2.07** (0.0399) |
| rel_own | 0.2 (0.841) | 1.57 (0.1174) | 1.5 (0.1354) |
| str_own | -0.18 (0.8612) | 0.93 (0.3517) | 0.74 (0.4587) |
| fin_own | -1.14 (0.2556) | -1.06 (0.2893) | 0.08 (0.9381) |
| bank_own | -1.3 (0.1952) | 2.4** (0.0191) | 4.09*** (0.0001) |
| exec_own | -1.37 (0.1742) | 0.26 (0.7937) | -0.67 (0.5018) |
| n_exec_own | -0.08 (0.94) | 0.7 (0.487) | 0.48 (0.6289) |
| HHI | 0.57 (0.7909) | 1.58 (0.1172) | 1.68* (0.0948) |

주) 괄호 안의 값은 p-value 임.

<표 11>은 사적 재조직과 법적 재조직 기업 사이에 소유구조관련 변수의 차이가 존재하는지를 나타내고 있다. 먼저 재조직 직전년도의 결과를 살펴보면 소유구조와 관련된 모든 변수에서 유의한 차이가 없는 것으로 나타나 소유구조는 재조직 방법 결정에 아무런 영향을 미치지 않는다는 사실을 발견하였다.

재조직이 이루어진 당해 연도의 결과를 살펴보면 대주주 지분율(top_own)과 은행 지분율(bank_own)이 재조직 방법에 따라 유의한 차이를 보이고 있으며, 이는 두 변수가 법적 재조직 기업에 비해 사적 재조직 기업에서 높다는 것을 의미한다. 또한 이러한 결과는 재조직 1차 년도에서도 확인할 수 있었으며, 사적 재조직 기업은 재조직 시점이후(당해 연도, +1년) 법적 재조직 기업에 비해 대주주의 지분감소가 크지 않는 것으로 해석할 수 있다. 또한 사적 재조직 기업은 출자전환으로 인한 금융기관의 지분이 증가한 것으로 암시할 수 있다.

실제로 워크아웃 기업의 경우 부채 재조정시에는 법정관리기업에 비해 보편화된 채무면제 대신 출자전환 방식이 많이 이용되었다.³

<표 12> 소유구조 : 시점별 사적 재조직 기업에 관한 CEO 교체여부의 t-검정 결과

| 변수 | -1 년 | 0 년 | +1 년 |
|----------|-------------------|-------------------|-------------------|
| top_own | 1.7* (0.093) | 1.67* (0.0965) | -0.51 (0.6113) |
| rel_own | 1.17 (0.2464) | 1.63 (0.1056) | -0.72 (0.4708) |
| str_own | 0.52 (0.6027) | 0.45 (0.6554) | -0.86 (0.3939) |
| fin_own | -0.36 (0.7175) | -0.4 (0.6901) | -0.53 (0.5991) |
| bank_own | 0.04 | -2.19** | 1.54 |

³ 금융감독원, 「워크아웃 5년-추진실적과 성과를 중심으로」 (2003) 참조

| | | | |
|------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| | (0.9708) | (0.0308) | (0.1271) |
| exec_own | 4.92*** (<.0001) | 6.39*** (<.00001) | 2.69*** (0.008) |
| n_exec_own | 0.73 (0.4704) | 0.08 (0.9332) | 0.23 (0.8219) |
| HHI | 1.7* (0.0924) | 0.38 (0.7023) | -1.19 (0.2378) |

주) 괄호 안의 값은 p-value 임.

<표 12>는 사적 재조직 기업을 대상으로 CEO가 교체된 기업과 교체되지 않은 기업 사이에 소유구조의 차이가 존재하는지를 나타내고 있다.

전체적으로 최대주주 및 최대주주의 특수 관계인에 속한 상근임원 지분율이 재조직 시점 모두에서 유의한 차이를 보이고 있음을 알 수 있었다. 이는 상근임원의 지분율이 높을수록 CEO 교체 가능성이 낮아짐을 의미하는 Denis, Denis & Sarin(1997)와 Franks & Mayer(2001)와 일치하는 결론을 보여주고 있다.

그러나 이러한 발견은 기존 국내 연구 가운데 신현한과 장진호(2003)의 연구와 상반되는 결과를 보여주고 있다. 본 연구의 결과와 이전 결과가 일치하지 않는 이유는 다음과 같이 해석할 수 있다.

첫 번째, 표본기업의 선정이 서로 다르기 때문이다. 신현한과 장진호(2003)의 연구에서는 코스피 및 코스닥에 상장되어 있는 모든 기업을 표본기업으로 한 반면에 본 연구에서는 상장기업 중에서도 기업개선작업(워크아웃)에 편입된 기업만을 분석하였기 때문이다.

두 번째, 이전 연구는 설명변수로 사용되어지는 소유구조 변수를 최대주주 및 최대주주와 특수 관계인의 지분으로 사용하였다. 이 경우 이전 연구는 이들의 지분이 높을수록 CEO 교체 가능성이 증가함을 발견하였다. 반면에 본 연구는 소유구조 변수를 최대주주 및 최대주주와 특수 관계인에 속하는 상근임원의 지분으로 측정하였다. 상근임원은 CEO와 자신들을 동일한 이

해관계자로 인식하므로 CEO가 교체되는 경우 이해관계가 달라지기 때문에 CEO 교체에 반대한다고 해석할 수 있다.

그리고 재조직 당해 연도에서 은행 지분율이 CEO교체여부에 따라 유의한 차이를 보이고 있다는 점이다. 이는 재조직 과정에서 은행 지분율이 증가할 수록 CEO교체 가능성이 높음을 나타내는 것이다. 즉 사적 재조직의 경우 채권은행이 주체가 되어 CEO를 감시하고 평가하여 문제가 있는 경우 CEO를 교체했을 것으로 예상할 수 있다.

