

사모투자펀드의 은행 소유와 거래기업의 장단기 성과에 관한 연구

박 광 우 (KAIST)

박 래 수 (경상대)

정 광 선 (중앙대)

김 경 민 (중앙대)

사모투자펀드의 은행 소유와 거래기업의 장단기 성과에 관한 연구
Bank Ownership by Private Equity Funds and Client Firm Value

박광우, 박래수, 정광선, 김경민*

국문초록

본 연구는 외국금융기관의 제일은행 인수가 제일은행 거래기업의 가치에 어떻게 영향을 미치는지 고찰하였다. 특히 사모투자펀드에 의해 인수된 후 거래기업들의 장단기 성과에 대해 분석하였다. 본 연구에서는 1999년부터 2004년까지를 대상기간으로 제일은행의 거래기업 중 KOSPI 상장법인과 KOSDAQ 등록법인을 대상으로 하였다. 사모투자펀드와 은행을 주업으로 하고 있는 외국금융기관에 인수된 후의 제일은행 거래기업가치 변화에 대한 연구와 거래기업의 장단기 성과를 분석하였다. 연구결과 사모펀드의 은행인수에 대한 사건연구에서 제일은행거래기업의 주주 부에 부정적인 영향을 미쳤으며, 장기성과 또한 통제기업에 비해 부진한 성과를 면치 못했다. 이는 장기은행경영을 목적으로 하지 않는 사모투자펀드에 의한 제일은행의 매각에 대해 사전적(ex ante)으로 시장에서 형성된 부정적 반응이 사후적(ex post)으로도 계속되고 있음을 보여 준다. 특히, 뉴브릿지캐피탈의 제일은행 인수 후 소매금융 집중이 상장거래기업의 영업성과악화를 부분적으로 초래할 수 있음을 시사하고 있다.

** Key Word : Private Equity Fund, Banking Relationship, Bank Ownership, Client Firm, Long-Run Performance

* 박광우, KAIST 금융전문대학원 교수, kpark3@kaist.ac.kr
 박래수, 경상대학교 교수, rs00@nongae.gsnu.ac.kr
 정광선, 중앙대학교 교수, kchung@cau.ac.kr
 김경민, 중앙대학교 석사과정, aromil@empal.com

1. 서 론

1997년 말 외환유동성 위기에 봉착하게 되자 우리나라 정부는 공식적으로 국제통화기금(IMF)에 구제금융을 요청하게 되었다. 이에 따라 한국은 IMF의 권고 사항대로 초긴축 재정정책과 금융권의 구조조정에 나서게 되었고, 은행은 BIS 자기자본비율을 8%에 맞추고 기업 신규대출에 대한 대손충당금 적립을 요구 받았다. 이러한 상황과 함께 부실은행의 정리, IMF의 권고사항 중 하나였던 제일은행과 서울은행의 외국 금융기관에 매각, 세계적인 은행 대형화 추세, 선진외국금융기관 진입에 따른 은행 대형화의 필요성 등의 이유로 인하여 국내 은행의 합병이 가속화되었다. 그 결과 1997년말 기준 33개의 은행이 현재 19개의 은행으로 축소된 상태이고 시장집중도를 보았을 경우 허쉬만-허핀달(HHI) 지수에 의하여 시장집중도가 증가된 상태임을 알 수 있다.

이러한 국내 은행의 합병 추세와 맞물려 해외 사모펀드의 국내 진입이 이루어졌다. 해외 사모펀드는 국내 부동산 및 금융권을 인수하면서 본격적으로 활동을 하기 시작하였으며, 대표적인 예로 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행인수 사례, 론스타의 외환은행인수 사례, 칼라일의 한미은행인수 사례가 있다. 위에서 열거한 사례 중 국내에서는 처음으로 해외사모펀드가 은행을 인수한 후 일정 기간동안 경영한 뒤 퇴출(exit)을 완료한 뉴브릿지 캐피탈의 경우는 우리에게 비은행금융기관의 은행합병에 대한 혜택과 비용에 대한 경험을 주었다는 점에서 시사하는 바가 크다.

본 연구에서는 외국금융기관의 제일은행 인수가 제일은행 거래기업의 가치에 어떻게 영향을 미치는지 고찰하였다. 특히 사모투자펀드에 의해 인수된 후 거래기업들의 장단기 성과에 대해 분석한다. 제일은행의 거래기업 중 KOSPI 상장법인과 KOSDAQ 등록법인을 대상으로 1999년부터 2004년까지를 대상기간으로 삼았다. 사모투자펀드와 은행을 주업으로 하고 있는 외국금융기관에 인수된 후의 제일은행 거래기업가치 변화에 대한 연구와 거래기업의 장단기 성과에 대한 분석을 하고자 한다. 구체적으로 두가지의 중요한 사건일

(event date):1).뉴브릿지 캐피탈에 의해 인수확정이 된 시점; 2). 스탠다드차터드뱅크(SCB)의 인수확정이 된 시점을 기준으로 <표 1>을 작성하였고, 제일은행의 거래기업들의 가치변화를 알아보고자 한다.

<표 1> 2개의 사건일

내용 (event)	사건일 (event date)
제일은행 뉴브릿지 캐피탈과 양해각서 체결	1999년 01월 04일
SCB가 인수자로 공식 발표	2005년 01월 10일

각 사건일을 기준으로 사건 연구가 이루어진 후 제일은행이 사모투자펀드인 뉴브릿지 캐피탈에 인수된 후 거래기업의 장단기 성과를 분석하기 위하여 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행 인수 후 3년 동안 거래기업의 장단기 성과를 분석한다. 분석결과 사모펀드의 은행인수에 대한 사건연구에서 제일은행거래기업의 주주 부에 부정적인 영향을 미치었으며, 장기성과 또한 통제기업에 비해 부진한 성과를 면치 못했다. 이는 장기은행경영을 목적으로 하지 않는 사모투자펀드에 의한 제일은행의 매각에 대해 사전적으로(ex post)나 사후적으로 (ex post) 제일은행거래기업 주주 부가 부정적 영향을 받고 있음을 시사한다. 특히, 거래기업의 장기저성과현상은 뉴브릿지캐피탈의 제일은행 인수 후 소매금융 집중이 상장거래기업의 영업성과악화의 부분적 이유가 될 수 있을 보여준다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2 장에서는 전통적인 기업금융, 신생기업의 기업금융, 해외 및 국내 은행 합병에 관한 기존 문헌 연구와 관계금융에 대한 이론적 고찰이 이루어져 있다. 제 3 장에서는 표본과 자료수집 방법 및 가설 설정으로 이루어져 있다. 제 4 장에서는 분석을 위한 방법론에 대한 설명으로 이루어져 있다. 제 5 장에서는 가설에 대한 검증을 통한 연구 결과를 제시하였다. 마지막으로 제 6 장에서는 연구의 결과를 요약하여 제시하고 본 연구의 시사점과 한계점 및 향후 연구되어야 부분에 대한 방향을 제시하였다.

2. 이론적 배경 및 선행연구 고찰

2.1. 전통적인 기업금융에 대한 이론적 배경

전통적인 기업재무이론에서는 기업의 자금조달과 관련하여 Pecking Order Theory가 제시되고 있다(Donaldson, 1961). 즉, 경영자는 투자를 위한 자금조달 의사결정을 함에 있어서 투자자금으로 이익잉여금을 우선적으로 활용하고 이익잉여금을 모두 활용한 다음에는 은행차입이나 회사채 발행과 같은 부채를 사용한다는 가설이다. 이 가설에 의하면 위와 같은 자금원을 통한 투자가 불가능할 경우 기업들은 주식발행을 통한 자금조달을 시도하게 된다고 본다.

