

## 부실기업 M&A의 결정요인

정기웅\* · 박윤환\*\*

### 요약

본 논문의 목적은 구조조정기업이 어떤 요인에 의하여 M&A를 선택하는지 그 결정요인에 대하여 연구한다. 구조조정기업의 M&A결정요인을 분석하기 위하여 자체정상화를 추진하고 있는 구조조정 기업들과의 특성을 비교 분석하였다. 이를 위해 로짓(Logit)모형을 이용하여 검증하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같다. 구조조정기업의 M&A를 결정하는 요인에 대한 분석결과를 보면, 구조조정내용변수들은 구조조정기업의 M&A에 영향을 미치지 못하고 기업고유의 특성 중 매출액영업이익률변수만이 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

주제분류 : B030603

핵심 주제어 : 구조조정기업, M&A동기, M&A결정요인

## I. 서론

M&A방식의 구조조정은 기업의 부채를 변제할 자금을 외부에서 효과적으로 조달하여 변제하고 부실기업을 정상화시키는 방법이다. 구조조정을 위한 M&A의 방법으로는 기업확장, 기업매각, 지배구조의 변경, 소유구조의 변경, 자본구조의 변경 등이 있다.

구조조정방식에 관한 대표적인 연구로서 Franks와 Torous(1989, 1994), Gilson, John과 Lang(1990), Gertner와 Scharfstein(1991), Chen, Weston과 Altman(1995) 그리고 Clark와 Ofek(1994) 및

\* 제1저자, 계명대학교 경영학과 교수, e-mail: Kiw2187@kmu.ac.kr, 대구시 달서구 신당동 1000번지(우편번호: 704-701), Tel: 053-580-6383

\*\* 제2저자, 드림화인테크 인베스트 대표

Hotchkiss와 Mooradian(1997) 등을 들 수 있다.

우리 나라에서는 구조조정방식에 대한 시장의 반응을 통하여 자발적 구조조정방식의 효율성을 검증한 연구결과가 있다. 이명철, 이기환과 박주철(2000), 선우석호(2000), 김석진과 김정우(2000), 이상우와 최기호(2002)가 유사한 연구를 실시한 바 있다. 그러나 이러한 국내연구는 워크아웃이나 법정관리 및 화의를 신청한 기업을 대상으로 분석한 결과로서 M&A방식에 의한 구조조정수단에 대해서는 아직까지 연구되고 있지 못하고 있다.

한편, Clark와 Ofek(1994)는 M&A방식의 구조조정의 유효성과 성공요인에 관하여 연구하였다. 그들은 부실기업을 구조조정하기 위한 수단으로 M&A방식이 구조조정에는 성공하지 못하였지만 실패한 방식이라고 할 수 없다고 결론지었다. 또한, Hotchkiss와 Mooradian(1997)은 벌처(vulture)투자에 의한 M&A의 유효성에 대하여 연구하였다. 벌처투자자로 하여금 경영진을 감시하고 통제함으로써 M&A가 유효한 구조조정수단이라는 것을 밝혔다.

구조조정방식에 관한 선행연구결과를 종합하여 볼 때, 자발적 구조조정에 대하여는 많은 연구가 있었으나 M&A방식의 구조조정에 관한 연구는 많지 않았다. M&A 구조조정방식에 관한 연구에서도 유효성과 성공요인에 관한 연구는 있으나, 구조조정 M&A의 결정요인에 관한 연구는 없는 실정이다. 따라서 본 논문은 채무부실기업을 구조조정 하는데 있어 구조조정 M&A의 결정요인에 대하여 연구하고자 한다.

본 연구의 연구목적은 구조조정기업 중 어떤 기업들이 M&A를 통하여 정상화되는지 M&A의 결정요인에 대하여 연구하는 것이다. 부실기업은 구조조정을 통하여 정상화를 추진할 것이다. 그러나 구조조정절차는 상당한 시간이 소요되는 과정이기 때문에 경기침체의 장기화 등 미처 예측하지 못했던 여러 가지 사정으로 인하여 당초 계획대로 진행하지 못하는 경우가 많다. 또한 채권자들의 요구를 무분별하게 수용함으로써 계획대로 정상화되지 못하는 경우도 많다. 자체적으로 구조조정을 통하여 갱생하기 어렵다고 판단될 경우 M&A를 통하여 회생하는 방법을 선택할 수 있을 것이다. 이러한 의미에서 부실기업이 자발적인 구조조정으로 정상화를 추진하는 기업과 M&A를 통하여 정상화되는 기업간에는 큰 차이가 있을 것으로 보인다.



구조조정기업은 법정관리인가가 나면 정리계획안대로 정상화를 추진하던가 아니면 M&A를 통하여 정상화를 추진한다. M&A를 선택케 하는 요인에 대하여 기업의 고유한 특성변수와 구조조정 당시의 구조조정내용변수들을 확인하는 것이다. M&A결정요인을 검증하기 위하여 자체정상화를 추진하는 구조조정기업과 비교하여 검증한다. 구조조정기업이 M&A를 결정하는 시점은 구조조정기업이 법정관리의 인가를 받고 정리계획안을 실행한 이후가 될 것이다. 따라서 M&A결정요인변수 중 기업고유변수들은 법정관리를 인가 받고 정리계획을 실행하는 당해 연도 말의 자료를 사용하고 구조조정의 내용은 법정관리 인가시 정리계획안을 사용하여 검증한다.

