

부실기업 채권회수 및 경제적 부가가치에  
영향을 미치는 요인에 관한 연구

- 워크아웃 기업을 중심으로 -

연세대학교 경제대학원

금융공학 전공

조 성 환

부실기업 채권회수 및 경제적 부가가치에  
영향을 미치는 요인에 관한 연구

- 워크아웃 기업을 중심으로 -

지도 하 성 근 교수

이 논문을 석사학위 논문으로 제출함

2004년 12월 일

연세대학교 경제대학원

금융공학 전공

조 성 환

조성환의 경제학 석사 학위논문을 인준함

심사위원 □□

심사위원 □□

심사위원 □□

연세대학교 경제대학원

2004년 12월 일

## 차 례

표 차 례 .....	iv
국문요약 .....	vi
<b>제 1 장 서 론 .....</b>	<b>1</b>
1. 1 연구의 필요성 .....	1
1. 2 연구의 목적 .....	1
1. 3 연구의 구성 .....	2
<b>제 2 장 워크아웃제도 및 추진 현황 .....</b>	<b>3</b>
2. 1 워크아웃제도 도입배경 및 경과 .....	3
2. 1. 1 도입배경 .....	3
2. 1. 2 경과 .....	5
2. 2 워크아웃 추진 현황 .....	6
2. 2. 1 워크아웃기업 추이 .....	6
2. 2. 2 워크아웃기업 경영실적 .....	9
2. 2. 3 채무조정 현황 .....	10
2. 2. 4 자구실적 .....	11
2. 2. 5 지배구조 개선 .....	12
2. 2. 6 구조조정 방식 .....	13

<b>제 3 장 연구가설 및 실증분석 방법 .....</b>	<b>15</b>
3. 1 채권회수율에 영향을 미치는 요인에 관한 가설 설정 .....	15
3. 1. 1 워크아웃 선정 당시 요인 .....	15
3. 1. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인 .....	16
3. 1. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인이 채권회수율에 미치는 영향력 비교 .....	18
3. 2 기업의 경제적 부가가치에 영향을 미치는 요인에 관한 가설 .....	19
3. 2. 1 워크아웃 선정 당시 요인 .....	19
3. 2. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인 .....	20
3. 2. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인이 기업의 경제적 부가가치에 미치는 영향력 비교 .....	22
3. 3 실증분석방법 .....	23
3. 3. 1 분석대상 기업 .....	23
3. 3. 2 종속변수의 구축 .....	24
3. 3. 3 설명변수의 구축 .....	27
<b>제 4 장 실증분석 결과 .....</b>	<b>31</b>
4. 1 채권회수율에 영향을 미치는 요인에 대한 가설 검증 및 해석 .....	31
4. 1. 1 워크아웃 선정 당시 요인 .....	36
4. 1. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인 .....	37
4. 1. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인이 채권회수율에 미치는 영향력 비교 .....	42

4. 2 기업의 경제적 부가가치에 영향을 미치는 요인에 대한 가설 검정 및 해석 .....	43
4. 2. 1 워크아웃 선정 당시 요인 .....	47
4. 2. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인 .....	48
4. 2. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인이 기업의 경제적 부가가치에 미치는 영향력 비교 .....	53
<b>제 5 장 결 론 .....</b>	<b>54</b>
5. 1 연구결과 및 시사점 .....	54
5. 1. 1 채권회수 및 경제적 부가가치 모두와 관련된 시사점 .....	55
5. 1. 2 채권회수율 분석과 관련된 시사점 .....	55
5. 1. 3 경제적 부가가치 분석과 관련된 시사점 .....	56
5. 2 연구의 한계 및 향후 연구과제 .....	57
<b>참고문헌 .....</b>	<b>58</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>60</b>

## 표 차 례

<표 2-1> 워크아웃 추진현황 .....	6
<표 2-2> 구조조정 제도별 정상화 비율 및 정상화 소요기간 .....	6
<표 2-3> 연도별 워크아웃기업의 조기 정상화 현황 .....	7
<표 2-4> 워크아웃기업의 업종별 정상화 현황 .....	8
<표 2-5> 워크아웃기업의 재무비율 현황 .....	9
<표 2-6> 워크아웃기업의 채무조정 현황 .....	10
<표 2-7> 워크아웃기업의 자구실적 .....	11
<표 2-8> 워크아웃기업의 매각실적 .....	13
<표 2-9> 회사분할 현황 .....	14
<표 3-1> 종속변수 내용 .....	24
<표 3-2> 채권회수율 산정 방법 .....	25
<표 3-3> 설명변수 내용 .....	27
<표 4-1> 단순회귀 분석 결과 .....	32
<표 4-2> 설명변수간 상관관계 분석 결과 .....	33
<표 4-3> 회귀식(1)의 회귀분석 결과 .....	35
<표 4-4> 지배구조 관련 회귀분석 결과 .....	40

<표 4-5> 구조조정 방식 관련 회귀분석 결과 .....	41
<표 4-6> 매각소요 기간별 채권회수율 예상 현황 .....	41
<표 4-7> 선정당시 상황 관련 요인과 구조조정 추진 관련 요인의 영향력 분석 결과 .....	42
<표 4-8> 단순회귀분석 결과 .....	44
<표 4-9> 회귀식(2)의 회귀분석 결과 .....	46
<표 4-10> 지배구조 관련 회귀분석 결과 .....	50
<표 4-11> 구조조정 방식 관련 회귀분석 결과 .....	52
<표 4-12> 선정당시 상황 관련 요인과 구조조정 추진 관련 요인의 영향력 분석 결과 .....	53
<표 5-1> 회귀분석 결과 요약 .....	54

## 별 첨

1. 워크아웃기업 현황(2003년말 현재) .....	62
2. 기업구조조정 추진경과 .....	63
3. 구조조정 방식 해설 .....	65
4. 선행연구 .....	68



## 국 문 요 약

부실기업 구조조정을 위한 워크아웃(workout)이 도입된 지 대략 6년이 지났다. 지난 6년간 워크아웃은 채권금융기관에 상당한 손실을 초래하였음에도 불구하고 기업의 조기회생을 통한 채권회수 제고에 기여하였으며, 경제위기 상황 하에서 기업의 연쇄부도 사태를 방지하고 금융시스템의 안정을 도모하였다는 측면에서 대체로 긍정적으로 평가되고 있으나, 이에 대한 실증분석은 활발하게 진행되지 못했다.

본 연구는 채권금융기관의 입장에서 어떠한 요인이 채권회수율에 영향을 미치는지와 대상 기업입장에서 어떠한 요인이 구조조정이 완료된 시점의 경제적 부가가치에 영향을 미쳤는지를 분석하였다.

우선 채권금융기관 입장에서 신고채권 규모가 작고 채권구조가 단순할수록, 실사가치가 높을수록, 출자전환 비중(출자전환 금액/신고채권)이 낮을수록, 자구이행과 인원감축 비율이 높을수록, 구기업주가 경영권을 유지하고 매각을 통한 구조조정을 시행한 경우 채권회수율이 높았다. 기업입장에서는 인원감축 비율이 높을수록, 구기업주가 경영권을 유지하고 채무조정을 통한 구조조정을 추진한 경우 경제적 부가가치가 높았다.

분석결과는 다음과 같은 점을 시사하고 있다. 첫째, 채권회수율 및 경제적 부가가치는 부실기업 사후관리 방법 및 능력에 따라 상당부분이 결정된다는 것이다. 부실기업에 대한 사후관리 능력에 따라 채권금융기관의 수익성이 크게 좌우될 수 있으므로 채권금융기관은 부실기업 처리에 대한 체계적인 통계관리, 사례 축적, 전문가를 육성할 필요가 있다.

둘째, 구기업주의 경영권을 박탈하고 전문경영인으로 대표이사를 교체하는 지배구조 개선은 신중히 결정되어야 할 사안이다. 실증분석 결과 구 기업주는 경영능력 및 조직 장악력은 채권회수 측면이나 경제적 부가가치 제고에 도움이 되는 것으로 나타났다. 하지만 부실기업주에 대한 무조건적인 경영권 인정은 심각한 모럴해저드의 소지가 있는 점 등도 함께 고려되어야 하겠다.

셋째, 대기업의 부실화는 피해의 절대적 규모뿐만 아니라 부실화되는 경우 회수율도 극히 저조하다. 단순히 신용위험 발생 기준으로 신용위험을 측정하는 경우에는 대기업에 대한 위험성은 저평가 될 수 있고, 중소기업에 대한 위험성은 고평가 될 수 있다.

넷째, 신속한 매각이 채권회수 측면에서 가장 적절한 구조조정 방법이다. 채권 금융기관은 기업이 영업력을 유지할 수 있는 최소한 수준의 채무조정을 단행하고 신속한 원매자 물색을 통하여 기업을 매각하는 것이 채권금융기관의 회수측면이나 자원의 효율적 배분이라는 목적에 가장 부합하는 구조조정 수단으로 판단된다.

다섯째, 부실기업이 구조조정을 통하여 경쟁력을 보유할 수 있는지 여부는 계량적인 변수 외에 업종 전망, 시장내 지위 및 경쟁 구조, 임직원의 역량 및 거시경제 변수 등 정성적인 요인을 더욱 중요하게 감안하여 판단해야 한다.

마지막으로 부채측면의 채무조정은 기업의 본질적인 경쟁력 제고에 도움을 주지 못한다. 출자전환 역시 부채를 자기자본화 하는 과정으로 기업측면에서 자기자본에 대한 기회비용이 발생하기 때문이다. 단순히 기업의 정상화 측면만을 고려하여 과도한 채무조정으로 경쟁력 없는 기업이 지속적으로 생존하는 경우 자원배분이 왜곡되고 오히려 다른 경쟁력 있는 기업의 생존을 방해하는 부작용을 낳는다.

부실기업에 대한 부도율 및 회수율 등의 기초 자료는 시장측면에서는 부실채권 시장의 조성, 금융기관 입장에서는 부실기업 관리의 효율화, 위험자본 분배 및 성과평가, 금융감독당국 입장에서는 대손충당금 적정성 검증 등에 필수적인 자료이다. 본 자료가 부실기업에 대한 체계적인 자료 구축의 자그마한 시발점이 되기를 바란다.

---

**핵심단어** : 계속기업가치, 구조조정 방식, 경제적 부가가치, 신고채권, 워크아웃, 자구 실적, 지배구조, 채권회수율, 채권금융기관, 채무조정, 출자전환, 청산가치

# 제 1 장 서 론

## 1. 1 연구의 필요성

IMF 외환위기로 인한 금융시장의 경색과 대기업 연쇄부도의 악순환이 우려되던 1998년에 워크아웃(workout)<sup>1)</sup>이 새로운 기업구조조정제도로 도입되었다. 워크아웃은 83개 대기업에 적용되었으며 신고채권금액만 104조원에 달하는 방대한 규모로 우리나라 기업구조조정의 핵심과제로 추진되어 왔다.

부실기업에 대한 구조조정은 해당 기업 및 채권금융기관의 직접적인 이해에 지대한 영향을 미치는 사안임에도 불구하고 기업구조조정의 세부 수단 및 조치가 기업 회생 및 채권회수에 미치는 영향을 보고한 실증연구는 많지 않다. 워크아웃 이전에는 부실기업 구조조정에 대해 체계적인 자료 정리가 없었기 때문이다.

현재 워크아웃이 마무리 단계에 있고 기업구조조정의 과정 및 성과에 대한 체계적인 자료를 축적하고 있어 성과 요인 분석 등이 가능한 시점에 있다. 기업구조조정 성과 요인 분석은 우리나라 기업구조조정 프로그램에 대한 평가뿐만 아니라 향후 정책방향에도 시사하는 바가 크다고 할 수 있겠다.

## 1. 2 연구의 목적

본 연구의 목적은 워크아웃의 참여 주체인 채권금융기관과 대상기업이 구조조정을 위하여 사용했던 수단들이 채권금융기관의 목적인 채권회수를 극대화하여 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석하였으며 또한 채무자인 기업입장에서 가치제고에 영향을 미쳤던 요인이 무엇이었는지를 분석하는데 있다.

---

1) 워크아웃(workout)의 사전적 의미는 격렬한 운동을 통한 연습 내지 훈련을 말하며, 불필요한 군살을 빼고 근육을 단련함으로써 체질을 개선하는 것을 의미하는 단어로 GE의 웰치 회장이 기업의 구조조정을 의미하는 단어로 사용하면서 유래함

일반적으로 채권회수율 및 경제적 부가가치에 영향을 미치는 요인은 워크아웃 선정 시 당시의 채무구조 및 채무상황과 구조조정 추진 과정에서 일어나는 채무재조정, 사업구조 개편, 고용조정 및 경영진 교체 등으로 구분된다. 본 논문에서는 기업구조조정의 주요 수단들을 계량화하여 이들 변수와 워크아웃기업성과 간에 상관관계가 존재하는지를 확인하고자 한다.

아울러 국내의 기존 연구에서 자료의 접근성 문제 등으로 다루지 못했던 채권금융기관의 성과를 대표할 수 있는 채권회수율에 유효하게 영향을 미치는 변수가 무엇인지를 분석하고자 한다. 따라서 채권자와 채무자의 각각의 입장에서 워크아웃의 성과를 분석하는 것이 연구의 핵심과제라고 할 수 있다.

### 1. 3 연구의 구성

본 연구는 총 5개의 장으로 구성되어 있다. 제1장에서는 본 연구의 필요성과 목적, 그리고 연구구성을 제시하고 있으며, 제2장에서는 워크아웃제도 도입배경과 경과, 그리고 워크아웃의 추진현황에 대하여 살펴본다. 제3장에서는 실증분석을 위한 가설 설정과 분석대상 기업, 종속변수 구축, 설명변수 구축 등 실증분석 방법을 설명하고, 제4장에서는 각각 채권금융기관 및 기업 입장에서 워크아웃의 성과에 영향을 미치는 요인에 대한 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 연구결과를 요약하고 결론과 시사점, 연구의 한계 및 향후 연구과제를 기술하였다.

## 제 2 장 워크아웃제도 및 추진 현황

본 장에서는 우리나라에서 워크아웃제도를 도입한 배경과 경과에 대해 알아보고, 워크아웃 추진현황을 살펴본다.

### 2. 1 워크아웃제도 도입배경 및 경과<sup>2)</sup>

#### 2. 1. 1 도입배경

IMF 외환위기 당시 투자수단을 주로 차입에 의존했던 우리나라 기업들이 영업부진, 초고금리와 고환율의 어려움 속에서 옥석(玉石)의 구분 없이 생존의 기로에 서게 됨에 따라 정부는 실물부문의 경기침체와 금융시장의 자금경색이 맞물린 상태에서 위기의 확산을 방지할 수 있도록 신속한 기업구조조정 방법을 모색하게 되었다. 그러나 외환위기 이전 한보, 기아 등 부실대기업을 처리하기 위해 도입되었던 부도유예협약은 제2금융권 등 협약에 가입하지 않은 기관의 채권회수와 이권조정 및 중재 장치 미비 등으로 기능을 상실한 상태였으며, 법적 절차중 법정관리는 기업갱생방안 마련에 장기간이 소요되어 그 과정에서 기업가치와 경쟁력이 훼손되고 회생가능성이 저하되는 사례가 많았고, 화의는 중소기업이 일시적 유동성 위기에 처한 경우에 알맞은 제도로써 대기업에 적용하는 데는 한계가 있었으며, 종전의 산업합리화 조치와 같이 비공개적 절차에 의한 처리는 투명성에 문제가 있어 특혜시비를 불러일으킬 수 있다는 문제점이 있었다.

또한, 1997년 12월 정부와 IMF간에 긴급구제금융지원협약이 체결된 후 IMF는

---

2) 금융감독원, "워크아웃 5년", 2003.

금융지원 조건으로 우리 경제시스템의 근본적인 개혁을 요구하였고, 민간자율과 시장원리에 기초한 새로운 형식의 기업구조조정 제도를 조기에 마련하도록 권고함에 따라 1998년 5월 우리정부와 IMF간의 제6차 정책협약에서 채권은행이 주도하는 기업구조조정 추진방식에 합의하면서 워크아웃제도의 윤곽을 구체화하게 되었다.

