

패스트트랙 기업회생절차가 법정관리 기업의 이자보상비율에 미친 영향

최영준*

이 연구내용은 집필자 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다.
따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시
명시하여 주시기 바랍니다.

* 경제연구원 미시제도연구실 연구위원(전화: 02-759-5366, e-mail: yjchoi70@bok.or.kr)

본 연구과정에서 유익한 논평을 주신 한국은행 경제연구원 이재량 부원장, 연구심의위원회 위원(강환구 미시제도연구실장, 국제경제연구실 임현준 박사, 금융안정국 금융안정연구팀 이승환 팀장)께 감사의 말씀을 전한다. 아울러 자료 분석에 도움을 준 이원근 연구원에게도 감사를 표한다. 본 논문에 혹시 남아 있을 수 있는 오류는 저자의 책임임을 밝힌다.

차 례

I. 머리말	1
II. 기존 연구 및 기업구조조정 주체 평가	1
III. 실증분석	8
IV. 요약 및 시사점	21
<참고문헌>	22

패스트트랙 기업회생절차가 법정관리 기업의 이자보상비율에 미친 영향

최근 부실기업 처리과정에서 워크아웃 제도의 한계가 노정되면서 시장주도적 기업 구조조정 기반 마련의 필요성이 강조되는 가운데 부실기업 구조조정에 대한 법원의 역할도 강화되고 있다. 법원에서는 신속한 회생절차 진행을 위해 패스트트랙(Fast-Track) 기업회생제도를 도입하는 한편 최근에는 워크아웃과 법정관리의 장점을 결합한 회생전문법원(서울회생법원)도 설립하였다.

이러한 배경 하에 본고에서는 기업회생에서 자산가치 하락 등 영업기반 붕괴 때문에 신속한 회생절차 진행이 매우 중요하다는 점을 감안하여 신속한 부실기업 처리를 위해 도입된 패스트트랙 기업회생제도의 효과를 평가해 보고자 한다. 분석방법으로는 정책실시 전·후 효과를 비교·분석할 수 있는 계량적 기법인 이중차분(Differences-in-Differences) 모형을 사용하였다.

분석결과 동 제도가 법정관리 기업의 회생척도로 간주되는 이자보상비율 개선에 미친 효과는 긍정적으로 나타났으나 통계적인 유의성은 떨어지는 것으로 나타났다. 이는 법정관리 시작 전후 기업의 영업기반이 훼손된 데다 법정관리 종료 이후에도 과거 법정관리 기업이었다는 낙인효과(bankruptcy stigma) 등으로 동 제도의 효과가 제한된 데 기인한 것으로 보인다. 이러한 결과는 기업규모 및 주요 업종별로 구분하여 추정해 보아도 동일하게 나타났다.

한편 최근 정부에서 구조조정을 추진하고 있는 철강, 화학 및 조선업에 대한 패스트트랙 기업회생절차 제도의 효과를 분석해 본 결과 화학업을 제외한 여타 업종에 대해서는 통계적인 유의성이 떨어졌다. 화학업은 국내 기업의 높은 경쟁력에 힘입어 패스트트랙 제도를 통해 회생정도를 높일 수 있었으나 철강, 조선업은 중소기업을 중심으로 한 산업 경쟁력 약화로 패스트트랙 제도의 효과가 제한된 것으로 해석된다.

이러한 분석결과는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째 기업회생에 대한 패스트트랙 기업회생제도의 효과를 제고하기 위해서는 법정관리 기업에 대한 낙인효과 등에 기인한 신용등급 하락, 높은 위험 프리미엄 부담 등 불이익을 줄이기 위한 제도적인 노력이 요구된다. 다음으로 철강, 조선업에 대한 실증분석 결과에서와 같이 산업 경쟁력이 약화되어 있을 경우 동 제도의 효과가 제한될 수 있으므로 사업재편 등 구조조정 노력도 필요할 것으로 생각된다. 이러한 점들이 개선될 경우 패스트트랙 기업회생제도의 효과가 점진적으로 나타나 동 제도가 성공적으로 정착하는 데 큰 도움이 될 것으로 보인다.

핵심 주제어: 기업 구조조정, 패스트트랙 제도, 이중차분 모형

JEL classification: G30, G34, G38

I. 머리말

최근 STX 조선해양, 한진해운 등 대기업 구조조정 과정에서 한국 기업구조조정의 양대축이라고 할 수 있는 채권단에 의한 워크아웃과 법원에 의한 법정관리가 엇박자를 일으키는 모습을 보였다. 서울중앙지방법원에서는 STX조선해양기업 법정관리(2016.5.27) 신청 이후 회생절차 개시결정(2016.8.1)을 내리면서 채권단이 신속히 회생결정(D등급)을 하였다면 동 기업의 회생가능성이 높아졌을 것이라고 지적한 바 있다. 한편 한진해운의 법정관리 결정에서도 정부와 채권단은 부실기업에 대한 지원은 구조조정 원칙에 어긋난다는 취지로 지원을 거부하였으나 법원은 이례적으로 사안의 중대성을 감안하여 한진해운의 법정관리 신청(2016.8.31) 하루 뒤인 2016.9.1일 회생개시 결정을 내렸으며 한진해운의 청산을 막기 위해 자산매각¹⁾에도 적극적인 모습을 보였다. 그러나 대우조선해양의 구조조정 과정에서는 분식회계 사건 등에 따른 대규모 손실에도 불구하고 법정관리로 갈 경우 건조중인 선박의 인도차질 등을 이유로 국책은행을 통해 자금지원을 이어가고 있는 중이다.

이러한 과정에서 시장주도적 기업구조조정 기반 마련의 필요성이 강조²⁾되는 가운데 부실기업 구조조정에 대한 법원의 역할도 강화되는 모습이다. 법원에서는 신속한 회생절차 진행을 위해 패스트트랙(Fast-Track) 기업회생제도³⁾를 도입(2011.4월)하는 한편 최근에는 워크아웃과 법정관리의 장점을 결합한 회생전문법원도 설립(2017.3월)⁴⁾하였다. 이는 기업회생과정에서 자산가치 하락, 거래관계 단절 등 영업기반 붕괴가 불가피함에 따라 신속한 회생절차 진행이 매우 중요한 데 따른 것이라고 볼 수 있다. 이에 본 연구에서는 신속한 기업회생절차 진행이 중요하다는 점을 감안하여 패스트트랙 기업회생제도⁵⁾ 도입의 효과를 평가하고자 한다. 이를 위해 정책도입의 효과를 평가할 수 있는 이중차분(Differences-in-Differences, DiD) 모형을 사용하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장은 기존 연구 및 구조조정 주체를 평가하였으며 3장에서는 DiD 모형의 방법론을 살펴보고 실증분석을 실시하였다. 마지막 장에서는 요약 및 시사점을 제시하였다.

II. 기존 연구 및 기업구조조정 주체 평가

1. 기존 연구

기업구조조정에 대한 기존연구를 살펴보면 각국의 경제상황에 따라 성과가 상이한 것으로 보인다. 먼저 미국의 경우 시장원리에 의한 기업인수 등을 통한 구조조정은 긍정적인 성과를 보인 것으로 나타났다으나 한국과 일본의 경우 채권은행을 통한 구조조정은 단기적으로는 경기에 부정적이나 장기적으로

1) 한진해운의 법정관리 이후 서울중앙지법은 2016.11.14일 한진해운의 미주노선과 미국 로스앤젤레스의 롱비치터미널 지분 인수 우선 대상으로 삼라마이더스(SM) 그룹을 선정하였다.

2) 금융위급감원(2017)은 채권은행의 신용위험 평가를 통해 워크아웃(C등급) 기업과 법원회생(D등급) 기업이 결정되는 현 기업구조조정 체계가 문제가 있다고 보고 지금까지 정성적 판단에 주로 의존하던 채권금융기관의 신용위험 평가를 객관적 근거를 통해 실시하도록 하는 한편 장기적으로 PEF(Private Equity Fund) 등 자본시장 참여자가 기업구조조정의 주도적 역할을 수행할 수 있는 기반을 강화하겠다는 「新 기업구조조정 방안」을 발표(2017.4.13)하였다.

3) 회생개시 결정일로부터 회생계획 인가일까지의 기간을 6개월 이하로 단축

4) 금융위는 서울회생법원 설립을 계기로 채권단이 신규자금지원 계획을 포함한 사전계획안을 법원에 제출하고 법원이 이를 인가하면 법원 협의하에 채권단 주도의 워크아웃 등으로 전환하는 Pre-Packaged Plan을 활성화할 계획이다.

5) 이는 회생채권 및 회생담보권 총액이 30억원 이하인 채무를 부담하는 법인 및 개인을 대상으로 시행된 간이회생절차(2015.7.1일 시행, 통합도산법 개정)와는 다르다. 동 절차는 간이조사위원이 조사를 간결하게 하고 회생계획안 가결 요건을 완화한 것이다. 반면 패스트트랙 제도는 회생절차 진행기간을 단축하기 위한 법원의 실무운용방안이다. 구체적으로 패스트트랙 제도는 채무자만 참석한 상태에서 법원의 직권조사로만 이루어지던 ‘채무자 심문기일’ 대신에 주요 채권자가 참석한 상태에서 관리인 선임, 회생계획안 작성 등을 논의하기 위한 ‘이해관계인 심문기일’을 실시한다. 또한 2008년 금융위기 당시 중소기업의 급격한 유동성 위축을 완화하기 위해 도입된 ‘중기지원 패스트트랙 프로그램’과도 구별된다. 이 프로그램은 금융기관의 신용위험평가에서 일시적으로 유동성 위기를 겪는 B등급 중소기업이 대상이다.

거시지표를 개선시키는 것으로 조사되었다.

금융시장을 통한 구조조정이 활발한 미국의 경우 MBO(Management Buyout) 및 LBO(Leveraged Buyout) 등의 효과가 긍정적이라는 분석결과가 제시되었다. 전자는 부실기업 전체 또는 일부를 경영인이나 근로자가 매입하여 운영하는 것을 말하며 후자는 부실기업 전체 또는 일부자산을 자금을 차입하여 매입하는 것을 의미한다. Smart and Waldfogel(1994)은 미국 MBO 기업의 경영성과를 MBO 전후로 비교분석하고 MBO가 이루어지지 않았을 때 예상되는 가상의 기업 성과와 실제 성과간의 차이를 비교하여 MBO가 기업 성과를 개선시키는 데 기여하였다는 결론을 도출하였다. Bruton, Keels and Scifres(2002)는 실제 데이터를 사용하여 LBO 등을 통해 경영자의 기업소유지분이 높아지면 경영성과가 좋게 나타난다는 대리인이론(agency theory)의 타당성을 입증하였다. 즉 LBO 기업의 성과를 해당 기업이 LBO 전에 보인 성과, 동종업계 평균 성과, 해당 회사와 유사하나 LBO를 하지 않은 기업의 성과 등과 비교한 결과 대리인 이론의 예측과 부합하는 결과를 얻었다.

채권은행이 중요한 역할을 하는 한국과 일본을 대상으로 분석한 연구를 보면 구조조정은 대체로 해당 기업의 경영성과를 높이고 장기적으로 거시지표를 개선시키나, 단기적으로는 경기에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. Kang and Shivdasani(1997)는 일본의 구조조정 기업과 일반기업간 영업이익률 변동을 비교한 결과 자산축소와 고용조정을 수행한 기업이 일반기업에 비해 나은 성과를 보였다고 평가하였다. 김준경(2004)은 외환위기 이후 구조조정 방식(회사정리, 화의, 워크아웃)별로 성과(영업이익률, 이자보상비율, ROA 등) 지표를 비교분석한 후 대체로 구조조정의 성과가 높았으나 워크아웃의 경우 법적 강제력이 없어 채무상환능력의 개선 등의 면에서 미흡하였다고 하였다. 최용석(2004)은 부실기업 중 M&A 대상이 된 기업들의 경영성과를 M&A 전후로 하여 비교분석하고 M&A가 대상기업의 매출 및 수익성을 개선시키고 부도확률을 낮춘 것으로 분석하였다. 이병기(2011)는 1995~2009년 기업별 미시자료를 사용하여 실증분석한 결과 산업내 부실 중소기업의 비중 상승은 정상 중소기업의 투자와 고용을 감소시킴을 보인 바 있다. Kim(2004)과 이은석(2011)은 각각 일본과 한국에서 생산성이 낮은 기업의 노동과 자본이 생산성이 높은 기업으로 이전될 때 경제전체의 생산량과 고용량을 모의 분석한 후, 단기에는 생산량과 고용량이 악화되나 장기적으로 개선되는 효과가 있다고 하였다.