이러한 발견은 Gilson(1989)의 연구와 일치하는 결론을 보여주고 있으며, 그는 은행 소유권이 CEO교체에 매우 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 밝히고 있다.

3) 프로빗 분석 결과

설명변수로 사용되어지는 소유구조 변수 간에는 관련성이 매우 높기 때문에 다중공선성 문제를 고려하여 프로빗 분석 시 하나씩 구분하여 수행하였으며, 또한 앞서 재무변수로 사용되어진 몇몇 변수를 통제변수로 포함시켜 모형을 설정했다. 다만 각 모형에 사용되어지는 소유구조 변수와 높은 상관관계가 있는 것으로 밝혀진 통제변수를 제외한 후 프로빗 분석을 수행했다.

프로빗 분석의 결과는 <표 11>의 t-검정 결과와 유사하게 나타나고 있다. 또한 통제변수로 사용된 재무변수는 앞서 <표 6>, <표 7>, <표 8>의 프로빗 분석 결과와 모두 일치하는 것으로 나타나고 있다.

<표 13> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 | 모형 8 |
|--------------|-----------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|----------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -9.0389 (25.14)*** | -0.2795 (1.26) | -8.8885 (24.36)*** | -0.0964 (0.16) | -8.8018 (24.1)*** | -0.1045 (0.2) | -9.0633 (24.41)*** | -0.1075 (0.4) |
| top_own | 0.0059 (0.56) | 0.0046 (0.4) | | | | | | |
| rel_own | | | 0.0007 (0.01) | -0.0049 (0.38) | | | | |
| str_own | | | | | -0.0046 (0.28) | -0.0052 (0.36) | | |
| fin_own | | | | | | | -0.0446 (1.58) | -0.0339 (1.1) |
| size | 0.4384 (23.32)*** | | 0.4382 (23.32)*** | | 0.4396 (23.27)*** | | 0.4597 (23.68)*** | |
| leverage | | -0.004 (0.98) | | -0.0024 (0.56) | | -0.0025 (0.58) | | -0.0027 (0.63) |
| stock_return | -0.121 (0.68) | | -0.1303 (0.79) | | -0.1328 (0.85) | | | |
| liq | | -0.1613 (0.25) | | -0.4466 (1.28) | | -0.4054 (1.06) | | -0.4001 (1.04) |
| fin_debt | | | | | | | -1.2385 (2.09) | -0.6005 (0.55) |
| int_redem | | | | 0.2986 (14.27)*** | | 0.296 (14.12)*** | | 0.2851 (13.24)*** |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 13> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과(II)

| 변수 | 모형 9 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 | 모형 13 | 모형 14 | 모형 15 | 모형 16 |
|-----------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -9.2907 (26.12)*** | -0.1984 (2.09) | -0.0093 (0) | -0.1551 (0.7) | -9.1791 (24.1)*** | -0.0996 (0.34) | -8.9301 (24.69)*** | -0.1628 (0.77) |
| bank_own | -0.0315 (2.09) | -0.0176 (0.72) | | | | | | |
| exec_own | | | -0.0107 (1.46) | -0.0112 (1.6) | | | | |

| | | | | | | | |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| n_exec_own | | | | 0.0002 | -0.0291 | | |
| | | | | (0) | (1.28) | | |
| HHI | | | | | | 0 | 0 |
| | | | | | | (0.08) | (0.2) |
| size | 0.462 | | | 0.4619 | | 0.4393 | |
| | (24.84)*** | | | (23.45)*** | | (23.38)*** | |
| leverage | -0.0022 | -0.0027 | | | -0.0024 | | -0.0025 |
| | (0.47) | (0.67) | | | (0.55) | | (0.55) |
| stock_return | -0.1154 | | -0.1885 | -0.1253 | | -0.1329 | |
| | (0.63) | | (1.57) | (0.75) | | (0.83) | |
| liq | -0.4364 | -0.3299 | -0.3753 | | -0.4094 | | -0.4368 |
| | (1.22) | (0.72) | (0.9) | | (1.02) | | (1.22) |
| fin_debt | | -0.7011 | -0.5395 | -1.2588 | -0.6943 | | |
| | | (0.71) | (0.42) | (2.13) | (0.71) | | |
| int_redem | 0.2919 | 0.2914 | 0.3233 | | 0.303 | | 0.2966 |
| | (13.64)*** | (13.89)*** | (15.11)*** | | (14.02)*** | | (14.15)*** |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 13> I, II는 재조직 직전 년도의 프로빗 분석의 결과를 나타내고 있다. 여기서도 <표 11>의 t-검정 결과와 마찬가지로 사적 재조직과 법적 재조직 기업 사이에 유의적인 소유구조의 차이를 발견할 수 없었다.