이에 따라 정부는 1998년 5월 기업규모별로 특성을 감안하여 구조조정을 추진토록 하였는데, 자체적인 구조조정 역량이 있는 5대 계열은 자율적으로 구조조정을 추진하고 구조조정 역량이 상대적으로 미흡한 6대 이하 주채무계열과 중견대기업에 대하여는 이해당사자간 공정한 손실분담 원칙하에 워크아웃을 핵심수단으로 하여 구조조정을 추진하도록 하였으며, 워크아웃 방법으로는 자율협상의 경험이 부족한 기업과 채권금융기관이 신속하게 구조조정을 추진할 수 있도록 '적극적인 중재자'를 두는 런던방식<sup>3)</sup>(London Approach)을 채택하였다.

이와 관련하여 210개 금융기관들은 상호간의 이해를 합리적으로 조정하고 공존체제를 유지하기 위해 1998년 6월 25일 「기업구조조정 촉진을 위한 금융기관협약」(이하 기업구조조정협약)을 체결하였으며, 이 협약을 근거로 하여 부실징후기업 워크아웃을 시작하게 되었다. 기업구조조정협약에는 은행권을 비롯하여 증권사, 보험사, 증권사, 투신사 등 대부분의 국내금융기관들이 가입하여 상거래채권과 서민금융기관의 채권을 제외한 국내금융기관의 채권에 대해 구속력을 갖는 사적계약의 형태를 띠었다.

---

3) 1990년대 초 영국에서 부실기업 처리를 위해 중앙은행인 영란은행(Bank of England)이 비공식적인 조정자로서 채권자인 금융기관과 채무자인 기업 간의 채무 등을 조정·중재하였던 구조조정방식으로 영란은행은 1990년대 초 영국경제의 침체기에 채권은행들의 요청에 따라 160여건의 워크아웃에 참여하여 조정·중재자 역할을 성공적으로 수행한 것으로 알려짐

## 2. 1. 2 경 과

1998년 6월 210개 금융기관들은 워크아웃 추진과 관련한 최소한의 사항을 정한 「기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약」(이하, 기업구조조정협약)을 체결하였다.

1998년 7월에는 기업구조조정협약의 세부사항을 정한 「협약시행세칙」 등을 제정하고, 1998년 11월에는 워크아웃 진행절차를 규정하는 「협약운영준칙」을 제정함으로써 워크아웃관련 협약의 기본체계를 완성하였다.

기업구조조정협약은 자율협상 경험이 부족한 기업과 채권금융기관이 신속하게 구조조정을 추진할 수 있도록 적극적인 중재자를 두는 런던방식(London Approach)을 채택하였으며, 이 중재자를 정부 또는 감독당국이 담당할 경우 이해당사자의 자율적인 구조조정 의지가 퇴색할 우려가 있어 '기업구조조정위원회'라는 민간 자율의 조정·중재 기구를 두었다.

2000년 12월에는 채권금융기관간의 자율 이견조정을 원칙으로 하는 협약으로 전환하기 위해 기업구조조정위원회를 폐지하는 대신 워크아웃기업별로 '채권금융기관조정위원회'를 설치하였다.

2001년 8월에는 「기업구조조정촉진법」이 제정(시행일 '01.9.15)되어 채권금융기관 중심의 상시적 구조조정시스템이 정착되었으며, 기존의 워크아웃기업은 기업구조조정촉진법상 채권금융기관 공동관리기업으로 편입되었다.

## 2. 2 워크아웃 추진 현황

### 2. 2. 1 워크아웃기업 추이

1998년 6월 워크아웃제도 도입 이후 총 83개사가 워크아웃 대상기업으로 선정되었다. 2003년 말 기준으로 57개사가 매각, 경영실적 개선 등으로 정상화(69%)되었고, 19개사는 부도 등으로 중도 탈락(23%)하여 2003년 말 현재 7개사(8%)가 워크아웃을 진행 중이다.

< 표 2 - 1 >

워크아웃 추진현황

2003년말 현재		(단위 : 개)		
선 정		진행현황		
		졸업 <sup>주)</sup>	중단	추진중
83		57	19	7

주 : 자율추진 8개사 포함

정상화 비율 및 정상화 소요기간 측면에서 워크아웃은 법정제도인 법정관리·화의에 비해 훨씬 신속히 진행되었다. 정상화비율은 워크아웃 69%, 법정관리 56%, 화의 17%순이며 정상화 소요 기간은 워크아웃은 37개월, 법정관리 51개월, 화의 54개월 순이다.

< 표 2 - 2 >

구조조정 제도별 정상화 비율 및 정상화 소요 기간

(단위 : 개, %)				
제 도	선정 (A)	정상화 (B)	정상화 비율 (B/A)	정 상 화 소요기간
워크아웃	83	57	69	37개월
법정관리 <sup>주)</sup>	88	49	56	51개월
화 의 <sup>주)</sup>	196	33	17	54개월

주 : '98 ~ '00년중 관리절차를 개시한 법정관리 및 화의기업



워크아웃기업 선정현황을 연도별로 보면 1998년 하반기에 55개사(66.3%)가 집중 선정되었고, 1999년 대우계열 12개사를 포함하여 22개사(26.5%), 2000년도에는 새 한계열 2개사가 마지막으로 선정되고 (주)대우·대우중공업으로부터 분할·신설된 법인 4개사가 추가되었다.

한편 조기 정상화 현황을 연도별로 보면 1999.6.16 한창화학(현, 룰런즈코리아)이 덴마크의 룰런즈사에 매각되면서 최초로 워크아웃을 졸업하였으며, 2000년도에는 기업구조조정위원회가 경영정상화가 가능한 기업에 대해서는 조기졸업 또는 자율추진을 권고함에 따라 33개사 정상화되었고, 2001.8월 이후에는 대우계열사 등 대기업을 중심으로 23개사가 정상화되었다.

또한 워크아웃 중단 현황을 연도별로 보면 1999년에 1개사가, 워크아웃 시행 이후 2년이 경과한 2000년 하반기에 6개 건설업체 등 11개사가 워크아웃을 중단하였으며, 2001년도 이후에도 7개사가 워크아웃을 중단하였다.

< 표 2 - 3 >

#### 연도별 워크아웃 기업의 조기 정상화 현황

(단위 : 개)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003	합계
워크아웃 선정	55	22	6	-	-	-	83
조기 정상화	-	1	33	11	9	3	57
중 단	-	1	11	3	1	3	19

자료 : 금융감독원

<표 2-4>에는 업종별로 워크아웃기업의 정상화 현황이 설명되어 있다. 건설 관련업종이 13개사로 가장 많고 전자·통신이 10개사, 철강·금속이 8개사, 도소매·유통이 7개사, 음식료품이 7개사로 나타났다.

정상화 비율은 의류, 자동차 관련, 도소매·유통, 철강·금속, 음식료품은 정상화비율이 70%를 넘는 등 대다수의 기업이 정상화된 반면, 건설 및 화섬·면방직 업종은 정상화 비율이 50%를 하회하였다. 특히 면방직 업종은 5개 기업이 워크아웃을 개시하였으나 업종의 사양화 추세로 모두 정상화되지 못했다.

< 표 2 - 4 >

워크아웃기업의 업종별 정상화 현황

(단위 : 개, %)

업종	업체수				정상화 비율
		정상화	중단	계속추진	
건설관련	13	6	6	1	46.2
전자·통신	10	7	2	1	70.0
철강·금속	8	6	2	-	75.0
음식료품	7	5	2	-	71.4
도소매·유통	7	6	1	-	85.7
유화·화학	6	4	-	2	66.7
화섬·면방직	5	-	2	3	0.0
제지·합판	5	5	-	-	100.0
자동차관련	5	4	1	-	80.0
기계·장비	5	3	2	-	60.0
의류	3	3	-	-	100.0
기타	9	8	1	-	88.9
합계	83	57	19	7	68.7

자료 : 금융감독원

## 2. 2. 2 워크아웃기업 경영실적

워크아웃기업(중단기업을 제외한 64개사 기준)의 영업실적은 원가절감, 생산성 향상 및 저수익 사업부 정리 등 채권단과 회사 측의 구조조정 노력에 힘입어 크게 개선된 것으로 나타났다.

대표적인 수익성 지표인 매출액영업이익률은 '99년말 0.7%에서 '03년말 현재 5.8%로 5.1%p 상승하였고, 차입금상환능력 지표인 이자보상배율도 영업실적 개선 및 채무조정에 힘입어 0.1배에서 2.4배로 크게 개선되었다. 재무안정성 지표인 부채비율도 1154.7%에서 171.4%로 현저히 개선되었다.

워크아웃기업은 매출액영업이익률, 이자보상배율 및 부채비율이 지속적으로 개선되어 제조업평균에 근접하는 등 부실기업에서 벗어나 정상기업으로 변모하고 있다.

< 표 2 - 5 >

워크아웃기업의 재무비율 현황

(단위 : %, 배)

구 분	1999	2000	2001	2002	2003
매출액영업이익률 (제조업평균)	0.7 (6.6)	2.7 (7.4)	5.2 (5.5)	6.4 (6.7)	5.8 (6.9)
이자보상배율 (제조업평균)	0.1 (1.0)	0.3 (1.6)	0.9 (1.3)	1.6 (2.6)	2.4 (3.7)
부채비율 (제조업평균)	1154.7 (214.7)	798.3 (210.6)	350.2 (182.2)	204.7 (135.4)	171.4 (123.4)

주 : 이자보상배율 = 영업이익/이자비용,

단 제조업평균의 경우는 이자비용 대신 금융비용이 적용됨

자료 : Kis-Line, 한국은행 기업경영분석

### 2. 2. 3 채무조정 현황

워크아웃을 적용한 83개 기업에 대한 채권금융기관의 채무조정 내역을 보면 2002년말 현재 금리감면을 포함한 원금상환유예가 72.0조원, 전환사채(CB) 발행을 포함한 출자전환이 18.3조원으로 나타났으며, 기업별 채무조정 유형을 보면 워크아웃 적용 83개 기업 중 44개사에 대해서는 출자전환 및 금리감면 등 적극적인 채무조정이, 나머지 39개사에 대해서는 원금상환 유예와 금리조정만이 이루어졌다.

특히 조기정상화 기업의 경우 채무조정 효과가 큰 출자전환이 11조원으로 여타방법에 비해 상대적으로 많았으며, 계속추진기업과 중단기업은 금리를 감면하는 채무상환유예가 가장 많은 것으로 나타났다. 특히 중단기업의 경우 출자전환이 0.8조원으로 상대적으로 크게 적은 것으로 나타났다.

< 표 2 - 6 >

#### 워크아웃기업의 채무조정 현황 (2002년말 현재)

(단위 : 억원)

	채무상환유예		출 자 전 환		기 타 <sup>주)</sup>
	금리감면	정상금리	주식전환	CB인수	
조기정상화	65,689	30,563	95,374	14,582	45,519
계 속 추 진	134,978	17,624	51,817	12,966	17,045
중 단	460,701	10,023	2,466	5,728	13,901
합 계	661,368	58,210	149,657	33,276	76,465

주 : 예대상계, 채무할인 변제, 보증채무 등

자료 : 금융감독원

## 2. 2. 4 자구실적

2002년말 현재 워크아웃 적용 67개사(중단 16개사 제외)의 자구실적은 9.1조 원이며, 항목별로는 자산매각이 전체 자구실적의 73.6%를 차지하는 6.7조원이었으며, 유상증자가 1.0조원(11.1%), 계열사정리가 0.7조원(7.4%), 그리고 대주주의 사재출연이 1,153억원을 차지하는 것으로 나타났다.

이러한 기업의 자구노력은 워크아웃 초기에 수익성이 있는 사업부 및 부동산의 매각에 주력한 반면, 워크아웃이 진행되면서 비주력사업부를 매각하거나 부실계열사를 정리하여 정상화하는데 집중한 것으로 나타났다.

< 표 2 - 7 >

워크아웃기업의 자구실적 (2002년말 현재)

(단위 : 억원, %)

	자 산 매 각			계열사 정리	유상 증자	대주주 사재출 연	기 타 <sup>2)</sup>	합 계
	부동산	사업부	총 계					
대우계열	7,819	6,388	24,113	2,207	202	-	3,171	29,693
여타 기업	12,232	23,192	42,807	4,493	9,877	1,153	2,860	61,190
합 계	20,051	29,580	66,920	6,700	10,079	1,153	6,031	90,883
<구성비>	<22.1>	<32.5>	<73.6>	<7.4>	<11.1>	<1.3>	<6.6>	<100.0>

주 : 1) 계속추진·자율추진기업은 2002년말까지, 졸업기업은 졸업 직전까지의 실적

2) 인원 감축, 경영개선 등

자료 : 금융감독원

## 2. 2. 5 지배구조 개선

기업지배구조 개선은 IMF 외환위기 이후 강력하게 추진해 온 기업구조개혁 핵심과제중의 하나로 이미 부실화 전력이 있는 워크아웃 기업에 대하여는 이의 철저한 적용과 함께 도덕적 해이를 방지하기 위한 노력이 요구되었다.

또한, 워크아웃 기업들의 실패는 기업주의 잘못된 경영판단과 자질부족에서 비롯된 경우가 많으며, 이러한 결과를 빚어낸 배경에는 기업주의 독단적인 경영풍토와 견제를 받지 않는 기업지배구조가 작용하고 있었다.<sup>4)</sup> 이에 따라 사적화의 한 형태인 워크아웃의 시행초기에는 기존 경영진의 경영참여를 허용하였으나, 舊기업주의 회사 임직원에게 대한 영향력을 바탕으로 한 기업경영 간여 또는 워크아웃 추진에 비협조적인 사례방지 등을 위하여 채권금융기관은 채무재조정을 전후하여 부실책임이 큰 舊기업주와 경영진에 대해서는 경영참여를 배제시켜 왔다.

그 결과 2003년말 현재 워크아웃을 적용한 83개사 중 출자전환 실시기업과 워크아웃 중단기업을 중심으로 59개사에서 舊기업주가 경영권을 상실(대표이사직 퇴임 기준)함으로써 부실경영에 대한 책임을 지게 되었다.

구기업주의 경영권이 유지되고 있는 24개사 중 20개사는 출자전환 없이 자구이행, 경영실적 개선 등으로 조기졸업한 경우이며, 여타 4개사는 구기업주가 최대주주의 지위를 유지하고 있거나 구기업주의 경영이 필요하다고 채권단이 인정한 경우이다.

---

4) 이성규, "워크아웃 해설", 2000

## 2. 2. 6 구조조정 방식

부실기업 정상화 방법으로 채무조정, 회사분할(인적분할, 물적 분할), 제3자 매각(전략적 투자자, 재무적 투자자) 등이 주요하게 사용된다. 이러한 방식은 일반적으로 동시에 사용되나, 향후 분석의 편의를 위하여 가장 주요한 구조조정 방식대로 기업을 분류하였다.

‘03년말 기준으로 단순 채무조정으로 정상화를 추진한 워크아웃기업은 51개사, 매각을 통하여 새로운 주인을 찾은 기업은 20개사이며 분할을 통하여 핵심사업부만을 신설회사로 설립하여 정상화의 활로를 모색한 기업은 11개사이다.

매각시기별로는 1999년 한창화학을 필두로 2000년도에는 강원산업 등 6개사가, 2001년에는 영창약기 등 3개사가, 2002년도에는 대우자동차 등 3개사가, 2003년도에는 경남기업 등 8개사가 매각되었다.

< 표 2 - 8 >

워크아웃기업의 매각실적 (2003년말 현재)

연도	개수	대상기업
‘99	1	한창화학
‘00	6	강원산업, 한국시그네틱스, 맥슨텔레콤, 유진관광, 아남반도체, 대우전자부품(현 파츠닉)
‘01	3	제철화학, 영창약기, 제철유화
‘02	3	다이너스카드(현대카드), 대우자동차, 세풍(현 페이퍼코리아)
‘03	8	남광토건, 경남기업, 미주제강, 신원, 세신, 서울트래드클럽, 신동방, 한창

특히 분할은 기업의 규모가 크고 한 회사가 다수의 상이한 사업부를 구성하는 등 회사분할에 적합한 구조조정방식으로 주로 대우계열, 고합 등의 11개사에 대해서 적용되었다.