한편 법원에 의한 구조조정의 성과에 대한 연구를 보면 위기 시에는 폭증하는 기업도산으로 인해 법원에 의한 구조조정이 비효율적이지만 자본시장이 잘 발달된 미국과 같은 나라에서는 평상시에 법원에 의한 구조조정이 더 나은 것으로 분석하였다. 먼저 World Bank(1999)에 의하면 위기상황시 기업구조조정 실행의 80% 이상이 법원의 공적 절차가 아닌 이해당사자간 사적인 협약을 통해 진행된다고 한다. 이는 단기간에 부실기업의 수가 폭증함에 따라 부실기업이 공식적인 도산절차에 의존할 수 없는 데 기인한 것으로 보인다. 다음으로 Gilson(1997)은 미국을 대상으로 평상시의 구조조정에 의한 거래비용의 크기를 비교해 본 결과 사적 구조조정의 거래비용이 법원에 의한 구조조정에 비해 더 큰 것으로 보고하였다. 한편 우리나라의 경우 문호준(2013)은 정부나 채권금융기관 협의회가 주도하는 임시방편적인 구조조정보다는 정식절차를 거쳐 도산기업을 처리함이 바람직하다고 하였다. 또한 오수근(2008)은 주요기업의 사활을 경제관료들이 결정하는 것보다 법치주의에 의한 구조조정이 더 효율적이라고 하였다. 이는 기촉법에 의한 워크아웃보다는 법원을 통해 도산기업을 처리하는 것이 타당함을 주장하는 것이다.

최근 Shin(2017)은 한국의 부진한 기업구조조정으로 국내 한계기업들의 취약성이 증가하고 있다고 지적하고 M&A 등 자본시장을 통한 구조조정과 기업구조조정촉진법(2016.3월 시행)을 통한 은행과 기업의 유대강화를 통해 기업구조조정을 추진해야 한다고 분석하였다. 그러나 Shin(2017)의 논의는 최근 금융위·금감원(2017)에서 기존 채권단 위주의 구조조정 체계를 회생전문법원(Pre-packaged Plan) 및 자본시장을 통한 기업구조조정 체계로 다양화한다는 방침과는 다소 상이한 측면이 있다.

2. 기업구조조정 주체 평가

여기서는 기업구조조정 주체라고 할 수 있는 정부, 워크아웃, 법정관리 및 자본시장 등 4개 부문의 성과를 평가한 후 본격적인 계량분석 이전에 법원에 의한 기업구조조정의 효과가 실제로 있는지를 자료 분석을 통해 개략적으로 살펴보고자 한다.

가. 정부

글로벌 금융위기 이후 금융위(2012)는 기업구조조정은 M&A 등을 통해 시장에 의해 추진되는 것이 원칙이며 채권단(기업구조조정 촉진법) 또는 법원(통합도산법) 주도의 구조조정이 이를 보완하는 것이 바람직하다고 밝힌 바 있다. 또한 간접적으로 정부는 기업구조조정 제도 개선에 주력한다는 입장을 피력하였다.

그러나 최근 STX 조선해양, 대우조선해양 및 한진해운 등에 대한 구조조정과정에서 정부는 제도개선보다는 기업구조조정에 직접 개입하는 모습을 보였다. STX조선해양은 2013년 자율협약 이후 국책은행 등을 통해 신규자금지원만 4조5천억원이 투입되고 38개월간 구조조정을 하였으나 결국 2016.5.25일 법정관리가 결정되었다. 대우조선해양은 2013년 및 2014년 분식회계 사건⁶⁾ 등으로 2015.6월 3조원대의 손실을 발표하였으나 법정관리를 할 경우 더 큰 손해가 예상⁷⁾되어 특수은행을 중심으로 2015년까지 6조5천억원이 투입되었다. 한편 2017년 4월 대우조선해양의 만기 도래 회사채 상환이 불투명해지면서 대주주인 산업은행은 대우조선해양의 채무재조정을 위해 적극적인 모습을 보였다. 대우조선해양 사채를 가장 많이 보유하고 있는 국민연금공단은 산업은행의 채무재조정안을 처음에는 거부하였으나 산업은행과의 협상이 진행되면서 2017.4.17일 채무재조정안을 전격 수용하였다. 이에 따라 대우조선해양에 대한 2조9천억원의 신규자금이 다시 산업은행 및 수출입은행과 같은 국책은행을 통해 지원되게 되었다. 반면 한진해운은 2016.5월 자율협약에 들어간 후 유동성 위기를 넘기기 위해 2017년말까지 필요한 자금 1조 3000억원중 부족한 자금 8000억원을 채권단이 맡아 줄 것을 요청했지만 정부 및 채권단은 한진해운의 자구안이 부실하고 부실기업에 대한 지원은 구조조정 대원칙에 위배된다는 취지로 법정관리행이 결정되었다.⁸⁾

이러한 정부의 직접 개입문제는 최근 일본이 OECD에 잇따라 한국 정부의 조선 및 해운업 부문에 대한 지원이 통상협정에 위반된다고 문제를 제기(2016.5월, 12월)한 데서도 잘 나타난다. 일본의 국토교통성은 2016.5월 제122차 OECD 조선전문위원 회의에서 금융 공공기관의 대우조선해양에 대한 지원이 시장 원리에 바탕을 둔 판단인지를 제기하였으며 2016.12월에도 한국 정부의 대우조선해양 등에 대한 불공정 지원이 조선산업 시장을 왜곡시키고 있다고 지적하고 이의 시정을 요구하였다. 일본의 국토교통성은 글로벌 조선업 공급과잉 문제에 대한 정부의 역할은 설비 축소 지원과 고용문제에 한정되어야 하며 부실채권 매입 등 재정적 도움은 금지되어야 한다고 주장한 바 있다.

이와 관련하여 최근 구조조정 정책은 과거와 같은 민간 혹은 정부주도의 양극단이 아닌 ‘영리한 중간정도의 정책’(intelligent intermediate stand)이 되어야 한다고 지적되고 있다(Rodrik 2004). 즉 시장의 힘과 민간의 기업가 정신이 주도적 역할을 하되 정부는 과거와 같은 재산권 보호, 계약 이행 강제

6) 대우조선해양의 회계감사를 맡은 안진회계법인은 2013회계연도 외부감사시 대우조선이 실행예산(총공사 예정 원가)을 감축해 매출을 확대하는 것을 목인하였으며 2014년에도 대우조선의 이중장부를 파악하고도 적정 감사의견을 낸 바 있다.

7) 2015년 대우조선해양에 대한 정부의 지원 결정이 없었다면 일부 선주들이 선수금 환급을 요구(RG폴)할 수 있어 오히려 국책은행 등 채권단이 더 큰 피해를 볼 수 있었던 상황이었다(문화일보, 2016.12.2일자 16면).

8) 한진해운은 2016.8.31일 법정관리를 신청하였으며 동년 12.13일 삼일회계법인이 법원앞 청산의견 조사자료를 제출하였다. 이후 서울중앙지법은 2017.2.2일 한진해운의 회생절차를 폐지하기로 결정하고 동월 17일 파산 선고를 내렸다.

를 넘어서 전략적인 조정 역할(coordinating role)을 수행해야 한다는 것이다. 이러한 정부의 역할은 2008년 영국의 산업 정책(industrial activism)에서도 일부 나타나고 있다(HM Government 2009).⁹⁾

최근의 기업구조조정에 대한 정부의 역할에 대한 논의에 비추어 우리나라 정부의 구조조정 정책은 적극적인 개입보다는 전략적인 조정 기능에 국한되는 것이 바람직하다고 볼 수 있다. 일본의 대우조선해양 지원에 대한 OECD앞 문제제기도 정부는 시장 감독 기능만을 수행하고 구체적인 구조조정에 대한 의사결정은 금융기관 등 시장자율에 맡겨 두어야 함을 시사한다. 이는 정부의 기업구조조정에 대한 사후적, 적극적 개입은 제약될 수밖에 없음을 의미한다.

나. 워크아웃

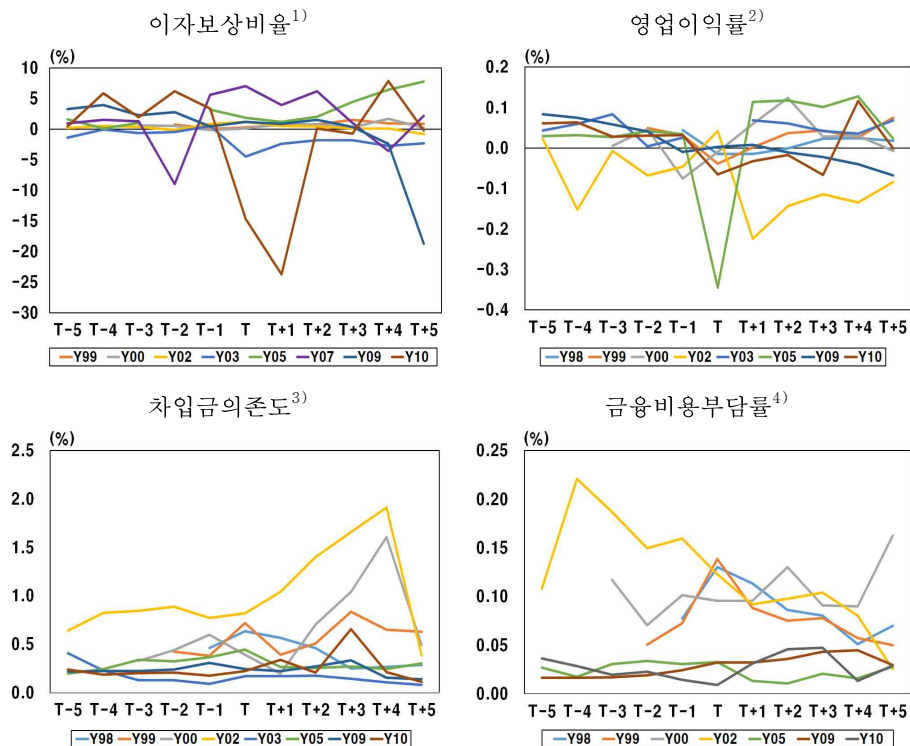
워크아웃은 통합도산법 시행(2006.4월) 전인 외환위기 당시 법원을 통한 구조조정 절차(회사정리 및 화의)에 문제가 있고 일시적인 자금난으로 어려운 기업에 대한 자금의 지원 방안이 부족하다는 인식 하에 1998.6월 제도화되었다.¹⁰⁾ 화의법(1962.1.20 제정, 2006.4.1 폐지)에 의한 화의 절차는 기존 경영주의 경영권이 유지가능하여 외환위기 당시인 1996~97년 이용실적이 급격히 증가하였으나 동 제도가 경영권 유지를 위한 편법으로 사용됨에 따라 대기업은 화의제도를 이용할 수 없도록 화의법이 개정(1998.2.24)되었다. 회사정리법(1962.12.12 제정, 2006.4.1 폐지)에 의한 회사정리는 법원이 기업주의 경영권을 박탈하고 법원이 선임한 제3자 관리인에게 기업 경영권을 부여하는 것을 원칙으로 하여 이른바 법정관리라고 지칭되었으며 이에 따라 기업주는 경영권 보호를 위해 회사정리제도 이용을 기피하였다.

채권금융기관이 주도하는 ‘기업구조조정 촉진법’상의 워크아웃은 미국 도산법 제11장 기존 경영자 관리인(DIP, Debtor in Possession) 제도에 기초한 기업재건절차(business reorganization)가 법원 외부에서 실행되는 방식으로 볼 수 있다(정준영 2012). 즉 채권금융기관협의회의 감독하에 채무자회사에 대한 채권자들의 신규자금공여(DIP financing)를 통해 회생을 적극적으로 지원하는 한편 기존 경영자로 하여금 사업을 계속하게 하면서 채권금융기관에 대한 채무만 감면, 출자전환, 기한연장 등의 방식을 통해 신속하게 조정하는 방법이다. 동 제도는 법원에 의한 법정관리 절차를 밟지 않고도 일시적인 자금난으로 어려운 기업에 대하여 채권 재조정 또는 신규 신용공여를 통하여 경영정상화를 꾀할 수 있다는 점이 가장 큰 장점이다. 한편 2006년 통합도산법 제정 이후에도 한시적으로 워크아웃을 계속 유지하고 있는 가장 큰 이유는 법원으로 갈 경우 기업 부실의 기정사실화로 정상적인 경영이 어려워짐에 따라 신속, 원활한 기업구조조정 진행을 통한 기업회생이 어려워지기 때문이다.

그러나 워크아웃 제도의 도입 의도와는 다르게 워크아웃 기업의 주요 경영지표를 보면 재무적 지원 노력에도 불구하고 일부 연도를 제외하고 워크아웃 개시 전후로 뚜렷한 개선 추이를 볼 수 없다(<그림 1> 참조). 이 같은 현상은 회사의 자금차입 구조가 회사채와 기업어음(CP) 위주로 재편되면서 채권은행의 역할이 축소되고 채권은행간의 이견 발생으로 추가대출이 힘들어진 데 기인한 것으로 추정된다.