<표 14> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 계수 | 계수 | 계수 | 계수 | 계수 | 계수 | 계수 |
| | (χ^2) | (χ^2) | (χ^2) | (χ^2) | (χ^2) | (χ^2) | (χ^2) |
| Intercept | -11.335 | -11.262 | -10.429 | -14.224 | -9.7164 | -0.175 | -0.2322 |
| | (31.54)*** | (31.3)*** | (29.15)*** | (36.12)*** | (26.25)*** | (1.89) | (1.92) |
| top_own | 0.0246 | | | | | | |
| | (9.55)*** | | | | | | |
| rel_own | | 0.0215 | | | | | |
| | | (6.73)*** | | | | | |
| str_own | | | 0.0145 | | | | |
| | | | (2.47) | | | | |
| fin_own | | | | -0.0089 | -0.0073 | | |
| | | | | (0.2) | (0.13) | | |

| | | | | | | | |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| bank_own | | | | | | 0.0332 (5.71)** | 0.0339 (6.97)** |
| size | 0.5382 (28.53)** | 0.5416 (29.04)** | 0.5118 (27.44)** | 0.7436 (37.56)** | 0.4887 (25.84)** | | |
| leverage | | | | -0.0116 (18.76)** | | -0.0033 (3.87)** | |
| stock_return | -0.011 (0.17) | -0.0108 (0.17) | -0.0117 (0.19) | -0.0289 (0.6) | -0.0062 (0.15) | -0.0285 (0.76) | -0.0198 (0.5) |
| liq | 0.1473 (0.36) | 0.189 (0.56) | 0.173 (0.42) | 0.1753 (0.46) | | -0.0082 (0) | |
| fin_debt | | | | | 0.1136 (0.07) | | -0.0996 (0.06) |
| int_redem | | | 0.0462 (1.14) | | 0.0517 (1.46) | | 0.0685 (2.65) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 14> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과(Ⅱ)

| 변수 | 모형 8 | 모형 9 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 |
|--------------|--------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -0.1167 | -14.656 (36.4)** | -10.177 (27.41)** | -15.204 (37.18)** | -10.784 (29.27)** |
| exec_own | 0.0033 (0.63) | | | | |
| n_exec_own | | 0.0265 (0.85) | 0.0212 (0.59) | | |
| HHI | | | | 0.0002 (3.72)* | 0.0002 (5.3)** |
| size | | 0.7644 (35.83)** | 0.5112 (26.76)** | 0.7817 (36.33)** | 0.531 (27.62)** |
| leverage | -0.0031 (0.12) | -0.0115 (18)** | | -0.0115 (17.94)** | |
| stock_return | -0.0204 (3.45)* | -0.0286 (0.57) | -0.0063 (0.14) | -0.0303 (0.63) | -0.0083 (0.1) |
| liq | | 0.1381 (0.31) | | 0.1036 (0.19) | 0.1377 (0.3) |
| fin_debt | | | 0.1297 (0.09) | | |
| int_redem | | | 0.0497 (1.33) | | 0.0419 (0.93) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 14> I, II의 재조직 당해 연도의 분석 결과에서도 대주주 및 은행 지분율은 유의한 양(+)의 값을 보여 <표 11>의 t-검정 결과와 동일한 의미를 갖는 결과를 얻었다. 그러나 t-검정 결과와는 달리 친인척 지분율(최대 주주 및 친인척 지분율의 합)이 높을수록, 소유 집중도가 높을수록 사적 재조직을 선택함을 추가적으로 확인하였다.

<표 15> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 |
|--------------|------------------------|----------------------|---------------------|------------------------|---------------------|---------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | -12.6296 (34.11)*** | -0.2076 (0.68) | -0.3787 (2.33) | -12.4907 (33.71)*** | -0.1108 (0.2) | -0.2104 (0.66) |
| top_own | 0.0153 (5.19)** | 0.0146 (5.35)** | 0.0124 (4.05)** | | | |
| rel_own | | | | 0.0124 (3)* | 0.0122 (3.28)* | 0.0086 (1.67) |
| size | 0.6313 (32.76)*** | | | 0.6299 (32.86)*** | | |
| leverage | | | | | | -0.001 (0.41) |
| stock_return | -0.1055 (8.83)*** | -0.0801 (5.85)** | -0.0742 (4.99)** | -0.1007 (8.07)*** | -0.0782 (5.53)** | -0.0758 (5.01)** |
| liq | | -1.3102 (9.94)*** | | | -1.3075 (10)*** | |
| fin_debt | -0.189 (0.19) | -0.2436 (0.37) | -0.3382 (0.73) | -0.1617 (0.14) | -0.2303 (0.33) | -0.3299 (0.7) |
| int_redem | | | 0.1375 (5.97)** | | | 0.1348 (5.8)** |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 15> 소유구조와 재조직 여부 : 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과(II)

| 변수 | 모형 7 | 모형 8 | 모형 9 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 | 모형 13 | 모형 14 |
|----|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |

| | | | | | | | | |
|--------------|------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
| Intercept | -12.0835 (32.64)*** | -0.0037 (0) | -12.1315 (32.3)*** | -12.1315 (32.3)*** | 0.174 (0.88) | 0.0156 (0.01) | -0.2426 (1.42) | -0.0746 (0.14) |
| str_own | 0.005 (0.52)*** | 0.0087 (1.73) | 0.0067 (0.45) | | | | | |
| fin_own | | | | 0.0067 (0.45) | 0.0077 (0.69) | 0.0017 (0.03) | 0.026 (15.03)*** | 0.0267 (15.76)*** |
| bank_own | | | | | | | 0.026 (15.03)*** | 0.0267 (15.76)*** |
| size | 0.6196 (32.24)*** | | 0.6269 (3.25)*** | 0.6269 (32.5)*** | | | | |
| leverage | | | | | | -0.0013 (0.66) | -0.0011 (0.43) | |
| stock_return | -0.0971 (7.73)*** | -0.0791 (5.77)** | -0.0984 (7.4)*** | -0.0984 (7.4)*** | -0.0785 (5.44)** | -0.0747 (4.7)** | -0.0893 (6)** | -0.0858 (6.1)** |
| liq | | -1.2892 (9.86)*** | | | -1.2678 (9.61)*** | | | -1.2072 (8.28)*** |
| fin_debt | -0.1855 (0.66) | -0.2329 (0.34) | -0.1759 (0.17) | -0.1759 (0.17) | -0.252 (0.41) | -0.3502 (0.8) | -0.2758 (0.46) | -0.1969 (0.23) |
| int_redem | | | | | | 0.1356 (5.78)** | 0.1324 (4.93)** | |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 15> I, II의 제조직 1차 년도의 분석 결과를 나타내고 있다. 대주주 및 은행 지분율은 제조직 1차 년도에서도 유의한 차이를 보이고 있다. 그리고 기관투자자의 지분율이 유의한 양(+)의 값을 보여 제조직 직후(+1년) 사적 제조직 기업에 대한 기관투자자의 출자전환이 이루어 졌음을 알 수 있었다.