이러한 전통적인 기업금융에 대한 설명은 기업가와 투자자(또는 대출자)간에 정보비대칭성 내지 불균형(Information Asymmetry)의 문제가 있을 때도 여전히 유효하다고 할 수 있다. 예컨대 Myers and Majluf(1984)에 의하면 투자자들은 기업에 대한 정보가 부족하기 때문에 평균적으로 기업의 가치를 판단하는 경향이 있다고 본다. 이러한 경우 회사채나 은행차입을 통해 자본을 조달하는 기업과는 달리, 주식 공모를 통한 외부자본을 투자 안에 투자하려는 기업은 우량기업으로 인식되지 않게 된다. 따라서 이러한 기업경영자와 투자자간의 정보비대칭성 문제는 우량기업으로 하여금 주식공개(IPO)나 주식의 추가발행을 꺼리게 하는 반면 은행차입이나 회사채 발행을 선호하게 만든다.

2.2. 신생기업의 기업금융에 대한 이론적 배경

최근 IT산업의 발전과 함께 많은 벤처기업이 전 세계적으로 생겨나면서 이러한 기업의 자금조달과 메커니즘을 설명하려는 연구의 흐름이 나타났다. Winton and Yerramilli(2005)는 초창기 기업이 성장하면서 필요한 사업의 자금조달을 위해 은행, 벤처자본(Venture Capital) 또는 두 기관이 함께 그 과정에 참여할 수 있다고 보고 각 기관의 감시강도와 각 기업의 재무적 여유의 정도를 분석하였다.

기업이 은행으로부터 자금을 조달하는 경우에는 벤처자본으로부터 자금을

조달하는 경우보다 채권자의 감시강도가 약하다. 따라서 은행의 감시기능은 주로 바람직하지 않은 결과를 최소화하는데 초점이 맞추어져 있었다. 즉 은행은 계약조건 위반, 담보가치의 가치하락 등에 대하여 주로 감시하고 있음이 나타났다. 반면 벤처캐피탈리스트들은 투자한 기업의 이사회에 참여하면서 의결권도 갖는다. 이에 따라 만약 경영진이 계약조건을 위반한다면 벤처캐피탈리스트들은 현 경영진을 새로운 경영진으로 대체할 수 있는 권한을 가지고 있다. 이러한 권한 때문에 벤처캐피탈리스트들은 은행보다 더 강력한 감시활동을 할 수 있고, 기업의 주요 의사결정과 관련하여 적극적인 역할을 담당할 수 있게 된다.

한편, Ueda(2004)는 지적재산권 보호에 근거하여 벤처캐피탈로부터의 자금조달과 은행으로부터의 자금조달에 대한 다양한 설명을 제시하였다. Ueda는 벤처캐피탈리스트들에 대해 다음의 두 가지 가정을 제시하였다. 첫째로 벤처캐피탈리스트들이 은행보다 투자 안을 선별하는 기술적인 전문성을 가지고 있으며, 둘째로 벤처캐피탈리스트들이 투자 안을 가로챌 수 있다는 것이다. 이는 현재의 경영진 없이도 투자 안을 실행할 수 있다는 것을 암시한다. Ueda(2004)는 이러한 가정을 통하여 벤처캐피탈로부터의 자금조달이 은행으로부터의 자금조달보다 더 비싸다고 주장한다.

지금까지 논의한 자금차입원에 따른 감시강도와 기업의 재무적 여건을 <표 2>로 정리하였다.

<표 2> 자금차입원별 기업 감시강도와 재무적 여유

구분 1	상	중	하
감시 강도	벤처캐피탈 자금조달	메자닌 자금조달	은행자금조달
재무적 여유	은행자금조달 메자닌 자금조달		벤처캐피탈
구분 2	전환사채 또는 자본-부채 결합		부채
자본조달 유형	벤처캐피탈 자금조달 메자닌 자금조달		은행자금조달

2.3. 은행 합병에 대한 이론적 배경 및 선행연구

해외의 연구에서는 대부분 인수대상은행의 주주부가 증가한다고 보고하고 있다. 이와 관련하여 Cornett, De(1991)는 은행 간 합병발표 공시로 인해 인수대상은행의 초과수익률이 9.66%, Houston, Ryngaert(1994)는 인수대상은행의 초과수익률이 14.7%, Neely(1987)는 36.22% 증가한다고 하였다.

이와는 반대로 인수은행에 대한 연구의 결과는 엇갈리고 있다. Cornett, De(1991)는 인수은행에 크게 영향을 주지 못한다고 하였고, Houston, Ryngaert(1994)는 인수은행의 초과수익률이 약 2%의 음의 수익률을 발생시킨다고 하였으며, Neely(1987)는 앞의 연구자들과 달리 인수은행의 초과수익률이 양의 수익률을 나타낸다고 하였다. Houston, Ryngaert(1994)는 인수대상은행의 경우 양의 수익률이 나타나고, 인수은행의 경우 음의 수익률이 나타내는 이유에 대하여 가치창출이 이루어지는 시너지 효과나 가치하락이 이루어지는 경영자 참호구축효과보다 인수대상은행과 인수은행의 주주 사이의 부의 재분배가 이루어진다고 하였다.²⁾

Akhavain, Berger, Humphrey(1997)는 은행의 인수 및 합병에 의해 대형화가 이루어짐으로써 인수 및 합병 전보다 대출이자율을 높게 하고 예금이자율을 낮게 하여 중소기업이나 개인에 대한 대출을 감소시키는 부정적인 효과를 초래하는 경우가 있다고 하였다. Berger, Anthony, Joseph, Udell(1998)은 1970년대부터 1990년대 초까지 은행합병이 중소기업 대출에 미친 효과를 분석하였고, 효과에 대하여 정태적 효과, 재편효과, 직접효과, 외부효과로 분류하였다.³⁾ 연구 결과에 따르면 순수한 은행합병의 경우에는 정태적 효과가 크게 나타나 증

2) 합병이론에 대해서는 가치를 증가시킨다고 주장하는 연구는 Coase(1937)의 거래비용절감효과와 Bradley, Desai, and Kim(1983, 1988)의 시너지효과, 그리고 Manne(1965), Alchian and Demsetz(1972)의 징계(disciplinary)효과가 있다. 가치를 감소시킨다고 주장하는 연구는 Jensen(1986)의 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 대리비용, Shleifer and Vishny(1989)의 경영자 참호구축가설(Management Entrenchment)이 있다. 가치가 변하지 않는다고 주장하는 연구는 Roll(1986)의 경영자 오만가설(Hubris)이 있다.

3) 위에서 제시한 4가지 효과에 대한 설명을 하면 정태적 효과란 은행규모의 확대, 재편효과란 자산운용 업무내용의 변화, 직접효과는 대출성향의 변화를 의미한다. 마지막으로 외부효과란 다른 은행의 신설로 인한 영향을 의미한다.

소기업 대출이 크게 감소하며, 재편효과와 직접효과의 경우 중소기업 대출을 증가시키지만 정태적 효과를 상쇄시킬 만큼 크지 않다고 하였다. 또한 외부효과는 상당히 큰 것으로 나타나 있다. 결과적으로 순수한 은행 간의 합병으로 인하여 중소기업에 대한 대출이 감소한다고 주장하였다. 그러나 중소기업에 특화된 또 다른 새로운 은행이 나타나는 외부효과로 인하여 중소기업의 은행 접근성은 나아질 수 있다고 주장하였다.

기존 연구와 달리 중소기업 대출을 감소시키지 않는다는 연구결과도 있다. Peek, Rosengren(1998)는 미국에서 은행 합병 후 중소기업 대출은 증가하기도 하고 감소하기도 한다고 하였다. 그 이유는 인수대상은행의 중소기업 대출비중이 인수은행보다 클 경우 중소기업대출이 감소하지만 반대의 경우에는 중소기업대출이 증가한다고 주장하였다. Strahan, Weston(1998)도 소형은행 간 합병일 경우에는 중소기업 대출이 증가한다고 하였고, 점점 은행의 규모가 커짐에 따라 중소기업 대출이 감소하는 패턴을 보여준다고 하였다. 그러나 대출의 절대규모는 은행의 규모가 증가함에 따라 비례적으로 증가한다는 것을 보여주고 있다.