9) 사양산업 지원은 금지되며 신홍부문(신기술, 지식집약적 서비스, 녹색산업)에서 새로운 사업 기회를 촉진시킨다. 또한 소규모 혁신적 기업이 성장하도록 지원하는 조건을 창출하는 한편 기존산업의 구조조정과 채권을 지원하고 가치사슬을 유지하고 발전시키는 것을 지원한다.
10) 외환위기가 발생한 1998.6월 210개의 금융기관들이 체결한 ‘기업구조조정 촉진을 위한 금융기관 협약’(워크아웃 협약)의 법적인 구속력을 확보하기 위하여 지난 2001년 처음으로 제정된 한시법이었으나 이후 종료일을 연장해가며 다섯 번째로 제정(2016.3.18, 2016.3~2018.6월)되었다.

<그림 1> 워크아웃 개시 전후 주요 경영지표의 변화



주 : 1) 이자보상비율=(영업이익/이자비용)×100, 2) 영업이익률=(영업이익/총자산)×100
 3) 차입금의존도=(차입금/총자산)×100, 4) 금융비용부담률=(이자비용/총매출)×100
 5) Y00은 00년도에 워크아웃을 시작했음을 의미

다. 법정관리

법원에 의한 구조조정이 본격화된 것은 1997년 외환위기 이후 대규모 기업 부도 사태가 벌어지면서 IMF가 선진화된 기업퇴출 제도 정비를 요구하면서 비롯되었다. 정부는 IMF의 요구를 받아들여 1998.2월 파산법, 화의법 및 회사정리법 개정 이후 수차례 관련법을 개정하다가 2005.3월에 통합도산법을 제정(2006.4월 시행)하면서 파산법, 화의법, 회사정리법, 개인채무자회생법은 모두 폐지되었다. 이에 따라 통합도산법(2006.4.1 시행)상의 기업회생절차가 기업구조조정의 한 방법으로 활용되게 되었다.

채무자회생법은 재정적 파탄이 재산유용이나 은닉, 중대한 부실경영에 기인한 것이 아니라면 원칙적으로 기존 경영자가 경영권을 유지하도록 하는 기존 경영자¹¹⁾ 관리인 제도(DIP 제도)를 채택한다. 동시에 채권자협의회의 권한과 기능을 강화하여 기존 경영자 관리인에 대한 감독자 역할을 수행하도록 하였다.

통합도산법에 의하면 법원은 채권금융단의 신용평가 결과 법정관리행이 결정된 기업의 채권과 채무를 동결한 후 회생절차를 시작하고 잔존가치가 회생가치를 하회할 때 청산하게 된다. 이러한 통합도산법은 회생절차 종료까지의 시간이 오래 걸리는 데다 채권금융기관들로 하여금 회생절차에 들어간 기업의 채권에 대해 대손충당금을 쌓도록 하여 채권금융기관의 회생절차 참여를 꺼리게끔 만들었다는 단점이 있다.

이러한 점을 개선하기 위해 법원에서는 신속하게 회생절차를 진행하는 패스트트랙(fast track) 기업 회생절차(2011.4월)를 실시하고 있고 2016년 통합도산법을 개정하여 채권자의 권한을 강화하였다. 패

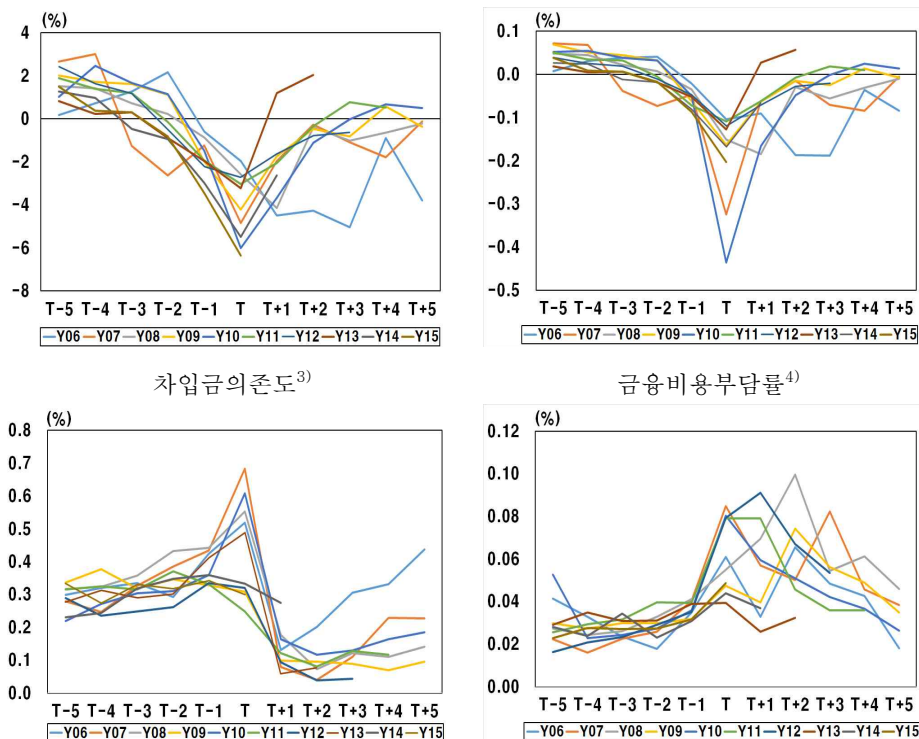
11) 여기서 기존 경영인은 실제 경영인(management)을 지칭하고 대주주 또는 기업주(owner)를 의미하는 것은 아니다.

스트트랙 기업회생절차는 채권자들간의 사전 협상이 가능한 기업에 대해서는 현행법상 사전계획안제도를 활용하고 워크아웃과 회생절차를 접목하여 금융기관 등 주요 채권자 주도로 최대한 빨리(6개월 이내) 기업구조조정을 마무리하여 시장으로 복귀시키는 방안이다(유해용 2011). 여기서 6개월은 법원의 회생개시결정 이후 회생계획인가까지의 기간을 의미한다. 기업회생절차는 회생계획인가에 의해 실질적으로 종료된다고 파악할 필요가 있기 때문이다(정준영 2012). 회생계획은 회생기업의 구조조정, 채무재조정 등 모든 문제를 포괄하는 종합적인 계획이고 종전 채권자들과의 신규 계약인데 이러한 회생계획은 인가결정이 있는 때부터 즉시 효력이 발생한다. 또한 통합도산법 제283조에 의하면 회생계획이 인가되고 회생계획에 따른 변제가 시작되면 회생계획수행에 지장이 있다고 인정되지 않는 한 법원은 회생절차를 종결해야 한다고 되어 있다. 이러한 신속한 결정은 회생절차에 들어간 기업의 가치가 녹고 있는 얼음처럼 신용이 급락하고 영업기반이 붕괴되는 것을 방지하기 위함이다. 미국에서도 기업재건절차 초기에 연방도산법 제363조에 의해 채권자들이 채무자회사의 중요자산을 즉각 매각하여 신속한 기업구조조정을 진행하도록 하는 사례가 증가하고 있다.

한편 채권금융기관이 회생절차에 적극적으로 참여하도록 만들기 위해 회생절차 기업에 대한 신규자금 지원(DIP financing)을 한 채권자의 권한을 강화하였다. 2016.12월 국회에서 통과된 통합도산법의 개정안에 의하면 신규자금 대여 채권자에게 회생절차의 주요사항에 대한 의견제시권한을 부여하고 동채권자가 관리인에게 자료를 요청할 수 있는 권한 등을 부여하였다.

법정관리 기업의 주요 경영지표를 보면 법정관리 개시 전 악화되다가 개시 후에는 뚜렷이 개선되는 모습을 보였다. 다만 개시 후 5년까지의 추세는 개시 전과 비슷하였다(<그림 2> 참조). 이러한 지표 개선은 통합도산법이 기존 도산법과는 달리 기업 회생을 위해 기존 경영인 관리 제도(DIP), 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 등과 같은 제도 개선을 한 데 기인한 것으로 추정된다.

〈그림 2〉 법정관리 개시 전후 주요 경영지표의 변화
이자보상비율¹⁾ 영업이익률²⁾

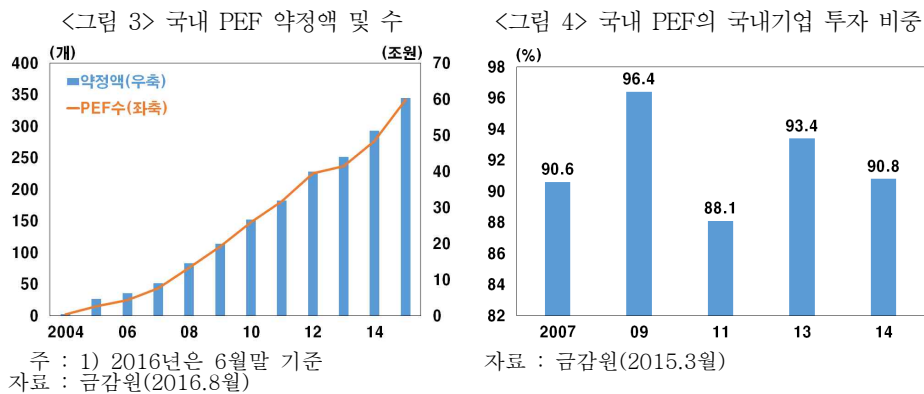


주 : 1) 이자보상비율=(영업이익/이자비용)×100, 2) 영업이익률=(영업이익/총자산)×100
3) 차입금의존도=(차입금/총자산)×100, 4) 금융비용부담률=(이자비용/총매출)×100
5) Y00은 00년도에 법정관리가 개시되었음을 의미

라. 자본시장

지난 10년간 PEF가 전략적 투자자로서 투자회사의 경영에 직접 참여한 투자비중은 총 690개사중 25.7%에 불과하다(금감원 2015). 또한 이러한 전략적 투자는 주로 기업구조조정 촉진을 위해 도입된 경영참여형 사모집합투자기구(Private Equity Fund)¹²⁾로, 제도 도입 이후 그 양적규모가 크게 증가하였다. 실제로 2016.6월말 현재 PEF는 총 342개, 약정액 60.3조원(이행액 41.2조원)으로 도입시(2004.12월) 각각 2개, 0.4조원(0.3조원)에 비해 크게 늘어났다(<그림 3> 참조).¹³⁾

그러나 국내 대부분 운용자(General Partner)의 경우 국내기업 투자에 편중되어 있는 데다 전략적 투자보다는 재무적 투자에 집중하는 등 여전히 기업구조조정의 주체로서의 역할을 하기에는 부족한 상황이다(<그림 4> 참조).¹⁴⁾ 이는 PEF가 주로 대기업 구조조정을 지원하는 역할을 하고 있다는 데서도 확인할 수 있다(<표 1> 참조).



<표 1> PEF의 대기업 그룹 구조조정 지원 사례

대기업	사례
두산	<ul style="list-style-type: none"> 2008년 두산테크팩 지분 100%를 MBK파트너스에 약 4천억원에 매각 2009년 두산DST, 한국우주항공산업 지분, SRS코리아, 삼화왕관 사업부문 49%를 미래에셋-IMM PE에 7,808억원에 매각 2011년 IMM, 미래에셋, 하나대투 PE에 두산인프라코어 중국법인(DICC) 지분 20%를 3,800억원에 매각 2012년 버거킹을 보고펀드에 1,100억원에 매각
금호	<ul style="list-style-type: none"> 2010년 금호생명을 산은 PE-칸서스자산운용에 6,500억원에 매각 2011년 대우건설을 산은PE에 3조 3천억원에 매각 2011년 금호고속(100%), 서울고속버스터미널(38.7%), 대우건설(12.4%)을 IBK증권 PE-케이스톤에 9,500억원에 매각
현대	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 현대로지스틱스를 오릭스PE에 6,000억원에 매각 2014년 현대상선 LNG선 사업부를 IMM PE에 5,000억원에 매각
동부	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 동부익스프레스를 KTB PE와 큐캐피탈에 3,100억원에 매각
한진	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 한진해운 화물전용선 사업부문을 약 6,000억원에 매각
웅진	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 웅진코웨이를 MBK파트너스에 1조 2,000억원에 매각 2014년 웅진식품을 안앤컴퍼니 PEF가 1,150억원에 유상증자 방식으로 인수
동양	<ul style="list-style-type: none"> 2014년 동양매직을 엔에이치글랜우드 PEF에 2,800억원에 매각
STX	<ul style="list-style-type: none"> 2015년 법정관리 중인 팬오션을 하림-JKL 컨소시엄에 1조 500억원에 매각

자료 : 박용린(2016)

12) 2004.12월 사모투자전문회사(Private Equity Fund)가 도입되었으며 2015.10.25일 사모펀드 제도개편으로 PEF(Private Equity Fund)의 정식 명칭이 '사모투자전문회사'에서 '경영참여형 사모집합투자기구'로 변경되었다.

13) 운용자(무한책임사원, General Partner) 요구시 투자자(유한책임사원, Limited Partner)가 PEF에 출자하기로 약정한 금액을 약정액이라고 하며 실제 출자한 금액은 이행액이라고 한다.