<표 16> 사적 제조직의 소유구조와 CEO 교체 : 제조직 직전 년도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 | 모형 8 |
|-----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 9.3638 | 8.6295 | 8.5702 | 7.9825 | 9.661 | 8.8231 | 9.6619 | 9.0878 |

| | | | | | | | | |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|-------------------|
| | (7.21)*** | (5.93)** | (6.08)** | (5.37)** | (8.45)*** | (6.8)*** | (8.62)*** | (7.68)*** |
| top_own | 0.0346 (3.48)* | 0.0342 (3.44)* | | | | | | |
| rel_own | | | 0.0365 (2.78)* | 0.034 (2.49) | | | | |
| str_own | | | | | 0.0137 (0.57) | 0.016 (0.75) | | |
| fin_own | | | | | | | -0.0019 (0) | 0.0075 (0.01) |
| size | -0.4304 (6.7)*** | -0.4021 (5.68)** | -0.3831 (5.45)** | -0.3636 (5.03)** | -0.4214 (7.03)*** | -0.3904 (5.88)** | -0.4095 (6.83)*** | -0.392 (6.3)** |
| leverage | -0.0027 (0.07) | | -0.0041 (0.16) | | -0.0019 (0.04) | | -0.0018 (0.03) | |
| stock_return | | -0.2357 (0.51) | | -0.2026 (0.41) | | -0.281 (0.74) | | -0.2284 (0.51) |
| liq | -0.2549 (0.06) | -0.1632 (0.03) | 0.1205 (0.02) | | -0.0805 (0.01) | -0.0446 (0) | 0.1557 (0.03) | |
| fin_debt | -3.2634 (2.41) | -3.0377 (2.07) | -3.4536 (2.57) | -3.0924 (2.04) | -2.2063 (1.25) | -1.9955 (1.02) | -2.0215 (1.09) | -1.7332 (0.78) |
| int_redem | | | | 0.0846 (0.1) | | | | 0.127 (0.27) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 16> 사적 제조직의 소유구조와 CEO 교체 : 제조직 직전 년도의 프로빗 분석
결과(Ⅱ)

| 변수 | 모형 9 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 | 모형 13 | 모형 14 | 모형 15 | 모형 16 |
|------------|-----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 11.5685 (10.26)*** | 11.291 (9.6)*** | 0.3248 (0.57) | 0.2529 (0.32) | 9.043 (7.3)*** | 8.5255 (6.5)** | 10.128 (8.45)*** | 9.287 (7.19)*** |
| bank_own | 1.2469 (0) | 1.2147 (0) | | | | | | |
| exec_own | | | 0.2408 (4.16)** | 0.2596 (3.39)* | | | | |
| n_exec_own | | | | | 23.8744 (0) | 22.5811 (0) | | |
| HHI | | | | | | | 0.0005 (2.69) | 0.0005 (2.61) |

| | | | | | | | | |
|--------------|----------------------|----------------------|-------------------|-------------------|---------------------|--------------------|----------------------|---------------------|
| size | -0.5067 (8.65)*** | -0.5025 (8.35)*** | | | -0.3854 (5.86)** | -0.367 (5.35)** | -0.4486 (7.26)*** | -0.4149 (6.35)** |
| leverage | -0.0008 (0.01) | | 0.005 (0.2) | | -0.0002 (0) | | -0.0014 (0.02) | |
| stock_return | | -0.1848 (0.33) | | -0.0713 (0.05) | | -0.252 (0.61) | | -0.2552 (0.59) |
| liq | 0.6632 (0.41) | | -0.0447 (0) | | 0.2658 (0.07) | | -0.1889 (0.04) | |
| fin_debt | -2.5538 (1.46) | -2.0919 (1) | -1.3939 (0.45) | -1.026 (0.23) | -1.668 (0.7) | -1.2884 (0.42) | -3.2864 (2.39) | -3.0169 (1.96) |
| int_redem | | 0.165 (0.43) | | 0.1676 (0.4) | | 0.0615 (0.07) | | 0.0064 (0) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 16> I, II의 재조직 직전 년도의 분석 결과를 나타내고 있다. 여기서도 <표 12>의 t-검정 결과와 마찬가지로 사적 재조직 기업을 대상으로 CEO 교체 여부를 결정하는 요인으로 상근임원 지분율이 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 또한 통제변수로 사용된 기업규모(size)가 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 이는 기업규모가 클수록 CEO 교체 가능성이 증가하는 것을 의미한다.