국내은행간 합병에 대한 이론적 접근은 박광우(2004)의 최근 논문에서 찾을 수 있다. 박광우(2004)는 Salop(1979)의 공간경쟁모형을 이용해 인수합병을 통한 은행대형화가 우리나라 은행시장에 미치는 경쟁효과에 대하여 이론적 고찰을 했다. 그 결과, 국내은행시장과 같은 단일은행시장에서 역내은행간의 합병은 합병은행들의 예금금리는 대형은행들로만 구성된 시장에서의 예금금리수준보다도 낮을 뿐만 아니라, 대출금리는 대형은행들로만 구성된 시장보다 오히려 높은 것으로 나타났다. 경쟁은행의 감소로 인해 합병은행들이 시장지배력(market power)을 행사하여 예금시장에서의 경쟁이 위축되어 합병은행은 더욱 낮은 예금금리를 제시할 뿐만 아니라 대출시장에서도 경쟁이 완화되어 합병은행은 대출금리를 높이기 되기 때문이다. 본 연구의 정책적 시사점중의 하나는 국내은행들간의 인수합병을 통한 대형화가 더욱 진전되어 은행시장이 과점화될 경우, 이때 등장한 대형은행들의 시장지배력 행사로 예금시장이나 대출시장에서 모두 경쟁이 위축될 수 있다는 점이다. 따라서 충분한 수의 경쟁은행확보를 위해 씨티은행의 한미은행인수사례와 같이 외국대형은행의 국내은행인수를

통한 경쟁의 촉진도 은행시장 발전을 위한 대안들로 생각해 볼 수 있다는 점이다.

국내 은행 간 합병에 대한 연구는 해외에서의 은행 간 합병에 대한 연구와 합병동기에서 차이가 있다 할 수 있다. 그 이유는 해외에서의 은행 간 합병의 경우는 자발적인 성격의 합병인데 비해 국내 은행 간 합병의 경우에는 정부주도로 이루어진 경우가 많았기 때문이다. 이와 관련하여 조경식, 이원복(2002)은 1998년부터 2001년까지 합병을 공시한 14개 금융기관에 대하여 사건일을 기준으로 -30일까지의 기간을 사건기간으로 하여 사건 연구를 하였다. 그 결과 합병공시에 대하여 시장반응이 호의적으로 나타났다. 이명철, 박주철, 권재현(2002)은 국민은행과 주택은행의 합병으로 신설된 국민은행 합병일과 합병은행 출범일의 주가 반응에 대하여 분석하였다. 그 결과 국민은행의 경우 두 가지 사건일 모두 양의 주가 반응을 보였으나 유의하지 않았다. 이는 해외의 은행 간 합병에 따른 연구와는 상반된 결과를 나타내고 있음을 보여준다.

박경서, 김창호(2002)는 국내은행 간 인수 및 합병이 거래기업의 대출에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 중소기업의 경우 합병 방법에 상관없이 규모가 증가하면 중소기업 대출이 감소한다고 하였다. 그에 비해 대기업 대출의 경우 시중은행과 지방은행을 합병한 경우 규모가 증가하면 대기업 대출이 감소한다고 하였고 P&A 방식 합병이나 M&A 방식 합병은 유의하지 않은 결과를 보여주었다.⁴⁾

2.4. 관계금융에 대한 이론적 배경 및 선행연구

일반적으로 관계금융이란 은행과 거래기업간의 오랜 유지로 인하여 두 대상들 사이의 정보흐름이 원활하게 진행되고 이로 인한 신뢰가 형성되어 은행의 입장에서 새로운 3자의 기업과는 차별되는 금융서비스를 제공하는 것을 말

4) 자산·부채 인수(P&A) 방식이란 우량 금융기관이 계약에 의해 부실 금융기관의 우량자산과 부채를 넘기고 인수하는 방식이다. 정부는 부실은행의 우량 부실부분을 나누어 우량부분은 인수은행에 넘기고 인수되지 않는 부실채권은 부실채권 전담은행인 배드뱅크(Bad Bank)가 인수하도록 한다. P&A 방식의 장점은 부실은행 정리가 수개월 내에 신속히 이루어질 수 있다는 것과 고용승계의무가 없어 부실은행의 종업원들은 인수은행이 원할 경우에만 재고용되며, 주주들도 감자를 통해 소유권을 잃게 되므로 사실상 부실은행은 완전 해체된다. 이에 비해 M&A 방식은 주식인수를 통해 경영권을 확보한다는 측면에서 P&A 방식과 구별된다.

한다. 즉 관계금융은 일반적으로 대출의 가용성을 증대시켜 기업의 유동성을 높이고(Peterson and Rajan, 1994; Cole, 1998), 담보요구를 경감시키고(Berger and Udell, 1995), 기업의 신용도를 시장에게 알리는 신호전달의 역할을 한다(Peterson and Rajan, 1994).

Diamond(1984)는 기업의 주거래 은행제도와 관련된 이론적인 기반은 위임 감시자로서 은행의 역할을 설명하였다. Diamond(1984)는 은행은 하나의 기업을 감시함으로써 감시에 관한 노하우가 생김으로써 다수의 기업이 존재할 경우 감시와 관련된 비용의 감소를 이룰 수 있다고 하였다. 또한 대출자(lender)의 무임승차문제(free-rider problem)를 은행이 위임감시자의 역할을 수행함으로써 해결할 수 있다고 제시하였다.

이에 비해 Rajan(1992)은 대출자에 대한 정보접근이 용이한 주거래 은행의 독점적 지위가 어떠한 결과를 가져올 수 있는가를 설명하였다. Rajan(1992)은 주거래 은행이 대출자의 투자 안이 비효율적이라고 판단되면 추가 금융을 중단할 수 있다는 것이다. 이와는 반대로 대출자의 경영상태가 우수하다는 정보를 알고 있을 경우 주거래 은행은 지대착취(rent extraction) 하려는 경향을 보이게 된다. 결과적으로 대출자는 진행되고 있는 투자 안에 더 이상 노력을 하지 않으려는 도덕적 해이(moral hazard)의 문제를 발생시킬 뿐만 아니라 기업의 입장에서 비용을 감수하고 다수의 은행과 거래하여야 하는 문제가 발생한다. 이러한 두 가지 관점이 관계금융의 비용적인 측면의 핵심이다.

이와 관련하여 Ongena and Smith(2000)는 주거래 은행의 지대착취 문제를 해결하기 위해 기업들이 다수의 은행과 거래할 경우 기업의 신용에 대한 문제점이 발생함을 보여주었다. 이는 주거래 은행이 아닌 다수의 거래은행 존재로 인하여 각 은행들의 기업에 대한 정보수집이 유인이 감소하면서 기업에게 제공되는 신용이 축소된다고 하였다. James(1987)는 Fama(1985)의 이론을 실증적으로 검증하였다. James(1987)는 기업의 자금 조달방법으로 은행차입에 따른 조달방법과 자본시장을 통한 조달방법을 사용하였을 경우에 대한 대상기업의 주가 반응을 분석하였다. 그 결과 은행차입에 따른 조달방법에 양의 반응이 나타나며, 자본시장을 통한 조달방법에는 음의 반응을 나타냈다. 이것은 자본조달순위이론(Pecking order theory)과 일치하는 결과를 나타낸다. 이는 주거

래 은행을 통한 자본조달이 자본시장을 통한 자본조달보다 대상기업에게 더 많은 혜택이 주어진다는 관계금융의 긍정적 효과와 연관성이 있다고 해석할 수 있다.