14) 국내 PEF는 해외 PEF들이 일반적으로 취하고 있는 합자회사(Limited Partnership) 형태로 설립되며 지배구조는 단순 투자자인 유한책임사원(LP, Limited Partner)과 투자 및 운용을 겸하는 무한책임사원(General Partner, GP)으로 구성된다. LP는 출자금액 범위 내에서만 책임을 지는 소수의 고액 개인투자자 및 기관투자자들로서 이들의 출자내역은 비공개이며 GP는 펀드를 설립하여 투자와 운용을 책임지며 자산 운용회사, 은행 등이 참여한다(강정미 2007).

III. 실증분석

1. 방법론

기업회생에서는 자산가치 하락, 거래관계 단절 및 고용문제 등으로 인해 신속한 회생절차가 긴요한 데 이러한 점을 반영한 패스트트랙 제도의 효과를 분석해보는 것은 의미가 있다고 생각된다. 또한 패스트트랙 제도는 다른 제도와 달리 계량분석이 가능하다는 장점이 있다. 법원에서는 법정관리 기업의 낙인효과 때문에 법정관리 기업을 공개하고 있지 않다. 그러나 패스트트랙 제도의 경우 회생개시일로부터 회생계획인가일까지 6개월 이내라는 정보를 이용하여 KIS-Value에서 해당 기업들과 관련된 정보를 추출할 수 있다. 이에 본고에서는 법원에서 신속한 구조조정을 하기 위해 도입한 패스트트랙 기업회생절차 제도가 기업회생을 나타내는 이자보상비율 개선에 실제 도움이 되었는지를 DiD 방법을 통해 분석하였다.

DiD 방법은 자연과학에서 외생적인 실험 외의 여타 조건을 통제한 후 실시하는 방법론을 사회과학에서 비실험 자료(non-experimental data)에 대해 사용하기 위해 개발된 것이다. 즉, 정책변화에 직접적으로 영향을 받는 처리군(treatment group)에 발생한 효과가 통제군(control group)과 상이한 지를 검정하여 정책효과를 분석하는 준실험적(quasi-experimental) 방법론이다. 특히 표본간 차이의 시간적 변화를 분석함으로써 실험군과 대조군 모두에 영향을 미치는 누락 변수(omitted variable)들을 통제할 수 있다는 장점이 있다(Berger and Roman 2016).

이를 수식과 그림을 통해 살펴보면 다음과 같다. 먼저 처리군은 1, 대조군을 0을 주는 두 그룹($Treat_i$)이 있으며 정책실행 이전 기간은 0, 실행 이후 기간은 1을 주는 두 기간($Post_i$)이 있다고 가정한다.

$$Y_i = \alpha + \gamma Post_i + \lambda Treat_i + \delta(Post_i \times Treat_i) + \epsilon_i \quad (1)$$

단, Y_i 는 회생정도를 나타내는 반응변수

$$\begin{cases} Treat = 0 : \text{통제군} \\ Treat = 1 : \text{처리군} \end{cases} \quad \begin{cases} Post = 0 : \text{정책실행 이전} \\ Post = 1 : \text{정책실행 이후} \end{cases}$$

$$E(\epsilon | Post, Treat) = 0$$

이 때 처리군($Treat_i$)과 정책실행 이후 변수($Post_i$)간의 관계에 따라 다음과 같은 값을 얻을 수 있다.

$$E(Y | Post, Treat) = \alpha + \gamma Post_i + \lambda Treat_i + \delta(Post_i \times Treat_i) \quad (2)$$

$$E(Y | Post = 1, Treat = 1) = \alpha + \gamma + \lambda + \delta \quad (3)$$

$$E(Y | Post = 1, Treat = 0) = \alpha + \gamma \quad (4)$$

$$E(Y | Post = 0, Treat = 1) = \alpha + \lambda \quad (5)$$

$$E(Y | Post = 0, Treat = 0) = \alpha \quad (6)$$

여기서 α 는 통제군의 정책실행 이전의 반응변수의 평균값을 의미하며 정책실행 이전의 처리군의 평균값은 $\alpha + \lambda$, 정책실행 이후 통제군의 평균값은 $\alpha + \gamma$, 정책실행 이후 처리군의 평균값은 $\alpha + \gamma + \lambda + \delta$ 로

나타난다. DiD의 핵심계수인 교차항($Post_i \times Treat_i$)의 계수 δ 는 정책실행 이후 처리군과 통제군의 차이에서 정책실행 이전 처리군과 통제군의 차이를 뺀 값과 일치한다.

$$\delta = \{E[Y|Post = 1, Treat = 1] - E[Y|Post = 1, Treat = 0]\} - \{E[Y|Post = 0, Treat = 1] - E[Y|Post = 0, Treat = 0]\} \quad (7)$$

$$\delta = \{[\alpha + \gamma + \lambda + \delta] - [\alpha + \gamma]\} - \{[\alpha + \gamma] - [\alpha]\} \quad (8)$$

식 (7)을 정책실행 이전과 이후로 나누어 정리하면 식 (9)와 같이 나타낼 수 있다.

$$\delta = \{E[Y|Post = 1, Treat = 1] - E[Y|Post = 0, Treat = 1]\} - \{E[Y|Post = 1, Treat = 0] - E[Y|Post = 0, Treat = 0]\} \quad (9)$$

이는 정책실행 이후 정책효과에는 정책실행 이전 두 집단이 원래 가지고 있던 차이(normal difference)와 정책으로 인한 두 집단간의 차이(casual difference)가 포함되어 있는데 여기에서 정책 실행 이전 두 집단간의 원래 차이를 빼주면 순수한 정책실행의 효과가 남게 됨을 의미한다.

이를 그림(<그림 5>)을 통해 살펴보면 δ , 즉 DiD 추정량(estimator) $\hat{\beta}_1^{DiD}$ 는 처리군에서의 Y 의 평균적인 변화에서 통제군에서의 Y 의 평균적인 변화를 뺀 값이 된다.

$$\delta = \hat{\beta}_1^{DiD} = (\bar{Y}^{treatment, after} - \bar{Y}^{treatment, before}) - (\bar{Y}^{control, after} - \bar{Y}^{control, before}) \quad (10)$$

단, $\bar{Y}^{treatment, after}$: 정책실행 이후 처리군 Y 의 평균

$\bar{Y}^{treatment, before}$: 정책실행 이전 처리군 Y 의 평균

$\bar{Y}^{control, after}$: 정책실행 이후 통제군 Y 의 평균

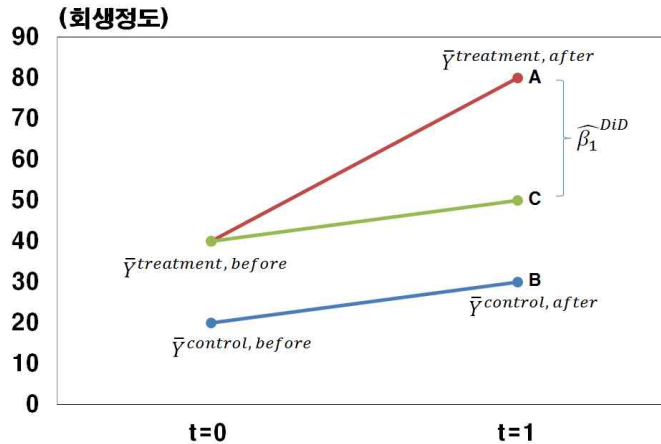
$\bar{Y}^{control, before}$: 정책실행 이전 통제군 Y 의 평균

이를 구체적인 숫자를 대입하여 살펴보면 정책실행 이전 처리군 및 통제군에 대한 Y 의 평균값이 각각 40, 20이라고 하고 정책실행 이후 처리군 및 통제군에 대한 Y 의 평균값이 각각 80, 30으로 증가하였다면 식 (10)에서 DiD 추정량 $\hat{\beta}_1^{DiD}$ 의 값은 $(80-40)-(30-20)=80-50=30$ 이 된다. 이를 <그림 5>를 통해 보면 (A-B)는 정책 실행 이후 처리군과 통제군간의 차이(standard difference estimator)인 50, (C-B)는 정책실행이 없다고 가정할 경우 두 집단간의 정상적인 차이(counterfactual normal difference)인 20이 되고 (A-C)는 순수한 정책실행 효과인 DiD 추정치가 되며 값은 30이 되게 된다. 즉 DiD 추정치인 30은 정책실행 이후 처리군과 통제군간의 차이인 50에서 정책실행이 없다고 가정할 경우의 두 집단간의 정상적인 차이인 20을 뺀 값이 된다.

법원의 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입의 효과를 분석하기 위해 시간불변 기업의 이질적인 특성을 나타내는 δ_i 를 추가하여 DiD 추정모형을 다음과 같이 설정하였다.

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FT_{it} + \alpha_2 Post_t + \alpha_3 (FT_{it} \times Post_t) + \alpha_4 X_{it-1} + \delta_i + \epsilon_{it} \quad (11)$$

<그림 5> DiD 추정량의 의미



주 : $\bar{Y}^{treatment, after}$: 정책실행 이후 처리군 Y의 평균
 $\bar{Y}^{treatment, before}$: 정책실행 이전 처리군 Y의 평균
 $\bar{Y}^{control, after}$: 정책실행 이후 통제군 Y의 평균
 $\bar{Y}^{control, before}$: 정책실행 이전 통제군 Y의 평균
 자료 : Stock and Watson(2011)을 재구성

종속변수 y_{it} 는 연도 t 에 기업 i 의 이자보상비율(ICR)을 나타낸다. 본고에서는 회생기업의 재무적 성과지표 중에서도 기업구조조정의 세부내용을 모두 포괄하면서도 기업의 이윤추구 목표를 동시에 지향하는 지표(강동수 2004)로 알려진 ICR을 사용하였다. 기업구조조정의 목표는 우선적으로 채무재조정, 자산매각 등으로 채무상환능력을 제고시키고 다음으로 기업의 이윤추구를 가능케 하여 정상기업으로 되돌아갈 수 있도록 해야 할 것이다. ICR은 이자비용을 감내할 만큼 영업이익이 발생하는가를 보여주는 지표로 ICR이 일정 수준을 상회하기 위해서는 기업의 채무재조정이 이루어져야 하고 또한 이자비용을 충당할 수 있는 영업이익이 발생해야 하므로 기업의 회생여부를 나타내어 준다고 할 수 있다.¹⁵⁾

FT_{it} 는 분석대상기간인 2000~15년 동안 회생 개시결정일로부터 회생계획 인가일까지의 기간이 6개월 이하인 법정관리 기업을 1로 두고 그렇지 않은 기업은 0으로 두는 이항변수(binary variable)이다.¹⁶⁾ 정책변화를 분석하는 대상이 지역 혹은 금융기관인 경우 정책 실행 전후 처리군과 통제군의 값은 변하지 않지만 본고에서는 정책실행의 대상이 회생개시결정 시기에 따라 값이 달라지는 법정관리 기업이므로 처리변수(treatment variable)는 FT_i 가 아닌 FT_{it} 가 된다.¹⁷⁾ 예를 들어 패널자료에서 처리군중 2013년에 회생개시결정이 있었던 기업의 FT_{it} 는 2000~12년은 0이 되고 2013~15년 동안은 1이 된다. 기존 연구에서도 순수한 정책효과(casual difference)를 확보할 수 있는 경우 표준 DiD 모형을 변형하여 사용하고 있다.¹⁸⁾

한편 $Post_t$ 는 패스트트랙 기업회생절차 제도를 도입한 시점인 2011년¹⁹⁾ 이후를 1의 값으로, 이전

15) 다만, 이자보상비율은 기업회생과정에서 기업의 미래가치를 높이는 활동은 반영할 수 없다는 한계에 유의하기 바란다.

16) 법원에서는 패스트트랙 기업회생제도 적용 기업을 공식적으로 발표하지 않고 있어 본고에서는 회생 개시 결정일로부터 회생계획 인가일까지 소요 기간이 6개월 이내인 기업을 동 제도의 적용기업으로 간주하였다.

17) Card(1990)는 1980년대 쿠바의 난민들이 미국 마이애미로 이주한 후 마이애미와 난민들이 유입되지 않은 지역을 대상으로 쿠바 난민이 미국의 저숙련 노동자의 고용과 임금에 미치는 영향에 대해 DiD 분석을 하였으며 Card and Krueger(1994)는 최저 임금이 인상된 미국의 뉴저지(New Jersey)주와 최저 임금이 변하지 않은 펜실베이니아(Pennsylvania)주를 대상으로 최저임금 인상의 영향에 대해 DiD 분석을 하였다. 한편 Ignatowski and Korte(2014)는 글로벌 금융위기 이후 미국의 대형 금융기관에 대해 구제금융(bail-out) 절차를 규정한 Dodd-Frank법 Title II(Orderly Liquidation Authority)를 적용받는 금융기관과 그렇지 않은 금융기관에 대한 동 법의 영향에 대해 DiD 분석을 하였다.