## 2. 가설설정과 분석방법

### (1) 연구가설

구조조정기업이 어떤 요인에 의하여 M&A를 선택하는지 그 요인을 확인하는 것이다. 부실기업은 구조조정을 통하여 정상화를 추진한다. 기업이 도산하거나 도산에 직면한 경우 채권단과 자율적인 채무조정을 진행하거나 법원의 보호하에 채무를 재조정하여 회사를 갱생시키려 한다. 구조조정의 과정으로 대주주 및 특수관계인에 대한 무상소각을 포함한 자본의 감소, 출자전환과 낮은 이자율적용을 포함한 채무의 감면, 변제기간의 유예, 기타 구조조정을 통하여 효과적인 정상화를 달성하려고 할 것이다. 이러한 구조조정은 채무를 동결하고 원금의 조기상환에 대한 부담으로부터 자유로운 상태에서 경영을 계속하여 수익의 창출 및 유희자산 등을 매각하여 변제자금을 마련하게 함으로써 회사를 갱생시키는 절차이다. 그러기 위해서는 기업 스스로 경영을 정상화시킬 수 있는 속성을 지녀야 할 것이다. 기업이 자체적으로 갱생할 수 있는 능력이 없는 기업일 경우 구조조정을 아무리 잘 하여도 회생할 수 없을 것이기 때문이다. 그러나 자체적으로 구조조정을 통하여 갱생하기가 어렵다고 판단될 경우 M&A의 방식을 선택하여야 회생할 수 있을 것이다. 이와 같이 기업이 효과적인 구조조정을 하였느냐 하는 구조조정의 내용과 스스로 갱생할 수 있는 능력의 유무에 따라 자발적 구조조정을 추진할 것인지 아니면 M&A할 것인지 결정될 것이다. 따라서 본 연구에서는 이런 기업의 속성과 구조조정 내용들을 가설로 설정하여 분석하고자 한다.

### ① 경영성과

구조조정을 추진하고 있는 기업이 정리계획안을 계획대로 수행하려면 채무상환일정에 맞추어 충분한 현금흐름을 확보하여야 한다. 파산위기에 처한 부실기업에게 채무를 한시적으로 동결하여 줌으로써 경제적으로 갱생할 수 있는 기회를 주려는 것이 구조조정제도의 취지이다. 아무리 효과적인 구조조정을 추진한다고 하여도 기업의 수익성이 없고 성과가 좋지 못하다면 구조조정이 성공할 수가 없을 것이다. 구조조정의 성패는 기업의 성과에 달려있다고 할 수 있겠다. 정리계획을 통하여 구조조정을 하였지만 경영성과가 낮다면 계획한 정리계획대로 채무를 상환할 수 없을 것이며 또다시 채무조정을 추진하여야 하는 상황을 만날 수밖에 없을 것이다. 경영성과가 좋을 경우 부채를 상환할 충분한 자원을 확보하여 계획대로 정상화를 추진할 수 있을 것이다. 그러나 경영성과가 낮을 경우 부채를 상환할 능력이 없기 때문에 파산위험이 증가할 것이다. 부채를 정리계획대로 상환할 수 없을 때에는 또 다시 채무조정을 추진하거나 M&A를 통하여 회생하는 방법을 강구할 수 있을 것이다.

경영성과가 낮은 기업이 경영성과가 좋은 기업에 인수될 때 경영성과가 좋은 기업은 경영효율성이 높다고 볼 수 있으므로 높은 경영효율성을 가지는 기업에게 인수됨으로써 새로운 가치가 창출될 것이라는 기대를 가지게 될 것이다. Lang, Sultz와 Walking(1989)의 M&A공시 전 경영성과(Tobin의 q비율 이용)와 M&A공시기간 중 주주 부 변화와의 관계에 대한 실증연구결과에서도 경영성과가 좋은 기업이 경영성과가 나쁜 대상기업을 인수했을 때 인수기업이나 대상기업의 주주 부 증가 및 총이익이 가장 컸다는 것을 보여주고 있다. 따라서 경영성과가 낮을 경우에는 자체 정상화보다는 M&A를 추진하려 할 것이다. 이러한 추론을 통하여 경영성과와 관련하여 다음과 같은 가설을 수립할 수 있다.

연구가설 1-1 : 경영성과는 M&A결정에 유의한 부(-)의 영향을 미칠 것이다.  
(경영성과와 M&A는 -의 관계)

### ② 부채의존도

대부분의 구조조정을 신청한 기업들은 심한 채무부실 상태에서 법정관리

에 들어가게 된다. 법정관리에 들어가게 되면 정리계획안을 통하여 정리담보권자, 정리채권자 및 주주에 대한 권리변경이 이루어지게 된다. 권리변경을 통해 원래 채권자들이 받아야 할 부분에 대하여 원금탕감, 경과이자 및 발생이자부분에 대한 감면 혹은 저리의 이자율을 적용하게 되며 권리변경이 이루어지고 난 후의 확정채권액에 대한 변제가 장기간에 걸쳐 이루어지게 된다. 따라서 법정관리를 받는 기업들은 재무구조의 개선이 이루어지게 되며 이를 통해 기업회생에 주력하여 갱생하게 되는 것이다. 따라서 법정관리가 인가된 후에 재무구조가 또다시 악화된다면 이는 다시 도산으로 연결될 가능성이 크며 또 다시 채무조정을 추진하여야 할 상황을 만날 수밖에 없을 것이다. 부채비율이 낮을 경우 부채상환에 큰 부담이 없으나 부채비율이 높을 경우 채무부담가중으로 파산위험이 증가할 것이다. 기업의 능력에 비하여 채무부담이 과중하여 정리계획대로 상환할 수 없을 때에는 또 다시 채무조정을 추진하거나 M&A를 통하여 회생하는 방법을 강구할 수 있을 것이다. Lewellen(1971)의 부채조달능력가설에 따르면 합병 전 상대방의 부채비율이 낮을수록 합병 후 부채증가 여지가 더 커지며 또한 이러한 자기기업의 주주 부 증대가능성은 합병 전 자기기업의 부채의존도가 높아 자체로서는 부채증가여지가 없을수록 더 크다고 하였다. 따라서 부채비율이 높을수록 M&A효과는 커지므로 자체 정상화보다는 M&A를 추진하려 할 것이다. 이러한 추론을 통하여 부채의존도와 관련하여 다음과 같은 가설을 수립할 수 있다.

