

한국 대기업을 위한 국가경제위기 대응패턴과 기업성과: 1994~2011년 기간을 중심으로

홍길표(제1저자)
백석대학교 경상학부
(kphong@bu.ac.kr)
설원식(교신저자)
숙명여대 경영학부
(wssul@sm.ac.kr)
조형기
한국기술교육대
(hgcho@koreatech.ac.kr)

본 연구는 한국 대기업들이 지난 1997년에 있었던 '한국 외환위기', 2003년 '카드대란'을 전후해 발생한 소규모 국내 위기, 그리고 2008년에 있었던 '글로벌 금융위기'를 극복하기 위해 보여준 전사차원의 위기 대응패턴과 위기 이후의 기업성과와의 관련성을 시계열 형식으로 구축된 자료분석을 통해 실증적으로 밝히고 있다. 분석결과, 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과와 밀접한 연관성을 지니지만 이것이 기업의 생존 및 성과의 선행적 인과요인인지를 입증할 수 없으며, 오히려 위기 대응과정에서 기업의 전략적 행동에 의해 기업성과에 미치는 영향이 조절될 수 있다는 가능성을 발견했다. 또한 세번의 경제위기 과정에서 보여준 위기대응패턴은 특정한 대응유형에 집중되지 않고, 다양한 유형이 골고루 나타나고 있음을 발견했다. 마지막으로 위기 대응패턴과 위기 이후 기업성과와의 관련성을 다각도로 분석한 결과, 위기를 전후해 위험축소와 위험확대를 오가는 극단적인 전략전환 유형보다는 위험중립적 행동을 기반으로 위기를 전후해 위험을 축소했던 기업들이 상대적으로 좋은 성과를 보인 것으로 나타났다. 반면, 위기와 관계없이 기업의 위험추구성향에 따라 위기 이전은 물론 위기간에도 위험확대행동을 했던 기업들은 상대적으로 낮은 성과를 보였다. 연구 결과는 위기를 맞아 기업의 생존 가능성 및 성과를 제고하기 위해서는 재무적 취약성 관리와 함께 주어진 여건특성 및 기업 필요를 반영한 적합한 위기 대응행동을 취하는 것이 중요함을 시사한다.

주제어: 위기, 경제위기, 기업의 위기대응행동, 위험선호도, 상황적합성

1. 서언: 연구배경과 목적

1990년대 이후 한국기업의 지속가능성에 가장 큰 영향을 미친 두 가지 사건을 뽑으라면, 아마도 1997년에 있었던 '한국 외환위기'와 2008년에 있었던 '글로벌 금융위기'라 할 수 있을 것이다. 현재 시점에서는 '유럽발 글로벌 금융위기'가 재현되면서, 동시에 '한국경제의 저성장 위기'가 발생할 가능성을 배제하

기 어렵다.

글로벌 금융위기를 포함해 다양한 위기 및 위험을 발생시키는 기업환경의 변화가 기업의 성과는 물론 생존에 미치는 영향력이 커지고 있음에 비해, 한국 경영학계의 위기극복 및 위기관리에 관한 학술적 연구는 상대적으로 부족한 상태이다. 한국기업을 대상으로 한 위기관리 현황 및 방법론 관련 연구들은 주로 기업커뮤니케이션 분야를 중심으로 진행되어 왔으며(김지윤·성민정, 2009; 유종숙, 2002; 유종

숙, 2011), 이들 연구는 대부분 개별기업 특유의 위기 및 위협에 대응하는 미시적인 위기관리방안에 중점을 두고 있다는 한계를 보인다. 한편, 한국이 경험한 국가경제위기의 원인과 그 결과에 대한 연구는 많지만, 그 대부분은 거시적 차원의 경제학적 논의가 대다수이다(이병천, 2011; 최두열, 2006). 이들 거시적 연구들은 국가 경제정책을 수립하는데 도움을 줄 수는 있지만, 기업의 입장에서 채택할 수 있는 실용적 대응지침을 제시해 주지 못하는 한계를 지닌다. 경영경제 분야에서는 국가 경제위기 특히 외환위기가 그룹경영에 미치는 영향에 대한 연구가 다수를 차지하고 있으며(최순규, 2003; 최정표, 2010 등), 일부 연구는 그룹의 위기극복 사례를 다루고 있다(정이만, 2002; 최두열, 2006). 반면, 본 연구처럼 개별기업의 위기 대응행동과 그 성과를 연구한 경우는 많지 않다(박진우·백재승, 2009).

본 연구에서는 국가경제위기 그 자체나 개별기업의 특유한 위기대응 보다는 국민경제 단위로 진행되는 국가경제위기에 대한 기업의 대응방안에 초점을 두고자 한다. 기업의 지속가능성 측면에서 개별기업 단위의 위기관리도 중요하지만, 국가경제 차원에서 전개되는 경제위기에 대한 기업의 대응방안에도 주목할 필요성이 커지고 있기 때문이다. 실제 대기업의 생존에 영향을 미친 사건들은 그 대다수가 개별기업 차원의 위기가 아닌 국가차원의 경제위기였으며, 또한 기업성과의 극적인 변화(기업 규모의 질적 전환, 대기업 순위 및 세계 순위의 변화 등) 역시 국가차원의 경제위기를 전후해서 나타나고 있다. 1986~2006년 기간 동안 한국 200대 기업의 동태적 변화를 연구한 김상조(2009)에 따르면, 1997년 외환위기를 정점으로 200대 기업의 생존 및 분포가 크게 변화한 것으로 나타났다. 예를 들어, 1996년 10대그룹에 속했던 현대(자산순위 1위)는 물론 대우

(3위), 쌍용(6위), 기아(8위) 그룹에 속한 계열사들이 극심한 구조조정과 지배권 변동을 경험했으며, 40여개에 이르는 대기업들이 청산되거나 타사로 피합병되었으며, 기업성과 하락으로 대기업 순위에서 밀려난 기업도 수십개에 이르고 있다. 업종별로도 1996년 200대 기업 중 14개를 차지했던 섬유계열 대기업이 외환위기 이후 2개 정도로 축소되는 산업계 지각변동도 나타났다. 이러한 변화결과는 국가경제 차원에서 전개되는 경제위기에 기업이 적극적으로 대응해야 할 필요성을 단적으로 보여준다.

현재 한국기업은 두 가지의 국가경제위기를 맞이할 위협에 노출되어 있다. 하나가 외부로부터 진행되고 있는 '유럽발 글로벌 금융위기'와 환율의 급격한 변동을 야기할 수 있는 '통화전쟁 리스크'라 할 수 있으며, 내부적으로는 '한국경제의 저성장 위기'가 발생할 가능성이 높아지고 있다. 현재 전개되고 있는 국가차원의 경제위기는 향후 한국기업의 생존 및 지속가능성에 지대한 영향을 미칠 것으로 예상된다.

본 연구는 향후 발생할 가능성이 높아지고 있는 이러한 국가경제위기 위협을 한국의 대기업들이 어떻게 극복해 나가는 것이 바람직할 것인지에 대한 시사점을 제시하고자 한다. 이를 위해 본 연구는 한국 대기업들이 지난 1997년에 있었던 '한국 외환위기', 2003년 '카드대란'을 전후해 발생한 소규모 국내 위기, 그리고 2008년에 있었던 '글로벌 금융위기'를 극복하기 위해 전사차원에서 어떠한 위기대응 준비를 했었는지, 위기 진행과정에서는 어떤 전사적 대응행동을 취했는지, 그리고 그 결과 위기 이후 대기업의 경영성과가 어떻게 변화했는지를 시계열 형식 자료 분석을 통해 실증적으로 밝히고자 한다.