18) Lee(2014)는 한국전쟁 당시 임신상태에 있었던 사람들이 전쟁에 노출된 정도에 따라 교육수준이 어떻게 변하는 지를 DiD를 통해 분석하였다. 여기에서도 표준적인 DiD외에 DiD에서 개별 사람(unit)에 의해 영향을 받지 않는 시간변수를 개별 사람에 따라 달라지도록 하는 모형을 설정하여 분석하였다.

19) 연간자료 사용으로 2011년으로 표기하였으나 실제 추정 과정에서는 2011.4월 이후를 1, 이전을 0의 값으로 하였다.

을 0의 값으로 주는 이항변수이다. 그리고 $FT_{it} \times Post_t$ 는 FT_{it} 와 $Post_t$ 의 교차항(interaction term)이며 제도 도입 이후 처리군이 포함되어 있으며 이 교차항의 계수 α_3 는 동 제도의 시행 이후 개시결정부 터 회생계획 인가까지의 기간이 6개월 이하인 법정관리 기업의 회생정도를 나타내는 가장 핵심적인 계 수이다. 즉 α_3 가 앞서 살펴본 DiD 추정량 $\hat{\beta}_1^{DiD}$ 가 된다.

처리군과 통제군 및 시간에 대해 변하거나 기업의 회생에 영향을 미칠 수 있는 공변량(covariates) 을 통제하기 위해 통제변수 X_{it-1} 를 사용하였으며 이에 는 업력, 기업규모(총자산의 로그값), 전체 매출 에서 차지하는 주력상품의 비중 등이 포함된다. 이는 비실험 자료인 관측 자료에서 결과변수(종속변수) 와 인과관계를 가지는 변수를 모두 찾아내는 것은 불가능하기 때문에 이런 누락변수가 오차항에 포함 되어 내생성 문제를 발생시키는 것을 완화하기 위해 누락변수와 상관관계가 있으면서 의존변수와는 인 과관계가 없는 통제변수(control variable)를 추가하는 방법론을 따른 것이다. 한편 혹시나 있을 수 있 는 통제변수와 오차항간의 상관관계를 줄여주기 위해 시차를 주었다. 또한 횡단면 단위(기업) 내에서 가능한 이분산(heteroscedasticity) 및 자기상관(autocorrelation) 문제를 고려하기 위해 표준오차를 군집화(clustering)하였다.

다음으로 식 (12)에서는 식 (11)에 경기변동 등과 같은 거시충격에 따른 영향을 통제하기 위해 시간 고정효과(time fixed effect)인 $Time_t$ 를 추가하였다.

$$y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FT_{it} + \alpha_2 Post_t + \alpha_3 (FT_{it} \times Post_t) + \alpha_4 X_{it-1} + \alpha_5 Time_t + \delta_i + \epsilon_{it} \quad (12)$$

2. 자료

2016.10월말 기준 KIS-Value상 법정관리 기업 기준 1,483개를 대상으로 2000~15년까지의 연간 자료를 사용하였다.²⁰⁾ 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 전후 처리군과 통제군의 기업수를 비교해 보면 도입 전²¹⁾ 10년(2000~11.3월)동안 1,483개의 법정관리 기업중 처리군은 42개(10.3%), 통제군 은 366개(89.7%)를 기록하였으나 도입 이후 5년(2011.4월~15년)동안 처리군은 212개(19.7%), 통제 군은 863개(80.3%)로 나타나 제도 도입 이후 처리군의 기업수가 42개에서 212개로 크게 증가하였다 (<표 2> 참조).

<표 2> 분석대상 법정관리 기업수¹⁾

총개수 (A+B)	(개, %)					
	패스트트랙 제도 도입 이전 ²⁾ (2000.1월~11.3월)			패스트트랙 제도 도입 이후 (2011.4월~15.12월)		
	합계(A)	처리군	통제군	합계(B)	처리군	통제군
1,483	408 (100.0)	42 (10.3)	366 (89.7)	1,075 (100.0)	212 (19.7)	863 (80.3)

주 : 1) 2016.10월말 기준

2) 패스트트랙 제도의 적용을 받지 않았지만 동 제도 도입 이후와 비교해 보기 위하여 편의상 회생개시 결정 이후부터 회생계획 인가까지의 기간이 6개월 이하인 기업을 처리군으로, 나머지 기업을 통제군으로 표기

자료 : KIS-Value(저자 계산)

20) KIS-Value에는 법정관리 기업이 시계열로 유지되는 것이 아니라 조회 시점 현재 법정관리 목록에 있는 기업만을 볼 수 있다. 여기에는 회 생개시 신청, 회생개시 결정, 회생계획 인가 등의 날짜가 기업별로 나와 있다.

21) 패스트트랙 제도 실시 이후(2011.4월) 처리군과 통제군 기업 수를 동 제도 실시 이전과 비교해 보기 위하여 편의상 동 제도 실시 이전 기 간에 대해서도 회생개시 결정 이후부터 회생계획 인가까지의 기간이 6개월 이하인 기업을 처리군으로, 여타 기업을 통제군으로 표기하였 다(이하 ‘동일’).

KIS-Value의 법정관리 기업 데이터에는 상장폐지나 청산되더라도 동 기업 정보가 법정관리 기업 목록에 남아있어 생존자 편향(survival bias) 문제는 크지 않을 것으로 보인다. 참고로 본고에서 사용한 법정관리 기업 자료의 대표성을 계량적으로 검정해보기 위해 Heckman(1979)의 2단계 추정법(two-step method)을 사용해 보았다. 그 결과 ‘역 mill의 비율’(inverse mill’s ratio)의 추정계수가 통계적으로 유의하지 않아 선택편향(selection bias)이 있다고 할 수 없음을 확인할 수 있었다.²²⁾

한편 처리군과 통제군의 기본적인 기업특성 차이를 통제하기 위해 업력, 기업규모(총자산의 로그값), 전체 매출에서 차지하는 주력상품의 비중 등을 사용하였다. 또한 신동령(2005, 2006)을 참고하여 기업부실 확률 이론에서 사용되는 수익성 지표인 「영업이익/총자산」, 재무구조와 금융비용 부담 지표인 「차입금/총자산」, 유동성 지표인 「순운전자본/총자산」 및 「현금성자산/총자산」에다가 생산성 지표인 「부가가치/매출액」을 통제변수로 추가하였다(<표 3> 참조). 실증분석에서는 이상치(outlier)의 영향을 배제하기 위하여 양극단의 10% 자료는 제거하였다. 이들 변수들의 요약 통계량을 살펴보면 다음과 같다(<표 4> 참조).

<표 3> 사용 자료

구 분	산 식
수익성	영업이익/총자산
재무구조와 금융비용 부담	차입금(장단기차입금+사채)/총자산
유동성	순운전자본(유동자산-유동부채)/총자산
	현금성자산(현금 및 현금등가물+단기금융상품)/총자산
생산성	부가가치율(부가가치/매출액)

<표 4> 요약 통계량

	Obs ¹⁾	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ICR	16,145	1.37077	3.55411	-4.84755	7.84148
규모 ²⁾	17,032	23.30538	1.11105	21.57436	25.17717
업력(년)	20,554	13.03771	7.95221	3	28
주력상품 비중(%)	4,734	81.65398	21.36828	45.31	100
영업이익/총자산	16,956	0.018685	0.08656	-0.16063	0.12956
차입금/총자산	17,032	0.36127	0.23705	0	0.72203
순운전자본/총자산	17,032	-0.02637	0.28946	-0.55571	0.38395
현금성자산/총자산	16,904	0.03424	0.03929	0.00090	0.11951
부가가치/매출액	9,239	0.24243	0.12478	0.07613	0.47549

주 : 1) 패널자료 형태로 전환시 관측치 수

2) 총자산의 로그값

22) Heckman(1979) 모형의 1단계 선택방정식(selection equation)에서 패스트트랙 제도 적용여부를 나타내는 이항변수(FT)를 종속변수로, 고용자수를 배제제약(exclusion restriction)으로 하고 통제변수들을 독립변수로 하는 probit 모형을 추정하였다. 이러한 배제제약을 사용한 것은 1단계 선택방정식과 2단계 회귀방정식(OLS)의 독립변수가 동일하면 1단계 선택방정식에서 추정된 역 mill의 비율과 2단계 회귀방정식의 공변량간의 상관관계 때문에 계수의 표준오차가 과대추정될 수 있고 1단계 선택방정식(probit 모형)의 비선형성(non-linearity)을 저해하여 모형식별이 제대로 안될 수 있기 때문이다. 여기서 배제제약으로 고용자수를 사용하였는데 동 변수와 2단계 회귀방정식의 종속변수인 ICR간에는 직접적인 연관관계가 없다고 보여진다. 배제제약의 유의성, 부호 및 역 mill의 비율(inverse mill's ratio)의 유의성은 p.25 <부표>를 참고하기 바란다.

먼저 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 전후 처리군과 통제군의 기업 규모를 비교해 보면 처리군에서 제도 도입 이전에는 대기업이 없었으나 이후에는 31개로 증가하였으며 중소기업은 42개에서 181개로 증가하였다(<표 5> 참조). 주거래은행²³⁾을 보면 동 제도 도입 이전 처리군에서 일반은행은 31개에서 이후 145개로 늘어났으나 특수은행은 11개에서 67개로 대폭 증가하였다. 대분류별 업종의 상위 5개 업종을 보면 도입 전후 제조업이 각각 29개, 99개로 가장 많았으며 도입 이후에는 건설업이 49개로 도입 이전의 5개에 비해 상대적으로 크게 증가하였다. 업력을 보면 제도 도입이전에는 설립 이후 11~20년, 21~30년이 된 기업수가 17~18개로 비슷하였으나 제도 도입 이후에는 설립 이후 11~20년이 된 기업수가 82개로 상대적으로 더 크게 증가하였다. 세세분류별 업종 상위 기업수를 보면 제도 도입 이전에는 섬유제품 제조업(의복제외)(C13), 도매 및 상품중개업(G46), 고무제품 및 플라스틱제품 제조업(C22) 순으로 많았으나 도입 이후에는 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업(C26), 종합 건설업(F41), 전문직별 공사업(F42) 순으로 많아 건설업의 수가 증가한 것으로 나타났다.

패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 이후 처리군과 통제군을 비교해 보면 다음과 같다(<그림 6> 참조). 기업규모별로는 처리군에서 대기업은 31개, 중소기업은 181개로 중소기업이 많았으며 주거래은행별로는 일반은행은 145개, 특수은행은 67개로 처리군 및 통제군 모두 일반은행을 더 많이 이용하였다. 처리군의 기업업력별 개수를 보면 설립이후 2015년말까지 11~20년까지의 기업수가 82개로 가장 많은 가운데 21~30년까지의 기업수가 51개, 1~10년까지의 기업수가 38개이었으며 30년 이상 기업은 상대적으로 작았다. 처리군에서 상위 5대 업종별(대분류, 개수 기준)을 보면 제조업(C)이 99개, 건설업(F)이 49개, 도소매업(G)이 22개, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업(J)이 11개, 운수업(H)이 7개 순으로 나타났다. 처리군의 세세분류별 상위 5대 업종(개수 기준)을 보면 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업(C26)과 종합 건설업(F41)이 25개로 가장 많았으며 그 다음으로 전문직별 공사업²⁴⁾(F42) 24개, 기타 기계 및 장비 제조업(C29)이 22개를 기록하였다. 그 다음으로 도매 및 상품중개업(G46)이 19개, 의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업(C14)이 8개, 기타 운송장비 제조업(C31)이 7개를 기록하였다.

23) 법정관리 기업의 주거래은행은 자주 변동되기 때문에 KIS-Value 자료추출일(2016.10월말) 기준의 주거래은행 자료를 사용하였다.

24) 수수료 또는 계약에 의해 토목시설 및 건물의 건설과 관련한 특정부문의 공사를 전문적으로 수행하는 산업활동을 의미한다.