연구가설 1-2 : 부채의존도는 M&A결정에 유의한 정(+ )의 영향을 미칠 것이다.  
(부채의존도와 M&A는 +의 관계)

### ③ 감자비율

부실기업의 주주들은 구조조정과정에서 부실경영에 대한 책임을 져야 한다. 통상적인 부실경영에 대한 책임의 방법으로 경영에 책임이 있는 자에 대하여 무상으로 주식을 소각하는 무상감자가 있다. 또한 채권자의 채무감면과 같은 양보를 얻기 위해서도 주주의 권리를 포기하도록 요구받고 있다. 자본의 감소는 부실기업의 결손금을 보전하기 위한 목적이 있지만 구조조정과정에서 이와 같은 이유로 감자가 이루어지게 된다. 법정관리의 경

우 대주주와 특수관계인에 대하여 무상소각을 규정하고 있다. 그러나 소액 주주의 입장에서는 감자는 주주들에게 치명적인 손실로 이어질 수 있기 때문에 감자를 최소한으로 하려고 할 것이다. 구조조정의 감자는 대주주와 특수관계인에 대하여는 무상소각하고 소액주주는 비율에 따라 감자하는 차등감자를 실시한다. 대주주 지분소각에 따른 감자결과는 주주간의 지분비율의 변화를 초래하게 되어 소액주주의 지분율이 높아지며 감자 후에는 통상적으로 출자전환이 이루어지므로 채권단의 지분비율이 높아진다. 이러한 현상은 주주의 부가 채권자로 이전되는 효과를 가져온다. 즉 감자비율이 높아지는 것은 주주가치의 감소와 채권자의 가치가 증대되는 부의 이전효과가 발생한다. 이러한 상황에서 기업을 매각하게 되면 채권자는 유리하지만 주주는 불리하게 된다. 따라서 경영진은 M&A보다는 자체 정상화를 추진할 것이다. 이러한 추론을 바탕으로 감자비율과 관련하여 다음과 같은 가설을 수립할 수 있다.

연구가설 1-3 : 감자비율은 M&A결정에 유의한 부(-)의 영향을 미칠 것이다.  
(감자비율과 M&A는 -의 관계)

#### ④ 채무감면비율

채무면제는 채권자가 가지고 있는 청구권의 일부를 포기하고 채무자에게 그 만큼 채무부담을 감면해 주는 것이다. 정리계획이 통과되면 신청기업은 채무유예, 채무감면, 출자전환, 저리의 이자적용 및 면제 등으로 여러 혜택을 받아 채무구조가 크게 개선되며 기업가치가 높아진다. 채무의 감면은 원금과 이자에 대한 권리변경이 주요 내용이다. 채무의 감면은 채권자의 부를 주주에게 이전시키는 결과를 가져온다. 즉 채무감면비율이 높아지는 것은 채권자의 가치가 감소하고 주주가치가 증가하는 부의 이전효과가 발생한다. 주주가치가 높아져 있는 상태에서 기업을 매각하게 되면 채권자는 불리하지만 주주에게는 유리하게 된다. 따라서 경영진은 M&A를 추진하는 동기를 가지게 될 것이다.

연구가설 1-4 : 채무감면비율은 M&A결정에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다.  
(채무감면비율과 M&A는 +의 관계)

### ⑤ 채무유예기간

채무유예기간은 거치기간과 상환기간이 다를 수 있다. 거치기간이 긴 기업은 상대적으로 좋은 여건에서 기업을 영위할 수 있기 때문에 구조조정이 효과적으로 진행될 수 있을 것이다. 그러나 거치기간이 짧으면 채무상환기간이 조기에 도래하여 구조조정의 효과가 나타나지 않은 상태에서 채무상환이 시작된다. 따라서 채무유예기간이 길수록 파산위험이 낮아지고 채무유예기간이 짧을수록 파산위험은 커지므로 자체정상화보다 M&A를 통하여 정상화를 시도하려 할 것이다.

연구가설 1-5 : 채무유예기간은 M&A결정에 유의한 부(-)의 영향을 미칠 것이다.  
(채무유예기간과 M&A는 -의 관계)

## (2) 변수의 조작적 정의

변수는 일정한 특정 단위에 의해 계량화가 가능한 특징적인 속성을 대표하는 개념으로 조작정의로 나타내진다. 조작정의란 개념이나 변수를 측정하는데 필요한 활동이나 조작을 명시함으로써 개념이나 변수에 의미를 부여하는 과정을 말한다(김인호, 1992). 본 연구에서 사용되는 변수의 조작적 정의는 다음과 같다.

### ① 경영성과

피인수기업의 경영성과 대용치로는 총자산이익률, 자기자본이익률, 납입자본이익률, 매출액영업이익률 등이 사용된다. 김희석(1990)의 연구에서는 피인수기업의 경영성과변수 중 납입자본이익률이 통계적으로 유의한 양(+ )의 결과가 나타났으며, 총자산이익률과 자기자본이익률은 어떠한 경우에도 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않았다. 그러나 납입자본은 주식의 발행액면가이므로 주식발행당시에도 그 실질가치를 반영하지 못하는 수치이며 납입자본이익률보다 총자산이익률과 자기자본이익률 또는 매출액영업이익률이 더 의미 있는 수치라고 할 수 있다. 그런데 채무부실기업은 대부분이 자본잠식상태에 있어 경영성과변수를 매출액영업이익률로 정의하여 가설을 검증한다.

$$\text{매출액영업이익률} = \text{영업이익}/\text{매출액}$$

### ② 부채의존도

재무관리에서 부채비율은 기업의 총자산과 부채, 혹은 자본 대 부채로 측정하고 있다. 예를 들어 Brealey와 Myers(1988)는 일반적으로 재무레버리지는 장기부채 대 자본의 비율로 측정하고 있다. 레버리지란 용어가 의미하는 것처럼 레버리지는 소유자를 대신하여 수행한 활동의 결과를 명백히 하는 도구로서 보인다. 본 연구에서 사용되는 표본은 재무부실기업이기 때문에 자기자본이 부(-)의 값을 가지는 경우가 많을 것이다. 따라서 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값을 사용하여 연구가설을 검증하고자 한다.