Hoshi, Kashyap, Scharfstein(1991)는 관계금융의 가치 및 혜택이 은행중심 금융제도 국가인 일본에서 더욱 두드러지게 발견된다고 주장한다. 일본기업들의 경우 주거래 은행을 통하여 자금을 조달하고, 주거래 은행 또한 거래 기업들의 영업성과 및 전망(prospect)에 대해서 정보우위에 있게 된다. 이러한 주거래 은행과 거래 기업의 관계금융효과로 인하여 거래기업이 재무적 곤경에 처할 지라도 주거래 은행이 기업의 장기 전망을 확신한다면 거래기업은 주거래 은행으로부터 자금조달을 할 수 있게 된다. 즉, 주거래 은행이 있는 기업들은 유동성 제약을 받는 경우에도 기업의 투자의사결정에 영향을 받지 않는다고 하였다. Slovin, Sushka, Polonchek(1993)은 관계금융의 효과를 직접적으로 측정하기 위하여 사건연구 방법론을 이용하였다. 1984년 미국 Continental Illinois Bank의 지급불능사태가 주거래 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는가에 대하여 분석하였다. Slovin, Sushka, Polonchek(1993)는 Continental Illinois Bank의 지급불능발표로 거래기업들은 2일간의 사건일 동안 초과수익률이 -4.2%를 나타낸 반면, 연방예금보험공사(FDIC)의 구제금융 발표에 대해서는 2%의 초과수익률을 기록하였다고 보고하였다. 위와 같은 초과수익률의 발생은 은행과 거래 기업의 관계(관계금융)와 관련된 어떠한 가치를 반영하는 추정치가 될 수 있다고 주장한다.

Yamori, Murakami(1999)는 1997년 발생한 일본의 홋카이도 은행(Hokkaido Takusyoku Bank) 파산에 따른 거래기업들의 주가반응을 조사하였다. Yamori, Murakami(1999)는 파산 발표된 홋카이도 은행의 거래 기업의 주가가 큰 폭의 음의 초과수익률이 나타난다는 것을 발견하였다. Brewer, Genay, Hunter, Kaufman(2003)은 홋카이도 은행의 파산발표 뿐만 아니라 1998년 발생한 일본 장기신용은행(Long-Term Credit Bank of Japan) 및 일본 신용은행(Nippon Credit Bank)의 부실에 따른 합병조치(rescue mergers)에 대한 거래기업들의 주가 반응을 조사하였다. Brewer, Genay, Hunter, Kaufman(2003)은 위의 사건들로 인해 거래기업들의 주가수익률이 큰 폭으로 하락하였음을 보여

주었다. 이러한 영향은 거래기업과 주거래 은행의 재무적 특성, 외부자금의 대체적 조달가능성 또는 기업의 수익성 등에 따라 다르게 나타나는 것을 발견하였다.

Djankov, Jindra, Klapper(2000)는 아시아 외환위기 기간에 인도네시아, 한국, 태국의 31개 은행의 합병, 국유화, 청산 등 지급불능사태가 269개 거래기업들의 가치에 미치는 영향을 조사하였다. Djankov, Jindra, Klapper(2000)는 합병과 청산 등의 발표는 거래기업의 주식에 -3.9%의 음의 유의적인 초과수익률을 초래하는 반면, 증자와 경영진 교체 등을 포함한 은행의 국유화조치 발표는 양의 유의적인 초과수익률을 발생시키는 것을 발견하였다. Djankov, Jindra, Klapper(2000)는 관계금융이 거래기업들에게 가치를 창출시키고, 이러한 관계금융의 지속여부에 대한 시장투자자들의 확신이 거래기업들의 주가반응에 반영되어 나타난다고 주장한다. Bae, Kang, Lim(2002)은 한국의 외환위기 기간에 은행들이 신용등급하락, BIS 비율하락, 주요거래기업의 부도 등으로 재무적 곤경(financial distress)에 처할 때 은행거래기업들의 시장반응을 분석하여 관계금융의 가치를 분석하였다. Bae, Kang, Lim(2002)은 은행등의 재무적 곤경상태는 거래기업들에게 음의 초과수익률을 발생시켰으며, 이러한 부실의 효과는 은행의 부실정도가 클수록, 그리고 거래기업의 은행의존도가 크거나 재무적 취약도가 클수록 더욱 두드러지게 나타나는 것을 확인하였다.

Ongena, Smith, Michalsen(2003)은 노르웨이 금융제도가 붕괴 직전까지 1988년과 1991년 사이 노르웨이의 5개 주요은행들의 부실규모 노출 및 구제금융 요청 등 일련의 은행재무곤경 사태에 대해 217개 거래기업 집단과 443개 비거래기업 집단으로 구분하여 주가반응을 분석하였다. 사건기간동안 노르웨이 은행들은 큰 폭의 주가하락을 나타냈지만, 이들 재무곤경 은행들과 관계금융을 유지하고 있는 거래기업들은 아주 약간의 일시적인 주가 변화만 보이고 있었다. 오히려 유동성 자금을 이용할 수 있는 기업들이나 과거 주식발행 경험이 있는 기업들은 비교적 높은 수준의 주가상승을 나타내었다. Ongena, Smith, Michalsen(2003)은 은행들의 재무적 곤경사태는 노르웨이 기업들의 재무 및 투자능력에 유의한 부정적인 영향을 초래하지 않는 다는 것을 발견하였다. Ongena, Smith, Michalsen(2003)의 연구결과는 한국과 일본에서의 연구와 차

이점을 보이고 있다. 이러한 이유로 Ongena, Smith, Michalsen(2003)은 각국 금융시장에서의 소액주주권리의 보호여부, 회계 및 공시제도의 투명성, 자본시장의 성숙도 등에 기인한다고 주장한다.

공재식(2005)은 상업은행과 한빛은행의 합병 발표에 따른 두 금융기관의 주거래 기업의 주가 반응에 대한 연구를 하였다. 합병발표 후 다음날 상업은행의 주거래 기업은 5% 유의수준에서 -0.79%였던 반면 한일은행의 경우에는 유의수준 1%에서 합병 발표 당일 -1.25%, 발표다음날 -1.17%, 발표 2일 후 -2.37%의 초과수익률을 보여주었다. 이와 같은 결과에 대하여 합병을 통한 주거래 기업들의 관계금융 효과가 감소될 것으로 예상하나, 상업은행보다 한일은행의 주거래 기업들이 보다 심각하게 인식하였다고 해석하였다.

박래수, 윤석현(2000)은 국내 은행과 주거래 기업의 관계금융 효과에 대하여 5개 퇴출은행의 주거래 기업들을 대상으로 사건 연구(event study)를 하였다. 관계금융 효과에 대하여 관계 효과, 특수관계 효과, 유동성 효과에 대하여 분석을 하였다. 주거래 기업들의 음의 주가반응에 대하여 주거래 은행의 퇴출로 인한 유동성 효과와 관계단절로부터 오는 특수관계 효과의 상실에 기인한다고 하였다. 정형찬, 이명철(2006)은 제일은행의 해외 매각에 대한 사례연구를 통하여 부실은행의 정리방식과 매각 과정에서의 시장반응, 외국자본의 국내은행 인수 시 은행지배구조와 경영전략의 변화, 인수 전후의 경영성과 비교 등을 고찰함으로써 현재까지도 사모투자펀드에 제일은행을 매각하였다는 것이 잘못되었다는 논쟁에 대한 반대의 이유를 제시하였다.