본 연구는 기업의 위기 대응패턴과 기업성과와의 관계에 관한 이론을 개발하고, 기술적 실증분석을 통해 양자 관계의 특성을 모색하는 탐색적 연구 성

격을 지니고 있다. 따라서 정교한 분석방법을 통해 가설을 검증하는 방법보다는 위기 대응패턴의 분포 및 유형별 기업성과의 비교분석 등을 통해 그 관계 특성을 귀납적으로 도출하는 분석방법을 택하고 있다. 이러한 분석결과를 바탕으로 향후 한국 대기업이 당면할 수 있는 새로운 경제위기예의 대비 및 대응을 위한 정책적 시사점을 도출하고자 한다. 본 연구는 위 연구주제에 대한 국내외 문헌연구를 토대로 분석모델 및 연구명제, 탐색적 연구가설 등을 도출하고자 하며, 1994~2011년 기간 동안 한국 200대 기업의 재무자료를 토대로 실증연구를 시도한다.

II. 국가경제위기와 기업의 위기 대응행동

2.1 위기의 유형과 기업에 미치는 영향

위기(crisis)란 일반적으로 어떤 상태의 안정에 부정적인 영향을 주는 상황의 급격한 변화 단계를 지칭한다. 위기는 통상 예측하지 못한 상태에서 발생한 사건으로, 이에 잘못 대처할 경우 관련 당사자나 조직, 기관에게 부정적 영향을 미치는 위협으로 작용한다(Coombs, 1998).

위기의 유형은 발생수준에 따라 그 특성 및 영향의 정도가 다르다. 먼저 기업차원 위기란 제품안전, 사업장 사고, CEO 공백, 명성 상실, 정치적 사건 등과 같이 개별기업에 주로 국한되어 발생하는 위기를 지칭한다. 김지윤·성민정(2009), 유종숙(2011), Mitroff & Pearson(1993) 등의 연구는 주로 기업차원의 위기 및 위기관리를 다루고 있다. 이러한 기업위기는 동종업계 다른 기업에게는 경쟁관계에서 유리한 위치를 차지할 수 있는 기회인 반면, 위기에

당면한 기업에게는 기존에 유지하던 시장 지위를 상실할 수 있는 위협을 제공한다. 다음으로, 산업차원의 위기란 산업 자체의 고유한 업종 특성에 따라 맞이하게 되는 위기로(윤민구·김윤상, 2009), 화학 산업이나 반도체산업과 같이 설비중심 산업의 경우 투자확대-경쟁과열-구조조정-재투자의 산업주기를 갖는 경우도 있으며, 금융산업과 같이 정부규제 변화 등에 따라 업종의 성쇠가 영향을 받는 경우도 있다. 한편, 국가차원의 위기는 특정 국가의 국민경제 전반에 관련된 위기를 지칭한다. 1997년 말에 있었던 한국의 외환위기와 같은 경제적 사건, 전쟁이나 쿠데타와 같은 대규모 정치적 사건, 태풍·지진·원자력발전소 사고 등과 같은 재해재난사고 등으로 인해 발생하는 위기 등이 여기에 해당한다(길병옥·허태희, 2003). 마지막으로 글로벌차원의 위기는 특정한 지역경제권을 비롯해 글로벌 경제 전반에 영향을 주는 위기를 지칭하는 것으로, 2007년말에 발생한 미국발 금융위기를 계기로 전세계적으로 확산된 글로벌 금융위기를 들 수 있다. 글로벌차원의 위기는 국가차원의 위기를 초래한다. 본 연구에서는 국가차원 위기에 초점을 두고 있지만, 그 자체의 원인이나 영향보다는 국가차원 위기에 대한 기업의 대응 방안 및 그 결과에 중점을 두고 있다.

발생수준에 따라 위기의 유형을 구분해 인식할 필요성은 서로 다른 위기의 동시발생 및 상호의존성이 존재하기 때문이다(Ren, 2000). 기업위기는 산업 위기나 국가위기와 별개로 개별기업 특유요인에 의해 발생할 수 있으며, 이 경우 개별기업 차원의 대응을 통해 해결하는 것이 중요하다. 문제는 국가위기나 글로벌위기는 해당되는 국가 내의 산업위기나 기업위기를 동시에 수반할 수 있다는 점이다. 개별적인 기업위기에 이어 산업위기나 국가위기를 연쇄적으로 당면할 경우, 기업이 겪게 되는 영향은 그렇지

않은 경우에 비해 크게 달라진다. 기업위기가 제대로 수습되지 않은 상황에서 산업위기나 국가위기를 연쇄적으로 맞이할 경우, 위기의 부정적 영향은 해당 기업의 성패에 더욱 크게 반영될 수 있기 때문이다(Ren, 2000).

국가차원의 경제위기나 재난위기는 그 국가에 속한 기업의 성과에 지대한 영향을 미치는데, 이에 대해서는 주로 부정적인 영향에 주목한 연구가 다수를 차지하고 있다. 한국이 경험했던 외환위기의 경우에도 기업실패나 기업집단 퇴출과 같은 부정적 방향에서의 연구가 다수를 이루고 있다. 특히, 외환위기를 전후해 도산한 상당수 재벌그룹이나 대기업에 대해 과도하게 높은 부채비율을 주요한 원인으로 강조하는 연구가 많다(최정표, 2010). 예를 들어 외환위기 전후로 도산한 7개 재벌그룹과 그 위기를 잘 극복한 후 계속 성장한 9개 재벌그룹을 비교 연구한 최정표(2010)는 양 집단간 내부지분율의 차이는 없는 반면, 도산한 재벌그룹이 그렇지 않은 그룹에 비해 부채비율이 높았다는 점, 수익성 대비 과잉다각화를 했다는 점 등을 지적하고 있다. 이 연구는 외환위기를 극복하지 못하고 도산한 재벌그룹의 재무적 특성을 밝혔다는 의의를 갖지만, 재벌그룹 또는 그에 속한 개별 대기업들이 어떻게 위기에 대응했고, 그 대응결과가 어떠했는지에 대해 설명하지 못했다는 한계를 지닌다.

낮은 수익성 대비 높은 부채비율은 기업부실화의 명백한 원인임에는 틀림없다. 그러나 위기 이전 높은 부채비율을 보인 기업들은 모두 위기를 극복하지 못하고 실패하였는가? 만약 위기이전의 높은 부채비율과 낮은 수익성이 기업 성패의 결정요인이라면 위기가 기간 동안 행해지는 반응행동과 같은 위기 대응패턴을 집중적으로 연구할 필요성이 적을 것이다. 그러나 위기를 넘긴 이후 기업의 성과를 보면 당초의

예상과는 달리 극적인 차이가 나타난다(Claessens, Djankov & Xu, 2000). 일부 기업은 위기의 부정적 영향을 극복하지 못하고 시장에서 퇴출되거나 성장력을 상실함에 비해, 일부 기업은 위기이전의 경쟁력보다 더 강한 경쟁력을 갖추고 더 높은 경영성과를 성취한다. 따라서 위기에 대응하는 기업의 전략적 대응행동 차이가 이러한 경영성과의 차이를 가져오는지를 연구할 필요가 있을 것이다.

명제 1: 위기 이전 높은 부채비율, 낮은 수익성과 같은 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과와 밀접한 연관성을 지니고 있는 것은 사실이지만, 이것이 위기 이후의 생존 및 성과를 압도적으로 결정하는 요인으로 작용하지 않을 수 있다. 위기가 기간 중 반응행동과 같은 위기 대응행동이 오히려 기업의 생존 및 성과에 더 큰 영향을 미칠 수 있다.

2.2 국가 경제위기시 기업의 대응행동

위기를 완벽하게 막아내기는 불가능하지만 상당수의 위기는 사전에 예방할 수 있으며, 발생이후 그 충격을 최소화할 수 있다. 위기관리 관점에서 기업의 현실적인 목표는 위기를 예방하기 위해 또는 그 영향을 최소화하기 위해 할 수 있는 모든 일을 다 하는 것이라 할 수 있다(Mitroff & Pearson, 1993).