<표 17> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체 : 재조직 당해 연도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 |
|-----------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 0.931 (3.95)** | 7.5396 (6.89)*** | 1.2247 (6.15)** | 6.6474 (6.14)** | 1.4562 (9.17)*** | 8.0064 (8.11)*** | 1.017 (7.56)*** |
| top_own | 0.0048 (0.13) | | | | | | |
| rel_own | | -0.0009 (0) | -0.0005 (0) | | | | |
| str_own | | | | -0.0167 | -0.0275 | | |

| | | | | | | |
|--------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | | | (1.29) | (3.59)* | | |
| fin_own | | | | | -0.1049 (1.72) | -0.076 (1.24) |
| size | -0.3335 (5.89)** | | -0.2754 (4.4)** | | -0.3528 (6.62)** | |
| leverage | -0.0167 (3.4)* | | -0.0156 (2.93)* | | | -0.0081 (1.05) |
| stock_return | -0.0958 (0.57) | 0.0961 (0.35) | -0.0636 (0.2) | | -0.0098 (1.63) | 0.0931 (0.33) |
| liq | -1.5984 (4.15)** | -1.3305 (3)* | -1.59 (3.95)** | -1.0187 (1.82) | | -1.4726 (3.5)* |
| fin_debt | | | | | 0.097 (0.01) | -0.2653 (0.09) |
| int_redem | | 0.3018 (6.76)*** | 0.245 (4.78)** | 0.2821 (5.63)** | 0.2279 (4.36)** | 0.2946 (5.89)** |
| | | | | | | 0.2292 (4.16)** |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 17> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체 : 재조직 당해 연도의 프로빗 분석
결과(Ⅱ)

| 변수 | 모형 8 | 모형 9 | 모형 9 | 모형 10 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 |
|--------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 6.4469 (5.52)** | 1.0368 (8.2)*** | 0.6009 (2.22) | 7.4489 (7.05)*** | 0.9102 (6.03)** | 7.7905 (7.57)*** | 1.353 (9.46)*** |
| bank_own | -0.021 (2.53) | -0.029 (4.97)** | | | | | |
| exec_own | | | 0.0439 (3.54)* | | | | |
| n_exec_own | | | | 0.0292 (0.19) | 0.0364 (0.41) | | |
| HHI | | | | | | -0.0003 (2.32) | -0.0004 (3.79)* |
| size | -0.2788 (4.29)** | | | -0.3326 (5.87)** | | -0.3295 (5.72)** | |
| leverage | | -0.013 (2.58) | -0.0059 (0.64) | | -0.0104 (1.57) | | -0.01 (1.51) |
| stock_return | | | 0.027 (0.04) | 0.0878 (0.31) | -0.026 (0.04) | 0.1395 (0.72) | 0.0297 (0.04) |

| | | | | | | | |
|-----------|-------------------|------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| liq | -1.1544 (2.35) | | | -1.3058 (2.87)* | | -1.1359 (2.13) | |
| fin_debt | | 0.1447 (0.02) | -0.5445 (0.35) | | -0.1323 (0.02) | | 0.1156 (0.02) |
| int_redem | 0.2326 (3.22)* | 0.1475 (2.37) | 0.1797 (2.97)* | 0.2932 (6.49)** | 0.2193 (4.23)** | 0.3086 (6.79)*** | 0.2296 (4.44)** |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 17> I, II의 재조직 당해 연도의 분석 결과에서도 <표 12>의 t-검정 결과와 동일한 의미를 갖는 결과를 얻었다. 즉 상근임원 지분율이 낮을수록, 은행 지분율이 높을수록 CEO 교체 가능성이 높음을 확인할 수 있었다. 그리고 앞서 재조직 직전 년도와 마찬가지로 기업규모가 CEO 교체에 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었으며, 추가로 이자보상비율(int_redem)이 높을수록 CEO 교체 가능성이 낮음을 발견하였다.

<표 18> 사적 재조직의 소유구조와 CEO 교체 : 재조직 1차 년도의 프로빗 분석 결과(I)

| 변수 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 | 모형 6 | 모형 7 | 모형 8 |
|-----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 1.0609 (3.62)* | 3.7396 (1.44) | 0.9977 (3.08)* | 2.8965 (0.93) | 0.611 (1.37) | 2.381 (0.69) | 0.6168 (2.7) | 0.3856 (0.74) |
| top_own | -0.0128 (1) | | | | | | | |
| rel_own | | -0.0129 (0.74) | -0.0121 (0.65) | | | | | |
| str_own | | | | 0.0018 (0.02) | 0.0017 (0.02) | | | |
| fin_own | | | | | | -0.0166 (1.17) | -0.0166 (1.17) | |
| bank_own | | | | | | | | 0.0121 (1.66) |
| size | | -0.1387 | | -0.1168 | | -0.0884 | | |

| | (0.87) | | (0.64) | | (0.39) | | | |
|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| leverage | -0.0038 (0.98) | | -0.0034 (0.85) | | -0.0031 (0.73) | | -0.0008 (0.06) | -0.0025 (0.47) |
| stock_return | -0.2033 (3.45)* | -0.1761 (3.17)* | -0.1961 (3.32)* | -0.1736 (3.98)** | -0.1894 (4.04)** | | | -0.1932 (3.36)* |
| liq | -0.4509 (0.29) | -0.362 (0.19) | -0.4059 (0.24) | -0.4486 (0.29) | -0.4984 (0.35) | -0.2911 (0.14) | -0.224 (0.08) | -0.5901 (0.5) |
| fin_debt | 0.8074 (0.57) | 0.5437 (0.28) | 0.7174 (0.45) | 0.5832 (0.32) | 0.7507 (0.51) | 0.2412 (0.06) | 0.2615 (0.07) | 0.8312 (0.6) |
| int_redem | 0.1787 (1.77) | 0.1696 (1.72) | 0.1782 (1.81) | 0.1938 (1.84) | 0.202 (1.9) | 0.2026 (2.78)* | 0.2109 (2.91)* | 0.2805 (2.06) |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 18> 사적 제조직의 소유구조와 CEO 교체 : 제조직 1차 년도의 프로빗 분석
결과(Ⅱ)