<표 2 - 9 >

### 회사분할 현황

분할전회사	분할일자	분할신설회사	분할방식
대우중공업	00.10.23	대우조선	인적분할
		대우종합기계	〃
		대우중공업	잔존법인
(주)대우	00.12.27	대우인터내셔널	인적분할
		대우건설	〃
		(주)대우	잔존법인
신우	01.4.1	세이백화점	물적분할
		신우	잔존법인
고합	01.12.28	케이피케미칼	인적분할
		고합	잔존법인
대우통신	02.2.6	대우정밀	인적분할
		대우과워트레인	물적분할
		대우프라스틱	〃
		대우통신	잔존법인
남선알미늄	02.10.1	남선홈웨어	인적분할
		대호에이엘	〃
		남선알미늄	잔존법인
대우전자	02.10.25	대우일렉트로닉스	영업양수도
		대우전자	잔존법인
주 : 진한글씨가 워크아웃기업으로 포함되고 있는 기업임			



## 제 3 장 연구가설 및 실증분석 방법

본 장에서는 연구가설을 설정하고 대상기업과 모형에 사용되는 종속변수 및 설명변수에 대해서 살펴본다.

워크아웃 기업의 채권회수율 및 경제적 부가가치에 영향을 미칠 수 있는 요인으로서는 대상기업의 선정 당시 채권구조 및 실사가치와 구조조정추진 과정에서 발생하는 채무조정, 자구이행, 지배구조 개편 및 구조조정 방식 등을 들 수 있다.

### 3. 1 채권회수율에 영향을 미치는 요인에 관한 가설 설정

워크아웃기업 채권회수율에 영향을 미칠 수 있는 사항들을 추출하여 아래와 같은 연구가설을 설정하였다.

#### 3. 1. 1 워크아웃 선정 당시 요인

- ① **채권구조** : 워크아웃 선정당시 신고채권 규모가 작을수록 워크아웃 채권 비중이 높을수록 채권회수율이 높을 것이다.
- ② **기업가치** : 실사결과 가치가 높을수록, 선정당시 수익성과 재무안정성 비율이 높을수록 채권회수율이 높아질 것이다.

#### ① 채권구조

워크아웃기업의 신고 채권규모가 클수록 채권금융기관 수가 많고 채권 구조가 복잡하고 보증관계에 있는 부실계열사가 많아 구조조정이 지연되므로 채권회수율이 하락할 것으로 예상된다.

비협약채권의 비중이 높아지면 구조조정 추진에 대한 합의가 어려워지고 불확실성이 지속되어 기업의 경영에 악영향을 미치므로 채권회수율이 하락할 것으로 예상된다.

선행연구<sup>5)</sup>에서 Gilson, John, Lang(1990)은 1978년부터 1987년 사이에 사적으로 부채를 재조정하여 기업구조조정을 한 80개 기업을 대상으로 실증 분석한 결과, 구조조정 대상기업의 부채 중 채권자 수가 적을수록 사적으로 구조조정 하는 것이 용이함을 발견하였다.

## ② 실사가치

실사결과 계속기업가치가 높아질수록 향후 현금흐름 전망이 양호하고 청산가치가 높을수록 처분가능 자산이 많기 때문에 채권을 회수할 가능성이 높아질 것이다. 또한 선정당시에 수익성과 재무안정성 비율이 상대적으로 높을수록 부실화가 적고 영업실적 반전이 용이할 것이므로 채권회수율이 높아질 것으로 예상된다.

### 3. 1. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>① <b>채무조정</b> : 출자전환 및 금리감면이 많을수록, 채무조정이 여러 번에 걸쳐 이루어지는 경우 채권회수율은 저조할 것이다.</li><li>② <b>자구이행</b> : 자구실적 규모가 클수록, 인원 감소가 많을수록 채권회수율은 증가할 것이다.</li><li>③ <b>지배구조</b> :舊기업주가 전문경영인으로 교체된 경우 채권회수율이 높을 것이다.</li><li>④ <b>구조조정방식</b> : 매각을 통한 구조조정이 채무조정, 분할의 방식에 의한 구조조정 보다 채권회수율이 높을 것이다.</li></ul> |
|--|

---

5) <별첨 4>참조

### ① 채무조정

일반적으로 채무 조정시 기업의 FCF(free cash flow)로 충당하지 못하는 차입금, 즉 회수가능성이 희박한 차입금에 한해서 출자전환을 실시하므로 기업의 부실규모가 클수록 대규모의 출자전환과 큰 폭의 금리감면이 이루어질 것이므로 이러한 신고채권대비 출자전환 비중이 크거나 금리감면이 큰 기업의 채권회수율은 저조할 것으로 예상된다. 또한 채권금융기관의 소극적 태도로 적정 수준의 채무조정이 이루어지지 않아 여러 번에 걸쳐 채무조정이 단행된 경우 기업의 경쟁력을 하락을 초래하므로 채권회수율이 저조할 것으로 예상된다.

### ② 자구이행

워크아웃 기업은 비업무용부동산, 유가증권 등 영업과 직접 관련이 없는 자산과 수익성이 낮은 사업부문 등을 매각하는 등 자구노력을 하는데, 이러한 자구이행은 기업의 경영합리화 및 효율성을 제고시킬 뿐만 아니라 매각대금으로 대출금을 상환하게 되므로 채권회수율에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 인원 감축은 주로 수익성이 낮은 사업부문 폐쇄, 설비 축소와 합병 등을 통한 중복인력 정리 등 경영합리화에 따른 감축으로 인건비 감축에 도움이 되므로 채권회수율에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

### ③ 지배구조

출자전환이 이루어지지 않고 단순 채무상환 유예만 이루어진 기업의 경우 경영권 변동이 없어 기업의 회수율이 가장 높을 것으로 예상된다. 출자전환이 이루어진 기업 중 부실경영의 책임이 있는 舊기업주가 전문경영인으로 교체되는 경우가 많은데, 이러한 舊기업주의 교체는 책임경영체제 확립 및 전문경영인 영입 등으로 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미쳐 회수율에 긍정적으로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

#### ④ 구조조정 방법

신속한 매각이 채권회수율 제고에 가장 도움이 될 것이며 기업부실이 심하여 지속적인 손실이 발생하는 비핵심사업부를 청산하고 핵심사업부만 신설법인으로 설립하는 분할방식이 채권회수율이 가장 낮을 것으로 예상된다.

#### 3. 1. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인이 채권회수율에 미치는 영향력 비교

워크아웃기업의 채권회수율의 결정요인으로는 채무재조정, 자구노력, 지배구조 개선이나 구조조정 방법보다는 워크아웃 신청당시의 채무구조, 재무상황 등이 더 중요할 것으로 예상된다.

선행연구<sup>6)</sup>에서 강동수(2004)는 워크아웃 선정당시 기업의 채무구조가 세부적인 기업구조조정 수단보다 워크아웃 성과에 더 유의한 결과를 미치는 것이라고 발표하였다. 따라서 워크아웃을 구조조정 과정에서 부실기업을 회생시키기 위한 적극적인 노력을 기울이기보다 정보의 우월성을 바탕으로 비교적 우량한 부실기업을 찾아내고 이들에게 최소한의 채무재조정을 제공함으로써 채권회수를 극대화한 제도라고 평가하고 있다.

---

6) <별첨 4>참조

### 3. 2 기업의 경제적 부가가치에 영향을 미치는 요인에 관한 가설

워크아웃기업의 경제적 부가가치(EVA)에 영향을 미칠 수 있는 사항들에 대하여 아래와 같은 연구가설을 설정하였다.

#### 3. 2. 1 워크아웃 선정 당시 요인

- ① **채권구조** : 채권구조가 단순할수록, 워크아웃 채권의 비중이 높을수록 워크아웃기업의 EVA는 높을 것이다.
- ② **기업가치** : 선정당시 실사가치가 높을수록, 수익성 및 재무안정성 비율이 높을수록 EVA가 증가할 것이다.

##### ① 채권구조

채권구조가 단순하고 비협약채권 비중이 작을수록 구조조정에 대한 채권단간 합의가 용이해져 신속한 구조조정이 이루어지므로 대상기업의 경제적부가가치가 높아질 것으로 예상된다.

##### ② 기업가치 및 선정당시 재무비율

실사결과 계속기업가치가 높을수록 채권금융기관은 채권을 회수할 수 있는 가능성이 크기 때문에 적극적인 채무조정의 유인을 가질 것이므로 기업의 경제적 부가가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 과거에 수익성이 양호하고 재무안정성을 확보한 기업이 향후에도 양호한 수익성과 재무안정성을 시현하는 것이 일반적이므로 선정당시의 수익성 및 재무안정성비율이 양호할수록 기업의 경제적 부가가치가 높아질 것으로 예상된다.

### 3. 2. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인

- ① **채무조정** : 출자전환 및 금리감면 규모가 클수록 EVA가 높아질 것이다.
- ② **자구이행** : 자구실적 규모가 클수록, 인원 감축이 많을수록 EVA가 높아질 것이다.
- ③ **지배구조** : 舊기업주가 전문경영인으로 교체되면 EVA가 높아질 것이다.
- ④ **구조조정방식** : 분할된 기업의 경제적 부가가치가 채무조정, 매각된 기업의 EVA보다 높을 것이다.

#### ① 채무조정

워크아웃기업은 채권금융기관의 채무조정(출자전환, 이자감면 등)을 통하여 재무구조가 개선되므로 총부채 중 출자전환 비중이 높을수록 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 특히 출자전환은 즉각적인 재무구조 개선이 가능하므로 기업의 부채가 감소하는 동시에 자기자본이 증가함으로써 시장의 긍정적인 반응 및 기업의 신용도 회복으로 기업의 경제적 부가가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 선행연구<sup>7)</sup>에서 강동수·한상일(2002)은 워크아웃기업의 신용위험 감소를 결정짓는 요인에 대한 상관분석 결과, 출자전환금액/총자산 비율이 높을수록 기업의 신용리스크가 경감되는 것을 발견하였다.

#### ② 자구이행

워크아웃 기업은 비업무용부동산, 유가증권 등 영업과 직접 관련이 없는 자산과 수익성이 낮은 사업부문 등을 매각하는 등 자구노력을 하는데, 이러한 자구실적은 기업의 경영합리화 및 경영효율성을 제고하여 기업의 경제적 부가가치에 긍

---

7) <별첨 4>참조

정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

또한 인원 감축은 주로 수익성이 낮은 사업부문 폐쇄, 설비 축소와 합병 등을 통한 중복인력 정리 등 경영합리화에 따른 감축으로 경영효율성이 제고되므로 기업의 경제적 부가가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그러나 선행연구<sup>8)</sup>에서 강동수(2004)는 자구이행과 인력감축이 워크아웃기업 회생 여부에 미친 유의성이 낮은 것으로 발표하였다.

### ③ 지배구조

출자전환이 이루어지지 않고 금리조정 등 채무상환 유예만 이루어진 기업의 경우 경영권 변동이 없어 기업의 경제적부가가치가 가장 높을 것으로 예상되며 출자전환이 이루어진 기업 중 부실경영의 책임이 있는 舊기업주가 전문경영인으로 교체되는 경우가 많은데, 이러한 지배구조 개선은 책임경영체제 확립 등의 효과로 기업의 경제적 부가가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

### ④ 구조조정 방법

분할을 통하여 과감하게 비핵심사업부를 청산하고 경쟁력 있는 핵심사업부만을 신설법인으로 설립한 기업의 경제적부가가치가 가장 높을 것으로 예상되며 매각을 통하여 능력 있는 대주주가 경영권을 새로이 행사하는 기업이 일반적인 채무조정만을 시행하여 정상화를 달성한 기업에 비하여 기업의 경제적부가가치가 높을 것으로 예상된다.

---

8) <별첨 4>참조

### 3. 2. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진 과정에서 발생한 요인이 기업의 경제적 부가가치에 미치는 영향력 비교

워크아웃기업의 경제적 부가가치는 채무재조정, 자구노력, 지배구조 개선이나 구조조정 방법보다는 워크아웃 신청당시의 채무구조, 재무상황 등에 따라 좌우될 것으로 예상된다.



### 3. 3 실증분석 방법

#### 3. 3. 1 분석대상 기업

본 연구는 워크아웃제도에 편입된 83개 기업을 분석대상으로 삼고 있다. 그러나 실제 계량분석에 사용한 표본 기업수는 채권금융기관 및 기업 입장에 따라 상이하다. 워크아웃기업의 회생에 영향을 미치는 요인으로 예상되는 변수를 계량화하는 과정에서 모든 기업에 대한 설명변수 값을 얻을 수 있는 것이 아니기 때문이다.

채권회수율 극대화를 목적으로 하는 채권금융기관 입장에서 분석한 기업의 수는 77개사이다. 금융업종으로 설명변수가 상이하여 제외한 2개사<sup>9)</sup>와 채권회수율 산정을 위해 분할된 대우건설과 대우인터내셔널은 (주)대우로 대우종합기계와 대우조선해양은 대우중공업으로 통합하여 제외한 4개사 등 총 6개사가 분석대상에서 제외되었다.

경제적 부가가치 극대화를 목적으로 하는 기업 입장에서 분석한 기업의 수는 68개사이다. 채권자 관점과 동일하게 금융업종으로 설명변수가 상이하여 제외한 2개사와 흡수합병 되어 현재 재무상태를 파악할 수 없는 3개사<sup>10)</sup> 및 청산되어 설명변수를 거의 구할 수 없는 10개사<sup>11)</sup> 등 총 15개사가 분석대상에서 제외되었다.

---

9) 현대카드, 대우캐피탈

10) 강원산업, 제철유화, 유진관광

11) (주)대우, 대우중공업, 동보건설, 동아건설, 미주실업, 세풍종합건설, 신우공업, 신우텔레콤, 피어리스, 해표푸드서비스

### 3. 3. 2 종속변수의 구축

워크아웃의 성과에 대한 평가방법은 워크아웃의 당사자인 채권금융기관과 대상기업 등 각 주체에 따라 다르다. 채권금융기관은 채권회수 극대화가 목적일 것이며 대상기업의 경우에는 “기업이 경제적 부가가치를 생성하면서 계속기업으로 존속하느냐”가 목적이 될 것이다.

< 표 3 - 1 >

종속변수 내용

관 점	채권금융기관	기 업
목 적	채권회수 극대화	장기적 생존을 통한 이윤 극대화
종속변수	채 권 회수율	경제적 부가가치(Economic Value Added)

채권금융기관의 목적인 채권회수 극대화를 측정하는 대용변수로는 채권회수율이 가장 적합한 종속변수가 될 것이다. 채권회수율은 모든 채권금융기관의 채권회수 실적은 구하기가 어려워 은행권의 워크아웃기업 채권만을 대상으로 채권회수율을 산정하였다. 은행권의 워크아웃기업 신고채권은 총 44.9조원으로 전체 워크아웃 신고채권 103.8조원의 43.3%에 해당하므로 사용에 다소 무리가 따를 수 있으나 현실적인 제약을 감안하면 적절한 대용변수가 될 수 있을 것으로 판단된다. 단 이자의 원가화 부분 등은 산정하기 어려워 원금 기준으로 산출한 한계가 따른다. 채권회수율 산정 방법은 <표 3-2>와 같다.

< 표 3 - 2 >

### 채권회수율 산정 방법

○ 총회수율 = (⑭ + ⑮)/(① + ②)

○ 총 채권

채 권①		②
신고채권(출자전환 대상 채권은 제외)	추가자금	출자전환

○ 채권회수 실적

채권을 통한 회수 실적⑭						주식을 통한 회수 실적⑮			
회수완료				회수예정		회수완료			회수예정
직접 회수 ③	채권 매각 ④	ABS 발행 ⑤	M&A ⑥	정상· 요주의 ⑦	고정 이하 ⑧	장내 매각 ⑨	M&A ⑩	기타 ⑪	보유주식 ⑬

○ 주요 항목 내용

주요 항목	산정 기준 및 방법
③ 직접회수	자구이행을 통한 현금 상환, 영업을 통한 현금 상환, 채무할인 변제 등
④ 채권매각	자산관리공사, CRV, CRC 및 시장 등에 매각한 자산
⑤ ABS발행	양도가액 기준
⑦정상·요주의	‘03.6월말 현재 워크아웃기업 채권중 기업정상화에 따라 “정상” 또는 “요주의”로 등급이 회복된 채권(실질가치 기준 : 명목가액 - 대손충당금 - 현재가치할인차금)
⑧ 고정이하	대출채권(명목가액 - 대손충당금 - 현재가치할인차금), 회사채(감액손실 발생 분을 차감한 가액)
⑫ 기 타	제일은행의 put-back option 및 해외 DR발행
⑬ 보유주식	상장·등록주식(시가), 비상장주식(감액손실발생분을 차감한 가액)

기업가치를 측정할 수 있는 대용변수는 ① 주가, ② 주당순자산가치, ③ 경제적 부가가치(EVA) 등이 있다. 주가는 워크아웃기업 중 비상장기업이 많아 측정변수로써 적합하지 못하다.