그렇다면 국가 경제위기에 당면한 기업들은 어떤 전략적 행동을 통해 위기에 대응해 나가는 것이 바람직할 것인가? 일반적으로 국가 경제위기 전후, 특히 위기가 기간 동안에는 해당 위기를 극복하기 위해 주로 방어적 행동을 행할 것으로 예상해 볼 수 있지만 실제 기업의 행동은 일반인의 예상과 달리 다양

하게 나타난다. 역사적으로 위기대응은 적극적 대응과 소극적 대응이라는 두 가지 방향으로 나타났다(Ren, 2000).

글로벌 금융위기 기간 동안 미국 기업 및 기관의 위기대응행동을 연구한 Wilson & Eilertsen(2010)에 따르면, 2008년 전후로 벌어진 금융위기에 대해 미국의 기업 및 기관도 제대로 대응하지 못한 것으로 나타났다. 약 22% 정도만 위기 준비행동을 했으며, 약 32%는 전혀 준비하지 못했다고 응답했다. 또한 금융위기에 대한 대응도 크게 두 가지 방향으로 나타났다. 약 51%는 성장과 투자기회를 추구하는 것으로, 49%는 방어적 행동을 선택한 것으로 나타났다. 국내의 경우 박진우·백재승(2009)은 외환위기가 발생한 1997년 11월부터 2002년 12월 기간 중 국내 상장제조기업들이 수행한 사업구조조정의 유형 및 특성을 연구했다. 이 연구에 따르면 위기가 고조된 1997-98년 동안 404건의 구조조정이 있었으며, 이중 237건(59%)은 축소형 구조조정으로, 167건(41%)은 확장형 구조조정으로 나타났다. 주목할 점은 이러한 구조조정 유형의 분포비율은 위기 이후 1999-2002년 동안 행해진 265건의 구조조정 중 축소형 구조조정 149건(56%)과 확장형 구조조정 116건(44%)의 비율과 크게 다르지 않다는 것이다. 즉 기업들은 위기기간 동안 정상기간에 비해 더 많은 구조조정을 행하고는 있지만, 기업 상황에 따라 축소형 구조조정 뿐 아니라 확장형 구조조정도 선택하고 있다.

국가 경제위기의 발생 및 개별기업에 미치는 영향에 대한 정확한 예측은 불가능하다. 사전에 경제위기를 정확하게 예측하고 준비행동을 행하는 기업은 극소수에 불과할 것이며, 경제위기 이전 기업의 준비행동은 개별기업의 경제적 상황, 소속그룹의 전략적 선택, 해당 대기업이 추진 중인 전략내용 등에 따

라 다양하게 나타날 것이다. 위기기간의 반응행동 역시 위와 같은 요인들에 의해 영향을 받지만, 전개되는 경제위기의 규모 및 업종별 영향정도에 따라 추가적인 영향을 받을 것이다.

모든 기업이 위기에 대해 방어적 태도를 보이지는 않는다. 일부 기업은 전략적 필요성에 따라 오히려 위기를 성장의 기회로 삼는 보다 적극적인 투자 행동을 보일 수 있다. 이러한 위기에의 반응행동은 전략적 선택행동으로 기업의 필요와 선호하는 행동논리에 따라 다양하게 나타난다. 다만, 위기기간 동안 전개되는 경제위기의 규모가 클수록, 위험을 축소하는 소극적 반응행동을 보이는 비율이 높아질 것이다.

명제 2: 국가 경제위기시 기업의 대응행동은 기업의 필요와 선호 행동논리에 따라 위험을 축소하는 소극적인 행동은 물론 위험을 확대하는 적극적인 행동 등으로 다양하게 나타날 것이다.

2.3 기업의 위기 대응행동과 기업성과와의 관련성

위기기간 동안 기업이 행한 위기대응행동이 이후 기업의 성과에 긍정적 또는 부정적 영향을 미칠 것이라는 주장은 지극히 당연하다. 핵심은 어떤 위기 대응행동이 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 것인가를 밝히는 문제일 것이다.

먼저 구조조정(restructuring)과 같은 대형 전략적 행동과 기업성과와의 관계를 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 위기기간 중에는 사업매각이나 축소, 합병과 같이 구조조정 성격의 전략적 행동이 나타날 가능성이 높기 때문이다. 그렇다면 어떤 유형이나 방향의 구조조정이 기업성과에 긍정적 영향을 미칠 것인가? 축소·방어지향의 구조조정은 기업성과에

부정적 영향만을 미치고, 반대로 확대·공격지향의 구조조정은 긍정적 영향만을 미칠 것인가? 아니면 그 반대의 주장이 맞는 것일까? 이 문제와 관련, 부채상환이나 사업집중화 목적의 구조조정과 같은 특정 유형의 구조조정이 기업성과 또는 기업가치에 긍정적이라는 연구들도 있지만(김석진·김지영, 2003; Bradley, Desai & Kim, 1988; Lang & Stulz, 1994; Schlingemann, Stulz & Walkling, 2002), 이들 연구들은 서로 다른 방향의 구조조정을 함께 비교분석하지 못한 한계를 지니고 있다(박진우·백재승, 2009).

이들과는 달리 축소·방어지향 구조조정과 확대·공격지향 구조조정을 함께 비교분석한 연구에 따르면 이들과 기업성과(가치)와의 관계를 일률적으로 규정할 수 없다는 결론을 내리고 있다. 예를 들어 1,035개 미국기업을 대상으로 1990-1999년 사이에 있었던 인수(acquisition)와 사업매각(divestiture)을 비교·분석한 Mulherin & Boone(2000)의 연구에 따르면, 양자 모두 기업가치에 유사한 영향을 미친다는 것이다. Jensen(1993)은 이러한 현상에 대해 기업이 선택한 구조조정활동이 경제상황과 기술변화에 따른 기업의 전략적 의사결정 결과라고 설명하고 있으며, 따라서 전략적 의사결정에 따라 선택된 축소 또는 확장행동 모두 기업가치에 유사한 영향을 미칠 수 있다고 주장한다. 다만 이 연구들은 위기와 상관없이 추진된 대형 전략적 행동이 포함되고 있다는 점에서 경제위기 기간을 전후해 수행된 위기대응행동과 기업성과와의 관계를 설명하는 데에는 한계를 지닌다.

본 연구에서는 위기를 전후해 행해지는 구조조정과 같은 대형 전략적 행동, 특히 위기간 행해지는 기업의 전략적 행동이 위기 이후 기업성과에 어떤 영향을 미칠 것인가를 밝히고자 한다. 이 점과 관련

해 국내의 선행연구 결과는 다소 상이하게 나타난다. Wilson & Eilertsen(2010)은 글로벌 금융위기 기간 동안 미국 기업 및 기관의 위기 대응행동을 전략적 계획차원에서 조사하고 이를 위기 이후의 성과와 연계시켜 분석했다. 그 결과 위기대응 과정에서의 적극적인 전략적 행동이 소극적인 전략적 행동보다 기업성과에 긍정적 영향을 미침을 밝히고 있다. 하지만, 이 결과는 재무자료를 활용한 실증연구가 아니라 설문조사에 의한 것이라는 한계를 지닌다. 한편 박진우·백재승(2009)은 외환위기가 발생한 1997년 11월부터 2002년 12월 동안 국내 상장제조기업들이 수행한 사업구조조정의 특성 및 장단기 기업성과에 미치는 영향을 분석했다. 분석결과 확장형 구조조정은 공시효과로 측정된 단기성과에는 별반 도움을 주지 못하지만 토빈Q로 측정된 장기성과 측면에서는 일부 긍정적인 영향을 줌에 비해, 축소형 구조조정은 장단기 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났다. 결과적으로 이 연구는 위기간 동안 축소형 구조조정이 단기적 측면에서 좀더 우위에 있다는 결론을 내리고 있지만, 과연 초과주가수익률 위주로 측정된 공시효과를 완전한 기업성과로 인식할 수 있을 것인가에 대해서는 여전히 미진한 부분이 남아 있다.