3. 표본 및 가설설정

3.1. 표본

본 연구는 1998년 말 기준으로 제일은행을 거래은행으로 두고 있는 상장 기업을 대상으로 사모투자펀드와 본래 은행업을 주요 사업으로 하는 외국은행에 의해 제일은행이 인수되었을 경우 거래기업의 가치변화에 대하여 알아보고, 사모투자펀드에 의해 인수된 후 거래기업들의 장단기 성과를 분석하는데 그 목적이 있다. 본 연구에서는 박래수, 윤석현(2000)의 데이터를 기초로 하여 분석하였다. 즉 뉴브릿지 캐피탈에 의해 제일은행이 인수되었을 시점에서의 제일은행을 통하여 대출을 받은 기업을 기본 대상으로 한다. 표본기업 중 산업분류에 의해 금융 및 보험업에 해당되는 기업의 경우에는 표본기업에서 제외시켰다. <표 3>은 사건일 기준 총 제일은행 거래 기업의 수와 표본 기업의 수를 나타내고 있다. 장기성과를 측정하는데 있어 2가지 기준이 제시되었으며 2가지 기준에 맞는 동종기업을 찾을 수 없는 경우나 거래기업이 3년 내에 합병이나 기타 사유로 인하여 데이터를 구할 수 없는 경우에도 거래기업을 표본기업에서 제외시켰다. 그 외 사건 연구 및 장기성과 측정에 필요한 모든 자료는 (주)한국신용평가에서 발행한 KIS-VALUE II를 통하여 수집하였다.

<표 3>에서 제시된 바와 같이 사건 연구의 기준이 되는 1998년 말 표본기업의 수는 76개, 2004년 말에는 합병 등의 기타 사유로 인하여 데이터를 구할 수 있는 표본기업의 수는 64개이다. 이를 통하여 거래기업의 관계금융 효과에 대하여 분석을 하였고, 1998년 말 76개의 거래기업을 대상으로 하여 기업규모, 기업규모와 산업코드 중분류 기준 2가지에 의하여 동종기업을 산정하였다. 그 결과 기업규모 기준에 의한 장기성과의 표본기업은 70개, 기업규모와 산업코드 중분류 기준에 의한 장기성과 표본기업은 54개이다. 위의 2가지 기준에 의한 표본기업을 대상으로 사모투자펀드의 은행 인수에 따른 거래기업의 장기성과 분석을 하였다.

<표 3> 사건일 기준 총 거래 기업의 수 및 표본 기업의 수

연도	구분		총 거래 기업의 수	합병 및 missing data	표본 기업수	
1998	사건연구		76	0	76	
2004			76	12	64	
1999 ~ 2004	장기 성과	BHAR	업종평균	76	15	61
		Calendar	Size	76	12*	64
		- Time	Size & SIC code:	76	27*	49

* benchmark firm이 없는 경우 추가로 포함

3.2. 가설의 설정

일반적인 인수합병과 달리 1998년 말 제일은행은 사모투자펀드인 뉴브릿지 캐피탈에 인수되었다. 사모투자펀드의 특성상 사모투자펀드에 의한 인수 합병은 관련 다각화 및 비관련 다각화 의미의 합병과 다르다. 즉 지속적으로 제일은행을 경영하려는 목적이 아니라 정해진 기간 내에 제일은행을 회생시켜 여러 가지 방법 중 하나로 재매각하여 투자자금을 회수(exit)하려고 하기 때문이다.⁵⁾ 그러므로 은행의 거래기업 입장에서는 기존의 관계금융 혜택을 보지 못한다는 의미가 된다.

또한 사모투자펀드의 제일은행 인수로 인해 제일은행의 기존 감시 및 통제 시스템보다 더 강도 높은 시스템이 도입됨으로써 기존 거래기업들은 유동성 감소의 문제에 시달리게 될 것이다. 이를 토대로 가설 1을 제시하면 다음과 같다.

5) 사모투자펀드의 투자회수(Exit) 전략에는 동종업종에 매각, 다른 업종에 매각, 청산, SIPO(Second IPO)등의 방법이 있다.

가설 1. 사모투자펀드의 국내은행인수는 거래기업과의 관계금융 약화 및 유동성 감소로 인해 거래기업에 부정적인 신호로 비추어질 것이다.

그리고 뉴브릿지의 제일은행인수후 사후적(ex post)으로 제일은행거래기업의 장기성과는 동종업종의 비슷한 규모의 기업보다 약할 것이라는 다음 가설을 우리는 쉽게 제시할 수 있다.

가설 2. 사모투자펀드의 국내은행인수는 거래기업과의 관계금융 약화 및 유동성 감소로 인해 거래기업의 장기성파가 부진할 것이다.

한편, 가설 1과 반대로 HSBC나 스탠다드차터드뱅크(SCB)와 같은 외국은행의 인수는 거래기업들의 은행여신이 안정적으로 유지되거나 증대될 것으로 예상되기 때문에 거래기업의 기업 가치에 긍정적으로 반응할 수 있고, 이와 같은 반응은 국내은행 간 합병에 대한 시장반응과 대조를 이룰 것이다.

4. 연구방법

4.1. 사건 연구 (Event Study)

본 연구에서는 장단기 성과 측정을 제외한 부분에 대하여 사건 연구를 통하여 검정하려한다. 본 연구에서 초과수익률(abnormal return : AR)을 계산하기 위해 시장모형(market model)을 사용하였다. 이 모형은 특정시점에서 어떤 주식의 정상기대수익률을 OLS에 의해 추정된 계수를 이용하여 구하는 방법이다. 시장모형의 회귀계수는 사건의 영향을 받지 않았다고 여겨지는 추정기간에서의 주가수익률 자료를 이용하여 추정한다. 추정기간은 사건일을 기준으로 -30일부터 -230일까지로 하였다. 시장모형을 이용한 주식 j 의 t 시점에서의 초과수익률 $AR_{j,t}$ 는 다음과 같다.

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - (\alpha + \beta \cdot R_{m,t}) \quad \text{-----} \quad (1)$$

$AR_{j,t}$: 주식 i 의 t 일의 초과수익률

$R_{j,t}$: 주식 i 의 t 일의 실현수익률

$R_{m,t}$: t 일의 시장지수의 수익률

α, β : OLS에 의해 추정된 회귀계수

위의 식(1)에서 개별주식의 수익률 ($R_{j,t}$)은 다음과 같이 계산한다.

$$R_{j,t} = \frac{P_{j,t} - P_{j,t-1}}{P_{j,t-1}} \quad \text{-----} \quad (2)$$

$P_{j,t}$: t 일의 개별주식의 가격

$P_{j,t-1}$: $t-1$ 일의 개별주식의 가격

시장모형을 이용한 표본 기업의 초과수익률의 평균은 식 (3)와 같이 계산된다. 즉, 표본에 포함된 주식 j 의 t 시점에서의 초과수익률은 개별주식의 일별 주가수익률을 모두 합한 다음 표본 기업의 수로 나눈 것을 의미한다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N AR_{j,t} \quad \text{-----} \quad (3)$$

AR_t : 주식 j 의 t 일의 평균초과수익률

N : 포트폴리오에 포함된 개별기업의 수 (표본기업의 수)

누적초과수익률(cumulative abnormal return : CAR)은 다음의 식 (4)와 같이 계산된다.

$$CAR_T = \sum_{i=1}^T AR_i \quad \text{-----} \quad (4)$$

CAR_T : T일까지의 누적초과수익률

그리고 통계적 유의성을 검정하기 위한 검정통계량은 식 (5)와 같이 계산하여 유의성을 검정하였다.

$$t = \frac{CAR}{S(CAR)} = \frac{\sum AR}{\sum S(AR)} \quad \text{-----} \quad (5)$$