<표 5> 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 전후 처리군¹⁾과 통제군의 비교

			도입 이전	도입 이후
처리군	총개수(개)		42	212
	대기업(개)		0	31
	중소기업(개)		42	181
	주거래 은행 ²⁾ (개)	일반은행	31	145
		특수은행 ³⁾	11	67
	대분류별 업종(개)	C(제조업)	29	99
		F(건설업)	5	49
		G(도소매업)	5	22
		J(출판·영상·방송통신·정보서비스업)	0	11
		H(운수업)	1	7
	업력 ⁴⁾ (개)	1~10년	1	38
		11~20년	17	82
		21~30년	18	51
		31~40년	5	19
		41~50년	0	11
		50년 초과	1	11
	세분류별 업종 ⁵⁾ (개)		C13(5)	C26(25)
			G46(5)	F41(25)
			C22(3)	F42(24)
			C24(3)	C29(22)
			C26(3)	G46(19)
			C31(3)	C14(8)
			F42(3)	C31(7)
통제군	총개수(개)		366	863
	대기업(개)		27	54
	중소기업(개)		339	809
	주거래 은행 ²⁾ (개)	일반은행	255	549
		특수은행 ³⁾	111	314
	대분류별 업종(개)	C(제조업)	235	555
		F(건설업)	68	99
		G(도소매업)	21	65
		J(출판·영상·방송통신·정보서비스업)	6	21
		H(운수업)	5	19

주 : 1) 회생개시일로부터 계획인가일까지 소요된 기일이 6개월 이하인 법정관리 기업

2) 법정관리 기업의 주거래은행은 자주 변동되어 KIS-Value 자료추출일(2016.10월말) 기준의 자료를 사용

3) 특수은행 : 한국산업은행, 한국수출입은행, 중소기업은행, 농협은행, 수협은행

4) 창업일로부터 2015.12.31일까지의 기간

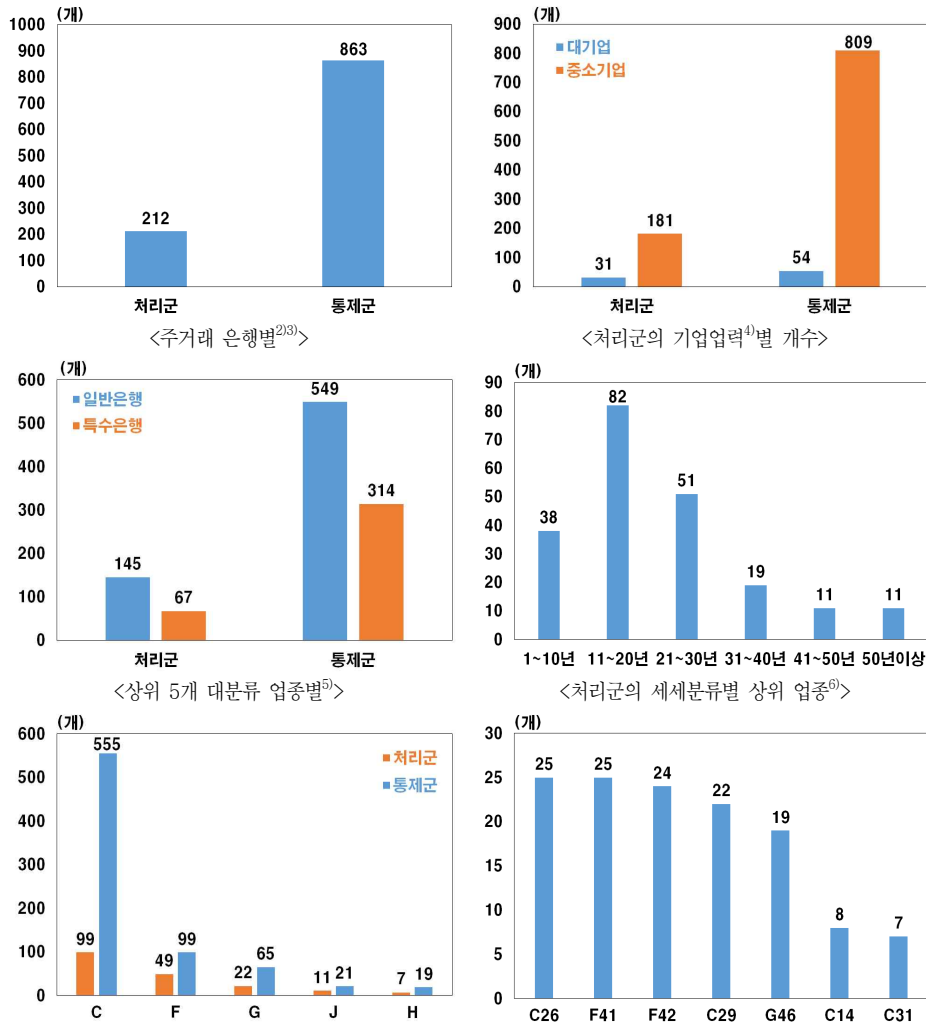
5) C13 : 섬유제품 제조업(의복 제외), C14 : 의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업, C22 : 고무제품 및 플라스틱제품 제조업, C24 : 1차 금속 제조업, C26 : 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업, C29 : 기타 기계 및 장비 제조업, C31 : 기타 운송장비 제조업, F41 : 종합 건설업, F42 : 전문직별 공사업, G46 : 도매 및 상품중개업

자료 : KIS-Value(저자 계산)

한편 DiD 분석에서는 오차항과 교차항간의 공분산(covariance)이 0이 되어야 한다는 평행추세(parallel-trend) 가정이 성립해야 하는데 이는 정책실시 이전에는 처리군과 통제군 사이에 차이가 없어야 한다는 의미이다.²⁵⁾ 정책실시 이전인 2000~10년중 처리군과 통제군의 ICR이 거의 평행한 것으로 나타나 차이가 없는 것으로 보인다(<그림 7> 참조). ICR 처리군은 2000년대 상반기까지 상승세를 보이다가 글로벌 금융위기 이후 하락세를 보였으며 2011년 제도 시행 이후 ICR이 급격히 하락하여 통제

25) $cov(\epsilon_{it}, FT_{it} \times Post_t) = 0$

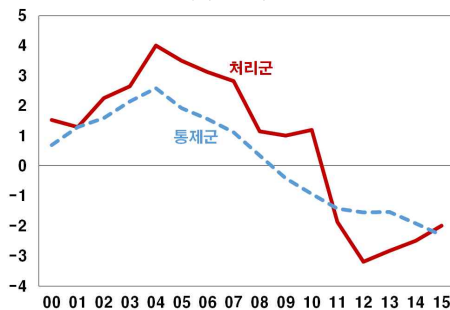
〈그림 6〉 패스트트랙 기업회생절차 제도 도입 이후 처리군¹⁾과 통제군의 비교
〈빈도〉



- 주 : 1) 회생개시일로부터 계획인가일까지 소요된 기일이 6개월 이하인 법정관리 기업
 2) 특수은행 : 한국산업은행, 한국수출입은행, 중소기업은행, 농협은행, 수협은행
 3) 법정관리 기업의 주거래은행은 자주 변동되어 KIS-Value 자료추출일(2016.10월말) 기준의 자료를 사용
 4) 창업일로부터 2015.12.31일까지의 기간
 5) C : 제조업, F : 건설업, G : 도소매업, J : 출판·영상·방송통신및정보서비스업, H : 운수업
 6) C14 : 의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업, C26 : 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업, C29 : 기타 기계 및 장비 제조업, C31 : 기타 운송장비 제조업, F41 : 종합 건설업, F42 : 전문직별 공사업, G46 : 도매 및 상품중개업

자료 : KIS-Value(저자 계산)

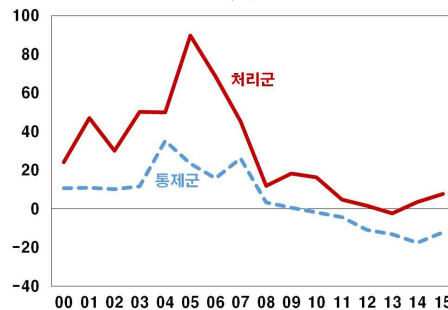
〈그림 7〉 처리군¹⁾과 통제군의 평행추세 가정 비교
〈이자보상비율〉



- 주 : 1) 회생개시일로부터 계획인가일까지 소요된 기일이 6개월 이하인 법정관리 기업

자료 : KIS-Value(저자 계산)

〈Z-점수〉



- 주 : 1) 회생개시일로부터 계획인가일까지 소요된 기일이 6개월 이하인 법정관리 기업

자료 : KIS-Value(저자 계산)

군 수치를 밀돌았으나 2012년부터 빠르게 반등하였다. 이자보상비율의 통제군은 제도 도입 이전에는 처리군과 비슷한 추세를 보였으나 제도도입 이후에도 계속 하락세를 보였다.

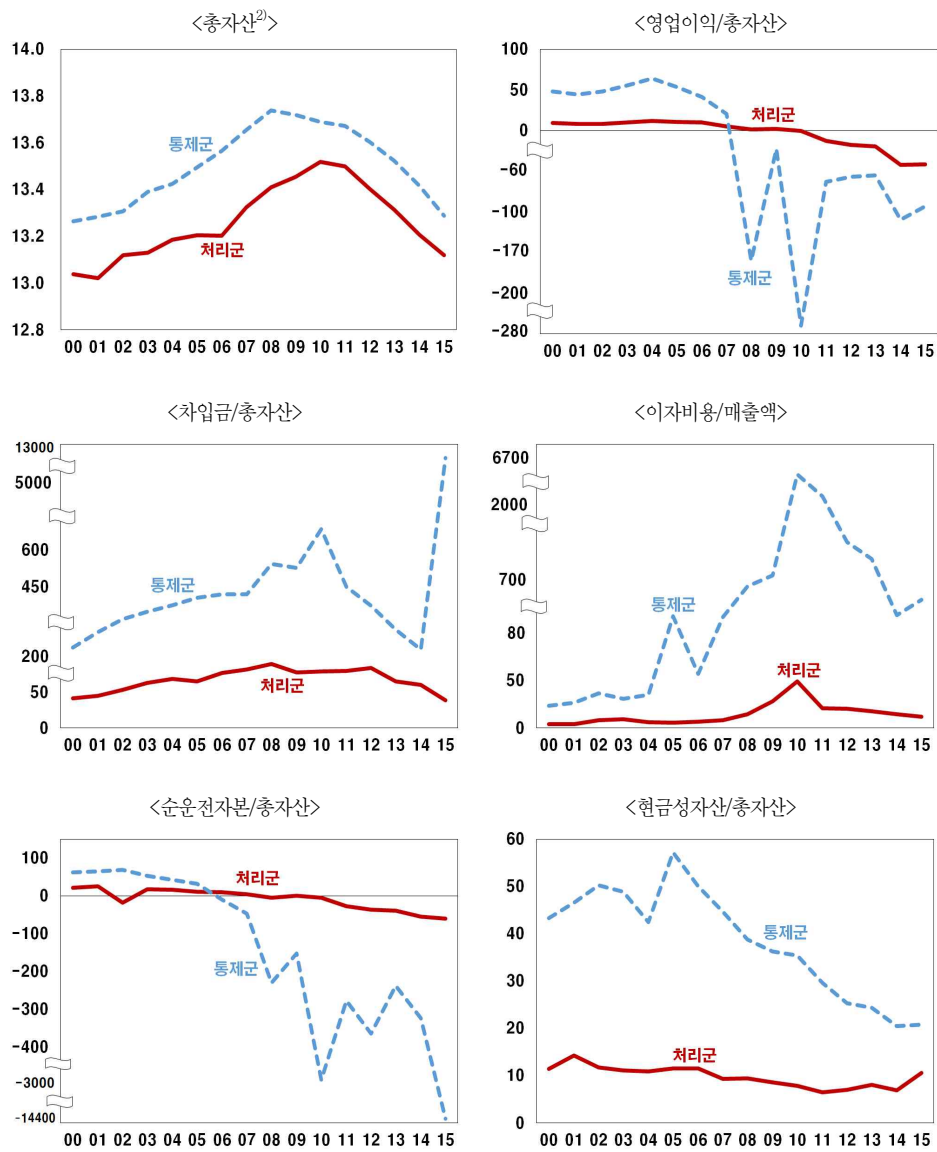
한편 추가적으로 도산까지의 거리(distance to default)를 나타내는 z -점수²⁶⁾를 살펴보면 처리군과 통제군 모두 2011년 제도 시행 이전 비슷한 추세를 보였다. 처리군과 통제군의 z -점수가 2000년대 상반기까지 가파른 상승세를 보여 위험이 감소하다가 글로벌 금융위기 이전인 2006년부터 급락하여 위험이 증가하였다. 그러나 제도도입 이후 2013년부터 처리군의 z -점수가 소폭 상승하여 위험이 완화된 반면 통제군은 하락세를 보이다 2015년 소폭 상승하였다(<그림 7> 참조).

한편 처리군과 통제군의 도산확률을 나타내는 지표들 비교해 보면 처리군이 통제군에 비해 도산확률이 낮음을 알 수 있다(<그림 8> 참조). 통제군의 수익성(영업이익/총자산), 재무구조와 금융비용 부담 지표(차입금/총자산, 이자비용/매출액), 유동성(순운전자본/총자산) 모두 글로벌 금융위기 기간 동안 크게 악화되었다. 다만 통제군은 규모(총자산)면에서는 처리군에 비해 크고 현금성자산이 총자산에서 차지하는 비중이 높았다. 이와 같이 처리군과 통제군의 차이가 크게 나는 경우 DiD 모형추정을 최대한 실험 상황과 유사하게 만들어 주기 위해 통제변수를 모형에 추가한다. 따라서 본고에서도 이들 도산확률을 나타내는 변수들을 모형에 추가하였다. 한편 DiD 모형 추정시 통제변수들이 반드시 외생적일 필요가 없다는 점에 비추어 이들 변수들간의 다중공선성이 의심되어도 추정값에 큰 편의(bias)를 야기하지 않을 것으로 생각된다.²⁷⁾

26) 은행의 전반적인 위험(overall bank risk)를 측정하기 위해 관련 논문(Dam and Koetter, 2012; Gropp et al., 2014; Laeven and Levine, 2009)에서는 도산까지의 거리(distance-to-default)를 나타내는 z -점수(z -score)를 광범위하게 사용하고 있다. $z=(ROA+CAR)/\sigma ROA$, ROA =(순이익/총자산), CAR =(자본/총자산), σROA 는 3년간 ROA 의 표준편차. 산식을 살펴보면 기업에 대해 적용해도 큰 무리가 없어 보여 이를 기업 재무지표에 대해 적용하였다.