경제적부가가치인 EVA<sup>12)</sup>는 기업이 특정 기간 동안에 투자한 경영자원과 이를 통해 벌어들인 부가가치를 정확하게 보여주는 지표이다. 전통적인 수익성 지표인 ROE<sup>13)</sup>의 경우 발생주의 회계문제뿐만 아니라 자산레버리지를 증가시킴으로써 ROE를 증가시킬 수 있으며, 주주자본에 대한 비용 즉 기회비용이 배제되고 있으나 EVA의 경우 이 같은 문제를 반영하여 주주가치를 측정하는 이론적으로 가장 적합한 지표라고 판단된다.

**EVA = NOPAT - 자본비용**

**= (영업이익-법인세) - (타인자본조달비용+자기자본조달비용)**

**= 영업투자자본(ROIC - WACC)**

※ NOPAT(Net Operating Profit After Tax) = 세후영업이익(=영업이익 - 법인세)

※ ROIC(Return On Invested Capital) : 투자자본수익율(=NOPAT / 영업투자자본)

※ WACC(Weighted Average Capital Cost) : 가중평균자본비용

※ IC(Invested Capital) = 영업투자자본(=영업자산 - 비이자발생 부채)

12) 자기자본비용 : CAPM 모델을 사용함

무위험수익률 : 직전 결산연도 국민주택채권(1종)의 단순평균수익률

실효세율 : 최저 한계세율을 고려하지 아니하고 법인세율에 따른 구간별 값 적용

시장위험 프리미엄 : 우리나라 증시 12년간 평균시장수익률과 무위험이자율의 차이인 3.3%

시장부가가치 : 시가총액과 장부가치의 단순차이

기업가치평가에 사용된 모형 : Ohlson모형

13) ROE = 매출 순이익율 × 총자산 회전을 × 자산레버리지

경제적 부가가치는 규모를 나타내는 지표이므로 비율변수로 변환하기 위해 투자자산<sup>14)</sup>대비 경제적 부가가치를 대용변수로 사용하였고 동종업종의 평균투자자산대비 경제적 부가가치를 차감하여 업종 특성이 개별기업의 경제적 가치에 영향을 줄 수 있는 부분을 보정하였다. 업종별로 기업의 경제적 부가가치에 유의한 영향을 미칠 수 있으나 이를 분석하기 위해서는 범주형 설명변수가 12개가 필요하므로 이를 종속변수에 반영하여 분석을 실시하였다.

### 3. 3. 3 설명변수의 구축

설명변수는 크게 선정당시 상황과 구조조정 추진과정에서 발생한 요인으로 구분된다.

< 표 3 - 3 >

설명변수 내용

선정당시 상황	구조조정 추진 과정에서 발생한 요인			
	채무조정	자구노력	지배구조	구조조정 방식
신고채권 규모 채권금융기관수 TOP5/신고채권 비율 워크아웃 채권비중 담보채권 비중 계속기업가치 청산가치 주요 재무 비율	출자전환 비중 금리감면 효과 채무조정 횟수	자구이행 실적 인원감축	출자전환 미실시  출자전환 실시 - 구기업주 경영권 유지 - 구기업주 경영권 박탈	매각 채무조정 분할

14) 평균투자자산 = (기초자산+기말자산)/2

선정당시 상황과 관련한 요인은 채권규모 및 구조, 실사가치 및 주요 재무비율로 구분되고 구조조정 추진과정에서 발생한 요인은 채무조정, 자구노력, 지배구조 및 구조조정 방식 등으로 구분된다.

## < 선정당시 상황 >

### (1) 채권규모 및 구조 관련 변수

- ① 신고채권 규모 : 워크아웃 시작시점에 신고채권 금액을 억원 단위로 측정하였고 자연로그를 취하였다.
- ② 채권금융기관 수 : 워크아웃 채권을 보유한 금융기관의 수로써 워크아웃 시작 시점에 채권을 신고한 채권금융기관의 수로 측정하였다.
- ③ TOP5 채권 비중 : 워크아웃 신고채권에서 상위 5개 채권금융기관이 보유한 채권의 비중으로, '상위 5개 채권금융기관 채권/워크아웃 신고채권'의 식으로 측정하였다.
- ④ 워크아웃 채권 비중 : 시작시점의 총 부채 중 워크아웃 대상채권의 비중으로, '워크아웃 신고채권/총부채(실사결과)'의 식으로 측정하였다.
- ⑤ 담보채권 비중 : 워크아웃 신고채권에서 담보채권 비중으로 '담보채권/워크아웃신고 채권'식으로 측정하였다.

### (2) 기업가치 관련 변수

- ① 계속기업가치 : 실사결과 나타난 계속기업가치로, '계속기업가치/신고채권'의 식으로 측정하였다.

- ② 청산가치 : 실사결과 나타난 청산가치로, '청산가치/신고채권'의 식으로 측정하였다.
- ③ 주요 재무비율 : 워크아웃 선정 직전연도의 재무비율을 사용하였다.
  - 수익성 비율 : 매출액영업이익률, 매출액경상이익률, 이자보상배율
  - 안정성 비율 : 금융비용부담률, 차입금의존도, 자기자본비율
  - 기타 비율 : 총자산회전율, 유형자산/부채

#### < 구조조정 추진 과정에서 발생한 요인 >

##### (1) 채무조정 관련 변수

- ① 출자전환 비중 : 채권금융기관이 적극적으로 채무조정 한 금액의 비중으로, '출자전환금액(CB인수 포함)/워크아웃 신고채권'의 식으로 측정하였다.
- ② 금리감면 효과 : 워크아웃선정 직전연도 평균이자율 - 워크아웃 졸업연도 평균이자율을 대용변수를 사용하여 계산하였다. 기간경과 효과가 반영되어 있지 않은 단점이 있다.
- ③ 채무조정 횟수 : 워크아웃 기간 중 채무조정을 결의한 횟수를 사용하였다.

##### (2) 자구노력 관련 변수

- ① 자구이행 실적 : 워크아웃기간중 기업의 자산매각, 유상증자, 계열사정리 등의 자구실적 규모로, '총자구실적/총자산(실사결과)'의 식으로 계산하였다.
- ② 인원 감축 : 워크아웃 기간 중 인원 감축비율로, '(2003년도 종업원수 - 시작연도 종업원 수)/시작연도 종업원 수'의 식으로 측정하였다.

### (3) 지배구조 관련 변수

지배구조 : 범주형 변수로 출자전환을 하지 않은 기업, 출자전환을 실시한 기업 중 구기업주가 경영권을 유지한 기업, 출자전환을 실시한 기업주의 경영권이 박탈된 기업으로 구분하였다.

### (4) 구조조정 방식 관련 변수

구조조정 방식 : 범주형 변수로 단순 채무조정, 매각, 분할 등으로 구분하였으며 여러 방법이 동시에 사용되었을 경우 가장 주요한 방법을 선택하여 부여하였다.



## 제 4 장 실증분석 결과

### 4. 1 채권회수율에 영향을 미치는 요인에 대한 가설 검증 및 해석

총 22개의 설명변수 중에서 채권회수율에 영향을 미친 유의성이 있는 변수의 최적조합을 추출하는 것은 장시간을 요하는 작업일 수 있다. 따라서 다중회귀분석을 실시하기 이전에 모든 설명변수별로 단순회귀 분석을 먼저 실시함으로써 개별 설명변수가 회수율에 미친 영향의 상이성을 먼저 살펴보도록 한다. 만약 단순회귀 분석에 의하여 각 변수별로 t-검정결과 유의한 변수가 나타나면 동 변수는 다중회귀분석에서 유력한 설명변수의 후보가 될 것이다.

또한 경제적 변수간에는 서로 상관관계가 강하여 다중공선성<sup>15)</sup>을 유발할 수 있으므로 각 변수별로 상관관계분석을 실시하여 일정수준 이상의 상관관계(+0.5이상 또는 -0.5이상)를 나타낼 경우 각 변수를 그룹화하고 그 변수 중 가장 설명력이 높은 변수를 그룹의 대표 값으로 사용하고자 한다.

<표 4-1>은 단순회귀분석을 실시하여 나타난 계수 값과 t-검정통계량 및 P-Value 결과를 요약하고 있다.

---

15) 다중공선성은 설명변수들이 높은 선형종속관계(상관관계)가 존재하는 경우, 최소제곱추정량의 계산이 불가능할 수 있고, 추정량의 분산이 커지는 문제가 발생한다. 모형이 전체적으로 설명력이 높은데도 불구하고 설명변수의 유의성이 작아지게 되는 문제가 발생

< 표 4 - 1 >

단순회귀 분석 결과

설 명 변 수	계 수	T-value	P-value
신고채권 규모	-0.05987	-4.8357	6.9E-06
부채비중	-0.13767	-2.13126	0.036344
계속기업가치	0.219229	3.91148	0.0002
청산가치	0.319994	3.729299	0.000371
채권금융기관수	-0.00896	-6.62792	4.59E-09
워크아웃 채권비중	-0.30352	-1.90492	0.060625
top5/신고채권	0.507185	3.140983	0.00241
담보채권 비중	0.464917	4.309405	4.91E-05
매출액영업이익률	-0.4202	-1.27395	0.206614
매출액경상이익률	0.113086	0.586416	0.559357
이자보상배율	0.021074	0.984103	0.328229
금융비용부담률	-0.45234	-1.20766	0.230971
차입금의존도	-0.32921	-1.77617	0.079761
유형자산/부채	0.321998	3.613708	0.000544
자기자본/부채	0.322438	3.867685	0.000232
총자산회전율	-0.02148	-0.25122	0.802333
출자전환 비중	-0.46281	-4.15667	8.48E-05
금리감면 효과	-0.08388	-0.13542	0.892645
채무조정 횟수	-0.13202	-3.44845	0.000928
자구이행 실적	-0.00094	-0.00828	0.993424
인원감축	0.285156	3.098491	0.002889
지배구조 형태	1.674320	5.588628 <sup>주)</sup>	0.001659
① 출자전환 미 실시	1.55699		
② 구기업주 경영권 유지	1.4375		
③ 구기업주 경영권 박탈			
구조조정 방식	-4.94807	3.764631 <sup>주)</sup>	0.014282
① 채무조정	-4.91867		
② 매각	-5.25		
③ 분할			

주 : 각 3개 설명변수를 다중회귀 분석한 F-Value 수치임

단순회귀 분석 결과 신고채권 규모, 채권금융기관수, TOP5/신고채권 비율, 담보채권비중, 계속기업가치, 청산가치, 자기자본/부채, 유형자산/부채, 출자전환 비중, 채무조정 횟수, 인원감축, 지배구조와 구조조정 방식 등 13개 변수가 5%의 수준에서 유의한 것으로 나타났고 차입금의존도 및 워크아웃채권 비중 등 2개 변수는 2% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

또한 설명변수간의 다중공선성 문제를 사전에 해결하기 위해서 각 변수들 간의 상관관계를 검증한 결과는 <표 4-2>에서 나타나고 있다. 신고채권 규모, 채권금융기관수, TOP5/신고채권을 한 그룹으로 계속기업가치와 청산가치를 한 그룹으로 재무비율<sup>16)</sup>중 수익성 지표와 안정성 지표를 그룹화하여 대표변수만 다중회귀분석에 설명변수로 사용하고 나머지 그룹에 속한 변수는 선형관계를 파악하여 가설 검증시 해석에 사용하는 것이 적절한 것으로 판단된다.

< 표 4 - 2 >

설명변수간 상관관계 분석 결과

대표변수	설명변수간 상관관계
신고채권 규모	채권금융기관수(+0.83), TOP5/신고채권(-0.63)
계속기업 가치	청산가치(+0.80)
이자보상배율	영업이익률(+0.50), 경상이익률(+0.70), 금융비용부담률(-0.64)
유형자산/부채	부채비중(-0.55), 자기자본/부채(+0.65)
출자전환 비중	채무조정 횟수(+0.50)

16) 선정당시 워크아웃기업의 재무비율은 분석이 심하여 모든 변수의 신뢰성이 크게 떨어져 지므로 상관관계가 적은 차입금의존도 및 총자산회전율 등도 다중회귀분석의 설명 변수에서 제외한다.

회귀식(1)은 워크아웃기업의 채권회수율을 설명을 위해서 가장 설명력이 높은 회귀식을 정리하고 있다.<sup>17)</sup>

#### 회귀식 (1)

$$\begin{aligned} \text{회수율} = & \alpha + \beta_1 \text{신고채권 규모} + \beta_2 \text{계속기업가치} + \beta_3 \text{워크아웃채권비중} + \\ & \beta_4 \text{담보채권 비중} + \beta_5 \text{이자보상배율} + \beta_6 \text{유형자산/부채} + \\ & \beta_7 \text{출자전환 비중} + \beta_8 \text{금리감면 효과} + \beta_9 \text{자구이행 실적} + \\ & \beta_{10} \text{인원감축실적} \end{aligned}$$

회귀식(1)에 의한 회귀분석 결과를 <표 4-3>에 정리하고 있다. 결정계수는 0.518로 종속변수의 총변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율이 약 51.8%이며 분산분석에서 유의확률이 0.0000002로 모형이 상당히 유의하다. 회귀식(1)에 의하면 계속기업가치가 1%수준에서 유의하며, 신고채권 규모, 출자전환 비중(=출자전환 금액/신고채권), 인원감축실적이 5% 수준에서 유의하며 자구이행 실적이 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

17) 다중회귀분석을 실시하게 될 경우 설명변수를 추출하는 일반적인 방법은 단계적 회귀분석(stepwise regression)을 이용한 다변수 유의성 검정이다. 그러나 본 연구에서는 채권회수율에 미치는 요인을 검증하기 위한 것이므로 최소한의 변수를 포함하는 회귀분석을 실시하였다.

< 표 4 - 3 >

### 회귀식(1)의 회귀분석 결과

회귀분석 통계량	
결정계수	<b>0.518</b>
조정된 결정계수	0.445
관측수	77

#### 분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	10	2.410	0.241	<b>7.099</b>	<b>0.0000002</b>
잔차	66	2.241	0.034		
계	76	4.651			

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값
<b>Y 절편</b>	<b>0.906</b>	<b>0.172</b>	<b>5.256</b>	<b>0.000</b>
<b>신고채권 규모**</b>	<b>-0.028</b>	<b>0.013</b>	<b>-2.220</b>	<b>0.030</b>
워크아웃 채권 비중	-0.064	0.142	-0.452	0.653
담보채권 비중	0.111	0.112	0.992	0.325
<b>계속기업가치***</b>	<b>0.138</b>	<b>0.050</b>	<b>2.773</b>	<b>0.007</b>
이자보상배율	0.021	0.017	1.237	0.221
유형/부채	0.114	0.086	1.332	0.187
<b>출자전환 비중**</b>	<b>-0.237</b>	<b>0.108</b>	<b>-2.190</b>	<b>0.032</b>
금리감면 효과	-0.461	0.485	-0.949	0.346
<b>자구이행 실적*</b>	<b>0.187</b>	<b>0.108</b>	<b>1.738</b>	<b>0.087</b>
<b>인원감축 실적**</b>	<b>0.205</b>	<b>0.082</b>	<b>2.515</b>	<b>0.014</b>

주 : 1) 표본은 1998년부터 2000년 기간동안 기업개선작업 선정 기업으로서 설명변수 추출이 가능한 77개의 기업을 대상으로 함

2) ( )은 p-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

동 모형을 이용한 가설검증의 결과는 다음과 같다.

#### 4. 1. 1 워크아웃 선정 당시 요인

- ① **채권구조** : 워크아웃 선정당시 신고채권 규모가 작을수록 워크아웃 채권비중이 높을수록 채권회수율이 높을 것이다.
- ② **기업가치** : 실사결과 기업가치가 높을수록, 선정당시 수익성과 재무안정성 비율이 높을수록 채권회수율이 높아질 것이다.

#### ① 채권구조와 관련된 가설의 검정 및 해석

신고채권 규모<sup>18)</sup>는 계수 값이 -0.028이고 유의수준이 3%로 신고채권 규모가 작을수록, 채권금융기관수가 적고, TOP5/신고채권 비중이 높을수록 채권회수율이 높아질 것이라는 가설과 일치한 결과이다. 채권금융기관이 대기업에 대하여 관대한 신용평가를 실시하여 차입금상환능력보다 과다한 대출을 시행한 관행에서 이러한 결과가 도출된 것으로 보인다. 대기업의 부도는 피해의 절대적 규모뿐만 아니라 부실화되는 경우 회수실적도 극히 저조한 경우가 많으므로 중견 또는 중소기업에 대한 대출보다 더욱 신중한 여신심사가 요구된다.