4.2. 장기성과 측정방식

본 연구에서 장기성과를 측정하기 위하여 Billett et al.(2001)의 보유기간초과수익률(BHAR)모형과 Calendar-Time 포트폴리오 방법론을 이용하였다. 또한 정성창, Yong-Gyo Lee(2003)는 장단기 성과를 측정하기 위하여 Event-time 포트폴리오 접근 방식과 Calendar-time 포트폴리오 접근 방식을 제시하였다. Event-time 포트폴리오 접근 방식의 경우에는 보유기간초과수익률(BHAR)과 누적초과수익률(CAR)을 이용하여 장단기 성과를 측정하는 방식이다. 이 방법은 대응포트폴리오(benchmark portfolio)를 선정하여 표본 기업들의 보유기간수익률(HPR)과 대응포트폴리오의 보유기간수익률(HPR)을 이용하여 보유기간초과수익률(BHAR)을 산출한다. Barber, Lyon(1997)과 Barv(1997)는 Event-time 포트폴리오의 경우 비교적 간단한 방법을 통하여 장단기 성과를 측정할 수 있다는 장점이 있으나, 복리계산으로 특징으로 보유기간이 길어질수록 보유기간초과수익률(BHAR)이 증가하는 단점이 있다고 제시하였다. 이러한 복리 계산의 문제점을 해결할 수 있는 방법으로 누적초과수익률을 이용한 방법이 있으며, 이는 과거 선행연구에서 많이 사용되었던 방법이다.⁶⁾ 이에 비하여 Calendar-time 포트폴리오 접근 방식의 경우에는 보유기간초과수익률(BHAR)과 누적초과수익률(CAR) 모형을 사용할 때 발생할 수 있는 횡단면적

6) 정성창, Yong-Gyo Lee (2003, 재무연구), “자사주 취득 기업들의 장기성과에 관한 연구”.

공분산 문제점과 Fama(1998)가 제시한 부적절한 모형의 문제점을 해결하는 방편으로 제시되고 있다.

4.2.1 보유기간초과수익률(BHAR)모형

보유기간초과수익률(BHAR)모형은 Ritter(1991)의 연구에서도 알 수 있듯이 통제기업(benchmark firm)을 선정하여 통계적 문제점을 해결할 수 있다. 이러한 점을 착안하여 본 연구에서는 보유기간초과수익률(BHAR)모형을 수정하여 통제기업의 보유기간수익률 대신 표본기업의 업종지수보유기간수익률을 이용하여 장기성과를 분석하였다. 이는 다음의 식으로 표현할 수 있다..

$$HPR_i = \left[\prod_{t=1}^{T_i} (1 + Rit) \right] \text{-----} (6)$$

Rit : t 번째일의 i 번째 주식의 주가수익률

T_i : 3년 동안의 주식거래일 수

$$HPR_b = \left[\prod_{t=1}^{T_b} (1 + Rbt) \right] \text{-----} (7)$$

Rbt : t 번째일의 b 업종지수의 수익률

T_b : 3년 동안의 b 업종 지수일 수

이를 통하여 보유기간초과수익률의 평균(mean)과 중위값(median)을 다음의 식 (8)을 통하여 계산할 수 있다.

$$BHAR_i = HPR_i - HPR_b \text{-----} (8)$$

평균(mean)과 중위값(median)을 이용하여 유의성 검정을 하였다.

4.2.2 Calendar-Time 초과수익률(CTAR)모형

Calendar-Time 초과수익률(CTAR)모형은 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용하여 분석을 하였다. 1998년말 제일은행의 거래기업을 대상으로 표본기업의 통제기업(benchmark firm)을 두 가지 기준에 의하여 선정하였으며, 두 가지 기준은 다음과 같다.

1. 기업규모 10%내외
2. 기업규모 30%내외 + SIC code 중분류

기간은 총 1999년부터 2004년까지 구간을 나누어 36개월부터 72개월까지의 장기성과를 월별수익률을 기준으로 분석하였다. 분석은 총 3가지 방법으로 표본기업의 수익률, 통제기업의 수익률 대한 3요인 분석을 하였다. 이를 구체적인 수식으로 표현하면 다음의 식 (9), (10)으로 나타낼 수 있다.

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_m (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{size} (R_{small} - R_{large}) + \beta_{B/M} (R_{high} - R_{low}) + \varepsilon_t \quad (9)$$

$R_{p,t}$: 표본 기업 포트폴리오의 t 월의 수익률

$R_{f,t}$: t 월의 국공채 3년 만기수익률

$R_{m,t}$: t 월의 KOSPI지수 수익률

R_{small} : t 월의 전년도말 기준 시가총액 기준 하위 25% pf 수익률

R_{large} : t 월의 전년도말 기준 시가총액 기준 상위 25% pf 수익률

R_{high} : t 월의 전년도말 기준 장부가치 대비 시장가치 기준 상위 25% pf 수익률

R_{low} : t 월의 전년도말 기준 장부가치 대비 시장가치 기준 하위 25% pf 수익률

$$R_{b,t} - R_{f,t} = \alpha + \beta_m (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{size} (R_{small} - R_{large}) + \beta_{B/M} (R_{high} - R_{low}) + \varepsilon_t \quad (10)$$

$R_{b,t}$: 대응 기업 포트폴리오의 t 월의 수익률

표본기업 포트폴리오와 통제기업 포트폴리오의 수익률 차이를 분석함으로써 장기성과를 더욱 명확하게 볼 수 있다. 이러한 관계를 알아보기 위하여 다음의 식을 추가적으로 분석하였다.

$$[(R_{p,t} - R_{f,t}) - (R_{b,t} - R_{f,t})] = \alpha + \beta_m (R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{size} (R_{small} - R_{large}) + \beta_{B/M} (R_{high} - R_{low}) + \varepsilon_t \quad (11)$$

위의 모든 분석을 통하여 나온 유의한 α 의 값은 장기성과 분석의 지표가 된다.

5. 실증분석

5.1. 사건연구 결과분석

1998년 말 제일은행이 뉴브릿지 캐피탈에 인수되는 시점을 기준으로 표본 기업을 선정하여 누적초과수익률을 이용한 사건 연구의 결과와 2004년 말 뉴브릿지 캐피탈에 의해 인수된 제일은행이 다시 스탠다드차터드뱅크(SCB)에 의해 인수되는 시점을 기준으로 표본 기업을 다시 선정하여 누적초과수익률을 이용한 사건 연구의 결과를 살펴보았다.

아래 <표 4>는 1999년 뉴브릿지 캐피탈의 양해각서(MOU) 체결일 5일 전후의 일별초과수익률(AR)을 나타내고, <표 5>는 양해각서(MOU) 체결일을 토대로 5일 전후의 누적초과수익률(CAR)을 보여주고 있다. <표 4>에서 보듯이 사건일 전일과 당일 AR은 유의한 부(-)의 값을 가짐을 볼 수 있다. 또한 <표 5>에서 보듯이 사건일 -5일에서 사건당일까지의 CAR이나 사건일 -1일에서 사건당일까지의 CAR이나 사건일 -1일에서 사건일+1일 모두 매우 유의한 부(-)의 CAR값을 가짐을 알 수 있다. 이를 통해 우리는 사전적(ex post)으로 시장참여자들은 비은행금융기관인 뉴브릿지 캐피탈이 향후 제일은행을 인수하면 기업금융을 축소하여 기존 제일은행 거래기업이 경영상을 어려움을 받을 것이라는 예측을 한다는 것을 알 수 있다.

<표 4> 1999년 뉴브릿지 캐피탈의 양해각서(MOU) 체결일을 토대로 5일 전후의 일별초과수익률(AR)

Day	AR	t -value
-5	0.0058	0.861
-4	-0.0373***	-5.065
-3	-0.0095	-1.494
-2	0.0132**	2.495
-1	-0.0139**	-2.438
0	-0.0364**	-2.596
1	0.0188***	3.281
2	0.0407***	5.978
3	0.0019	0.259
4	0.0179***	2.952
5	0.0375***	5.726

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

<표 5> 1999년 뉴브릿지 캐피탈의 양해각서(MOU) 체결일을 토대로 5일 전후의 누적초과수익률(CAR)

Day	CAR	t -value
(-5 , 0)	-0.0782***	-4.807
(-1 , 0)	-0.0503***	-3.604
(-1 , 1)	-0.0316**	-2.075
(0 , 1)	-0.0176	-1.143
(-2 , 0)	-0.0371**	-2.476
(-2 , 1)	-0.0184	-1.121
(-2 , 2)	0.0223	1.151
(-5 , 5)	0.0385*	1.764

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

5.2. 장기성과 측정분석

1998년 말 제일은행의 거래 기업을 대상으로 사모투자펀드인 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행 인수 후 장기성과 비교를 하였다. 이를 위하여 본 연구에서는 보유기간초과수익률(BHAR)모형과 Calendar-Time 초과수익률(CTAR)모형을 사용하였다.