$$\text{부채비율} = \text{총부채}/\text{총자산}$$

### ③ 감자비율

부실기업을 구조조정하기 위하여 실시하는 자본의 감소는 결손금을 보전할 목적으로 실시한다. 결손이 발생한 경우 장래의 이익배당을 가능하게 하기 위하여 회사의 자본을 실제로 감소하지 않고 회계장부상으로만 감소시키는 것이다. 구조조정차원에서 감자는 발행주식수를 감소시키는 방법으로 주식의 병합과 소각을 병행하여 실시한다. 회사정리법에 따라 법정관리인가 시에는 경영책임을 물어 대주주 및 특수관계인의 소유주식은 무상소각을 실시하고 출자전환을 효율적으로 할 수 있도록 기타 지분은 병합의 절차를 밟는다. 그러나 M&A의 구조조정수단으로 하는 감자는 결손금의 보전을 통한 적정 가치산정과 인수자의 유상증자에 따른 지분율을 확보할 수 있도록 하기 위하여 실시한다. 감자비율은 감자후의 자본금을 감자전의 자본금으로 나눈 비율을 1에서 차감한 비율로 표시한다.

$$\text{감자비율} = 1 - (\text{감자 후 자본금}/\text{감자 전 자본금})$$

### ④ 채무감면비율

채무면제는 채권자가 가지고 있는 청구권의 일부를 포기하고 채무자에게

그 만큼 채무부담을 감면하여 주는 것이다. 부실기업을 구조조정하기 위한 M&A는 인수기업이 투자하는 인수자금으로 피인수기업의 부채를 상환하여 채무구조를 개선하고 정상화를 시키는 것이 목적이다. 부실기업이란 부채가 기업가치를 초과하는 기업이므로 부채의 규모가 인수규모보다 크다. 따라서 부실기업을 구조조정하기 위해서는 채권자로부터 채무감면을 받아야 정상화될 수 있다. 채무의 감면은 원금, 이자에 대한 권리의 변경이 주요 내용이다. 원금에는 담보부 채권(정리담보권)과 무담보부 채권(정리채권) 및 일반 상거래채권으로 구분하며 정리담보권은 담보권자가 담보권을 실행하였을 경우에 얻을 수 있는 이익 이상의 조건으로 상환하는 것이 원칙이기 때문에 엄격한 의미의 채무감면으로 보기는 어렵다. 정리채권과 상거래채권은 정리계획안에서 예상한 자금수급계획에 따라 상환하는 것이기 때문에 채무감면에 의의가 있는 것이다. 구조조정 M&A는 정리채무를 일시에 변제하기 위하여 자금을 투입하는 것이므로 채무감면은 기업가치와 관계가 있다. 본 연구에서는 정리채권의 감면을 채무감면으로 보고 채무감면비율은 정리채권에 대한 현금변제금액을 확정정리채권액으로 나눈 비율을 1에서 차감한 비율로 표시한다.

$$\text{채무감면비율} = 1 - (\text{정리채권에 대한 현금변제금액} / \text{확정정리채권액})$$

### (3) 실증분석방법

구조조정기업의 M&A 결정요인을 분석하기 위해서 동일한 시기의 구조조정기업 중에 자체정상화를 했던 기업들과 특성을 비교하였다. 위에서 언급된 구조조정기업의 M&A 결정요인들이 가지는 특성의 정도를 측정하는 모형으로 Logit모형을 이용하였다.

회귀모형은 설명변수가 하나인 단순회귀모형이든 두 개 이상인 다중회귀모형이든 그 변수들이 주로 양적 변수로 이루어진 경우에 사용된다. 그러나 종속변수가 질적인 경우에 회귀모형을 사용하는 경우 회귀모형의 기본가정인 오차항의 정규분포성에 위배되는 결과를 가지게 되며, 또한 오차항에 이분산이 존재하게 되어 OLS추정량이 불편추정량이라는 하지만 비효율적인 결과를 가지게 되는 등 여러 가지 문제를 가지게 된다. 따라서 판

별모형(discriminant model)이나 Logit모형을 사용하는 것이 바람직하다. 판별모형은 종속변수(주로 집단)를 주어진 것으로 보고 집단간의 차이를 가장 크게 하는 설명변수들의 선형결합을 추출하여 집단 분류에 이용된다. Logit모형은 종속변수가 질적인 경우(이변량 데이터)에 사용되는 분석 기법이다.

판별모형과 Logit모형의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 판별분석에서는 설명변수들이 정규분포에 따르며 집단간 분산과 공분산이 동일하다고 가정하고 있으나, Logit모형에서는 이러한 가정을 엄격하게 적용하지 않는다. 둘째, 판별모형에 있어서 그러한 가정이 충족된다고 하더라도 많은 연구자들이 Logit모형을 선호한다. 이는 Logit모형이 선형회귀모형과 유사하고, 비선형적인 효과를 통합하고 있으며 전반적인 진단을 내릴 수 있기 때문이다.

Logit모형은 종속변수가 (1, 0)으로만 구별될 수 없는 상황에서 단순한 판별분석용으로 이용되는 MDA(multivariate discriminant analysis) 보다는 설명변수와 종속변수의 상관관계를 특정할 수 있다는 장점이 있다.

본 연구의 모형은 종속변수가 M&A를 통한 정상화를 꾀하는 구조조정 기업을 1로 자체 정상화를 꾀하는 구조조정기업을 0으로 구분하여 구조조정기업의 M&A 결정요인을 규명하고자 한다. 이를 위하여 다음과 같은 Logit모형을 이용하였다.

$$Z_i = 1 / [1 + \exp(-Y)] \quad (6)$$

여기서,  $Y = b_i X_j = b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_n X_n$

$Z_i = 1$  : M&A를 통해 정상화를 꾀하려는 구조조정기업

0 : 자체 정상화를 꾀하려는 구조조정기업

$X_j$  : 설명변수

$b_i$  : 각 변수에 대한 계수의 벡터

본 연구에서는 식(6)의  $Y$ 는 다음과 같은 설명변수들로 추정하였다.

$$Y = b_0 + b_1 LEV + b_2 PROFIT + b_3 RED_1 + b_4 RED_2 + b_5 PERIOD \quad (7)$$

여기서, *LEV* : 구조조정 개시연도의 부채비율(총부채/총자산)

*PROFIT* : 구조조정 개시연도의 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

*RED1* : 원 정리계획상 감자비율

*RED2* : 원 정리계획상 채무감면비율

*PERIOD* : 원 정리계획상 채무유예기간

Logit모형에서는 최우추정법(Maximum Likelihood Estimation)으로 피셔점수법(Fisher's Scoring Method)를 사용하여 모수를 추정한다. 따라서 일반적인 선형회귀식의 추정에 비하여 특이한 관찰치가 모수 추정에 미치는 영향력이 적다고 할 수 있다. 분석에 사용될 로짓모형의 변수와 기대부호는 다음 <표 2-2>와 같다.