워크아웃채권 비중(워크아웃채권/총 부채)은 계수 값이 -0.064이며 유의성도 매우 낮아 채권회수율 설명에 도움이 되지 못했다. 신속한 구조조정 방향에 대한 합의가 채권회수율에 미치는 영향은 파악하기 어려운 것으로 보인다.

---

18) 상관관계 : 신고채권 규모 → 채권금융기관수(+0.83), Top5/신고채권(-0.63)

## ② 기업가치 및 재무비율 관련 가설의 검정 및 해석

계속기업가치는 계수 값이 0.138이고 유의수준 0.7%로 워크아웃 선정당시 기업가치가 높으면 채권회수율이 높아질 것이라는 가설과 일치한 결과이다. 실사기관의 재무추정이 너무 낙관적이라는 비판 등도 제기되었으나 선정직전 연도 또는 선정당해 연도의 어떠한 수익성 또는 안정성 재무비율보다 채권회수율을 설명하는데 많이 기여한 것은 실사기관이 산출한 계속기업가치 및 청산가치가 채권금융기관 입장에서 대상기업에 대한 구조조정 개시여부를 판단하는 주요한 기준이 되는 것을 시사한다.

선정 직전연도의 수익성 지표 중 가장 설명력이 높은 이자보상배율(계수값 0.021, 유의수준 22.1%)과 안정성 지표 중 가장 설명력이 높은 유형자산비율(계수값 0.114, 유의수준 18.7%)도 설명력이 크지 않은 이유는 기업이 부실화에 임박했을 경우 직전 수년간 분식회계 등으로 이미 재무비율이 설명력을 잃었기 때문으로 해석된다. 따라서 기업구조조정을 위한 대상기업 선정 시에는 기존 재무제표의 재무비율보다 신고채권 규모, 업종전망, 시장 상황 등 비재무적 요인 등을 주요하게 고려하여야 한다.

### 4. 1. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인

- ① **채무조정** : 출자전환 및 금리감면이 많을수록, 채무조정이 여러 번에 걸쳐 이루어지는 경우 채권회수율은 저조할 것이다.
- ② **자구이행** : 자구실적 규모가 클수록, 인원 감소가 많을수록 채권회수율은 증가할 것이다.

## ① 채무조정 관련 가설의 검정 및 해석

출자전환 비중<sup>19)</sup>(출자전환 금액/신고채권액)은 계수 값이 -0.237이며 유의수준이 3.2%로 신고채권액 대비 출자전환 비중이 높을수록 채무조정이 여러 차례에 걸쳐 시행될수록 채권회수율이 떨어질 것이라는 가설과 일치하였다. 이는 워크아웃기업의 출자전환 주식회수율이 59.8%로 전반적으로 낮은데 기인한다. 출자전환으로 자본 이득을 취할 수도 있으나 현실적으로 대다수 부실기업에 대한 출자전환 회수율<sup>20)</sup>은 20% ~ 50%로 저조하다. 따라서 채권금융기관 입장에서는 대상기업이 구조조정을 신청하였을 경우 채무재조정시 적용하는 이자감면 폭을 최대한 하고, 잔여 부분에 대해서만 출자전환을 실시하는 것이 채권회수율에 도움이 된다. 워크아웃기업의 출자전환 주식은 일반적으로 기업의 가치에 비해 부정적인 인식효과로 저평가 되어 있는 경우가 많으며 기업구조조정촉진법에 의하여 출자전환주식의 장내매각 등이 현실적으로 어려우므로 향후 채권금융기관은 출자전환보다는 금리감면을 선호할 유인이 더욱 커질 것이다.

## ② 자구이행 관련 가설의 검정 및 해석

자구이행 비중(자구이행 금액/총 신고채권액)의 계수 값은 0.187이며 유의수준이 8%로 대상기업이 처분 가능한 자산이 많을수록 채권금융기관의 입장에서는 채권회수율이 높아지게 된다. 또한 채권단은 채무재조정에 따른 손실을 분담하면서 회사 측에 대하여도 이에 상응하는 자구이행을 요구함으로써 고통 부담의 형평성을 기하는 것이 필요하다. 특히 수익성이 적은 사업부의 매각은 매각을 통한 현금 유입 뿐만 아니라 통상 재고자산 및 종업원의 고용승계도 수반되므로 채권회수율 제고에 더욱 도움이 될 것으로 예상된다.

---

19) 상관관계 : 출자전환 비중 → 채무재조정 횟수(+0.50)

20) '04.6월말 출자전환 주식회수율은 워크아웃이 59.8%로 가장 높고, 법정관리(29.1%), 화의(18.9%)순



인원감축 실적의 계수 값은 0.205이며 유의수준이 1.4%로 인원 감소가 클수록 채권회수율이 높아질 것이라는 가설과 일치하였다. 인원 감축은 주로 수익성이 낮은 사업부문 폐쇄, 설비 축소와 합병 등을 통한 중복인력 정리 등 경영합리화에 따른 것으로 풀이되나 무조건적인 감축은 기업경쟁력 약화를 불러 올수도 있다. 이 부분에 대한 것은 기업입장에서 분석할 때 실증적으로 검증해 볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

③ 지배구조 : 舊기업주가 전문경영인으로 교체된 경우 채권회수율이 높을 것이다.

④ 구조조정방식 : 매각을 통한 구조조정이 채무조정, 분할의 방식에 의한 구조조정 보다 채권회수율이 높을 것이다.

### ③ 지배구조 관련 가설의 검정 및 해석

지배구조 및 구조조정 방식 등은 범주형 변수로서 t-검정으로 유의성을 검증하기 어렵고 그 해석도 쉽지 않다. 따라서 동 범주형 변수별로 회귀분석을 시행하고 그 해석도 평균값을 이용하여 해석하기로 한다.

<표 4-4>는 지배구조와 관련된 더미변수(dummy)에 대한 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 결정계수는 0.186으로 종속변수의 총변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율은 약 18.6%이며 분산분석에서 유의확율이 0.001659로 모형이 상당히 유의하다. 채권회수율은 워크아웃 기간 중 출자전환을 미실시하여 구기업주가 경영권을 계속 유지한 기업이 89.3%로 가장 높고 출자전환은 실시되었지만 구기업주가 경영권을 유지한 기업이 77.6%이며 출자전환이 실시되어 구기업주가 교체된 기업이 65.7%로 가장 낮았다.

부실경영에 책임이 있는 舊기업주를 전문경영인으로 교체하는 경우 회수율이 높아질 것으로 예상하였으나 실증분석 결과는 가설과 일치하지 않았다. 그러나 기업의 지배구조 변화가 회수율에 영향을 미쳤는지 아니면 부실화정도가 기업의 지배구조에 영향을 미쳤는지 영향력 분석 등이 추가적으로 실시되어야 하나 분석 기법 및 데이터의 한계로 생략하기로 한다.

< 표 4 - 4 >

#### 지배구조 관련 회귀분석 결과

##### 분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	3	0.868687	0.289562	5.588628	0.001659
잔차	73	3.782331	0.051813		
계	76	4.651018			

설 명 변 수	계 수	회수율 평균 값
Y 절편	-0.78	-
워크아웃 기간중 출자전환 미실시 구기업주 경영권 유지	1.67	89.3%
워크아웃 기간중 출자전환 실시 구기업주 경영권 유지	1.55	77.6%
워크아웃 기간중 출자전환 실시 구기업주 경영권 박탈	1.43	65.7%

#### ④ 구조조정 방식 관련 가설의 검정 및 해석

<표 4-5>는 기업구조조정 방식과 관련된 더미변수(dummy)에 대한 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 결정계수는 0.134로 종속변수의 총 변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율은 약 13.4%이며 분산분석에서 유의확률이 0.014로 모형이 유의한 것으로 판단된다. 채권회수율은 매각 기업이 82.2%로 가장 높고 채무조정으로 정상화한 기업이 79.2%이며 분할을 통한 기업이 49.2%로 가장 낮았다.

< 표 4 - 5 >

구조조정 방식 관련 회귀분석 결과

분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	3	0.623	0.208	3.765	0.014
잔차	73	4.028	0.055		
계	76	4.651			

	계수	회수율 평균 값
Y 절편	5.740	-
채무재조정	-4.958	79.2%
매각	-4.919	82.2%
분할	-5.25	49.0%

이는 매각이 채권회수에 가장 도움이 되고, 분할 기업의 채권회수율이 저조할 것이라는 가설과 일치되는 결과이다. <표 4-6>은 매각 소요기간에 따른 채권회수율을 정리하고 있다. 채권금융기관의 채권회수율은 매각소요 기간이 장기화 될수록 낮아지고 있어 매각지연은 채권회수에 부정적이다. 워크아웃 기업으로 선정된 후 4년 이내에 매각된 기업의 회수율은 85.1%로 예상되나 6년 후에도 채권금융기관이 지분을 보유하고 있는 기업의 회수율은 61.0%로 상당부분 하락하는 것으로 나타났다. 따라서 부실기업에 선정되면 채무조조정과 아울러 즉시 능력 있는 대주주를 찾아 매각하는 것이 채권금융기관의 채권회수율 제고에 도움이 되는 것으로 나타나고 있다.

< 표 4 - 6 >

매각소요 기간별 채권회수율 예상 현황

(단위 : %)

매각소요 기간 <sup>1)</sup>	기업수 <sup>2)</sup>	총 회수율	기회수율	
			기회수율	향후 회수예상률
4년 이내	6	85.1	62.4	22.7
4년 ~ 6년	9	71.0	53.7	17.3
매각 예정	18	61.0	39.3	21.7

주 : 1) 워크아웃기업 선정일로부터 지분매각까지 소요 기간

2) 매각완료기업 16개사중 현대카드 및 매각대상기업 19개중 대우캐피탈은 금융업종으로 회수율 산정시 제외

반면 분할을 통해 구조조정을 추진한 기업은 규모가 크고 손실이 지속되는 비핵심사업부가 많아 회수율이 저조한 것으로 생각된다. 따라서 비핵심사업부로 현금의 유출이 지속되는 기업의 경우에는 조기에 분할 등을 실시하여 핵심사업부의 수익 및 현금흐름이 정리되어야 할 사업부로 유입되는 것을 막는 것이 동반부실화를 막는 한 방안이라 하겠다.

#### 4. 1. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진 과정에서 발생한 요인이 채권회수율에 미치는 영향력 비교

선정초기 상황 관련 요인으로선 신고채권 규모, 계속기업가치, 워크아웃 채권 비중, 담보채권 비중, 수익성 대표변수인 이자보상배율, 안정성의 대표변수인 유형자산 비중 등 6개 변수를 선택하여 회귀식을 구성하였다. 구조조정 추진 관련 요인으로선 출자전환 비중, 금리감면 효과, 자구이행 실적, 인원감축 실적, 지배구조, 구조조정 방식 등 동일하게 6개 변수를 선택하여 회귀식을 구성하였다.

<표 4-7>에 따르면 구조조정 추진 관련 요인의 결정계수가 0.476으로 선정 초기 상황 관련 요인의 결정계수(0.426)보다 종속변수인 채권회수율을 더 많이 설명하고 있다. F-Value도 두 회귀식의 유의수준이 비슷한 것으로 나타났다.

일반적으로는 채권금융기관은 선정초기 이미 대상기업에 대한 채권회수율이 어느 정도 확정되어 있어 사후관리 방법 및 시기에 따라서 그 채권의 회수가 크게 달라지지 않을 것이라는 생각이 지배적이어서 주채권은행을 제외한 다수의 금융기관은 단기적인 이해관계가 없는 경우에는 소극적인 자세를 견지한다. 그러나 분석결과 채권금융기관의 신속한 비핵심사업부 매각, 적정 인력유지, 지배구조 개선, 신속한 기업매각 등은 해당 채권금융기관의 채권회수율을 상당히 제고시킬 수 있음을 보여준다.

< 표 4 - 7 >

#### 선정당시 상황관련 요인과 구조조정 추진관련 요인의 영향력 분석 결과

설 명 변 수	결정계수	F 비	유의한 F
선정 초기 상황 관련 요인	0.426	8.654	4.78E-07-
구조조정 추진 관련 요인	0.476	6.005	2.07E-06

## 4. 2 기업의 경제적 부가가치에 영향을 미치는 요인에 대한 가설 검증 및 해석

기업 입장에서 경제적 부가가치 극대화를 설명하기 위한 변수 선정도 채무자 관점에서 실시하였던 방법과 동일절차를 거쳐 회귀식을 구성하였다.

<표 4-8>은 단순회귀 분석을 실시하여 나타난 계수 값과 t-검정통계량 및 P-Value 결과를 요약하고 있다. 단순회귀 분석 결과 출자전환 비중, 금리감면 효과, 계속기업가치 등 3개 변수만이 10%의 수준에서 유의한 것으로 나타났고 청산가치 등 1개 변수만 20% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 다만 지배구조형태 및 구조조정 방식과 관련된 범주형 변수의 회귀식은 F-Value가 각각 4.50, 4.30으로 유의수준 0.6% 및 0.7%에서 유의하게 나왔다.

다중회귀 분석을 실시하기 이전 설명변수간의 다중공선성 문제를 사전에 해결하기 위해서 각 변수들 간의 상관관계를 검증한 결과 TOP5/신고채권, 신고채권 규모, 채권금융기관수를 한 그룹으로 계속기업가치와 청산가치를 그룹으로 재무비율<sup>21)</sup>중 수익성 지표와 안정성 지표를 그룹화 하여 대표변수만 다중회귀분석에 설명변수로 사용하고 나머지 그룹에 속한 변수는 선형관계를 파악하여 가설 검증 시 해석에 사용하는 것이 적절한 것으로 판단된다.

---

21) 선정당시 워크아웃기업의 재무비율은 분석 등이 심하여 모든 변수의 신뢰성이 크게 떨어지므로 상관관계가 적은 차입금의존도 및 총자산회전율 등도 다중회귀분석의 설명 변수에서 제외한다.

< 표 4 - 8 >

단순회귀분석 결과

설 명 변 수	계수	T-value	P-value
신고채권 규모	-0.00351	-0.28036	0.780075
부채비중	0.021459	0.430374	0.668326
<b>계속기업가치</b>	<b>0.035584</b>	<b>1.714329</b>	<b>0.091161</b>
<b>청산가치</b>	<b>0.034205</b>	<b>1.42374</b>	<b>0.159232</b>
채권금융기관수	0.000201	0.202354	0.840262
워크아웃 채권비중	-0.03962	-0.36234	0.718258
top5/ 신고채권	-0.1162	-1.07618	0.285764
담보채권 비중	0.013155	0.165366	0.869162
매출액영업이익률	-0.00974	-0.04358	0.965374
매출액경상이익률	0.029236	0.246591	0.80599
이자보상배율	0.003847	0.29112	0.771873
금융비용부담률	-0.01055	-0.04632	0.963197
차입금의존도	-0.0508	-0.42483	0.672342
유형자산/부채	0.006555	0.110701	0.91219
자기자본/부채	0.020927	0.380874	0.70452
총자산회전율	-0.01652	-0.32922	0.743032
<b>출자전환 비중</b>	<b>-0.12543</b>	<b>-1.73281</b>	<b>0.0878</b>
<b>금리감면 효과</b>	<b>-0.03776</b>	<b>-1.66604</b>	<b>0.090446</b>
채무조정 횟수	-0.02698	-1.09504	0.27748
자구이행 실적	-0.07559	-1.10471	0.273926
인원감축	0.050796	0.852425	0.397157
지배구조 형태 ① 출자전환 미실시 ② 구기업주 경영권 유지 ③ 구기업주 경영권 박탈	0.162836 0.20938 0.0625	4.499839 <sup>주)</sup>	0.006298
구조조정 방식 ① 채무조정 ② 매각 ③ 분할	1.1094 0.97138 1.125		

주 : 각 3개 설명변수를 다중회귀 분석한 F-Value 수치임

회귀식(2)은 워크아웃기업의 경제적 부가가치(EVA)를 설명하기 위해서 가장 설명력이 높은 회귀분석의 결과를 정리하고 있다.