<표 6>는 보유기간초과수익률(BHAR)모형에 의한 장기성과를 분석한 결과를 제시한다. 평균과 중위값을 이용한 결과 일관되게 뉴브릿지의 제일은행 인수후 제일은행 거래기업의 주가수익률이 통제기업에 비해 저조함을 알 수 있다. 한가지 주목할 점은 인수 첫해인 1999년의 경우에는 제일은행거래기업의 주가성도가 통제기업에 비해 우월했다는 점이다. 어느정도 인수후 초기의 효율적 대출사후관리가 주식시장에 반영되었다고 볼 수 있겠다.

<표 6> BHAR모형에 의한 장기성과 분석결과 (단위 : %)

사건 후 기간	Mean(평균)	Median(중위값)
99~01(3년)	-13.93*	-34.25***
99(1년)	34.78***	32.67***
00(1년)	-24.24**	-29.99***
01(1년)	-53.15***	-53.09***

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

한편, Calendar-Time 초과수익률(CTAR)모형은 두 가지 기준에 의해 선정된 통제기업(benchmark firm)을 이용하여 장기성과 분석을 하였다. 즉, 기업규모와 동종업종 기준(SIC Code 중분류)에 의한 분석결과는 다음의 <표 7>에서부터 <표 10>에 제시되어 있다. 표본기업의 CTAR모형을 분석한 <표 7>과 <표 8>은 크게 유의한 결과를 발견할 수 없었다. 그러나, 표본기업과 통제기업의 차이 3요인 분석을 시도한 <표 9>와 <표 10>에서는 BHAR모형과 유사한 결과를 발견하였다. 특히, 가치가중포트폴리오기준으로 표본기업과 통제기업의 차이 3요인 분석을 시도한 <표 10>의 경우 장기성과 분석의 지표인 α 값이 매우 유의한 부(-)의 값을 사건후 48개월에서 72개월까지 가지고 있는 것으로 나타났다. 이는 사전적으로 시장에서 형성된 해외사모펀드의 은행인수에 대한 부정적 견해가 사후적(ex post)으로 계속되고 있고, 이는 거래기업의 영업성과로부터도 말미암고 있음을 알 수 있다.

<표 7> 기업규모와 SIC Code 중분류 기준

- 표본기업 3요인 분석(등액포트폴리오기준) -

사건 후 기간	99~01 (36개월)	99~02 (48개월)	99~03 (60개월)	99~04 (72개월)
α	-1.692	-1.621	-1.361	-0.881
(t-value)	(-0.919)	(-1.116)	-1.178	(-0.872)
β_m	0.757***	0.824***	0.812***	0.816***
(t-value)	(6.211)	(8.143)	(9.314)	(9.971)
β_{size}	0.074	0.058	0.046	0.037
(t-value)	(0.918)	(0.995)	(0.969)	(0.840)
$\beta_{B/M}$	-0.217	-0.210	-0.198	-0.170
(t-value)	(-1.319)	(-1.650)	(-1.773)	(-1.631)
adj. R ²	0.574	0.614	0.622	0.607

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

<표 8> 기업규모와 SIC Code 중분류 기준

- 표본기업 3요인 분석(가치가중포트폴리오기준) -

사건 후 기간	99~01 (36개월)	99~02 (48개월)	99~03 (60개월)	99~04 (72개월)
α	-3.416	-4.756**	-3.792**	-3.043
(t-value)	(-1.216)	(-2.004)	(-2.019)	(-1.911)
β_m	1.329***	1.291***	1.287***	1.277***
(t-value)	(7.148)	(7.811)	(9.087)	(9.910)
β_{size}	0.056	0.145	0.127	0.115
(t-value)	(0.457)	(1.510)	(1.613)	(1.623)
$\beta_{B/M}$	-0.464	-0.419**	-0.378**	-0.370**
(t-value)	(-1.861)	(-2.019)	(-2.082)	(-2.255)
adj. R ²	0.642	0.608	0.621	0.619

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

<표 9> 기업규모와 SIC Code 중분류 기준

- 표본기업과 통제기업의 차이 3요인 분석(등액포트폴리오기준) -

사건 후 기간	99~01 (36개월)	99~02 (48개월)	99~03 (60개월)	99~04 (72개월)
α	-2.080	-1.882*	-1.399	-0.850
(t-value)	(-1.413)	(-1.733)	(-1.582)	(-1.109)
β_m	0.077	0.088	0.092	0.096
(t-value)	(0.805)	(1.166)	(1.380)	(1.561)
β_{size}	0.022	0.018	0.012	0.005
(t-value)	(0.349)	(0.422)	(0.348)	(0.136)
$\beta_{B/M}$	-0.169	-0.151	-0.134	-0.119
(t-value)	(-1.312)	(-1.583)	(-1.563)	(-1.509)
adj. R ²	0.008	0.035	0.037	0.037

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

<표 10> 기업규모와 SIC Code 중분류 기준

- 표본기업과 통제기업의 차이 3요인 분석(가치가중포트폴리오기준) -

사건 후 기간	99~01 (36개월)	99~02 (48개월)	99~03 (60개월)	99~04 (72개월)
α	-3.433	-5.252**	-4.889**	-3.829**
(t-value)	(-1.249)	(-2.109)	(-2.472)	(-2.248)
β_m	0.719***	0.574***	0.547***	0.527***
(t-value)	(3.954)	(3.307)	(3.668)	(3.822)
β_{size}	0.009	0.115	0.112	0.109
(t-value)	(0.077)	(1.143)	(1.356)	(1.432)
$\beta_{B/M}$	-0.471	0.489**	-0.480**	0.456**
(t-value)	(-1.930)	(-2.245)	(-2.512)	(-2.602)
adj. R ²	0.375	0.268	0.274	0.256

주) *, **, ***는 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

6. 결 론

본 연구는 제일은행의 거래기업을 대상으로 하여 1999년에서 2004년까지의 기간을 통해 제일은행의 외국금융기관 인수에 따른 거래기업의 기업 가치 변화에 대하여 분석하였다. 본 연구는 제일은행에 대하여 성격이 다른 외국금융기관의 인수로 인해 제일은행 거래기업의 기업 가치 변화를 알아보았고, 이와 더불어 사모투자펀드의 은행 인수로 인한 거래기업의 장기성과를 분석을 하였다는 점에서 기존 선행연구와 차이가 있다. 본 연구에서는 제일은행이 뉴브릿지 캐피탈과 양해각서(MOU)를 체결한 시점을 기준으로 제일은행의 거래기업(76개 기업)을 대상으로 연구하였다. 첫 번째로 2가지 사건일(1999년 뉴브릿지 캐피탈의 양해각서 체결일, 2005년 스탠다드차터드뱅크의 제일은행 인수 확정일)을 정하여 사건 연구를 하였다. 두 번째로 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행 인수시점에서의 거래기업들을 대상으로 보유기간초과수익률(BHAR)모형과 Calendar-Time 초과수익률(CTAR)모형을 이용하여 장기성과를 측정하였다.