27) 실제로 통계 패키지(STATA)에서 이들 변수들을 다중공선성 문제로 모형에서 빼는 경우는 없었다.

<그림 8> 처리군¹⁾과 통제군의 비교



주 : 1) 회생개시일로부터 계획인가일까지 소요된 기일이 6개월 이하인 법정관리 기업

2) 로그변환값

자료 : KIS-Value(저자 계산)

3. 분석 결과

기업고정효과²⁸⁾는 공통적으로 통제하고 연도고정효과, 기업부실에 영향을 미치는 통제변수 유무에 따라 모형을 다양하게 설정해 보았다(<표 6> 참조). 추정식 (1)에서는 통제변수를 포함하지 않고 처리군 변수(FT), 제도 시행 이후를 1로 주는 변수($Post$), FT 와 $Post$ 의 교차항($FT \times Post$)만을 사용하였다. 추정 결과 교차항은 1% 수준에서 통계적으로 유의하였다.

다음으로 상기 변수에 추가로 기업 특성을 나타내는 업력, 기업규모, 전체 매출에서 차지하는 주력상품의 비중을 포함하여 추정한 식 (2)에서는 통계적으로 유의하지는 않았으나 교차항의 부호가 양(+)으로 나타났다. 식 (3)은 식 (2)에 연도고정효과를 추가한 것인데 추정결과는 식 (2)와 같이 교차항의 부호가 양(+)으로 나타났으나 통계적인 유의성은 떨어졌다.²⁹⁾

식 (4)~(5)에서는 식 (3)의 변수들에 「영업이익/총자산」, 「차입금/총자산」, 「순운전자본/총자산」, 「현금성 자산/총자산」, 「부가가치/매출액」 등 기업부실에 영향을 미치는 변수를 추가로 고려하였다. 기업고정효과만을 통제한 식 (4), 기업고정효과와 연도고정효과를 통제한 식 (5) 모두 교차항의 부호는 양(+)으로 나타났으나 통계적인 유의성은 떨어졌다. 이와 같이 분석대상 법정관리 모든 기업의 추정 결과 교차항의 유의성이 떨어지는 이유는 법정관리 시작 전후 영업기반이 훼손된 데다 법정관리 종료 이후에도 과거 법정관리 기업이었다는 낙인효과 등으로 동 제도의 효과가 제한된 데 기인한 것으로 보인다.³⁰⁾ 즉 기업이 회생 신청을 할 경우 금융권에서는 대출규모 관리, 대출금리 인상 등을 검토하게 될 뿐만 아니라 거래기업에서도 손해를 방지하기 위해 거래에 신중을 기하게 됨으로써 기업이 법정관리를 받는 시점부터 영업기반이 취약하게 된다. 이후 패스트트랙 제도를 통하여 신속하게 법정관리를 졸업하더라도 이러한 영업기반 취약 문제가 회복되지 않을 경우 금융 및 상거래 등에서 정상기업에 준하는 영업활동을 하기 어려울 것이다. 이러한 문제는 기존 이론에서 알려진 바와 같은 낙인효과(stigma)와 비용불이익(cost disadvantage)효과를 통해 설명할 수 있다. 즉 법정관리를 졸업한 기업이라 하더라도 재정적으로 문제가 있었던 기업이라는 우려가 시장참가자들에게 각인됨에 따라 신용등급이 하락되고 높은 위험 프리미엄을 부담함에 따라 자금조달이 원활하지 않을 수 있음을 말한다. 이러한 결과는 대기업, 중소기업 별로 추정해보아도 동일하게 나타났다. 또한 건설업, 도소매업 등 업종별로 추정해보아도 동일한 결과를 얻었다(<표 7> 참조).³¹⁾

28) 여기서는 패널분석에 사용한 기업들이 모집단에서 무작위로 추출된 것이 아니라 법정관리 기업 모집단 그 자체인 것으로 볼 수 있기 때문에 고정효과를 사용하였다.

29) DiD 모형이 무작위로 디자인(randomly design)된 경우라면 통제변수를 추가할 경우 Conditional Mean Independence에 의해 교차항과 오차항간의 상관관계를 제거할 수 있다. 그러나 일반적인 경우 누락변수(omitted variable)를 완전히 통제하지 못하기 때문에 통제변수를 추가하여 교차항의 표준오차를 줄여준다. 통제변수는 의존변수(ICR)와 인과관계를 가지지 않아도 무방한 변수, 즉 누락변수가 아니기 때문에 여기서는 통제변수의 부호 및 통계적인 유의성 문제에 대해 별도의 설명을 하지 않았다.

30) 유의성이 없는 이유 중의 하나로서 개별 기업의 회생 결정요인을 분석한 강동수(2004)는 기업구조조정에 대한 기존 연구의 대부분이 사례연구에 그치고 있는데 그 이유는 개별 기업에 대한 구체적인 미시자료의 공개 불가로 실증분석을 할 만큼 충분한 자료를 획득할 수 없기 때문이라고 하였다. 한편 외환위기 당시 일시적으로 공개된 워크아웃 기업의 사적 정보를 이용하여 워크아웃기업의 회생 결정요인을 분석한 강동수(2004)에서도 설명변수 26개중 5% 이내에서 유의한 변수는 단 2개에 불과하였다.

31) 참고로 금융위·금감원(2017)은 법원을 통한 회생절차가 절차 지연, 신규자금 확보 곤란, 대외신인도 훼손 등의 한계로 효과가 제한적이라고 지적하고 있다.

<표 6> 패스트트랙 기업회생절차 제도 시행에 따른 이자보상비율 변화의 DiD 분석 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	대기업	중소기업
	ICR						
<i>FT</i>	-1.657*** (0.316)	-1.758** (0.866)	-1.224 (0.916)	-1.506* (0.869)	-0.953 (0.878)	-5.403* (2.791)	-0.808 (0.902)
<i>Post</i>	-2.697*** (0.0972)	-1.696*** (0.266)	-3.731*** (0.717)	-1.135*** (0.252)	-2.507** (0.975)	-0.890 (2.072)	-2.583** (1.142)
<i>FT</i> × <i>Post</i>	0.752*** (0.227)	0.872 (0.548)	0.718 (0.550)	0.268 (0.456)	0.140 (0.467)	1.136 (1.538)	0.115 (0.478)
규모		-1.193*** (0.211)	-1.065*** (0.211)	-1.544*** (0.205)	-1.467*** (0.204)	-0.554 (0.596)	-1.663*** (0.195)
업력		-0.122*** (0.0449)	0.0678 (0.0556)	-0.0036 (0.0456)	0.107* (0.0616)	-0.0154 (0.187)	0.127* (0.0688)
주력상품비중		-0.0102* (0.00599)	-0.0101* (0.00588)	-0.0089* (0.00529)	-0.0097* (0.00524)	-0.0044 (0.0137)	-0.0092 (0.00573)
영업이익/총자산				9.539*** (1.259)	9.088*** (1.241)	11.54*** (3.713)	8.361*** (1.275)
차입금/총자산				-2.181*** (0.506)	-2.244*** (0.503)	-3.492** (1.542)	-2.080*** (0.511)
순원자산/총자산				-0.587 (0.391)	-0.698* (0.386)	-0.597 (1.216)	-0.753* (0.411)
현금자산/총자산				5.875*** (1.984)	6.220*** (1.982)	8.535 (5.690)	5.427** (2.104)
부가가치/매출액				-0.783 (0.933)	-0.821 (0.926)	8.412** (4.190)	-1.397 (0.885)
상수항	2.063*** (0.023)	32.68*** (4.721)	27.80*** (4.741)	39.47*** (4.553)	36.21*** (4.553)	15.20 (14.31)	40.41*** (4.345)
기업고정효과	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
연도고정효과	no	no	yes	no	yes	yes	yes
관측치수	16,145	4,206	4,206	3,278	3,278	330	2,948
기업수	1,474	805	805	716	716	61	655

주 : 1) ()내는 기업수준에서 군집된(clustered) 표준오차이며 ***는 p<0.01, **는 p<0.05, *는 p<0.1을 의미

추가로 최근 정부에서 경쟁력 강화방안을 추진하고 있는 철강(C24), 화학(C20), 조선³²⁾에 대해서도 DiD 모형을 추정해 보았다. 추정 결과 철강, 조선의 경우 패스트트랙 제도 도입 효과의 통계적인 유의성은 떨어졌으나 화학은 통계적으로 유의한 결과를 얻었다. 이러한 결과는 철강의 경우 중국 등 철강제품 수요 둔화에 따른 글로벌 공급과잉 지속, 중국산 수입확대 등에 의한 국내 철강회사간의 경쟁심화 등으로 법정관리 졸업 이후에도 경쟁력을 확보하기 쉽지 않아 동 제도의 효과가 제한된 데 기인한 것으로 보인다. 조선의 경우 글로벌 금융위기 이후 글로벌 무역 침체로 중소형 조선사들의 주력제품인 벌크선(화물전용 선박), 중소형 탱커선(tanker, 액체화물 운반선) 수주가 급감한 데다 중국 등 경쟁사의 저가수주 경쟁 등으로 중소형 조선사 대부분이 폐업, 법정관리 등을 경험했다. 이에 따라 법원의 패스트트랙 제도 적용을 받는다 하더라도 경영여건이 악화된 중소형 조선사들의 회생이 쉽지 않아 이러한 결과가 나타난 것으로 해석된다. 한편 화학의 경우 10% 유의수준에서 양(+)의 부호를 보여

32) 기타운송장비 제조업(C31)중 실제 조선관련 제조 및 서비스업을 운영하는 업체를 선정하였다.

<표 7> 패스트트랙 기업회생절차 제도 시행에 따른 이자보상비율 변화의 DiD 분석 결과

	제조업	건설업	도소매업	철강	화학	조선
	ICR					
<i>FT</i>	0.382 (1.107)	-4.501*** (0.899)	2.586*** (0.749)	-0.282 (0.930)	-1.376 (1.104)	3.589** (1.500)
<i>Post</i>	-2.904*** (1.001)	-7.800*** (2.221)	-0.268 (5.168)	-2.763 (1.963)	-4.156* (2.152)	4.526*** (1.339)
<i>FT</i> × <i>Post</i>	-0.588 (0.672)	1.045 (1.128)	0.932 (1.715)	-0.697 (1.538)	1.894* (0.987)	1.209 (1.285)
규모	-1.457*** (0.235)	-1.631*** (0.527)	-0.543 (0.805)	-0.816 (0.504)	-1.859*** (0.439)	-1.291* (0.626)
업력	0.150** (0.0696)	0.0978 (0.113)	-0.131 (0.386)	0.442*** (0.156)	0.241 (0.162)	-0.383*** (0.108)
주력상품비중	-0.0129** (0.0057)	-0.0130 (0.0170)				
영업이익/총자산	10.16*** (1.371)	1.410 (3.654)	-0.850 (6.848)	8.053* (4.107)	11.47*** (2.823)	12.18** (4.020)
차입금/총자산	-1.960*** (0.534)	-2.985** (1.306)	-2.401 (2.095)	-2.437* (1.381)	0.802 (1.258)	1.745 (2.452)
순원자산/총자산	-0.864** (0.424)	0.815 (1.027)	0.0688 (1.888)	0.793 (0.941)	-0.691 (0.982)	0.581 (1.554)
현금자산/총자산	7.486*** (2.324)	1.268 (4.142)	10.84* (5.946)	6.572 (7.179)	8.883 (6.014)	
부가가치/매출액	-0.886 (1.093)	0.0488 (2.042)	11.02 (7.837)	-0.0966 (1.859)		
상수항	35.65*** (5.164)	41.17*** (12.05)	14.85 (18.49)	17.89 (11.14)	41.03*** (9.932)	31.38* (14.66)
기업고정효과	yes	yes	yes	yes	yes	yes
연도고정효과	yes	yes	yes	yes	yes	yes
관측치수	2,300	687	194	227	281	116
기업수	495	142	41	36	28	10

주 : 1) ()내는 기업수준에서 군집된(clustered) 표준오차이며 ***는 p<0.01, **는 p<0.05, *는 p<0.1을 의미

패스트트랙 기업회생제도 도입이 동 업종의 회생에 대해 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 즉 동 제도 실시 이후 패스트트랙 적용을 받은 화학업종 기업의 ICR이 1.894만큼 상승한 것으로 나타났다. 이는 여타국에 비해 규모의 경제 수준, 연계 산업단지 집적수준 및 에너지 효율 수준 등에서 상당한 경쟁력이 있어 글로벌 경기 부진에도 불구하고 패스트트랙 제도에 힘입어 회생정도를 높일 수 있었던 것으로 보인다.