【표 2-2】 구조조정 M&A 결정변수의 측정과 기대부호

변 수	변수의 측정	기대부호
부채비율(LEV)	구조조정 개시년도말 총부채/구조조정 개시년도말 총자산	(+)
매출액영업이익률 (PROFIT)	구조조정 개시년도 영업이익/구조조정 개시년도 매출액	(-)
감자비율(RED1)	1-(감자 후 자본금/감자 전 자본금)	(-)
채무감면비율(RED2)	1-(정리채권에 대한 현금변제금액/확정정리채권액)	(+)
채무유예기간	채무상환 거치기간	(-)

### 3. 표본 및 자료수집

#### 1) 표본의 선정방법

본 연구에서 분석대상의 표본은 크게 두 분류로 나누어 선정하였다. 첫째, 구조조정 M&A의 결정요인을 조사하기 위하여 회사정리절차진행 중인

기업 중에서 M&A방식으로 정상화된 기업을 표본으로 선정하였다. 둘째, 구조조정 M&A의 결정요인을 비교하기 위하여 회사정리절차진행 중인 기업 중에서 정리계획안에 의거 정상화를 추진하고 있는 기업을 표본으로 선정하였다.

### (1) 구조조정 M&A기업

구조조정 M&A기업의 최초 표본은 구조조정 M&A가 본격적으로 시작된 1998년 1월 1일부터 2003년 3월 31일까지를 대상기간으로 하였다. 동 시기는 IMF외환위기사태 이후의 기간으로 IMF외환위기사태 이전에는 부실기업을 구조조정하기 위한 M&A사례가 거의 없었다. IMF외환위기사태 이후 구조조정을 목적으로 한 M&A의 제도가 도입되면서 활성화되기 시작하였다. 표본기업은 회사정리절차진행 중인 기업 중에서 구조조정을 목적으로 M&A를 통하여 정상화된 41개 기업이다. 미국의 경우 M&A를 통하여 Chapter 11을 졸업한 기업을 대상으로 한 연구에서는 표본선정시점은 M&A종결 이후 Chapter 11을 졸업한 이후로 본 연구와 동일하나 표본선정당시에는 다시 부실이 발생하여 Chapter 11에 들어간 기업도 포함되어 있다. 우리나라의 경우 표본기업들이 모두 M&A를 통하여 법정관리에서 정상화된 것은 법정관리를 졸업한 시점이 IMF외환위기를 벗어나 경제가 회복되는 시기와 일치한 측면도 있으나 정상화이후 현재까지 기간이 짧아서 재무부실이 발생하지 않은 것으로 보인다. 향후 장기적으로 경기와 산업요인에 의하여 영향을 받을 수 있을 것으로 보인다. 구조조정요인과 인수요인을 파악하기 위해서는 정리계획변경안이 필요하기 때문에 이를 구하지 못한 기업 23개를 제외하고 18개 기업을 최종 표본기업으로 선정하였다. 이들은 모두 상장·등록기업이다.

**【표 2-3】 구조조정 M&A기업 표본선정과정**

사    유	표    본    수
최초 표본기업	41
비상장·비등록 기업	0
정리계획변경안을 구하지 못한 기업	23
최종 표본기업	18

## (2) 정리계획안에 의거 자체 정상화추진 법정관리기업

회사정리절차를 진행하고 있는 법정관리기업 중 구조조정수단으로 M&A를 선택한 요인을 조사하기 위하여 정리계획안에 의거하여 정상화를 추진하고 있는 법정관리기업을 표본으로 선정하였다. 2003년 3월 31일 현재 서울지방법원의 관리하에서 회사정리절차를 진행중인 기업 35개 기업을 최초 표본으로 선정하였다. 이 중에서 재무정보 및 추가정보를 이용할 수 없는 비상장·비등록기업 13개를 제외하였다. 그리고 표본기업의 구조조정요인과 인수요인을 파악하기 위하여 정리계획안을 수집하여야 하나 이를 구하지 못한 기업 7개를 제외하고 15개 기업을 최종 표본기업으로 선정하였다.

【표 2-4】 정리계획안에 의거 자체 정상화추진 기업 표본선정과정

사    유	표    본    수
최초 표본기업	35
비상장·비등록 기업	13
정리계획변경안을 구하지 못한 기업	7
최종 표본기업	15

## 2) 자료수집

재무자료는 한국신용평가주식회사의 KIS-line을 이용하였으며, 결정요인의 경우 정리계획안 인가 당해 연도의 자료를, 성공요인의 경우 사건일 직전연도의 자료를 수집하였다.

대상기업의 구조조정 내용과 인수구조와 관련된 내용은 대상기업의 정리계획안과 정리계획변경안에서 자료를 수집하였으며 부족한 자료에 대해서는 한국증권거래소의 전자공시시스템과 코스닥 공시시스템, 금융감독원 전자공시시스템을 이용하여 수집하였다. 정리계획안과 정리계획변경안은 정리기업을 담당하는 지방법원의 파산재판부, 한국자산관리공사, 주채권은행, 대상기업에서 수집하였다.

### Ⅲ. 실증분석결과 및 해석

부실기업이 효과적인 구조조정과 스스로 갱생할 수 있는 능력이 있을 경우 기업은 채권단과의 채무조정을 통하여 정상화를 추진하던가 법원의 보호하에 정상화를 추진할 것이다. 그렇지 않을 경우에는 M&A를 선택할 것이라는 가설을 검증하기 위하여 기업의 고유한 특성인 경영성과와 부채의 존도, 그리고 구조조정의 내용인 감자비율, 채무감면비율, 채무유예기간의 변수들을 사용한다. 자체정상화 기업과 M&A기업과 비교하여 어떤 요인들이 영향을 미치는지를 Logit분석을 통하여 검증한다. Logit분석에 앞서 구조조정기업 중 M&A기업과 자체정상화기업의 두 집단사이에 변수간에 통계적으로 유의한 차이가 있는지를 비교하기 위하여 차이검정(t-test)을 실시한다.