| 변수 | 모형9 | 모형 10 | 모형 11 | 모형 12 | 모형 13 |
|--------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) | 계수 (χ^2) |
| Intercept | 0.3608 (0.72) | 3.7264 (1.47) | 0.6996 (3.19)* | 2.4951 (0.77) | 0.7144 (2.83)* |
| exec_own | 0.071 (2.99)* | | | | |
| n_exec_own | | -0.0929 (1.05) | -0.0734 (0.7) | | |
| HHI | | | | -0.0001 (0.78) | -0.0001 (0.83) |
| size | | -0.1528 (1.04) | | -0.0901 (0.42) | |
| leverage | -0.0023 (0.41) | | -0.0032 (0.8) | | -0.0012 (0.14) |
| stock_return | -0.1471 (2.67) | -0.1767 (4)** | -0.1913 (3.98)** | | |
| liq | -0.5085 (0.31) | -0.4941 (0.34) | -0.4934 (0.34) | -0.261 (0.11) | -0.2177 (0.08) |
| fin_debt | 0.6734 (0.39) | 0.527 (0.27) | 0.6943 (0.44) | 0.3965 (0.17) | 0.4372 (0.2) |
| int_redem | 0.1689 (1.46) | 0.1975 (1.83) | 0.2058 (1.81) | 0.1896 (2.65) | 0.1952 (2.75)* |

주) *, **, ***는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의

<표 18> I, II의 재조직 1차 년도의 분석 결과를 나타내고 있다. 재조직 1차년도의 경우 은행 지분율은 유의한 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 또한 상근임원 지분율은 직전년도, 당해 연도와 마찬가지로 1차 년도에서도 유의한 차이를 보이고 있으며, 상근임원 지분율이 CEO 교체 여부를 결정하는 중요한 요인임을 확인할 수 있었다.

V. 결론 및 시사점

본 연구의 첫 번째 주제는 1997년부터 2009년까지 회사정리나 화의와 같은 법적 재조직 기업과 워크아웃과 같은 사적 재조직 기업 사이의 재무적 차이를 분석함을 목적으로 한다. 본 연구는 기존 연구와는 달리 법적 및 사적 재조직 방법의 선정 기준뿐만 아니라 재조직 이전과 이후의 차이도 분석했다. 또한 제조업과 비제조업으로 구분함으로써 재조직 방법의 차이가 산업에 따라 어떻게 영향을 미치는지에 대한 분석을 수행했다.

그리고 본 연구의 두 번째 주제는 사적 재조직 및 법적 재조직 기업 사이의 소유구조의 차이 및 사적 재조직 기업을 대상으로 소유구조가 CEO 교체 여부에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 분석을 하였다.

분석 대상 기업은 워크아웃 기업 66개사와 법적 재조직 기업 107개사를 대상으로 한다. 첫 번째 연구의 분석을 위한 재무자료로는 금융기관 부채 비중, 이자보상비율, 기업규모, 보증회사채 비중, 부채비율, 순운전자본 비중, 주식 수익률 등이다. 금융기관 부채 비중은 워크아웃이 금융기관 중심으로 결정되므로 금융기관의 역할을 살펴보기 위해, 이자보상비율은 수익성을 살펴보기 위해 도입하였다. 보증회사채 비중은 담보채권자와 마찬가지로 상환에 보다 유리한 채권자가 재조직에 어떠한 영향을 미치는지를 보기 위함이고, 부채비율은 채무자와 채권자의 교섭력을, 순운전자본은 유동성을, 주식 수익률은 자기자본 시장가치의 변화를 분석하기 위해 도입하였다. 그리고 두 번째 연구의 분석을 위한 소유구조관련 자료는 허핀달(Herfindahl) 지수, 대주주 지분율, 친인척 지분율, 관계회사 지분율, 기관투자자 지분율

(은행을 제외한 금융기관), 은행 지분율, 상임 및 비상임 임원의 지분율이 있다. 허핀달(Herfindahl)지수와 대주주 지분율은 소유 집중도를 살펴보기 위해, 친인척 지분율, 관계회사 지분율, 기관투자자 지분율, 은행 지분율, 상임 및 비상임 임원의 지분율은 소유구조를 살펴보기 위해 도입하였다.

첫 번째 연구의 분석 결과, 재조직 직전 년도에서는 전체기업, 제조업, 비제조업 모두 기업규모가 클수록, 이자보상비율이 클수록 사적 재조직이 발생하는 것으로 나타나고 있다. 재조직 직전 년도는 대부분 재조직 여부를 결정하는 해이다. 직전 년도의 분석 결과는 채권자들이 기업규모가 큰 기업에 대해서는 회생가망성을 높게 평가하여 업종(제조업, 비제조업) 구분 없이 사적 재조직하려는 경향이 강하며, 대마불사에 대한 믿음을 어느 정도 갖고 있음을 시사한다. 이자보상비율이 클수록 자금조달과 관련하여 장기자금이나 주식의 신규발행 등이 용이하므로, 이자보상비율이 큰 기업은 법적 재조직 보다는 사적 재조직을 선택할 가능성이 높음을 확인하였다.

재조직을 실행한 당해 연도는 재조직으로 인해 재무상태의 많은 변화가 발생한다. 이 시점의 전체기업, 제조업, 비제조업 모두 기업규모는 재조직 직전 년도와 마찬가지로 사적 재조직과 법적 재조직 사이에 유의한 차이를 보이며, 부채비율에서도 유의한 차이를 발견하였다. 여기서도 사적 재조직 기업은 법적 재조직에 비해 기업규모가 큼을 보여주고 있다. 부채비율은 제조업과 비제조업 모두 사적 재조직에 비해 법적 재조직에서 더 높게 나타나고 있다. 부채비율은 부채의 장부 가치를 자기자본의 시장가치로 나눈 것이다. 법적 재조직 기업의 부채비율이 높게 나타난 것은 법적 재조직 기업의 자기자본 시장가치가 사적 재조직기업에 비해 작기 때문으로 해석할 수 있다. 이는 재조직 당해 연도의 경우 주가의 하락 및 주식의 소각 등으로 인

한 자기자본의 시장가치가 법적 재조직에서 더 많이 하락했음을 의미한다.