명제 3: 위기 이후 기업성과는 위기간 반응행동의 유형은 물론 위기 이전 준비행동의 유형에 따라 서로 상이하게 나타날 것이다.

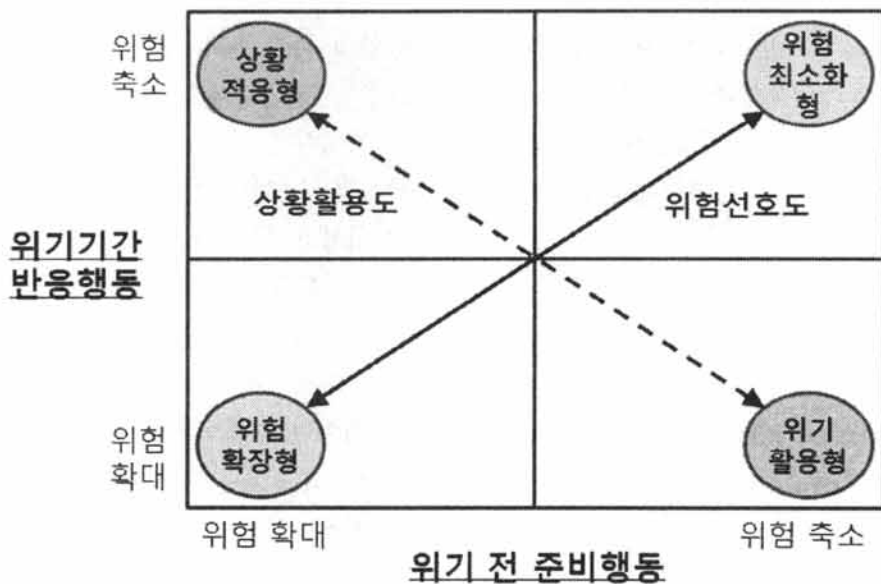
위 명제를 구체화하기 위해서는 기업의 위기 대응패턴을 구분할 필요가 있다. 본 연구에서는 위기 발생을 전후해 기업위험을 크게 확대하거나 축소하는 구조조정과 같은 기업행동을 위기 대응행동으로 정의하고, 그 대응패턴을 위기전 준비행동과 위기간

반응행동의 조합으로 다음과 같이 유형화하고 있다. 위기전 준비행동과 위기기간 반응행동이라는 각각의 축에서 보여주는 기업의 위기 대응행동은 기업위험을 축소하거나 반대로 확대하는 정도로 규정된다.

위기 대응패턴을 유형화한 위 분석틀에는 기업의 대응행동을 설명하는 두 가지 행동논리가 포함된다. 하나는 전략이론이나 투자이론 등에서 자주 강조되는 위험선호도이며, 다른 하나는 조직이론이나 전략적 위기관리이론에서 강조되는 상황활용도이다.

위험선호도는 전략이론에서 일반적으로 논의되는 공격형(탐색형) 전략과 방어형 전략의 구분체계(문창호, 2012; Rajagopalan, 1997) 또는 조직 및 재무이론에서 논의되는 위험회피형과 위험선호형의 구분체계(March & Shapira, 1987)와 유사한 기업 행동논리를 보여준다. 위험선호도와 기업성과와의 관계는 일률적으로 규정하기 어렵다. 예를 들어 전략이론 측면에서 Hambrick(1983)은 방어형이 탐색형보다 수익률이나 현금흐름 측면에서 성과우위

가 있다고 주장하는 반면, 문창호(2012)는 유형간 성과차이 보다는 CEO의 위험감수성향, 탐사형-방어형 경쟁전략간의 적합성 정도와 기업성과간 관련성이 높은 것으로 파악하고 있다. 한편, 재무이론 측면에서도 기업 위험과 기업수익성과의 관계에 대한 많은 실증연구를 시도했지만 서로 상반된 연구결과가 나타나고 있다(김동철, 2007). 일반론적으로 양자간 정(+)의 관계가 존재한다는 주장이 우세하지만, 실제로는 양자간 부(-)의 관계가 존재한다는 연구결과도 제시되고 있다(Bowman, 1980; Bowman, 1982). 이상과 같이 기업의 위험선호도와 기업성과와의 관계는 일률적으로 규정하기 어려우며, 특히 이들 연구의 대다수는 위기상황이라는 특수한 맥락에서 적용된 연구결과가 아니라는 한계를 지닌다. 또한 기업행동이 위기나 업종특성 등과 같은 외부요인의 영향보다는 위험선호도라는 경영자 성향이나 내부 필요에 의해 결정된다고 보는 한계를 지니고 있다.



〈그림 1〉 위기 전 준비행동과 위기기간 반응행동에 따른 위기 대응패턴

상황활용도의 중요성은 상황이론이나 위기이론에서 그 근거를 찾아볼 수 있으며, 기업상황계획(business contingency plan) 연구 등에서 강조된다(Lindstrom, 2012). Baird & Thomas(1985)는 전략적 위험감수(strategic risk-taking)라는 개념을 통해 기업의 전략적 위험감수행동이 기업가라는 의사결정자 특성은 물론 조직요인, 산업요인, 외부환경요인 등에 의해 영향을 받는다는 점을 강조한다. 특히 위기상황에서는 일반적인 경영상황에서 허용되는 전략선택의 자유도가 제약될 수밖에 없기 때문에 통상 위험을 줄이는 행동이 요구된다. 일찍이 Hermann(1963)은 위기가 조직의 통합을 저해하고, 내부갈등을 유발함으로써 조직의 실행가능성(viability)을 줄이기 때문에 철회행동(withdrawal)을 촉진한다고 주장했다. 그러나 위기상황에 처했을 때, 미리 준비된 적극적인 투자행동이 기업의 업계 순위를 뒤바꿀 정도로 높은 기업성적을 창출했다는 성공사례들도 자주 보고되고 있다. 그간 실제 위기상황에서의 소극적 기업행동과 적극적인 투자행동, 그리고 이들과 기업성과와의 관계를 탐색한 연구(박진우·백재승, 2009; Wilson & Eilertsen, 2010)는 있었지만, 이러한 기업행동과 기업성과와의 관련성을 위기이전의 기업행동과 위기상황에서의 기업행동으로 나누어 상황적합성 관점에서 살펴본 연구는 찾아보기 힘들다.

본 연구에서는 위 분석들에 근거해 5가지의 전형적인 대응패턴을 구분하고자 하며, 앞서의 선행연구를 바탕으로 각각의 대응패턴과 기업성과와의 관련성에 대한 탐색적 가설을 다음과 같이 제안한다.

2.3.1 위험최소화형

위기라는 상황조건과 관계없이 기업의 위험회피

성향에 따라 위기 전은 물론 위기가간에도 위험 축소행동을 보이는 기업을 지칭한다. 해당 유형에는 위기 전은 물론 위기가간 중 의도적으로 위험 축소행동을 행하는 기업도 있지만, 개별적인 기업위기에 이어 국가 경제위기에 연쇄적으로 당면한 기업도 포함되어 있을 것이다. 의도적으로 위험 축소행동을 행하는 기업의 경우에는 위기 이후 성장성이 다소 회생될 수 있지만, 수익성은 유지 또는 향상시킬 수 있을 것으로 예상된다. 다만 연쇄적인 위기로 인해 불가피하게 위기 전은 물론 위기가간 축소행동을 행하는 기업의 경우에는 생존은 할 수 있지만, 위기 이후 좋은 성장성과 수익성을 보이기는 힘들 것으로 예상된다(Ren, 2000). 결과적으로 연쇄적 위기에 당면한 기업의 비율에 따라 달라지겠지만, 평균적으로 중간 정도의 수익성과 중간 이하의 성장성이 예상된다.