#### 1. 결정요인 변수에 대한 통계량 분석

〈표 3-1〉은 M&A기업과 자체 정상화기업간의 각 변수별로 차이검정을 실시한 결과를 나타내고 있다. 차이검정은 단변량 분석기법으로 표본집단의 변수간에 차이가 있는지를 분석하는 것이다.

M&A기업과 자체정상화기업에 있어서 변수간에 상당한 차이가 존재한다. 양 기업 모두 부실기업이기 때문에 기업고유의 특성을 나타내는 부채 의존도의 대리변수인 부채비율은 1을 초과하고 있으며 경영성과의 대리변수인 매출액영업이익률은 음(-)의 부호를 나타내고 있다. 구조조정의 내용인 감자비율과 채무감면비율 그리고 채무유예기간은 법정관리인가 당시의 정리계획안에 의하여 확정된 것으로 감자비율은 자연로그로 변환한 값이다. 차이검정을 통하여 각 변수의 차이를 분석한 결과 기업고유의 특성을 나타내는 부채비율과 매출액영업이익률변수는 5%의 수준에서 유의한 차이를 나타내고 있으며 부채비율은 M&A기업이 175.6%로 자체 정상화기업의 121.9%보다 높으며, 매출액 영업이익률은 자체정상화기업이 -12.9%로 M&A기업의 -68.4%보다 높은 것으로 나타나고 있다.

구조조정의 내용인 감자비율의 경우 M&A기업이 2.034로 자체 정상화

기업의 1.920보다 높게 나타나고 있으나 유의한 차이를 보이지 않고 있으며, 채무감면비율도 M&A기업은 60.7%, 자체 정상화기업은 58.1%로 M&A기업이 높지만 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. 채무유예기간 역시 M&A기업은 3.656년으로 자체 정상화기업의 4.033년보다 작지만 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 구조조정 내용인 M&A 기업과 자체 정상화기업간에는 차이가 없고 기업고유의 특성변수간에만 차이가 있는 것으로 해석된다.

【표 3-1】 M&A 기업과 자체정상화 기업간 차이분석 결과

구 분	M&A 기업	자체정상화 기업	t값(차이분석)	표준편차	
				M&A기업	자체정상화기업
LEV	1.756	1.219	2.123**	0.934	0.483
PROFIT	-0.684	-0.129	2.415**	0.937	0.242
RED1	2.034	1.920	0.440	0.717	0.767
RED2	0.607	0.581	0.421	0.185	0.153
PERIOD	3.656	4.033	0.601	1.985	1.541

t값은 절대값을 의미한다. \*\*\* \*\* \* : 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함  
 LEV : 구조조정 개시연도의 부채비율(총부채/총자산)  
 PROFIT : 구조조정 개시연도의 매출액영업이익률(영업이익/매출액)  
 RED1 : 원 정리계획상 감자비율(자연로그 변환)  
 RED2 : 원 정리계획상 채무감면비율  
 PERIOD : 원 정리계획상 채무유예기간

## 2. Logit 분석

〈표 3-2〉는 M&A기업과 자체 정상화기업간의 결정요인을 검증하기 위한 다변량분석 기법인 Logit분석의 결과를 나타내고 있다. 변수를 모두 포함한 모형에서 보는 바와 같이 경영성과의 대리변수인 매출액영업이익률을 제외하고는 유의한 변수가 나타나지 않고 있다. 매출액 영업이익률만이 5%의 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값을 보이고 있다. 이는 매출액영업이익률이 높은 기업일수록 자체적으로 정상화를 추진하며 낮을수록 M&A를 추진한다는 것을 의미하는 것이다. 이와 같은 결과는 가설 2-1과 일치하는 결과이다. 그러나 부채의존도의 대리변수인 부채비율은 가설과 동일한 부호를 나타내고는 있으나 유의한 계수 값을 보이지 않고 있어 부채비율이 M&A를 결정하는 요인은 아닌 것으로 나타났다.

구조조정의 내용변수인 감자비율, 채무감면비율, 채무유예기간 모두 Logit분석의 결과 가설과 동일한 부호를 나타내고 있으나 유의한 계수 값을 보이고 있지 않아 구조조정의 내용이 M&A를 결정하는 요인이 아니라는 것을 보여주고 있다. 이와 같은 결과는 유의하지 않은 변수를 차례로 제외하고 분석한 모형2와 모형1에서도 동일한 결과를 보여주고 있다.

영업이익이 낮은 기업은 현금흐름이 작기 때문에 운영자원과 상환자원이 부족하여 중국에는 파산으로 갈 확률이 높아진다. 따라서 영업이익이 나쁜 경우 파산의 위험이 높기 때문에 경영진은 M&A를 선택할 수밖에 없을 것이다. 그러나 경영성파가 낮은 기업이 M&A되지 않고 있는 경우도 있을 수 있다. 구조조정기업 중 자체정상화를 추진하고 있는 최초표본기업 35개 중 M&A를 추진하였으나 성사되지 않은 기업은 4개 업체이다. 이 중 3개 업체는 투자계약체결이후 인수자가 인수대금을 납부하지 못하여 성사되지 않은 경우이고 1개 업체는 인수자의 입장에서 볼 때 매각제시가격이 상대적으로 비싸다고 판단되어 M&A가 성사되지 않은 기업이다. 이와 같이 자체정상화를 추진하고 있는 기업 중에는 M&A를 추진하다가 성사되지 못하여 기존의 정리계획에 따라 정상화를 추진하는 기업도 있다는 것이다. 이러한 결과는 비율은 낮지만 자체정상화를 추진하고 있는 기업이 반드시 경영성파가 좋아서 부채를 상환할 수 있는 능력이 있는 기업만 있는 것이 아니라는 것이다. 또한 자체정상화를 추진하는 기업 중에는 파산선고를 기다리고 있는 기업도 일부 있을 수 있다. 따라서 경영성파가 좋은 기업만 자체적으로 정상화를 추진한다는 주장은 무리가 있을 수 있다. 그러나 M&A를 추진하였다가 성사되지 못한 경우는 전체적으로 10%정도이며 그 중에서 인수자의 문제로 성사되지 못한 경우를 제외할 경우 순수하게 M&A가 성사되지 못한 비율은 매우 낮기 때문에 본 연구의 결과에 크게 영향을 미치지 않을 것으로 보인다.