### 회귀식 (2)

$$\begin{aligned} \text{회수율} = & \alpha + \beta_1 \text{TOP5/신고채권} + \beta_2 \text{워크아웃채권 비중} + \beta_3 \text{계속기업가치} + \\ & \beta_4 \text{이자보상배율} + \beta_5 \text{차입금의존도} + \beta_6 \text{출자전환 비중} + \beta_8 \text{금리감면 효과} + \\ & \beta_9 \text{자구이행 실적} + \beta_{10} \text{인원감축실적} \end{aligned}$$

결정계수는 0.44로 종속변수의 총변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율이 약 44.0%이며 분산분석에서 유의확률이 0.00380으로 전체 모형은 유의하다. 회귀식(2)에 의하면 금리감면 효과가 5%수준에서 유의하며, 인원감축 실적이 10%수준에서 유의한 것으로 나와 각 설명변수가 채권회수율을 설명할 때보다 기업의 경제적 부가가치(EVA)를 설명할 때 현저히 떨어지는 모습을 보인다. 구조조정을 거친 기업의 경제적 부가가치를 예측하기 위해서는 동 모형에서 사용한 계량적인 설명변수 이외에 계량화하기 힘든 정성적인 요인이 고려되어야 한다.

기업의 경제적 부가가치를 설명할 수 있는 정성적인 변수로는 대상기업이 속한 업종, 시장 내의 지위, 산업의 경쟁관계, 임직원의 역량 등의 정성적인 변수와 금리, 환율, 물가, 원자재 가격 등 외생변수 등이 포함되어야 한다.

< 표 4 - 9 >

### 회귀식(2)의 회귀분석 결과

회귀분석 통계량	
결정 계수	<b>0.440</b>
조정된 결정 계수	0.279
관측수	68

#### 분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	10	0.641	0.043	<b>2.725</b>	<b>0.00380</b>
잔차	57	2.241	0.034		
계	67	4.651			

	계수	표준 오차	t 통계량	P-값
Y 절편	0.017	992248.	0.000	1.000
TOP 5/ 신고채권	-0.146	0.121	-1.200	0.236
워크아웃 채권 비중	0.037	0.105	0.349	0.728
계속기업가치	0.020	0.022	0.941	0.351
이자보상배율	-0.003	0.012	-0.220	0.827
차입금의존도	0.017	0.112	0.152	0.880
출자전환 비중	-0.111	0.096	-1.158	0.252
<b>금리감면 효과**</b>	<b>-0.952</b>	<b>0.363</b>	<b>-2.623</b>	<b>0.011</b>
자구이행 실적	0.059	0.067	0.890	0.378
<b>인원감축 실적*</b>	<b>0.096</b>	<b>0.056</b>	<b>1.701</b>	<b>0.095</b>

주 : 1) 표본은 1998년부터 2000년 기간 동안 기업개선작업 선정 기업으로서 설명변수 추출이 가능한 68개의 기업을 대상으로 함

2) ( )는 p-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.



동 모형을 이용하여 각각의 가설을 검증하면 다음과 같다.

#### 4. 2. 1 워크아웃 선정 당시 요인

- ① **채권구조** : 채권구조가 단순할수록, 워크아웃 채권의 비중이 높을수록 워크아웃기업의 EVA는 높을 것이다.
- ② **기업가치** : 선정당시 실사가치가 높을수록, 수익성 및 재무안정성 비율이 높을수록 EVA가 증가할 것이다.

##### ① 채권구조와 관련된 가설의 검정 및 해석

TOP5/신고채권 비중 계수 값이 -0.146이고 유의수준이 23.6%이며 워크아웃 채권비중은 계수 값이 0.037이고 유의수준이 72.8%로 거의 유의하지 않은 결과가 도출되었다. 분석결과 채권구조가 단순할수록 경제적기업가치가 높을 것이라는 가설을 기각한다. 즉 채권구조는 회수율에 큰 영향을 미치는 반면 기업의 경제적 부가가치에 미치는 영향은 미미한 것으로 보인다.

##### ② 기업가치 및 재무비율 관련 가설의 검정 및 해석

계속기업의 실사가치는 계수 값이 0.020이고 유의수준 35.1%로 워크아웃 선정당시 실사결과 계속기업가치와 청산가치가 높으면 채권회수율이 높아질 것이라는 가설은 유의수준 10%수준에서 기각된다. 워크아웃 선정과정에서 실시된 실사기관의 재무 추정 결과가 구조조정이 완료된 기업의 경제적부가가치 예측에는 유의하지 않았다.

또한 선정 직전년도의 수익성 지표 중 대표적인 이자보상배율(계수 값 -0.003, 유의수준 82.7%)과 안정성 지표 중 대표적인 차입금의존도(계수 값 0.017, 유의수준 88.0%)도 설명력이 크지 않을 뿐만 아니라 계수의 방향도 예상과 달리 선정당시의 수익성과 재무안정성이 떨어질수록 현재의 경제적부가가치가 높아지는 방향으로 나왔다. 이는 기업이 부실화에 임박했을 경우 직전 수년간 분식회계 등으로 이미 재무비율이 거의 설명력을 잃었기 때문이다. 따라서 구조조정 대상기업 선정시에는 기존 재무제표에 반영된 재무비율 보다 업종 및 시장상황 등 비재무적 요인 등을 주요하게 고려하여야 한다.

#### 4. 2. 2 구조조정 추진과정에서 발생한 요인

- ① **채무조정** : 출자전환 및 금리감면 규모가 클수록 EVA가 높아질 것이다.
- ② **자구이행** : 자구실적 규모가 클수록, 인원 감축이 많을수록 EVA가 높아질 것이다.

#### ① 채무조정 관련 가설의 검정 및 해석

출자전환 비중<sup>22)</sup>(출자전환 금액/신고채권액)은 계수 값이 -0.111이며 유의수준이 25.2%로 신고채권액 대비 출자전환 비중이 클수록 기업의 경제적 부가가치가 높아질 것이라는 예상과 정반대의 결과가 나왔다.

또한 금리감면 효과도 계수 값이 -0.952이며 유의수준 1.1%로 금리감면이 많을수록 경제적부가가치가 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 해석해 본 건데 경제적 부가가치를 설명하는데 재무적 측면의 부채조정은 기업의 본질적인 가치를 높이는데 도움이 되지 않는다.

---

22) 상관관계 : 출자전환 비중 → 재무재조정 횟수(+0.50)

채권금융기관이 경제적 부가가치를 생산해내지 못하는 기업에 대규모의 금리 감면이나 출자전환을 실행하여 기업의 생존기간을 길게 하는 것은 자원배분의 왜곡을 초래한다. 근본적으로 경쟁력이 떨어지는 기업은 채권금융기관이 부채측면의 채무조정을 대규모로 단행한다고 경쟁력을 다시 회복하지는 못한다. 따라서 구조조정 대상기업을 선정할 경우 산업전망 및 기업내부의 성장 동력 등을 정확히 파악하여 경제적 부가가치를 생산해내지 못하는 기업은 신속히 청산하는 것이 자원배분의 왜곡을 막을 수 있는 것으로 보인다.

## ② 자구이행 관련 가설의 검정 및 해석

자구이행 비중(자구이행 금액/총 신고채권액)의 계수 값은 0.059이며 유의수준이 37.8%로 자구이행이 경제적 부가가치에 영향을 주는 부분은 유의하지 않다. 그러나 인원감축은 계수 값이 0.096이며 유의수준이 9.5%로서 워크아웃기업의 경제적 부가가치 제고에 도움이 되는 것으로 보인다. 채권금융기관 주도로 이루어진 채무조정은 기업의 궁극적인 경쟁력 제고에 도움을 주지 못하나 기업이 자체적으로 실행한 부실사업부 매각, 비업무용부동산 처분 및 인원감축은 경제적 부가가치 제고에 도움을 준 것으로 판단된다.

③ 지배구조 : 舊기업주가 전문경영인으로 교체되면 EVA가 높아질 것이다.

④ 구조조정방식 : 분할된 기업의 경제적부가가치가 채무조정, 매각된 기업의 EVA보다 높을 것이다.

지배구조 및 구조조정 방식 등은 범주형 변수로서 t-검정으로 유의성을 검증할 수 없고 그 해석도 쉽지 않다. 따라서 범주형 변수는 지배구조 및 구조조정 방식에 따라 회귀분석을 시행하여 모형 전체적은 유의성을 검정하고 해석은 평균값을 이용하여 해석하기로 한다.

### ③ 지배구조 관련 가설의 검정 및 해석

<표 4-10>은 지배구조와 관련된 더미변수(dummy)에 대한 회귀식을 나타내고 있다. 결정계수는 0.174로 종속변수의 총 변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율은 약 17.4%이며 분산분석에서 유의확률이 0.06%로 모형이 상당히 유의하다. 즉 워크아웃기간중의 지배구조 상태는 기업의 경제적 부가가치에 영향을 줄 수 있다.

경제적 부가가치는 워크아웃 기간 중 출자전환을 실시하였으나 기업주가 계속 경영권을 계속 유지한 기업이 0.03으로 가장 높고 출자전환을 실시하지 않아 기업주가 경영권을 유지한 기업이 -0.02이며 출자전환이 실시되어 구기업주가 전문경영인으로 교체된 기업이 -0.12로 가장 낮았다. 즉 출자전환 여부에 관계없이 구기업주가 경영권을 계속 유지한 기업의 경제적 부가가치가 높은 것으로 판명된다.

< 표 4 - 10 >

#### 지배구조 관련 회귀분석 결과

##### 분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회귀	3	0.254	0.084	4.500	0.00629
잔차	64	1.202	0.0188		
계	67	1.457			

설 명 변 수	계수	EVA/투자자산
Y 절편	-0.18	-
워크아웃 기간중 출자전환 미실시 구기업주 경영권 유지	0.16	-0.02
워크아웃 기간중 출자전환 실시 구기업주 경영권 유지	0.20	+0.03
워크아웃 기간중 출자전환 실시 구기업주 경영권 박탈	0.06	-0.12

따라서 기업이 부실화되었다고 하여 무조건적으로 구기업주를 전문 경영인으로 교체하는 것은 바람직하지 못한 결과를 초래할 수도 있다. 구기업주는 회사를 창업 당시부터 일구어 온 사람으로 동종업계 내에서 상당한 영향력과 영업력을 가지고 있어 이를 이용하는 것이 기업의 경제적 부가가치를 제고하는데 도움이 될 수 있다.

하지만 부실기업주에 대해서 지속적으로 경영권을 인정하는 경우에는 심각한 모럴해저드의 소지가 있는 점 등을 고려할 때 채권금융기관은 부실기업의 지배 구조에 대해 일관된 원칙을 설정하는 것이 필요하다. 일례로 최초 채무조정시에는 기업주의 경영권 및 우선매수권 등을 인정하여 한편으로는 기업주의 구조조정에 대한 반대를 무마하고, 기업주의 영업능력 등을 활용하여 기업의 정상화를 꾀할 수 있다. 그러나 최초 채무조정으로도 기업이 정상화되지 못하였을 경우 부실경영에 책임을 물어 경영권 및 우선매수권을 박탈하여 구기업주에 대한 특혜시비를 없애는 것이 필요하다. 이러한 원칙을 기업개선약정서에 명시할 경우 최초 기업실사시 부실을 전부 드러내도록 하는 효과가 있어 현실에 입각한 기업구조조정을 추진할 수 있는 긍정적인 효과도 얻을 수 있을 것이다.

#### ④ 구조조정 방식 관련 가설의 검정 및 해석

<표 4-11>은 기업구조조정 방식과 관련된 더미변수(dummy)에 대한 회귀분석 결과를 보여준다. 결정계수는 0.168로 종속변수의 총 변동 중에서 회귀에 의하여 설명되는 비율은 약 16.8%이며 분산분석에서 유의확률이 0.008로 전체모형이 유의한 것으로 판단된다. 이러한 통계결과는 기업구조조정 방식 등이 채권금융기관의 회수율에 영향을 주는 것을 시사한다. 기업의 경제적 부가가치는 분할 기업이 -0.01로 가장 높고 채무조정으로 정상화한 기업이 -0.02이며 매각기업이 -0.16로 가장 낮았다.

이는 구조조정 방식이 채권회수율에 영향을 미치는 것과 정반대의 결과<sup>23)</sup>로 매우 흥미롭다. 분할은 경제적 부가가치 제고 측면에서는 바람직하지만 채권회수율 측면에서는 바람직하지 못한 방법이다. 허나 이는 분할이라는 방법 때문에 채권회수율이 떨어진 것이라고 볼 수 없다. 일반적으로 부실규모가 너무 커서 도저히 현 상태를 유지하면서 회생가능성이 없는 경우에 분할을 실시하기 때문이다.

< 표 4 - 11 >

#### 구조조정 방식 관련 회귀분석 결과

##### 분산 분석

	자유도	제곱합	제곱 평균	F 비	유의한 F
회 귀	3	0.244	0.081	4.302	0.007928
잔 차	64	1.211	0.019		
계	67	1.455			

	계 수	EVA/투자자산
Y 절편	-1.134	
채무재조정	1.109	-0.02
매각	0.971	-0.16
분할	1.125	-0.01

23) 채권회수율 : 매각(82.2%) > 채무조정(79.2%) > 분할(49.0%)

#### 4. 2. 3 선정당시 요인과 구조조정 추진 과정에서 발생한 요인이 기업의 경제적 부가가치에 미치는 영향력 비교

선정초기 상황 관련 요인으로는 TOP5/신고채권, 워크아웃 채권 비중, 계속 기업가치, 이자보상배율, 차입금의존도 등 5개 변수를 선택하여 회귀식을 구성하였다. 구조조정 추진 관련 요인으로는 출자전환비중, 금리감면 효과, 자구이행 실적, 인원감축 실적, 지배구조, 구조조정 방식 등 동일하게 6개 변수를 선택하여 회귀식을 구성하였다.

<표 4-12> 회귀분석 결과에 따르면 구조조정 추진 관련 요인의 결정계수가 0.407로 선정 초기 상황 관련 요인의 결정계수(0.055)보다 종속변수인 기업의 경제적 부가가치를 더 많이 설명하고 있다. F-Value도 구조조정 추진 관련 요인으로 구성한 회귀식이 더욱 유의한 것으로 나타난다.

분석결과 채권금융기관의 채무조정 규모, 대상기업의 자구 및 인원감축 규모, 지배구조 개편 및 구조조정 방식 등에 따라 대상기업의 경제적 부가가치는 상당 부분 달라질 수 있다.

< 표 4 - 12 >

#### 선정당시 상황 관련 요인과 구조조정 추진 관련 요인의 영향력 분석 결과

설 명 변 수	결정계수	F 비	유의한 F
선정 초기 상황 관련 요인	0.055	0.721	0.60974
구조조정 추진 관련 요인	0.407	3.912	0.00044

## 제 5 장 결 론

### 5. 1 연구결과 및 시사점

본 연구는 채권금융기관과 기업 등 두 각각의 입장에서 워크아웃 성과에 영향을 미칠 수 있는 요인을 분석하였다.

먼저 채권회수율 결정요인을 요약하면 다음과 같다. 신고채권 규모가 작아 채권 구조가 단순할수록, 실사가치가 높을수록, 출자전환 비중(출자전환 금액/신고채권)이 낮을수록, 자구이행 비중(자구이행 금액/신고채권)과 인원감축 비율이 높을수록, 구기업주가 경영권을 유지하고 매각을 통한 구조조정을 시행한 경우 채권회수율이 높았다.

경제적 부가가치 결정요인을 요약하면 금리감면이 작을수록, 인원감축 비율이 높을수록, 구기업주가 경영권을 유지하고 채무조정을 통한 구조조정을 추진한 경우 대상기업의 경제적 부가가치가 높았다.

<표 5 - 1 >

회귀분석 결과 요약

종속변수	유의한 설명변수
채권회수율 ↑	신고채권 규모 ↓, 계속기업 가치 ↑, 출자전환 비중 ↓, 자구이행비중 ↑, 인원감축 ↑, 구기업주가 경영권을 유지한 경우, 매각을 통한 구조조정을 시행한 경우
경제적 부가가치 ↑	금리감면 ↓, 인원감축 ↑, 구기업주가 경영권을 유지한 경우, 채무조정을 통한 구조조정을 시행한 경우



### 5. 1. 1 채권회수 및 경제적 부가가치 모두와 관련된 시사점

첫째, 워크아웃기업의 채권회수율 및 기업의 경제적 부가가치는 워크아웃 신청 당시 초기상황 이외에도 채무조정, 자구이행 실적, 구조조정 방법 등 부실기업 사후 관리 방법 및 수준에 따라 상당부분이 결정된다. 부실기업에 대한 사후관리 능력에 따라 채권금융기관의 수익성이 크게 좌우될 수 있으므로 채권금융기관은 부실기업 처리에 대한 체계적인 통계관리, 사례 축적, 전문가를 육성할 필요가 있다.