본 연구의 분석결과, 사모펀드의 은행인수에 대한 사건연구에서 제일은행 거래기업의 주주 부에 부정적인 영향을 미쳤으며, 장기성과 또한 통제기업에 비해 부진한 성과를 면치 못했다. 이는 장기은행경영을 목적으로 하지 않는 사모투자펀드에 의한 제일은행의 매각에 대해 사전적(ex ante)으로 시장에서 형성된 부정적 반응이 사후적(ex post)으로도 계속되고 있음을 발견하였다. 특히, 거래기업의 장기저성과현상은 뉴브릿지캐피탈의 제일은행 인수 후 소매금융 집중이 상장거래기업의 영업성과악화의 부분적 이유가 될 수 있을 보여준다.

본 연구는 향후 3년 또는 5년이 지난 후 추가적으로 스탠다드차터드뱅크(SCB)의 인수 후 3년 또는 5년 동안의 장기성과를 분석함으로써 사모투자펀드의 은행 인수에 따른 장기성과와 은행을 지속적으로 경영하려는 스탠다드차터드뱅크(SCB)의 은행 인수에 따른 장기성과를 비교하여 두 금융기관의 은행 인수에 따른 거래기업의 가치를 알아볼 수 있을 것이다.

<참고문헌>

- 공재식 (2005), “은행합병과 거래기업의 금융관계 가치”, 한국증권학회 2005년 제 1 차 정기학술발표회.
- 공재식 (2005), “은행퇴출과 거래기업의 주가반응”, 경제연구, 제 23 권 , 제4호, 45-75.
- 권용 (2006), “우리나라 기업의 합병 후 장기성과에 관한 연구: 기업집단과 통제 기업의 역할을 중심으로”, 한국과학기술원 테크노경영대학원 석사논문.
- 김형태 (2004), “PEF의 활성화 방안-기업인수사모펀드를 중심으로”, 정책보고서, 한국증권연구원.
- 박광우 (2004), “은행대형화가 우리나라 은행시장에 미치는 경쟁효과에 대한 이론적 고찰”, 금융학회지 제9권 제2호, 1-25.
- 박경서, 김창호 (2002), “은행합병이 기업여신에 미치는 영향”, 금융학회지 제7권 제2호, 113-136.
- 박래수, 윤석현 (2002), “관계금융효과의 비대칭성에 관한 실증연구: 제일은행 사례를 중심으로”, 증권학회지 31권 4호.
- 정형찬, 이명철 (2006), “외국자본의 국내은행 인수와 은행산업의 구조 변화: 뉴 브리지캐피탈의 제일은행 인수 사례”, 금융학회지 11권 1호, 81-128.

이명철, 박주철, 권재현 (2002), “한국과 일본의 은행합병에 대한 주식시장의 반응에 관한 실증적 연구”, *대한경영학회지* 제15권 제3호, 225-248.

조경식, 이원복 (2002), “금융기관 합병 공시효과”, *재무관리연구* 제29권 제2호, 187-209.

Akhavien J., N. A. Berger and D. Humphrey. (1999), "The Effects of Management on Efficiency and Price: Evidence from Bank Profit Function", *Review of Industrial Organization* 12.

Arundale, K. (2002), "What private equity investments are being made in Europe, who is investing and how are they doing?", *Journal of Asset Management*, pp 17-28.

Bae, K. H., J. K. Kang and C. W. Lim. (2002), "The Value of Durable Bank Relationships: Evidence from Korean Banking Shocks.", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, pp 181-214.

Barber, B. and J. D. Lyon. (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics* 41, pp 359-399.

Berger, A. N. and G. F. Udell (1995) "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance." *Journal of Business* 68 (3), pp 351-381.

Berger, A. N., A. Saunders, J. M. Scalise and G. F. Udell (1998), "The Effects

of Bank Mergers and Acquisition on Small Business Lending", *Journal of Financial Economics* 50, pp 187-229.

Billett, Matthew T. , Flannery ,Mark J. and Garfinkel, Jon A.(2001), "Are Bank Loan Special? Evidence on the Post-Announcement Performance of Bank Borrowers.", *AFA 2002 Atlanta Meetings*.

Brewer III, E., H. Genay, W. C. Hunter and G. G. Kaufman. (2003), "The Value Banking Relationships during a Financial Crisis: Evidence from Failures of Japanese Banks.", *Journal of Japanese and International Economics*, Vol. 17, pp 233-262.

Cole, Rebel (1998), "The importance of relationships to the availability of credit" *Journal of Banking and Finance*, pp 959-977.

Cornett, M. and De, S. (1991), "Common stock return in corporate takeover bid: evidence from interstate bank mergers", *Journal of Banking and Finance* 15, pp 273-295.

Douglas W. Diamond. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *The Review of Economics Studies* Vol. 51, No. 3, pp 393-414.

Donaldson, G. (1961), "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", *Harvard Graduate School of Business Administration*.

- Fama, E. F. (1985), "What's Different about Banks?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp 5-29.
- Healy, Paul, K. Palepu and Richard Ruback (1992), "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics* 31, pp 135-175.
- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups.", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, pp 33-60.
- Houston, J. F. and M. D. Ryngaert (1994), "The overall gains from large bank mergers", *Journal of Banking and Finance* 18, pp 1155-1176.
- James, C. (1987), "Some evidence on the uniqueness of Bank Loans", *Journal of Financial Economics* 19, pp 217-235.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure" *Journal of Financial Economics* 3(4), pp 305-60.
- Kruse, T., Park, H., Park, K. and Suzuki, K. (2002), "The value of corporate diversification: Evidence from post-merger performance in Japan", forthcoming *Pacific-Basin Finance Journal*.

- Lerner, Josh, Hardyman, Felda and Ann Leamon (2004), "*Venture Capital & Private Equity*", John Wiley & Sons.
- Lie, Erik (2001), "Detecting Abnormal Operating Performance: Revisited", *Financial Management*, pp 77-91.
- Myers, S.C. (2000), "Outside Equity" *Journal of Finance* 55 (3), pp 1005-1037.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have" *Journal of Financial Economics* 13, pp 187-22.
- Neely, W. P. (1987), "Bank acquisitions: acquirer and target shareholder returns", *Financial Management*, pp 66-74.
- Ongena, S. and D. Smith (2000), "What determines the number of bank relationships? Cross country evidence", *Journal of Financial Intermediation* 9, pp 26-56.
- Ongena, S. and D. Smith and D. Michasen (2003), "Firms and their Distressed Banks: Lessons from the Norwegian Banking Crisis.", *Journal of Financial Economics, Vol. 67*, pp 81-112.
- Petersen, Mitchell and R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data" *Journal of Finance* 49, pp 3-37.

- Peek, J. and E. Rosengren (1998), "Bank Consolidation and Small Business Lending: It's not just bank size that Matters" *Journal of Banking and Finance* 22, pp 799-819.
- Rajan, Raghuram G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt" *Journal of Finance* 47 (4), pp 1367-1400.
- Ritter, Jay(1991), "The long-run performance of IPOs", *Journal of Finance* 46 (1), pp 3-28.
- Salop, Steven C., 1979, "Monopolistic Competition with Outside Goods," *Bell Journal of Economics* 10 (1), 141-56.
- Solvin, M. B., M. E. Sushka and J. A. Polonchek (1993), "The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders.", *Journal of Finance*, Vol. 45, pp 1069-1087.
- Strahan, Philip E. and James P. Weston (1998), "Small Business Lending and the Changing Structure of the Banking Industry" *Journal of Banking and Finance* 22 (6-8), pp 821-845.
- Ueda, M. (2004), "Banks versus venture capital: Project evaluation, screening, and expropriation" *Journal of Finance* 59 (2), pp 601-662.

Winton, A. and V. Yerramilli (2005), "A Model of Entrepreneurial Finance",
University of Minnesota, *working paper*.

Yamori, N. and A. Murakami (1999), "Does Bank Relationship have an
Economic Value? The Effect of Main Bank Failure on Client Firms.",
Economic Letters, Vol. 65, pp 115-120.