또한 t-test 결과 M&A기업의 경영성파가 자체정상화기업보다 유의하게 낮다는 결과를 볼 때 평균적으로 M&A기업의 경영성파가 낮다는 결과를 지지하고 있다. 다만 경영성파가 낮은 기업이 M&A되지 않고 있는 이유는 선행연구결과에서도 알 수 있듯이 부실기업을 상대적으로 싼값에 인수할 때 M&A가 성공하기 때문에 경영성파가 지나치게 낮을 경우 인수자에게 유인을 제공하지 못해 이러한 현상이 나타나는 것으로 보인다.

부채비율은 Logit분석결과 M&A결정에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 거치기간 중의 부채는 금융비용이 낮기 때문에 부채비율이 높아도 상환부담이 없기 때문에 파산의 위험은 발생하지 않고 있다. 만약 상황이 도래하였을 때 부채비율이 높을 경우에는 부채비율도 M&A결정에 영향을 미칠 것이라고 생각된다. 부채비율은 비록 내용이 나쁘다고 하여도 상황이 도래하지 않을 경우 기업의 생존과는 크게 관련이 없기 때문에 경영자의 입장에서 보면 오히려 법정관리를 장기적으로 지속시키는 계기가 되어 경영권을 유지하는데 도움이 된다고 판단할 수 있다.

감자비율은 Logit분석결과 가설과 부호(-)는 같지만 유의하지 않은 것으로 나타나 감자비율변수는 M&A를 결정하는데 크게 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 감자는 대주주와 특수관계인의 지분을 소각시키고 출자전환을 가져옴으로 지분의 구성을 변경시키며 주주의 부를 채권자로 이전시키는 효과를 가져오지만 M&A를 선택하지 않은 것은 출자전환에 의하여 취득한 채권금융기관의 입장에 따라서 채권자에게 유리하게 의사결정이 바뀔 수 있기 때문인 것으로 생각된다.

채무감면비율도 Logit분석결과 가설과 부호(+)는 같지만 유의하지 않은 것으로 나타나 채무감면비율변수는 M&A를 결정하는데 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 채무감면비율로 인하여 나타나는 중요한 의미는 채권자의 부가 주주로 이전된다는 것이다. 그러나 채무감면비율이 M&A결정에 영향을 미치지 않는 것으로 나타난 것은 법정관리기업의 경우 경영진이 주주의 이해를 따라 행동하는 것이 아니라 채권자의 이해를 따라 행동하는 경우가 많기 때문에 주주에게 유리한 경우라 하더라도 M&A를 선택하지 않는 것으로 생각된다.

채무의 상환유예기간도 채무상환과 중요한 상관관계가 있으나 M&A기업이나 자체 정상화기업간에 유의한 차이가 없기 때문에 상환유예변수도 M&A선택에 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

그러나 본 Logit분석의 결과  $R^2$ 의 값이 0.162로 낮은 것을 감안하면 구조조정기업의 M&A결정요인으로는 다른 변수들이 작용하고 있음을 알 수 있다. M&A를 선택하는 것은 대단히 중요한 의사결정이기 때문에 경영자의 의지가 중요하다. 그러나 구조조정기업이 법원의 보호하에 관리인체제로 경영되고 있기 때문에 M&A가 되어 정상화될 경우 자리를 잃을 수

도 있는 위험이 존재하는 것이 그 원인일 수도 있다. 법정관리인은 구조조정을 장기적으로 유지하는 것이 자신들에게는 유리하다고 판단할 수도 있는 것이다. 따라서 관리인들이 적극적으로 M&A를 추진할 수 있도록 재판부에서 M&A준칙을 만들어 M&A를 추진하는 관리인과 임직원들에게 인센티브를 주는 제도를 도입하여 운용하고 있다.<sup>2)</sup>

【표 3-2】 Logit분석의 결과

	모형 1	모형 2	모형 3
Intercept	-1.077 (1.392)	-1.262 (0.727)	-1.304 (0.606)
LEV	0.549 (1.058)	0.490 (0.894)	0.490 (0.892)
PROFIT	-1.574** (2.094)	-1.702** (2.137)	-1.709** (2.063)
RED1		-0.305 (0.456)	-0.307 (0.459)
RED2		1.375 (0.583)	1.395 (0.572)
PERIOD			0.008 (0.036)
Log Likelihood	-19.232	-19.056	-19.055
$R^2$	0.154	0.162	0.162

\*\*\* \*\* \* : 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

LEV : 전기 부채비율(총부채/총자산)

PROFIT : 전기 매출액영업이익률(영업이익/매출액)

RED1 : 감자비율(자원로그 변환)

RED2 : 채무감면비율

PERIOD : 채무유예기간

## IV. 요약 및 결어

### 1. 연구결과의 요약

본 연구는 구조조정기업이 어떤 요인에 의하여 M&A를 선택하는지 그 결정요인에 대하여 연구하였다. 본 연구는 1998년 1월 1일부터 2003년

2) 서울지방법원 파산부는 2001년 11월 2일 개정된 회사정리실무준칙에서 관리인인 신규자본을 몰색·유입하거나 다른 우량기업과 인수·합병을 이룩함으로써 회사 회생에 현저한 기여를 한 때 관리인에 대하여 3억원의 한도 내에서 특별보수를 줄 수 있는 근거규정을 마련하여 운용하고 있다.

3월 31일까지 구조조정기업 중에서 M&A를 통하여 정상화된 기업을 대상으로 분석하였다. 구조조정기업의 M&A결정요인을 분석하기 위하여 로짓 모형(Logit Model)을 이용하여 검증하였다.