둘째, 채권회수 측면이나 기업의 가치제고 측면에서 일괄적으로 구기업주의 경영권을 박탈하고 전문경영인으로 대표이사를 교체하는 지배구조 개선의 조치는 신중할 필요가 있다. 실증분석 결과 구 기업주는 경영능력 및 조직 장악력은 채권 회수 측면이나 경제적 부가가치 제고에 도움이 되는 것으로 분석되었다. 하지만 부실기업주에 대한 무조건적인 경영권 인정은 심각한 모럴해저드의 소지가 있는 점 등도 함께 고려되어야 한다. 1차 채무조정시에는 기업주의 경영권 및 우선매수권 등을 인정하여 한편으로는 기업주의 구조조정에 대한 반대를 무마하고, 기업주의 영업능력 등을 활용하여 기업의 정상화를 꾀할 수 있다. 그러나 1차 채무조정으로도 기업이 정상화되지 못하였을 경우 부실경영에 책임을 물어 경영권 및 우선매수권을 박탈하여 구기업주에 대한 특혜시비를 없애는 것이 필요하다. 이러한 원칙을 기업개선약정서에 명시할 경우 최초 기업실사시 부실을 전부 드러내도록 하여 현실에 입각한 기업구조조정을 추진할 수 있는 긍정적인 효과도 얻을 수 있을 것이다.

### 5. 1. 2 채권회수율 분석과 관련된 시사점

첫째, 대기업의 부실화는 피해의 절대적 규모뿐만 아니라 부실화되는 경우 회수율도 극히 저조하므로 중견 또는 중소기업보다 대기업 대출에 대해 더욱 신중한 여심심사가 요구된다. 단순히 부도율 기준으로 신용위험을 측정하는 경우에는 대

기업에 대한 위험성은 저평가 될 수 있고, 중소기업에 대한 위험성은 고평가 될 수 있으므로 부실화 이후의 채권회수율 등의 질적 요소를 감안한 여신심사가 필요하다.

둘째, 신속한 매각이 채권회수 측면에서 가장 적절한 구조조정 방법이다. 일반적으로 부실기업을 경쟁력 있는 기업으로 회생시키는 것이 구조조정의 성과처럼 인식하는 잘못된 관행이 널리 퍼져 있다. 그러나 기업구조조정은 명확히 권리자인 채권금융기관 입장<sup>24)</sup>에서 진행되어야 한다. 기업구조조정의 목적은 회생가능성이 있는 기업에 최소한의 회생의 기회를 부여하고 그 과정에서 채권금융기관의 채권회수율을 극대화하는데 있다. 따라서 채권금융기관은 기업이 영업력을 유지할 수 있는 최소한 수준의 채무조정을 단행하고 신속한 원매자 물색을 통하여 기업을 매각하는 것이 채권금융기관의 회수측면이나 자원의 효율적 배분이라는 목적에 가장 부합하는 구조조정 수단으로 판단된다.

### 5. 1. 3 경제적 부가가치 분석과 관련된 시사점

첫째, 부실기업이 구조조정을 통하여 경쟁력을 보유할 수 있는지 여부는 계량적인 요인으로 설명하기 어렵다. 구조조정을 통하여 경제적으로 부가가치를 생산할 수 있을지 여부는 업종 전망, 시장내 지위 및 경쟁 구조, 임직원의 역량 및 거시경제 변수 등을 감안하여 결정하여야 한다.

둘째, 부채측면의 채무조정은 기업의 본질적인 경쟁력 제고에 도움을 주지 못한다. 출자전환 역시 부채를 자기자본화 하는 과정으로 기업측면에서 자기자본에 대한 기회비용이 발생하기 때문이다. 단순히 기업의 정상화 측면만을 고려하여 과도한 채무조정으로 경쟁력 없는 기업이 지속적으로 생존하는 경우 자원배분이 왜곡되고 오히려 다른 경쟁력 있는 기업의 생존을 방해하는 부작용을 낳는다.

---

24) 채권금융기관이 개입하지 아니하고 기업정상화가 어려운 경우 주주의 경제적 권리는 상실되었다고 판단

## 5. 2 연구의 한계 및 향후 연구과제

본 연구의 한계로는 첫째, 채권회수율 측정이 정확하지 못한 점이 있다. 채권 회수율 산정 대상채권이 은행권 채권으로만 한정되어 있고 구조조정이 완료된 졸업 및 중단기업의 경우 대부분의 금융기관에 담당 심사역이 없어 정확한 자료산출이 어려워 자료의 신뢰성이 크게 떨어진다. 둘째, 대상기업이 워크아웃기업에만 한정되어 있어 법정관리, 화의 등의 법적절차를 통한 구조조정 기업과의 정확한 성과 비교가 불가능하였다.

본 연구의 향후 과제로는 첫째, 신BIS 제도에서 요구하는 LGD(Loss Given Default) 관련 데이터 작업이 완료되면 국내 부실기업에 대한 구조조정 성과를 보다 정확한 데이터를 이용하여 분석할 수 있을 것이다. 둘째, 법정관리, 화의기업에 대한 데이터 분석을 통하여 각 구조조정 제도별 성과 및 장단점 등을 상호 비교 평가한다면 각 기업에 적합한 효과적인 구조조정 추진방법을 찾아 볼 수 있을 것이다.

향후 부도율 및 회수율 등의 기초 데이터 축척과 관련 자료 분석에 대한 분석은 시장측면에서는 부실채권 시장의 활성화, 금융기관 입장에서는 부실기업 관리의 효율화, 위험자본 분배 및 성과평가에 활용할 수 있으며 금융감독당국 입장에서는 대손충당금 적정성 검증 등의 기초자료로 활용이 가능할 것이다.

## 참 고 문 헌

### 1. 국내문헌

강동수, 2004, “이산선택모형을 이용한 워크아웃기업의 회생요인 분석”, 한국개발연구원

강동수, 2001, “국내 기업구조조정의 성과와 과제”, 한국개발연구원

강동수 · 한상일, 2002, “워크아웃제도의 성과에 대한 분석”, 한국개발연구원 · 한국금융연구원

강호정, 2000, “법정관리의 부의 이전효과 및 효율성”, 서울대학교 경영대학 박사학위논문

금융감독원, 2003, “워크아웃 5년(추진실적과 성과를 중심으로)”

금융감독위원회 · 한국금융연구원, 2002, “위기극복의 성과와 교훈 - 금융 · 기업 구조개혁 평가”

김석진 · 김정우, 2000, “회사재건 제수단의 평가”, 재무연구 제13권 제1호

박경서 · 장하성 · 이은정, 2002, “워크아웃기업의 출자전환에 관한 연구”, 한국재무학회 재무연구 제15권 제2호(2002년 11월)

서근우, 2000, “기업개선작업(workout) 추진현황 및 향후 추진방향”, 한국금융연구원

육승환 · 조병익 · 이은경, 2001, “기업재무구조개선(workout)의 성공조건”, 금융경제연구 제22호

이성규, 2000, “(구조조정전문가를 위한) 워크아웃 해설”

이명철 · 이기환 · 박주철, 1999, “Workout 기업의 주가반응에 관한 실증적 분석”, 한국증권학회 발표논문집

## 2. 외국문헌

Asquith P., R. Gertner, and D. Scharfstein, 1991, "*Anatomy of Financial Distress : Examination of Junk-Bond Issuers*", working paper, Massachusetts Institute of Technology

Altman, Edward & Kishore, Vellore, 1996, "*Almost Everything You Wanted to Know about Recoveries on Default Bonds*", Financial Analysts Journal, Nov/Dec

Berkovitch · Israel, 1998, "*The bankruptcy decision and debt contract renegotiations*", European Finance Review vol. 2, 1-27

Gilson · S., 1990, "*Bankruptcy, Boards, Banks and Blockholders : Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default*", Journal of Financial Economics vol. 26

Gilson · Stuart C. · John K. · Lang L., 1990, "*Troubled debt of private reorganization of firms in default*", Journal of Financial Economics vol. 27, 315-353

Hotchkiss E., 1995, "*Post-bankruptcy performance and management turnover*", Journal of Finance vol. 50, 3-21

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

Izvorski, Ivalio, 1997, "*Recovery Ratios and Survival Times for Corporate Bonds*", IMF

Schwartz A., 1993, "*Bankruptcy workouts and debt contracts*", Journal of Law and Economics vol. 36, 595-632

White K. H., 1990, "*Financial distress, reorganization, and organizational efficiency*", Journal of Financial Economics vol. 27, 417-444

# ABSTRACT

## Key Success Factors for the Recovery Ratio and Economic Value Added of Distressed Firms – A Case of Korean Corporate Workouts –

Sung Hwan Cho  
The Graduate School of  
Economics, Yonsei University

It has been six years since Korea's corporate workout programs aimed at restructuring distressed companies began in 1998. Although the distressed debtor companies posed substantial losses on financial institutions, the workout programs nevertheless contributed to improved loan recovery ratios (LRR) for the creditor institutions by accelerating restructuring. The workout programs were also instrumental in stemming further corporate failures and in stabilizing the financial system.

Based on this understanding, this paper attempts to identify factors that affect the success of corporate workouts from the perspectives of both the creditors and the debtors. For the creditors, factors that influence the LRR are identified. For the debtor companies, an analysis of which factors affected their economic value added (EVA) at the time of the completion of the workout is conducted.

The prime results through empirical analyses are summarized as follows.

### Results of the Empirical analyses

Criteria for Restructuring	Significant Explanatory Variables
Recovery ratio ↑	Debt Amount ↓, Going Concern Value / Debt Amount ↑ Debt-to-Equity / Debt amount ↓, Business Reorganization / Debt amount ↑ (Employees 2003 / Employees beginning) ↑ Governance Reshuffling : No Change in Ownership Restructuring Method : M&A
Economic Value Added ↑	Interest Relief / Debt Amount ↓, (Employees 2003 / Employees beginning) ↑ Governance Reshuffling : Non-Changes in Ownership Restructuring Method : Debt Restructuring

Based on the empirical evidence, the following observations can be made. First, the management skills of the debtor companies are key success factors in corporate workouts. Second, a change in managerial control of the debtor company leads to a lower LRR and less economic value added. Third, higher debt amount per company is associated with a lower LRR. Fourth, the LRR is the highest when the creditor chooses M&A as a restructuring method, in fact the sooner the better. Finally, debt restructuring turned out to be insignificant in raising the EVA of the debtor companies.

Korea's corporate workouts have contributed to recovery from the financial crisis by allowing micro-restructuring in the financial and corporate sectors. More importantly, the workouts have taught every economic agent the restructuring culture, which may lower both the odds and the cost of a future financial crisis.

---

Key Words : Going Concern Value, Restructuring Method, Economic Value Added, Debt Amount, Corporate Workouts, Business Reorganization, Governance Reshuffling, Recovery ratio, Creditor, Debt restructuring, Debt-to-Equity Swap, Liquidation Value

< 별 첨 1 >

워크아웃기업 현황(2003년말 현재)

구 분	업 체 명
조기졸업 (46)	강원산업, 경남기업, 남광토건, 대경특수강, 대구백화점, 대백쇼핑, 대우건설 <sup>1)</sup> , 대우인터내셔널 <sup>1)</sup> , 대우자동차판매, 대우조선해양 <sup>2)</sup> , 대우중합기계 <sup>2)</sup> , 대현, 동방, 동방금속공업, 동양물산, 동화면세점, 동화투자개발, 무학, 맥스텔레콤, 미주금속, 미주제강, 벽산, 벽산건설, 삼일공사, 삼표산업, 서울트래드클럽, 성장기업, 세풍, 신송산업, 신송식품, 신원, 아남반도체, 아남환경, 아이즈비전, 유진관광, 영창악기, 일동제약, 제철유화, 제철화학, 파츠닉, 한국시그네틱스, 한국컴퓨터, 한창제지, 한창화학, 현대카드, 화성산업
자율추진 (11)	고려산업, 남선알미늄, 대우정밀 <sup>3)</sup> , 대우캐피탈, 쌍용자동차, 신우, 신호유화, 신호제지, 신동방, 한창, 세신
중 단 (19)	갑을, (주)대우 <sup>4)</sup> , 대우자동차, 대우중공업 <sup>4)</sup> , 동보건설, 동아건설, 동양철관, 미주실업, 서한, 세풍종합건설, 신우공업, 신우텔레콤, 오리온전기, 우방, 진도, 충남방직, 코코스, 피어리스, 해표푸드서비스
계속추진 (7)	대우일렉트로닉스, 동국무역, 동방생활산업, 새한, 새한미디어, 쌍용건설, 케이피케미칼 <sup>5)</sup>
합 계	83개사

주 : 1) (주)대우에서 회사분할(00.12.27)

3) 대우통신에서 회사분할(02.2.6)

5) 고합에서 회사분할(01.12.28)

2) 대우중공업에서 회사분할(00.10.23)

4) 회사분할후 청산예정기업이므로  
중단으로 처리



< 별첨 2 >

기업구조조정 추진경과

연월일	주요내용
1998.4. 14	
4. 30	▷ 정 부 , 「 금 융 · 기 업 구 조 개 혁 촉 진 방 안 」 발 표
5. 5	▷ 64대 주채무계열과 주채권은행간 재무구조개선약정 체결
5. 9	▷ 금융감독위원회내 구조개혁기획단 설치
6. 18	▷ 각 은행에 「기업부실판정위원회」 설치 ▷ 주채권은행, 55개 기업을 부실기업으로 판정
6. 25	◦ 5대계열 20개, 6~64대계열 32개, 기타 3개
7. 2	▷ 채권금융기관, 기업구조조정협약 체결
7. 6	▷ 기업구조조정위원회 설치
9. 3	▷ 고합계열 4개사를 최초 워크아웃기업으로 선정
12.19	▷ 5대계열간 사업교환(Big Deal) 추진 합의 ▷ 대우그룹과 채권금융기관간 재무구조개선약정 체결 발표
1999.4. 19	▷ 대우그룹 구조조정계획 발표
6. 16	▷ 한창화학, 워크아웃 첫 조기졸업
7. 1	▷ 현대정공·대우중공업·한진중공업의 철도차량부문 통합법인(한국철도차량) 설립
7. 7	▷ 현대전자의 LG반도체 인수
7. 19	▷ 대우그룹, 구조조정 가속화 및 실천방안 발표
8. 16	▷ 대우그룹 계열사 축소 등 재무구조 개선을 위한 특별약정 체결 ◦ 구조조정후 존속기업 축소 : 9개→6개 ◦ (주)대우의 건설 및 무역부문 분리 매각 등
8. 26	▷ 대우계열 12개사에 대한 워크아웃 개시
10. 1	▷ 삼성항공산업 · 대우중공업 · 현대우주항공의 통합법인인 한국우주항공산업 설립
11.29	
12. 1	▷ IMF와의 합의에 따라 기업구조조정협약의 기한을 1년 연장

연월일	주요내용
2000.1. 22 3. 15 4. 27 8. 31 10.23 10.31 11. 3 12.27 12.31	▷ 대우계열 해외채권자와 해외채권 매입협상 완료 ▷ 대우계열 12개사의 MOU 체결 완료 ▷ 삼성자동차, 르노자동차와 매각계약 체결 ▷ 현대자동차, 현대그룹으로부터 계열분리 ▷ (주)대우중공업 회사분할 ▷ 「기업구조조정투자회사법」 시행 ▷ 주채권은행, 52개 기업을 부실기업으로 판정 ▷ (주)대우 회사분할 ▷ 기업구조조정위원회 해체
2001.2. 19 4. 7 6. 29 9. 15 10.24	▷ 기업신용위험 상시평가 제도 도입 ▷ 회사정리계획안 사전제출제도 도입 ▷ 「채권은행협의회운영협약」 시행 ▷ 「기업구조조정촉진법」 시행 ▷ 기업구조조정촉진법에 의한 채권금융기관조정위원회 발족
2002.2. 6 2. 28 4. 30 10.25	▷ 대우통신 회사분할 ▷ 현대중공업, 현대그룹으로부터 계열분리 ▷ 대우자동차, GM에 매각 ▷ 대우전자, 영상·백색가전부문을 대우일렉트로닉스에 영업양도
2003.1. 22 5. 16 5. 20 7. 4 8. 22 9. 18 10.30	▷ 하이닉스반도체, 중국 BOE사에 TFT-LCD부문 매각 ▷ 신원, 당산컨설팅컨소시엄에 매각 ▷ 미주제강, 퍼스트브리지홀딩스컨소시엄에 매각 ▷ 남광토건, 골든에셋플래닝컨소시엄에 매각 ▷ 경남기업, 대아건설에 매각 ▷ 세신, DKS컨소시엄에 매각 ▷ 서울트래드클럽, 싱클레어CRC컨소시엄에 매각