재조직 이후의 1차년은 재조직 성과가 본격적으로 관찰되기 시작하는 시기이다. 이 시점의 전체기업, 제조업, 비제조업 모두 기업 규모와 이자보상비율, 유동성은 사적 재조직과 법적 재조직 사이에 유의한 차이를 보이고 있음을 확인할 수 있었다. 이는 업종 구분 없이 사적 재조직을 선택한 기업은 모두 수익성과 재무구조 측면에서 법적 재조직을 선택한 기업 보다 우월한 성과를 나타내고 있다는 의미이다. 재조직 당해 연도에는 이자보상비율과 유동성이 재조직 방법에서 차이를 보이지 않았다. 그러나 재조직 1차년에서 유의한 차이를 보이고 있다는 것은 법적 재조직 기업의 경우 재조직 과정에서 성과가 미흡함을 의미한다. 이는 법적 재조직과 관련된 법정 관리인의 전문성 및 관리능력 등의 개선이 필요하다고 판단된다.

두 번째 연구의 분석 결과, 재조직 직전년의 결과는 소유구조의 형태가 재조직 방법 결정에 아무런 영향도 미치지 않는다는 사실을 보이고 있다. 재조직이 이루어진 당해 연도의 경우 대주주 지분율과 은행 지분율이 법적 재조직 기업에 비해 사적 재조직 기업에서 높게 나타나고 있다. 이러한 결과는 재조직 1차 년도에서도 확인할 수 있었으며, 사적 재조직 기업은 재조직 시점이후(당해 연도, +1년) 법적 재조직 기업에 비해 무상소각 등으로 인한 대주주의 지분 감소가 크지 않은 것으로 판단된다. 또한 사적 재조직 기업은 부채 재조정 시 출자전환 방식으로 인한 금융기관의 지분이 증가했다고 볼 수 있다. 재무적 특성 변수의 분석에 의하면 재조직 1차년에서 사적 재조직 기업의 이자보상비율과 유동성이 개선된 결과를 얻었다. 사적 재조직 기업에서 금융기관의 출자전환이 위와 같은 기업 성과에 긍정적인 영향을 미쳤던 것으로 판단한다. 상근임원 지분율을 독립변수로 사용한 분석

결과는 재조직 직전과 직후 모두 최대주주이거나 최대주주와 특수 관계인에 속한 상근임원의 지분율이 높을수록 CEO 교체 가능성이 낮아짐을 나타내고 있다. 재조직 당해 연도는 은행 지분율이 높을수록 CEO 교체가 증가함을 나타내고 있다. 상근임원의 지분율과 은행 지분율이 사적 재조직 기업의 CEO 교체 여부를 결정하는 데 중요한 요인임을 확인할 수 있었다.

본 연구를 통해 사적 재조직과 법적 재조직 기업은 재조직 선정(-1년)과 진행 시점(0년, +1년), 업종(제조업, 비제조업)에서도 재무변수가 유의한 차이를 보이고 있다. 따라서 사적 재조직과 법적 재조직 기업의 선정 및 진행 등은 서로 상이한 방향이며, 그 결과 또한 차이가 있음을 추론할 수 있다. 이는 재조직을 시도하거나 진행하는 기업의 다양한 이해관계자 특히 법원 담당자와 법정 관리인, 채권금융기관에게 많은 점을 시사할 수 있다는 점에서 본 연구의 의의를 찾을 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖고 있다.

첫째, 재조직과 관련한 주주 및 채권자의 협상력 및 교섭력, 대리인 문제와 정보 불균형의 원인 및 과정에 대한 보다 심도 있는 연구를 하지 못하고 있다.

둘째, 다양한 기업을 대상으로 분석하는 과정에서 공통적인 재무변수를 찾는 어려움 때문에 보다 다양한 변수에 대한 검정을 하지 못하고 있다는 점이다. 예를 들어 금융기관 부채를 사용하기 위해서는 금융기관만의 부채를 찾아야 하나 자료 수집의 어려움으로 장기차입금으로 대체하여 사용하였다.

셋째, 재조직 직전과 당해 연도, 직후 년도 등 3개년에 국한한 재무자료를 사용하고 있으므로 재조직 기업의 장기 추세를 분석하지 못하고 있다.

이는 재조직 대상 기업 중 일부가 신생기업이거나 재조직 이후 파산을 함으로써 장기 자료를 확보하는데 어려움이 있었기 때문이다.

넷째, 사적 재조직 및 법적 재조직 되는 기업들은 선정 시점별로 경제적 상황이 다를 수 있다. 본 연구에서는 경제상황별로 각각 구분하여 분석을 해야 하지만 표본 자료의 부족으로 인해 경제상황과 관계없이 모든 표본을 동일하게 분석하는 문제점을 갖고 있다.