본 연구의 분석결과를 보면 다음과 같다. 구조조정기업의 M&A를 결정하는 요인에 대한 분석결과는 구조조정내용변수들은 구조조정기업의 M&A에 영향을 미치지 못하고 기업고유의 특성 중 매출액영업이익률변수만이 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 로짓모형을 이용한 분석결과, 경영성과의 대리변수인 매출액영업이익률을 제외하고는 유의한 변수가 나타나지 않고 있다. 매출액 영업이익률만이 5%의 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 보이고 있다. 이와 같은 결과는 기업이 자체적으로 회생할 수 있는 능력이 높다고 판단되는 기업은 자체적으로 정상화를 추진하고 있는 것으로 보여지며 자체적으로 회생할 수 있는 능력이 낮다고 판단되는 기업은 M&A를 선택하고 있다고 볼 수 있다.

본 연구의 연구내용과 기존의 연구와 다른 점은 다음과 같다. 첫째, 연구대상의 차이다. 기존의 연구는 사적 구조조정과 법적 구조조정의 자발적 구조조정에 관한 연구가 대부분이었으나 본 연구에서는 M&A방식에 의한 구조조정에 대하여 연구하였다는 것이다.

둘째, M&A의 결정변수를 검증하는데 기존의 연구는 주로 재무변수 또는 경영자 변수를 검증하였으나 본 연구에서는 구조조정변수를 검증하였다는 점에서 차이가 있다. 본 연구에서는 기업고유의 특성을 나타내는 재무변수 이외에도 감사비용, 채무감면비용, 채무유예기간 등의 구조조정변수들을 검증하였다.

## 2. 연구의 한계

본 연구는 채무부실기업의 구조조정수단으로서 M&A의 결정요인에 관한 연구다. M&A에 관한 선행연구는 많지만 구조조정을 목적으로 한 M&A에 대한 연구는 거의 없는 실정으로 국내에서는 처음으로 시도되는 분야로 보인다.

현실적으로 구조조정 M&A의 사례가 많지 않기 때문에 표본의 수가 절대적으로 작은 형편이다. 또한 구조조정 M&A의 결정요인을 연구하기 위

해서는 정리계획안을 조사하여야 하지만 정리계획안을 수집하지 못하여 표본에서 제외된 경우가 많았다. 정리계획안은 법원, 주채권 금융기관, 당해 기업을 통하여 수집하였으나 시간의 경과, 담당자의 변경 등의 사정으로 자료획득에 한계가 있었다. 따라서 자료의 한계로 인하여 충분한 연구가 이루어지지 못한 부분이 있다고 본다.

향후 이러한 제약요건이 완화될 경우 본 연구에서 수행하지 못했던 부분에 대한 추가적인 연구가 반드시 필요할 것으로 보인다. 본 연구를 바탕으로 추가적인 분석을 해 볼 연구과제는 다음과 같다. 첫째, 합병의 결정요인을 분석하는 데 있어 인수프리미엄을 설명변수로 도입하여 연구할 필요가 있다고 생각한다. 둘째, 합병에 성공한 기업과 실패한 기업을 대상으로 요인들을 비교하여 분석하는 것도 유익한 연구과제가 될 것으로 보인다.

#### ◆ 참고문헌 ◆

- 김석진·김정우 (2000), "회사재건 제 수단의 평가." 『재무연구』, 13(1), pp.1-25.
- 김인호 (1992), 『경영학 연구방법론』. 서울: 창지사.
- 김희석 (1990), "기업합병 및 인수가 주주 부에 미치는 영향." 박사학위논문, 서울대학교, 서울.
- 선우석호 (2000), "구조조정방식의 선택과 경제효과." 『한국재무학회 추계학술연구 발표논문집(II)』, pp.63-83.
- 이명철·이기환·박주철 (2000), "워크아웃 기업의 주가반응에 관한 실증적 분석." 『증권학회지』, 26, pp.143-181.
- 이상우·최기호 (2002), "구조조정기업의 주가반응에 대한 연구: 화의와 회사정리를 중심으로." 『경영학연구』, 31(3), pp.723-749.
- Brealey, R.A. and Myers, S.C. (1988), *Principles of corporate finance*(3rd ed.). New York: McGraw-Hill.
- Chen, Y., Weston, J.F. and Altman, E.I. (1995), "Financial distress and restructuring model." *Financial Management*, Vol. 24, pp.57-75.
- Clark, K. and Ofek, E. (1994), "Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation." *Journal of*

- Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 29, pp.541-565.
- Franks, J. and Torous, W. (1989), "An empirical investigation of United States firms in reorganization." *Journal of Finance*, Vol. 44, pp.747-769.
- 
- \_\_\_\_\_ (1994), "A comparison of financial recontracting in distressed exchange chapter 11 reorganizations." *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, pp.349-370.
- Gertner, R. and Scharfstein, D. (1991), "A theory of workouts and the effects of reorganization law." *Journal of Finance*, Vol. 46, pp.1189-1222.
- Gilson, S.G., John, K. and Lang, L. (1990), "Troubled debt restructuring: An empirical study of private reorganization of firms in default." *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp.315-353.
- Hotchkiss, E.S. and Mooradian, R.M. (1997), "Vulture investors and the market for control of distressed firms." *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp.401-432.
- Lang, L., Stulz, R. and Walking, R. (1989), "Managerial performance, Tobin's q and the gains from successful tender offers." *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 1, pp.137-154.
- Lewellen, W.G. (1971), "A pure financial rationale for the conglomerate merger." *Journal of Finance*, Vol. 26, No. 2, pp.521-537.
- Weiss, L. (1990), "Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims." *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp.285-314.

## M&A Determinants of Financially Distressed Firms

Ki Woong Cheong · Youn Hwan Park

### Abstract

This paper examines what determinants of M&A for reforming firms are. According to the empirical results, variables related to restructuring contents do not influence M&A. And only one variable out of firm-specific variables, "operating profit to sales ratio" influences M&A. Logit analysis result shows that except operating profit to sales ratio as a managerial performance proxy variable, any other variables are not significant. Only operating profit to sales ratio variable is significantly negative at a 5% level.

The findings above indicate that we need to revitalize M&A to restructure financially distressed firms and to improve institutions of legal management continuously.

**KRF Classification: B030603**

**Key Words: restructuring firms, M&A motives, M&A determinants**