2.3.2 위험확장형

위기라는 상황조건과 관계없이 기업의 위험선호 성향에 따라 위기 전에도 위험 확대행동을 보임은 물론, 위기가간에도 위험 확대행동을 지속하는 기업을 지칭한다. 위험 확대행동을 통해 업계 서열을 변화시킬 수 있는 성장기회를 적극 탐색하지만, 생존에 위협을 줄 수 있는 경영위험 또한 크게 높아지는 유형으로 판단된다. 이로 인해 위기이후 기업성과, 즉 수익성과 성장성의 기업간 편차가 매우 크게 나타날 가능성이 높다. 기업의 위험추구와 수익성과의 큰 편차는 전망이론(prospect theory) 계열의 실증연구 결과를 통해서도 설명이 가능하다. 이 이론에 따르면 산업평균 이하의 기업들에서는 기업위험과 수익성간에 부(-)의 관계가 나타나지만, 산업평균 이상의 기업들에서는 기업위험과 수익성간에 정

(+)의 관계가 나타난다는 것이다(Chou, Chou & Ko, 2009; Figenbaum & Thomas, 1986). 일반상황이 아닌 위기상황에서는 기업간 성과 편차가 더욱 크게 나타날 것으로 예상되며, 특히 기업의 위기 대응경험이 적거나, 위기의 영향규모가 클 경우에는 긍정적 성과보다는 부정적 성과가 나타날 가능성이 높을 것이다.

2.3.3 위기활용형

기업의 위험선호 성향보다는 위기에의 상황적합성을 보다 강조하는 유형의 하나로, 위기 전 위험 축소 행동을 보이다 위기기간에는 반대로 위험 확대행동을 보이는 기업으로 위기를 의도적으로 성장기회로 활용하려는 기업을 지칭한다. 한편, 전망이론에 따르면 우호적 환경여건에서는 얻는 것보다 잃는 것이 더 많다고 느끼기 때문에 위험축소 행동을 보이지만, 비우호적 환경여건에서는 더 이상 잃을 것이 없기 때문에 오히려 위험추구 행동을 취할 수도 있다(Kahneman & Tversky, 1979). 위기와 관련해 일종의 전략적인 대응행동을 보이는 유형으로 평가할 수 있지만, 과연 위기를 미리 예측하고 위험을 축소하는 의도적인 준비행동을 했는지의 여부를 알기는 쉽지 않다. 위기활용형은 일종의 교과서적인 대응을 하는 유형으로, 위기이후 기업성과(수익성, 성장성)는 타 유형에 비해 높을 것으로 예상된다.

2.3.4 상황적응형

기업의 위험선호 성향보다는 위기에의 상황적합성을 보다 강조하는 유형의 하나로, 위기 전 위험 확대 행동을 보이다 위기기간에는 곧바로 위험 축소행동을 보이는 기업을 지칭한다. 위기기간의 위험 축소

행동은 위협-경직성 가설(threat-rigidity hypothesis)에 의해 설명이 가능하다. 즉 위협 등으로 인해 상황에 대한 통제력이 부족하다고 느낄 경우, 경영자는 비용삭감 및 긴축예산 등을 통해 조직에 대한 통제력을 강화하려고 한다는 것이다(Staw, Sandelands & Dutton, 1981). 이러한 기업행동을 전략적 의미형성(sensemaking) 관점에서 파악한 Thomas, Clark & Gioia(1993)는 기업성과에 긍정적 영향을 미칠 것으로 가정한다. 위기관리 측면에서 준비도는 다소 부족하지만, 사후적인 상황적응력은 높은 유형으로 판단된다. 위기로 인해 초래되는 위험을 적응적 축소행동을 통해 관리할 수 있다는 측면에서 중간 이상의 기업성과(수익성, 성장성)가 예상된다.

2.3.5 일상적 반응형

위기 전에도 특별한 축소·확대 행동을 하지 않았으며, 위기기간에도 평상적인 경영활동을 지속하는 유형을 지칭한다. 위기 전 위험 확대행동을 행하지 않았기 때문에 위기기간에 위험이 급격하게 증대할 가능성 또한 높아지지 않은 기업이지만, 위기를 성장의 기회로는 활용하지 못하는 기업으로 평가할 수 있다. 결론적으로 위기이후의 기업성과(수익성, 성장성)는 중간 정도 수준을 유지할 것으로 예상된다.

III. 연구 방법론

본 연구는 한국 대기업들이 지난 1997년에 있었던 '외환위기', 2003년 '카드대란'을 전후해 발생한 소규모 국내 위기, 그리고 2008년에 있었던 '글로벌 금융위기'를 극복하기 위해 전사차원에서 어떤 위기

대응준비를 했었는지, 위기 진행과정에서는 어떤 전사적 대응행동을 취했는지, 그리고 그 결과 위기 이후 대기업의 경영성과는 어떻게 변화했는지를 시계열 자료분석을 통해 실증적으로 밝히고자 한다.

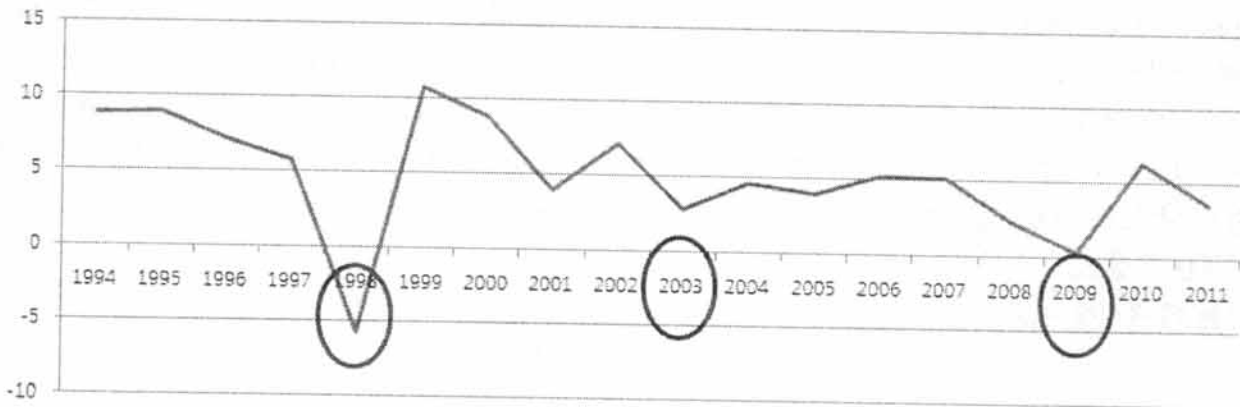
3.1 분석대상과 분석기간

분석대상은 한국의 유가증권시장에 상장된 200대 대기업, 즉 위기 발생이전인 1994년 기준 200대 대기업과 2번의 위기발생 이후라 할 수 있는 2011년 기준 200대 대기업의 합집합이다. 구체적으로 분석대상은 1994년말과 2011년말을 기준으로 한국거래소의 KOSPI200지수에 포함된 기업으로 금융업을 제외한 기업이다.¹⁾ 각각 200개 기업 중 71개 기업은 1994년과 2011년 모두 KOSPI200지수에 포함된 반면, 1994년말 KOSPI200지수에 포함된 기업 중 129개는 이후 제외되어 2011년말 KOSPI200지수에는 새롭게 129개 기업이 포함되어

있었다. 이에 따라, 총 관찰대상은 329개 기업이다.