참 고 문 헌

- 강동수(2004), '이산선택모형을 이용한 워크아웃기업의 회생요인 분석,' 한국
개발연구원 정책연구, 26(1), 71-104.
- 김석진, 변혁수(2004), '회사재건 선택에 관한 연구, 재무연구,' 17(1),
221-252.
- 박경서, 백재승(2001), '재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영
자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업
가치에 관한 실증연구, 재무연구,' 14(2), 89-130.
- 박경서, 이은정, 장하성(2002), '회사재건 선택에 관한 연구, 재무연구,' 15(2),
107-141.
- 박주철, 이남우(2005), '회사재건 시도기업의 시장반응과 재무특성과의 관계,'
한국산업경제 연구, 18(1), 477-497.
- 신현한, 장진호(2003), '소유구조가 최고경영자 교체에 미치는 영향, 금융학
회지,' 8(2), 16-38.
- 장범식, 황인덕(2008), '구조조정기업의 주식성과에 관한 연구,' 재무관리연
구, 25(1).
- 이상우, 최기호(2002), '구조조정기업의 주가반응에 관한 연구,' 경영학
연구, 31(3).
- 이상우, 최기호(2003), '구조조정유형의 결정에 영향을 미치는 요인,' 회계학
연구, 28(2).
- 이현석, 구정숙(2010), '재조직 선정기업 특성에 관한 연구,' 한국산업경영 연
구, 25(2), 229-251.
- Campbell, S. V.(1996), 'Predicting Bankruptcy Reorganization for closely

- held firms,' *Accounting Horizons*, 10, 12-25.
- Casey, C. J. and Stickney, C. P.(1986), 'Discriminating between reorganized and liquidated firms in bankruptcy,' *The Accounting Review*, 61, 249-262.
- Elloumi, F. and Gueyie, J. P.(2001), 'Financial distress and corporate governance: an empirical analysis', *Governance*, 11, 15-23.
- Franks, J. R. and Torous, W. N.(1989), 'An empirical investigation of U.S. firms in reorganization,' *The Journal of Finance*, 44, 747-769.
- Fisher, T. C. and J. Martel(1995), 'The Creditors' Financial Reorganization Decision : New Evidence from Canadian data,' *Journal of Law, Economics and Organization*, 11, 112-126.
- Flynn, E.(1989), 'Statistical Analysis of Chapter 11.' The Administrative Office of the United States Courts, Bankruptcy Division.
- Gorton, G. and Schmid, F.A.(2000), 'Universal banking and performance of German firms' *Journal of Financial Economics*, 58, 29-80.
- Gilson, S. C.(1989), 'Management turnover and financial distress,' *Journal of Financial Economics*, 25, 241-262.
- Gilson, S. C., J. Kose, and H. P. Lang(1990), 'Troubled Debt Restructurings : an Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default,' *Journal of Financial Economics*, 27, 355-388.
- Hotchkiss, E. S.(1995), 'Post-bankruptcy Performance and Management Turnover,' *Journal of Finance*, 50, 3-21.
- Hotchkiss, E. S. and Mooradian, R. M.(1997), 'Vulture investors and the market for corporate control of distressed firms,' *Journal of*

- Financial Economics*, 43, 401-432.
- Iqbal, Z. and French, D. W.(2007), 'Executive share ownership trading behavior, and corporate control: Evidence from top management turnover during financial distress' *Journal of Economics and Business*, 59, 298-312.
- Routledge, J. and D. Gadenne(2000), 'Financial Distress, Reorganization and Corporate Performance,' *Accounting and Finance*, 40, 233-260.
- Jostarndt, P. and Sautner, Z.(2008), 'Financial distress, corporate control, and management turnover' *Journal of Banking & Finance*, 32, 2188-2204.
- Pierre Mella-Barrel(1999), 'The Dynamics of Default and Debt Reorganization,' *Review of Financial Studies*, 12, 535-578.
- Wang, Z. J. and Deng, X. L.(2006), 'Corporate Governance and Financial Distress' *The Chinese Economy*, 39, 5-27.
- White, M. J.(1989), 'The Corporate Bankruptcy, Liquidation and Reorganization,' *Handbook of Modern Finance (Boston, MA, Warren, Gorham & Lamont)*, 1-49.
- White, M. J.(1989), 'The Corporate Bankruptcy Decision,' *Journal of Economic Perspectives*, 3, 129-151.
- Wruck, K.(1990), 'Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency,' *Journal of Financial Economics*, 27, 419-444.

ABSTRACT

A Study on Characteristics of Debt Reorganized Firms

Jung Suk, Ku
Dept. of Business Administration
Graduate School of
Sungshin Women's University

The first purpose of this research empirically is to analyze financial characteristics between legal (liquidation of company and Vergleich) and private reorganization (workout), and between manufacturing firms and non-manufacturing firms. These are done from the previous year to the next year of reorganization determination time. The second purpose is to find the ownership structure between legal reorganization and private reorganization, and to investigate the impact of ownership structure on the CEO turnover for the same period.

Samples are constituted with 66 firms determined to private reorganization and 107 firms to legal reorganization.

For financial characteristic variables of reorganization determination and performance, we select the leverage ratio of debt borrowed from financial institutes, the interest coverage ratio, the firm's size, the ratio of secured

debt, the negotiation power between borrower and lender, the liquidity and stock return. We also select the Herfindahl index, the ratio of large shareholder's ownership, family shareholder's ownership, the associated companies' ownership, the institutional investors' ownership (Financial institutions other than banks), the bank investors' ownership and the executive and non-executive directors' ownership as ownership structure variables.

Empirical results are established by t-test, probit analysis, Fisher's Z-test and ANOVA. We find that all companies including manufacturing and non-manufacturing firms have the higher firm's size in private reorganization firms compared to the legal. The variables including the leverage ratio of secured debt, the interest coverage ratio, the liquidity and the stock return show different results according to the time point of the reorganization and whether manufacturing firms are or not.

The higher large shareholder's ownership and the bank investors' ownership are found more in the private reorganization firms. We also find that the possibility of CEO turnover is decreased in the private reorganization firms with higher executive director ownership. And the possibility of CEO turnover is increased in the firms with higher bank investor ownership.

key Word Private Reorganization, Legal Reorganization, Workout, Vergleich, Liquidation of Company, Probit-analysis