IV. 요약 및 시사점

외환위기 당시 기업구조조정의 주도적 역할을 하였던 워크아웃 제도가 이후 환경변화와 함께 평상시 구조조정에서는 한계를 보이는 반면 외환위기 이후 IMF의 요구에 의해 제정된(2006.4월) 통합도산법은 회생절차를 보완하면서 점차 기업구조조정의 주요한 수단으로 변해가고 있다. 본고에서는 법정관리 기업의 신속한 회생절차가 매우 중요하다는 점을 감안하여 패스트트랙 기업회생제도가 실제로 기업의 회생에 어떠한 영향을 미쳤는지를 이중차분(Differences-in-Differences, DiD) 방법을 통해 분석해 보았다.

분석결과 패스트트랙 기업회생제도가 법정관리 기업의 회생척도로 간주되는 이자보상비율 개선에 미친 효과는 긍정적으로 나타났으나 통계적인 유의성은 떨어졌다. 법정관리 전체 기업뿐만 아니라 규모별(대기업, 중소기업), 업종별(제조업, 건설업, 도소매업)로 나누어 추정해 보아도 동일한 결과를 얻었다. 이러한 결과는 법정관리 시작 전후 금융권의 대출관리와 거래기업과의 거래단절 등으로 영업기반이 훼손된 데다 과거 법정관리 기업이었다는 낙인효과(bankruptcy stigma) 등에 기인하여 동 제도의 효과가 제한된 데 기인한 것으로 추정된다.

한편 법정관리 기업중 최근 정부에서 구조조정을 추진하고 있는 철강, 화학 및 조선업에 대한 패스트트랙 기업회생제도의 효과를 분석해 본 결과 화학업을 제외한 여타 업종에 대해서는 통계적인 유의성이 떨어졌다. 화학업의 경우 국내기업의 경쟁력이 높아 패스트트랙 제도에 힘입어 회생정도를 높일 수 있었던 반면 철강, 조선업의 경우 중소기업들을 중심으로 한 산업 경쟁력 약화로 패스트트랙 제도의 효과가 제한된 것으로 해석된다.

이러한 분석결과는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째 패스트트랙 기업회생절차 제도의 기업회생에 대한 효과를 제고하기 위해서는 법정관리 기업의 낙인효과 등에 기인한 신용등급 하락, 높은 위험프리미엄 부담 등 동 제도의 효과를 제한하는 요인을 완화하기 위한 제도적인 노력이 필요할 것으로 보인다. 다음으로 철강, 조선업에 대한 실증분석 결과에서와 같이 패스트트랙 제도를 적용받더라도 산업 경쟁력이 약할 경우 동 제도의 효과가 제한될 수 있으므로 사업재편 등 구조조정 노력이 수반되어야 할 것으로 생각된다. 이러한 점들이 개선될 경우 패스트트랙 기업회생절차의 효과가 점진적으로 나타나 동 제도가 성공적으로 정착하는 데 큰 도움이 될 것으로 보인다. 마지막으로 법원에서 패스트트랙 기업회생제도 적용 기업을 공식적으로 발표하지 않고 있어 동 제도의 적용기업(처리군)을 회생 개시 결정일로부터 회생계획 인가일까지의 소요 기간이 6개월 이내인 기업으로 추정하였는데 이에 따른 측정오차(measurement error)의 가능성은 본고의 한계임에 유의하기 바란다.

참고문헌

- 강동수 (2004), “워크아웃 성공의 결정요인,” 『KDI 연구보고서』 2004-04, KDI.
- 강정미 (2007), “사모투자펀드(PEF)의 현황과 과제,” 『한국은행 연구자료』 2007, 한국은행.
- 금감원 (2015), “국내 사모투자전문회사(PEF) 도입 10년간의 변화 및 평가,” 보도자료, 금융감독원, 3월.
- 금감원 (2016), “PEF, 제도 도입 이후 최초로 약정액 60조원 달성,” 보도참고자료, 금융감독원, 8월.
- 금융위 (2012), “기업구조조정 진행 상황 및 향후 계획,” 보도자료, 3월.
- 금융위 (2017), “실물경제 지원강화 방안-4대 중점과제를 중심으로,” 2017년 업무계획 상세 브리핑 자료, 1월.
- 금융위·금감원 (2017), “新 기업구조조정 방안,” 보도자료, 4월.
- 김준경 (2004), “한국의 외환위기 원인과 기업구조조정 성과에 대한 평가,” 『KDI 연구보고서』 2004-04, KDI.
- 문호준 (2013), 『통합도산법』, 법률출판사.
- 박용린 (2016), “국내 PEF의 현황과 기업 구조조정에서의 역할,” 세미나 자료, 자본시장연구원.
- 신동령 (2005), “부실기업의 재무적 특징과 부실예측모형에 관한 연구,” 『회계정보연구』, 제23권 제2호, 한국회계정보학회, pp.137-165.
- 신동령 (2006), “기업부실예측에 있어 생산성지표의 유용성에 관한 연구,” 『생산성논집』, 제20권 제2호.
- 오수근 (2008), “기업회생제도의 현황과 개선방안,” 『사법』 제4호, 사법발전재단, 6월.
- 유해용 (2011), Fast Track 기업회생절차 설명자료, 서울중앙지방법원 파산부.
- 이병기 (2011), “부실기업의 경제적 파급효과와 구조조정 시장의 활성화,” 한국경제연구원 연구보고서 11-6.
- 이은석 (2011), “기업구조조정의 거시경제적 효과,” 『조사통계월보』, 한국은행.
- 정준영 (2012), “기업회생절차의 새로운 패러다임,” 『사법』 제18호, 사법발전재단, 12월.
- 최용석 (2004), “경제위기 이후 부실기업 구조조정에 있어서의 M&A의 역할에 대한 실증분석,” 『KDI 연구보고서』 2004-04, KDI.
- Berger, A. N. and R. A. Roman (2016), “Did Bank Borrowers Benefit from the TARP Program? The Effects of TARP on Loan Contract Terms,” *Working Paper*, University of South Carolina.
- Bruton, Garry D., Kay Keels, Elton L. Scifres (2002), “Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle,” *Journal of Business Research* 55, pp.709-724.

- Card, David (1990), “The Impact of the Mariel Boatlift on the Miami Labor Market,” *Industrial and Labor Relations Review*, 43(2), pp.245–257.
- Card, David and Alan B. Krueger (1994), “Minimum Wages and Employment: A Case Study of the Fast-Food Industry in New Jersey and Pennsylvania,” *The American Economic Review*, 84(4), pp.772–793.
- Dam, L. and M. Koetter (2012), “Bank Bailouts and Moral Hazard: Evidence from Germany,” *Rev. Finance. Stud.* 25(8), pp.2343–2380.
- Gilson, S. (1997), “Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from financially Distressed firms,” *Journal of Finance* 52.
- Gropp, R., C. Gruendl and A. Guettler (2014), “The Impact of Public Guarantees on Bank Risk-taking: Evidence from a Natural Experiment,” *Rev. Finance* 18(4).
- HM Government (2009), New Industry, New Jobs: Building Britain’s Future, <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.bis.gov.uk/files/file51023.pdf>.
- Heckman, J., (1979), “Sample Selection Bias as a Specification Error,” *Econometrica*, 47, pp.153–61.
- Ignatowski, Magdalena and Josef Korte (2014), “Wishful Thinking or Effective Threat? Tightening Bank Resolution Regimes and Bank Risk-taking,” *Journal of financial Stability* 15, pp.264–284.
- Shin, Jongsoon (2017), “Corporate Restructuring and Its Macro Effects,” *IMF Working Paper*, WP/17/17.
- Kang, Jun-Ku and Anail Shivdasani (1997), “Corporate Restructuring During Performance Declines in Japan,” *Journal of Financial Economics* 46, pp.29–65.
- Kim, Se-Jik (2004), “Macro Effects of Corporate Restructuring in Japan,” *IMF Staff Papers Vol. 51*, No.3.
- Laeven, L. and R. Levine (2009), “Bank Governance, Regulation and Risk Taking,” *J. Financ. Econ.* 93(2). 259–275.
- Lee, Chulhee (2014), “In Utero Exposure to the Korean War and Its Long-term Effects on Socioeconomic and Health Outcomes,” *Journal of Health Economics*, 33: pp.76–93
- Rodrik, D. (2004), “Industrial Policy for the Twenty-First Century,” John F. Kennedy School of Government, Havard University, September.

- Smart, Scott B. and Joel Waldfogel (1994), “Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 76, No. 3, Aug. 1994, pp.503–511.
- Stock J. H. and M. W. Watson (2011), 『Introduction to Econometrics Third Edition』, Addison-Wesley.
- World Bank (1999), *Symposium on Building Effective Insolvency Systems*, World Bank.

<부표> 패스트트랙 기업회생절차 제도 시행에 따른 이자보상비율 변화의 Heckman의 2단계 추정 결과

	1단계(first stage) <i>FT</i>	2단계(second stage) <i>ICR</i>	inverse mill's ratio
<i>FT</i> × <i>Post</i>	8.936*** (0.517)	-5.885 (5.801)	
규모	0.309** (0.145)	-1.198** (0.567)	
업력	0.0153 (0.0157)	-0.144* (0.0810)	
주력상품비중	0.0000 (0.00596)	-0.101*** (0.0300)	
영업이익/총자산	-3.947*** (1.467)	16.97* (9.497)	
차입금/총자산	-0.155 (0.551)	-1.262 (2.201)	
순운전자본/총자산	-0.147 (0.451)	-0.341 (1.756)	
현금자산/총자산	2.625 (2.617)	3.358 (12.58)	
부가가치/매출액	-0.639 (0.865)	-0.184 (3.849)	
고용자수	-0.00660*** (0.00256)		
lamda			-3.530 (2.668)
상수항	-14.72*** (3.496)	46.88** (18.24)	
연도고정효과	yes	yes	
관측치수	3,175	3,175	3,175

주 : 1) () 내는 표준오차이며 ***는 $p<0.01$, **는 $p<0.05$, *는 $p<0.1$ 을 의미

The Effect of the Fast-Track Corporate Rehabilitation Program on the ICR of the Companies under Court Receivership

Young Jun Choi*

The limitation of the work-out system, revealed in the process of addressing insolvent companies, brings the necessity for markets to prepare the grounds of corporate restructuring. In addition, the role of the court in restructuring insolvent firms is emphasized. The court employs the Fast-Track corporate rehabilitation program for swift rehabilitation proceedings; and recently, the rehabilitation-specialized court has been set up, combining the advantages of work-out and legal management.

Given the fact that a swift rehabilitation procedure is very critical due to the risk of the collapse of business foundation (e.g. falling asset value), this paper analyzes the effect of the Fast-Track program, introduced for a swift rehabilitation procedure. We use a Differences-in-Differences model, an econometric technique, to analyze and compare prior-and-post effects of policy implementation.

The analysis result shows that the effect of this program on the ICR of the companies under court receivership is positive except enough statistical significance. Their business foundation has been undermined before and after court receivership and they have difficulties in securing funds due to bankruptcy stigma even after the termination of receivership, resulting in curbing the effect of the program. The same result is observed in the estimation by size and business (e.g. large companies, small and medium companies, and manufacturing).

As for certain industries, subject to government restructuring, we do not find enough statistical significance in the analysis of Fast-Track effect, except for chemistry. In the case of chemistry, the Fast-Track program is helpful to increase the chances for rehabilitation owing to domestic companies' strong competitiveness. For steel and shipbuilding, however, the effect of Fast-Track seems to be not enough; their industrial competitiveness has been weakened, notably, in small and medium sized companies.

This result has following implications. First, to improve the effect of Fast-Track, institutional efforts are required to reduce disadvantages induced by bankruptcy stigma (e.g. a fall in credit rating and high risk premiums). In particular, specific measures are needed for companies, graduating from court receivership, to do business as normal companies. Next, as observed in the empirical analysis of steel and shipbuilding, the effect of Fast-Track may not be exercised to the full with weakened industrial competitiveness. Therefore, restructuring efforts such as business reshuffle seem to be necessary. If these issues are resolved, the Fast-Track effect will be gradually improved, and consequently the Fast-Track program will be successfully settled.

Keywords: Corporate restructuring, Fast-Track, Differences-in-Differences model

JEL classification: G30, G34, G38

* Senior Economist, Economic Research Institute, The Bank of Korea, Tel: +82-2-750-5366, E-mail: yjchoi70@bok.or.kr

The views expressed in this paper are those of the author and do not necessarily reflect the official views of the Bank of Korea. When reporting or citing this paper, the authors' names should always be stated explicitly.