한국 대기업의 위기 전 준비행동, 위기기간 반응행동, 위기 이후의 기업성과 등을 추적하기 위해 1994년부터 2011년까지의 재무적 자료 및 기업 대응행동 자료를 구축하였다. 동 기간 국가수준의 경제위기는 3번 정도 발생한 것으로 알려져 있다. 국가 경제위기를 규정하는 일반적 방법의 하나로 사후적인 경제성장률을 기준으로 삼는 방법이 자주 활용되는데, 아래는 관찰기간인 1994년부터 2011년까지의 한국의 경제성장률을 보여주고 있다.

경제성장률을 기준으로 1994년 이후 한국경제의 위기를 세부적으로 살펴보면, 대략 3번 정도로 평가해 볼 수 있다. 가장 영향력이 컸던 경제위기는 1997-98년의 외환위기라 할 수 있으며, 경제 전반은 물론 대기업 경영에도 커다란 영향을 미쳤다고 평가된다(박진우·백재승, 2009). 다음은 2008년 글로벌 금융위기로 위기의식은 2008년에 가장 높았던 반면, 실질적인 국내 경제성장률 하락은 2009년



〈그림 2〉 한국의 경제성장률(1994~2011)과 세 번의 위기기간

1) 본 연구는 KOSPI200에 포함된 모든 기업을 대상으로 시작하였으나, 진행 과정에서 금융기관(은행, 은행지주, 증권, 카드사 등)을 제외하였다. 금융업의 경우 재무제표가 일반 제조업과 달라 동일한 기준으로 분석하는데 한계가 있었으며, 또한 위기로 인한 금융기관의 실패(상장폐지 등)와 M&A나 지주회사 전환으로 인한 상장폐지 등을 명확히 구분하기 어려운 경우도 있어 최종 분석대상에서 제외하였다.

초반에 가장 크게 나타났다. 마지막으로 실제 경제 성장률에 대한 충격은 크지 않았지만, 외환위기 이후에 일시적으로 위기의식이 고조되었던 시기로 2003년 카드대란을 전후한 시기를 들 수 있다. 실제 국가경제위기까지 발전하지는 않았지만 카드대란과 SK글로벌사태 등으로 국내경제가 침체되면서 또 다시 경제위기가 발생한다는 불안심리가 확산된 시기였다(삼성경제연구소, 2003).

본 연구에서는 대기업의 위기대응패턴을 관찰하기 위해 위기가 기업경영에 본격적인 영향을 미치는 위기기간을 규정하고자 하며, 이를 기준으로 사전 준비기간을 지정하고자 한다. 첫 번째 경제위기와 관련해 위기기간은 1997~1998년의 2년 동안으로 설정하고, 준비기간은 1995~1996년 동안의 2년으로 설정하고자 한다. 세 번째 경제위기와 관련해 위기기간은 2008~2009년 동안의 2년으로 설정하고, 준비기간은 2006~2007년 동안의 2년으로 설정하고자 한다. 한편 두 번째 위기는 상대적으로 소규모였기 때문에 위기기간은 2003년 한 해로 설정하고, 준비기간은 2001~2002년 동안의 2년으로 설정하고자 한다. 각 위기 기간에 대한 정의는 아래

표에 정리되어 있다. 분석기간의 시작은 1995년이지만, 분석을 위해 사용한 변수 중 일부는 전년대비 증가율을 사용하고 있어 실제 분석에는 1994년 자료가 포함되어 있다.

3.2 분석모델과 자료수집방법

본 연구에서는 기업의 위기 대응패턴을 재무차원(현금흐름관리, 부채중심 자산구조의 변화 등) 및 인력차원(인력감축, 인건비통제 등) 등 2가지 측면에서 기업위험을 크게 확대하거나 축소하는 구조조정과 같은 기업행동으로 정의한다.²⁾ 위기 이후 기업 성과는 총자산이익율(ROA) 등과 같은 수익성과 총자산증가율, 매출액증가율 등과 같은 성장성으로 측정하였다. 기업성과의 보조지표로 위기이전 대비 위기 이후의 기업성과 차이, 즉 기업의 규모(자산, 매출액) 차이와 수익성 차이를 함께 관찰하였다. 기업의 위기 대응패턴 및 기업성과를 측정하기 위해, 재무적 자료 및 종업원 규모 등 2차 자료는 상장기업 DB(KIS Value)를 활용하였다.

본 연구에서는 기업의 위기 대응패턴을 위기 전

〈표 1〉 분석대상 국가 경제위기의 특징

위기명	외환위기	카드대란	글로벌 금융위기
위기 전 준비기간	1995~1996년	2001~2002년	2006~2007년
위기 발생기간	1997~1998년	2003년	2008~2009년
위기 이후 성과 측정기간	1999~2000년	2004~2005년	2010~2011년

2) 본 연구의 연구기획 및 진행단계에서 재무 및 인력차원 외에 전략차원(사업매각이나 신규사업 진출, 계열사 추가 및 제외, 대규모 설비투자 등)의 대응행동 자료를 추가 수집했다. 전략차원의 대응행동 자료는 기업 공시자료를 대상으로 한 내용분석을 통해 추출해 측정하였으며, 분석방법은 기업 공시자료를 활용해 축소형 구조조정과 확대형 구조조정을 측정했던 박진우·백재승(2009) 연구와 유사한 방법을 적용했다. 문제는 전략차원 대응행동의 자료원인 공시자료 자체가 2000년 이후분만 금융감독원을 통해 제공된다는 점이다. 논문진행시 1995년부터 일관된 기준에 따라 시계열자료를 구축해야 한다는 점, 특히 가장 영향력이 컸던 1997년 외환위기 전후의 대응패턴과 성과 관계를 분석해야 한다는 점 등의 요건에 부적합하여 최종 분석단계에서 불가피하게 제외하였다. 전략차원 대응행동이 위기대응패턴 측정범위에서 제외된 점은 본 논문의 한계이자, 지속적 위기연구를 위해 극복해야 할 과제로 향후 대안적인 자료수집 방법을 모색하고자 한다.

〈표 2〉 재무차원 및 인력차원 위기 대응행동의 측정변인 및 측정방법

구분	위험 확대행동			위험 중립행동			위험 축소행동		
	1점	1.5	2점	2.5	3점	3.5	4점	4.5	5점
(1) 전년대비 종업원 수 증가율	+20 % 이상	+15 ~ +20%	+10 ~ +15%	+5 ~ +10%	+5 ~ -5%	-10 ~ -5%	-15 ~ -10%	-20 ~ -15%	-20 % 이상
(2) 전년대비 투자 및 재무활동으로 인한 현금 흐름(금액) 증가율	-100 % 이하	-100 ~ -50%	-50 ~ -30%	-30 % ~ -10%	-10 % ~ +10%	+10 ~ +30 %	+30 ~ +50 %	+50 ~ +100 %	+100 % 이상
(3) 전년대비 부채구성 비율 변화율	+10 % 이상	+5 ~ +10%	+3 ~ +5%	+1 ~ +3%	+1 ~ -1%	-3 ~ -1%	-3 ~ -5%	-5 ~ -10%	-10 % 이상

IV. 분석결과 및 논의

4.1 경제위기 전개과정에서의 재무적 취약성과 기업성과 간 관계

위기 전 높은 부채비율과 낮은 수익성과 같은 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과와 밀접한 연관성을 지니고 있는 것은 사실이지만, 이것이 위기 이후의 생존 및 성과를 압도적으로 결정하는 요인으로

작용하지는 않을 것이다. 본 연구에서는 위기기간 반응행동과 같은 위기 대응행동이 기업의 생존 및 성과에 더 큰 영향을 미칠 수 있다고 인식한다.