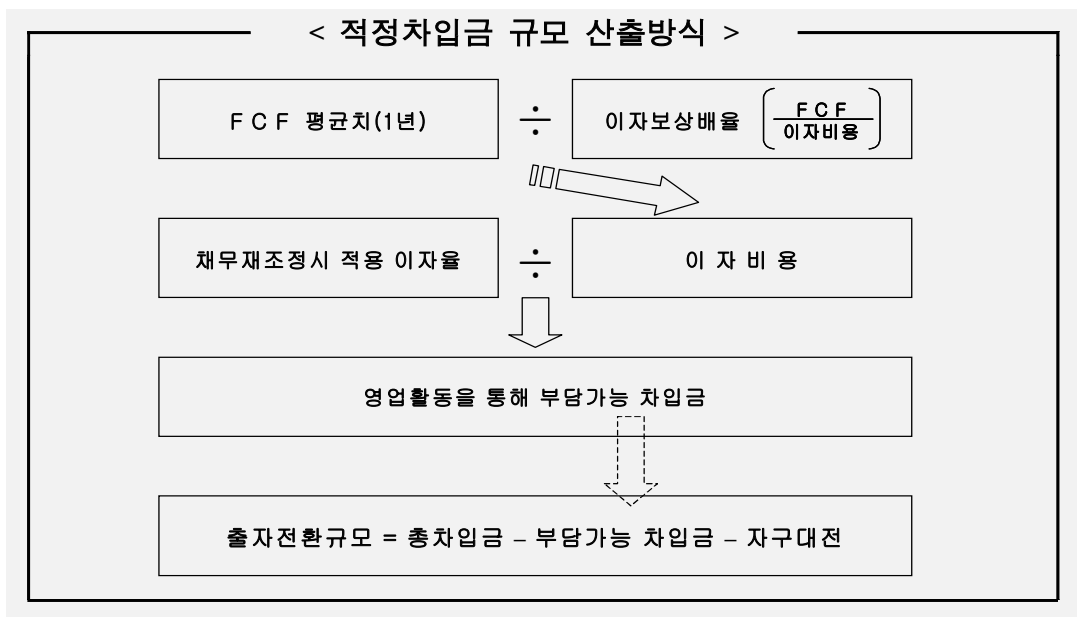
< 별첨 3 >

## 구조조정 방식 해설

### 1. 채무재조정

FCF의 평균치<sup>25)</sup>를 이자보상배율로 나누면 영업활동을 통해 부담할 수 있는 이자비용을 산출할 수 있다. 이러한 이자비용을 채무재조정시 적용할 금리로 나누면 영업활동을 통해 부담 가능한 차입금 규모가 산출된다.

이렇게 산정된 차입금과 자구대전을 총차입금에서 차감하면 출자전환 규모가 산출된다. 채권단은 해당기업의 영업상황 및 채권금융기관간의 반응을 고려하여 출자전환 규모와 금리조정을 선택할 수 있다.



25) 통상 과거 FCF와 미래추정 FCF를 가중평균하여 산출하는데, 실무적으로는 과거 2개년도의 FCF와 추정재무제표로부터 도출한 FCF의 가중평균치(4:6)를 사용함

## 2. 기업 매각

### < 기업매각 절차 >

#### 매각주간사 선정<sup>주)</sup>

- 채권금융기관은 기업매각절차 수립, 매수 희망자 확보 등 기업매각에 관한 전반적인 사항을 관장할 매각 주간사를 선정



#### 대상기업 실사

- 채권금융기관이 용인할 수 있는 최저 매각가 설정을 위해 대상기업에 대한 실사를 실시하여 실사가치, 청산가치 및 계속기업가치를 산정
- 매각가격은 통상 청산가치와 계속기업가치 사이에서 결정됨



#### 원매자 확보

- 공개경쟁입찰 공고 등을 통하여 원매자 그룹을 확보하고 기업소개책자를 발송하여 대상기업에 대한 정보를 공개



#### 우선협상대상자 선정

- 원매자그룹으로부터 법적 구속력이 없는 (non-binding) 인수제안서를 접수한 후 인수 대금 및 인수자측의 경영능력 등을 고려하여 우선협상대상자 선정



#### 가격협상 및 본계약 체결

- 우선협상대상자의 대상기업에 대한 정밀실사 후 채권금융기관과의 가격협상을 거쳐 본계약 체결
- 매각금액을 각 채권금융기관 앞 분배 완료한 후 기업매각을 종료

주 : 대상기업의 규모, 매력도 및 주채권은행의 기업매각 경험 등을 고려하여 매각주간사 없이 주채권은행 또는 대상기업 주도로 매각을 추진할 수도 있음

### 3. 분 할

#### < 회사분할 절차 >

##### 핵심사업부의 선정

- 사업부별로 영업이익 및 영업현금흐름 산출 등 수익성 분석을 실시하여 타경쟁사와 비교함으로써 핵심부문과 비핵심부문으로 구분



##### 이전대상 자산·부채 산정

- 분할신설회사로 이전하는 자산·부채는 핵심사업부만의 자산·부채를 기준으로 하되
- 자산의 경우 우량자산만을, 부채의 경우는 우발채무를 감안하여 보수적으로 산정



##### 적정차입금 및 출자전환 규모 산정

- 이전대상 부채는 우선 이전되는 영업용 자산에서 영업용 부채를 차감한 순자산에 의해 결정
- 적정차입금은 분할신설회사의 원리금 상환능력을 고려하여 산정하되 이전차입금 중 적정차입금을 상회하는 채무는 출자전환됨



##### 재무제표 분할

- 상기 절차를 거쳐 분할신설회사와 잔존법인의 분할재무제표를 작성함



##### 분할 이후의 처리

- 분할 이후 신설회사에 대해 재상장·매각을 추진하며 잔존법인은 잔존사업부 매각 등 자산정리 종료 후 청산절차에 들어감

## 선행연구

### 1. 채권금융기관 관점 : 채권 회수율에 영향을 미치는 요인

외국에서의 선행연구는 ‘채권 회수율에 영향을 미치는 변수는 무엇인가’를 설명하고 있다. 그러나 실증 분석데이터 등의 부재로 이에 관한 연구가 활발히 이루어지지 않고 있다.

#### (1) Izvorski(1997)

1982년 ~ 1996년 사이에 부도가 발생한 채권을 대상으로 어떠한 변수들이 채권 회수율에 영향을 미치는지를 연구해왔다. 그 결과 산업의 성숙도<sup>26)</sup>, 우선권<sup>27)</sup> 여부, 부채 대 자본비율 등은 개별적인 채권회수율에 양의 유의한 영향을 미친다고 설명하였다.

#### (2) 이광영(2002)

법정관리기업의 채권 회수율에 미치는 요인으로 기업의 재무적 상황 등을 설명변수로 채택하여 분석하였다. 고정자산 대비 총자산이 높을수록, 매출액 당기순이익이 높을수록, 부채 대 자본 비율이 낮을수록 채권회수율이 높아지는 것으로 분석되었다.

---

26) 소비자 매출전표를 이용하여 산업의 성숙도를 추정. 이 변수는 산업이 침체기에 놓여있다면 매래 수익성이 감소하고 이에 따라 채권 회수율이 감소할 것이라는 가정하에 도입된 변수

27) Absolute Priority Rule은 우선권이 있는 채권자는 하위 채권자나 주주보다 우선하여 자신의 권리 행사할 수 있다는 법칙. 우선권에 대한 규칙이 파기되는 경우에 채권회수율이 감소하는 것으로 밝힘

### (3) 강동수(2004)

워크아웃기업을 대상으로 기업구조조정의 세부수단을 계량화하고 각 수단과 채권금융기관 입장에서 채무상환능력 회복과 유의적인 관계가 존재하는지를 분석하였다. 채무상환 능력회복 기준으로 워크아웃기업의 추진단계(졸업, 자율추진, 계속추진 및 중단)별 성과를 분석하였다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 워크아웃기업 채권자 및 채무자 관점에서 워크아웃을 신청할 당시 기업의 채무구조가 동 기업의 회생 여부에 매우 유의적인 영향을 미쳤다. 둘째, 대부분의 부채조정 수단이 워크아웃기업에 큰 영향이 없었던 가운데 이중 출자전환이 비교적 유효한 구조조정 수단이었다. 셋째, 자구노력, 고용조정, 그리고 경영진 교체는 워크아웃기업의 회생여부에 미친 유의성이 낮았다.

## 2. 기업 관점 : 장기적 생존을 통한 경제적 부가가치 극대화

미국의 회사정리제도라고 할 수 있는 Chapter 11과 사적으로 부채를 재조정하는 방법을 비교하여 각 방법의 효율성과 비효율성을 분석하는 연구가 대부분을 차지하고 있다.

우리나라의 워크아웃에 대한 선행연구는 주로 워크아웃 기업의 주가반응을 조사한 연구 또는 법정관리와 사적 채무조정의 선택요인 등에 관한 연구이며, 그동안 워크아웃의 시행기간이 짧고 현재 진행 중에 있는 기업이 많으며, 채무조정·자구 실적 등 관련자료 확보가 어렵다는 이유 등으로 활발히 진행되지 않았다.

따라서 본 연구목적과 관련된 여타 기업구조조정 관련연구들을 포함하여 살펴 보았다.

### (1) Gilson, John, Lang(1990)

1978년부터 1987년 사이에 사적으로 부채를 재조정하여 기업구조조정을 한 80개 기업과 Chapter 11(회사정리제도)을 적용한 89개 기업을 대상으로 구조조정방법의 효율성에 대해 실증 분석한 결과, 구조조정 대상기업의 무형자산이 많을수록, 부채중 은행차입금 비중이 높을수록 채권자 수가 적을수록 사적으로 구조조정 하는 것이 용이함을 발견하였다. 또한, 기업의 주가반응을 비교한 결과 채무조정 시작 시점과 완료시점 모두에서 사적으로 구조조정한 기업이 Chapter 11에 의해 법적으로 구조조정한 기업보다 통계적으로 유의한 높은 초과수익률을 보여주었으며, 기업 구조조정에 소요되는 시간도 사적으로 구조조정한 기업이 평균적으로 적게 소요되는 것을 발견하였다.



## **(2) Hotchkiss(1995)**

미국에서 Chapter 11을 경험한 197개 기업들에 대해 기업구조조정후의 기업성과를 측정한 결과, 40% 이상의 기업들이 부도이후 3년 동안 계속적으로 영업손실을 시현하였고, 32%의 기업들은 부도나 사적구조조정을 다시 경험한 것을 발견하여 Chapter 11이 비효율적이라고 주장하였다. 또한, 구조조정과정에서 기존의 경영진이 계속 경영에 참여하는 것이 부도이후의 나쁜 성과와 강하게 연관되어 있음을 발견하였으며, Chapter 11에 들어가기 전에 외생적 충격을 경험하는 경우 기업의 수익성에서 지속성을 보이는 것을 발견하였다.

## **(3) James(1995)**

1981년부터 1990년까지 미국에서 채무조정을 실시한 재무적 부실상태에 있는 102개 기업을 대상으로 재무적 부실기업에 대한 은행의 출자전환 실행조건을 분석한 결과, 은행차입금의 담보가치에 대한 손상규모가 클수록, 채무조정에 포함되는 일반부채 규모가 클수록, 기업의 성장가치가 클수록 은행이 대출채권을 주식으로 전환하는 출자전환에 대한 유인이 커지는 것을 발견하였으며, 또한, 출자전환 이후 2년 동안의 자본적 지출과 현금흐름을 분석한 결과 은행이 주식을 취득한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 유의적으로 높은 값을 가지는 것을 발견하였다.

## **(4) 이명철, 이기환과 박주철(1999)**

법적정리기업과 워크아웃 기업이 시장에서 어떻게 받아들여지는지를 시장조정초과 수익률을 이용하여 분석한 결과, 워크아웃기업으로 선정된 시점의 누적초과수익률이 법정관리, 화의 신청기업에 비해 유의적인 양(+)의 차이를 보여 시장에서 기업 회생제도로써 워크아웃이 법적정리절차보다 호의적으로 받아들여지고 있다고 주장하였으며 또한, 워크아웃 선정일 30일 전후에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 반응을, 워크아웃 약정 체결일 30일 전후에서는 통계적으로 유의한 양(+)의 반응을 보이는 것을 발견하였다.

#### (5) 김석진 · 김정우(2000)

기업회생절차인 회사정리, 화의 및 워크아웃을 공시한 상장기업을 대상으로 주식시장의 반응을 분석한 결과, 회생절차 방법에 관계없이 시장은 회생절차 공시에 대해 일시적으로 긍정적인 반응을 보였으나, 공시 후 중기적으로는 방법에 관계없이 성과차이가 없음을 발견하였다.

#### (6) 강호정(2000)

법정관리제도의 효율성에 대해 실증 분석한 결과, 법정관리절차를 진행중인 기업이 동종업종의 다른 기업보다 빈약한 성과를 나타내고 있어 법정관리제도가 비효율적으로 운영되고 있다고 주장하였으며, 법정관리절차 종결이후 기업의 성과에 영향을 미치는 요인으로 법정관리 신청전 기업의 수익성과 채무면제비율(대용치로 부채비율 이용)을 제시하였다.

#### (7) 강동수, 한상일(2002)

본 연구와 비슷한 연구로서 대우계열을 제외한 워크아웃 기업 45개사를 대상으로 1997년말과 2000년말의 재무비율에 기초한 기업부도예측모형을 이용하여 기업 신용위험의 개선여부를 통해 워크아웃의 성과를 분석하였다. 분석결과, 15개사(33.3%)의 신용위험이 감소한 것으로, 나머지 대다수는 위험이 크게 증감하지 않은 것으로 나타났으며, 2000년말 현재 회계자료가 워크아웃 시행내용을 완전히 반영하지 못한 점을 들어 전체적으로 워크아웃기업의 신용위험이 감소한 것으로 평가하였다. 또한, 워크아웃 성과(신용위험 감소)를 결정짓는 요인에 대한 상관분석 결과 '채권은행 수/채권기관 수'는 신용위험과 양(+)의 상관관계를, '출자전환/자산, 금융경감비율, 사채출연 및 감자조치 여부'는 신용위험과 음(-)의 상관관계를 보였으며, 특히 기존 경영진(舊대주주)에 대한 조치(대표이사 교체, 구사주 퇴진 등)가 강할수록 신용위험이 경감되는 것을 발견하였다.

**(8) 박경서, 장하성, 이은정 (2002)**

1998년부터 2000년까지 워크아웃이 실행된 58개사를 대상으로 출자전환을 결정짓는 요인과 출자전환 조건을 분석한 결과, 출자전환은 기업규모가 크고 부채비율이 높은 기업, 그리고 이자지급불능 가능성이 높고 대주주총지분율이 낮으며 담보 가치를 가진 유형자산의 비중이 낮은 기업일수록, 또한 주거래은행의 BIS비율이 낮고 전체 채권액 중에서 주거래은행의 채권액 비중이 높은 기업일수록 출자전환이 실행될 가능성이 높은 것을 발견하였으며 이러한 결과는 기업규모가 크고 부채비율이 높은 기업일수록 출자전환의 가능성이 높은 대마불사(too big to fail)의 가설을 지지하고 채권은행은 경영상태가 좋지 않을수록 기업퇴출이 은행자신에게 미칠 부정적인 영향을 고려하여 출자전환을 기피하는 유인이 있다고 주장하였다. 또한, 채권금융기관이 출자전환율(기존주식의 감자정도)을 결정할 때는 해당기업의 부채비율이 높을수록 대규모 감자가 이루어져 금융기관의 지분율이 보다 많이 증가하는 것을 발견하였으며, 출자전환 공시일 효과를 분석한 결과, 단기적으로는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 발견하였다.