위 진술의 진위 여부를 탐색하기 위해 본 연구에서는 다음과 같은 실증분석을 수행하였다. 우선 1994년말 KOSPI200을 구성하던 200개 기업의 생존여부를 2012년말까지 추적조사하여 다음과 같이 5개 그룹으로 구분하였다. 이후 각 그룹별로 외환위기(1997~1998년) 전후 수익성과 부채비율을 시계열로 비교분석하였으며, 〈표 4〉, 〈표 5〉, 〈표

〈표 3〉 1994년-2012년 기간 200대 기업 위상유지 및 생존여부에 따른 기업유형 구분

그룹명	표본 수	설명
A	71	1994년말에 KOSPI200에 속해 있었으며, 2012년말 현재도 KOSPI200에 속해 있는 기업 그룹
B	57	1994년말에 KOSPI200에 속해 있었으며, 2012년말 현재 KOSPI200에 속하지는 않지만 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 그룹
C	25	1994년말에는 KOSPI200에 속해 있었으나, 현재는 상장폐지되어 일반기업 또는 외감법인으로 생존해 있는 기업 그룹
D	27	1994년말에 KOSPI200에 속해 있었으나, 이후 피흡수합병되면서 상장폐지된 기업 그룹
E	12	1994년말에 KOSPI200에 속해 있었으나, 이후 상장폐지 및 폐업한 기업 그룹
〈계〉	192	

주) 1994년 말 KOSPI200을 구성하던 200개 기업 중 8개 기업은 KisValue에 데이터 자체가 없어 분석에서 제외하였음.

〈표 4〉 총자산이익률 (ROA)

그룹명 (표본수)	(단위: %)					
	1995년	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년
A (71)	2.04	0.64	0.31	-4.24	1.39	2.71
B (57)	1.24	-0.99	-3.43	-21.62	-9.20	0.77
C (25)	-0.24	-0.75	-7.08	-29.54	-24.72	-48.36
D (27)	0.36	-0.03	-3.24	-26.16	-3.24	6.23
E (12)	0.93	-0.72	-2.29	-9.20	-26.75	-49.75

〈표 5〉 매출액 영업이익률

그룹명 (표본수)	(단위: %)					
	1995년	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년
A (71)	8.29	6.83	8.43	5.62	7.57	8.66
B (57)	7.28	6.06	3.87	-31.90	-54.44	-20.30
C (25)	7.41	5.56	1.75	-4.94	-5.34	-3.10
D (27)	5.95	5.85	6.60	-3.95	7.29	3.03
E (12)	7.18	6.01	0.76	-4.00	-26.70	-159.67

〈표 6〉 부채비율 (부채/자기자본*100)

그룹명 (표본수)	(단위: %)					
	1995년	1996년	1997년	1998년	1999년	2000년
A (71)	302.52	693.03	232.37	216.18	94.31	185.63
B (57)	336.34	351.84	1884.50	457.03	133.60	932.96
C (25)	426.03	740.57	962.76	321.46	84.22	-964.82
D (27)	469.15	922.55	1671.60	784.73	5391.88	11346.19
E (12)	359.28	682.61	-499.30	-2980.80	-366.51	-139.54

주) 부채비율이 음수(-)라는 것은 자본잠식 상태임을 의미함.

6)은 그 결과를 보여준다.

만약 경제위기 국면에서 부채비율이나 수익성 같은 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과를 결정하는 요인이라면 기업의 위기 대응행동과 상관없이 위기 이후 기업의 생존 및 성과를 결정하는 요인으로 작용해야 한다. 이러한 주장이 입증되기 위

해서는 1994년-2011년 기간 200대 기업지위 유지기업, 탈락기업, 타회사 흡수기업, 폐업기업 등과 같은 기업유형간에 나타나는 부채비율이나 수익성과 같은 재무특성의 차이가 위기간 또는 위기 이후보다는 위기 전에 보다 크게 나타나야 한다. 특히 생존 및 성과측면에서 E그룹과 D그룹의 재무적 취약성이

위기 전 타 유형에 비해 더 크게 나타나야 한다.

표에서 총자산이익률 추이를 보면, 외환위기(1997~1998)가 본격화되기 이전인 1996년부터 이미 많은 기업의 수익성이 악화되고 있었던 것으로 나타난다. 경제위기가 본격화된 1997년까지 유형간 편차는 크지 않았으며, 1998년의 경우에는 E그룹보다 오히려 B, C, D그룹의 수익성이 나뉘었으며, E그룹의 경우에는 위기가 일단락된 1999년 이후부터 본격적으로 수익성이 악화되는 모습을 보이고 있다. 이러한 결과는 위기 전 수익성보다는 위기간 중의 대응행동이 기업의 생존 및 성과에 더 큰 영향을 미치고 있음을 시사한다.

〈표 5〉에서 매출액 영업이익률 추이를 보더라도, 1997년까지 유형간 편차는 크지 않으면서, 대다수 기업이 영업이익은 흑자 상태를 보인 것으로 나타난다. 이러한 결과 역시 위기 전 수익성보다는 위기간의 수익성 관리가 기업의 생존 및 성과에 더 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

〈표 6〉은 부채비율 추이를 보여준다. 위기가 본격화되기 이전인 1996년의 경우 A그룹 보다 오히려 B그룹의 부채비율이 보다 낮은 상태였으며, E그룹의 부채비율 역시 A그룹의 수준을 보이고 있었다. 위기가 시작되면 매출과 영업이익이 줄어들면서 동시에 금리인상으로 인해 이자비용이 급증하여 현금흐름이 악화되는데, 이 때 A그룹은 부채비율을 낮추면서 유동성 위기를 벗어난 반면, 현금여력이 적었을 것으로 추정되는 타 그룹은 부채비율을 충분히 낮추지 못하면서 이자비용이 증가하는 등 현금흐름 측면에서 악순환이 지속되었던 것으로 파악된다. 특히 A그룹은 B그룹에 비해 위기 전 재무적 취약성이 상대적으로 더 높았으나, 위기간 중 이에 대해 적절히 대응함으로써 위기를 극복한 것으로 보인다.

높은 부채비율 및 낮은 수익성과 같은 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과와 밀접한 연관성을 지닌 것은 사실이지만, 이것이 기업의 생존 및 성과의 선행적 인과요인인지에 대해서는 보다 많은 논의와 연구가 필요할 것이다. 다만 위에서 제시한 유형별 시계열 비교분석 결과를 통해 볼 수 있듯이, 재무적 취약성은 위기 대응과정에서 기업의 전략적 행동에 의해 조절될 수 있으며, 그 결과 위기 이후 기업의 생존 및 성과를 드러내 보여주는 지표로서 작동되는 것으로 보인다. 이는 본 논문에서 연구하고 있는 위기 전 준비행동과 위기간 반응행동과 같은 기업의 위기 대응행동이 중요함을 간접적으로 보여주는 분석결과로 해석될 수 있다.

4.2 위기 대응패턴의 유형별 분포와 변화추세

위기에의 반응행동은 전략적 선택행동으로, 기업의 필요와 선호하는 행동논리에 따라 위험을 축소하는 소극적인 행동은 물론 위험을 확대하는 적극적인 행동 등으로 다양하게 나타난다. 여기에 위기 전 준비행동 역시 위기에측의 불확실성, 위기 대비 관행의 미확립, 기업의 전략적 선호 등으로 인해 다양하게 나타난다. 다만, 위기간 동안 전개되는 경제위기의 규모가 클수록 위기간 반응행동 측면에서 위험을 축소하는 소극적 반응행동을 보이는 비율이 높아질 것으로 예상된다.

먼저 위기 전 준비행동의 유형 분포를 살펴보면, 전체적으로 위험확대는 물론 위험중립, 위험축소 등 다양한 기업행동이 골고루 나타나고 있다.

시기별로 본다면, 외환위기 이전인 95-96년 기간의 준비행동 측면에서 위험확대를 보이는 기업의 비율이 42.1%로 타 기간에 비해 다소 높게 나타나고 있다. 경제위기의 규모면에서 상대적으로 소규모였던 2001-2002년 기간의 준비행동 측면에서는 오히려

〈표 7〉 위기 전 준비행동의 시기별 분포

위기 전 준비행동	95-96년 위기준비 (97-98년 위기)		01-02년 위기준비 (03년 위기)		06-07년 위기준비 (08-09년 위기)	
	빈도	비율	빈도	비율	빈도	비율
위험 확대	104	42.1%	53	22.0%	78	32.5%
위험 중립	89	36.0%	95	39.4%	88	36.7%
위험 축소	54	21.9%	93	38.6%	74	30.8%
합계	247	100.0%	241	100.0%	240	100.0%

주) 시기별 분포차이를 보기 위해 3개 기간 공통적으로 자료를 얻을 수 있었던 재무측면 2개 변인과 인력측면 1개 변인 등 3개 변인의 분석결과임.

러 위험중립과 위험축소를 보이는 기업의 비율이 타 기간에 비해 다소 높게 나타나고 있다. 이는 1997년 외환위기의 후유증이 완전히 가시지 않은 상황에서 또 다른 위기가 찾아올 것이라는 위기감이 작동했기 때문에 발생한 현상으로 추정된다(삼성경제연구소, 2003). 한편 대외적 요인에 의해 발생했던 글로벌 경제위기 이전인 2006-2007년 기간의 준비행동 측면에서는 위험확대를 보이는 기업의 비율이 그 이전 위기 준비기간에 비해 다소 높아지면서, 3가지 유형이 고루 비슷한 비율을 보이고 있다. 이는 글로벌 경제위기 자체가 대내적 요인이 아닌 대외적 요인에 의해 발생했기 때문에 예측 자체가 힘들어 발생한 현상으로 추정된다.

다음으로 위기기간 반응행동의 유형 분포를 살펴보면, 이 역시 위험확대는 물론 위험중립, 위험축소

등 다양한 기업행동이 골고루 나타나고 있다.

시기별로 본다면, 경제위기의 규모가 가장 컸던 외환위기 기간인 1997-1998년 동안 반응행동 측면에서 위험축소를 보이는 기업의 비율이 38.9%로 타 기간에 비해 다소 높게 나타나고 있다. 경제위기의 실제 규모가 크지 않았던 카드대란 기간인 2003년의 경우에는 위험중립의 비율이 47.3%로 타 기간에 비해 다소 높게 나타나고 있다. 한편 글로벌 경제위기가 전개된 2008-2009년 동안에는 위험중립은 물론 위험확대 비율이 약 38% 수준으로 유사하게 나타난 반면 위험축소 행동은 타 기간에 비해 상대적으로 낮게 나타났다. 글로벌 경제위기 기간에 이러한 반응행동 분포가 나타난 이유로 잇따른 위기 대응경험이 축적된 이유도 있겠지만, 동시에 해외기업의 상황 대비 국내 대기업의 경영상황이 나쁘지

〈표 8〉 위기기간 반응행동의 시기별 분포

위기기간 반응행동	97-98년 위기		03년 위기		08-09년 위기	
	빈도	비율	빈도	비율	빈도	비율
위험 확대	55	22.3%	59	24.5%	92	38.3%
위험 중립	96	38.9%	114	47.3%	92	38.3%
위험 축소	96	38.9%	68	28.2%	56	23.3%
합계	247	100.0%	241	100.0%	240	100.0%

않았다는 상황요인도 작용한 것으로 보인다.

마지막으로 위기 전 준비행동과 위기기간 반응행동의 조합에 따른 위기 대응패턴의 분포를 살펴보면 <표 9>와 같이 나타난다. 재무와 인력의 2가지 차원, 3가지 변인(종업원 수 증가율, 전년대비 투자 및 재무활동으로 인한 현금흐름 증가율, 전년대비 부채구성비율 변화)을 기준으로 유형화된 기업의 위기 대응패턴의 시기별 분포를 살펴보면, 유형별 비율의 차이는 있지만 9개의 유형 모두 일정정도의 비율이상으로 골고루 나타나고 있다.

다만, 시기별 분포비율 측면에서 몇 가지 특이한 추세가 발견된다. 우선 위험확장형(위험 확대-확대)과 기회포착형(위험 중립-확대)의 비율이 글로벌위기(2006-2009) 기간에 눈이 띄게 증가했다는 점이다. 반면 수동적반응형(위험 중립-축소)의 비율은 글로벌위기(2006-2009) 기간에 눈이 띄게 감소하고 있다. 한국의 대기업들이 글로벌위기가 본격적으로 전개되는 위기기간(2008-2009)에 위험을 확대하는 공격형 반응행동을 구사했음을 보여주는 분석

결과이다.

한편, 상황적응형(위험 확대-축소)은 외환위기(1995-1998) 기간에 높다가 이후 눈에 띄게 줄어드는 모습을 보이고 있으며, 활로모색형(위험 축소-중립)은 카드대란(2001-2003) 기간에 눈에 띄게 늘어나는 모습을 보이고 있다. 외환위기와 같은 예기치 않은 커다란 경제위기를 경험한 이후 작은 국내위기에도 민감하게 반응하는 기업의 대응행동을 엿보게 해주는 분석결과로 해석할 수 있을 것이다.

4.3 위기 대응패턴과 위기기후 기업성과와 관련성 분석

본 연구에서는 앞에서 '위기기간 반응행동의 결과(기업성과)는 반응행동의 유형은 물론 위기 이전 준비행동의 유형에 따라 서로 상이하게 나타날 것이다'라는 명제를 제시한 바 있다. 위기기전 준비행동과 위기기간 반응행동의 패턴별 기업성과 차이를 분석하기에 앞서 위기기전 준비행동과 위기기간 반응행동 각각과 기업성과와의 관계를 우선 탐색적으로 분

<표 9> 위기 대응패턴의 시기별 분포

유형	외환위기 (1995-1998)		카드대란 (2001-2003)		글로벌위기 (2006-2009)	
	빈도	비율	빈도	비율	빈도	비율
1 (위험확장형)	22	8.9	18	7.5	38	15.8
2 (기회포착형)	19	7.7	21	8.7	34	14.2
3 (위기활용형)	14	5.7	20	8.3	20	8.3
4 (위기대응탐색형)	41	16.6	23	9.5	25	10.4
5 (일상적반응형)	35	14.2	42	17.4	36	15.0
6 (활로모색형)	20	8.1	49	20.3	31	12.9
7 (상황적응형)	41	16.6	12	5.0	15	6.3
8 (수동적반응형)	35	14.2	32	13.3	18	7.5
9 (위험최소화형)	20	8.1	24	10.0	23	9.6
<계>	247	100.0	241	100.0	240	100.0

석해 보았다. <표 10>은 이에 대한 주요 결과를 보여준다.

표를 통해 볼 수 있듯이 위기 전 준비행동 패턴과 위기 이후 성과간 상관관계는 일부에서만 유의하게 나타난 반면, 위기기간 중 기업의 반응행동 패턴과 위기 후 성과는 상당히 밀접한 정(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타난다. 이는 위기기간 중에 위험 축소 쪽으로 대응할수록 평균적인 성과가 좋음을 보여주는 것으로, 위기 기간 중 기업이 전략적으로 어떤 대응을 하는가에 따라 위기 이후 성과가 달라질 수 있다는 가능성을 보여주고 있다.

다음으로 9개의 위기 대응패턴과 기업성과와의 관계를 탐색하기 위해 본 연구는 3개 위기기간에 걸쳐 9개 유형별로 위기 이후 기업성과를 비교분석해 그 관계 특성을 귀납적으로 도출하는 분석방법을 택하였다. 본 연구에서 위기이후의 기업성과는 위기이후 2년간의 수익성(ROA)과 성장성(총자산증가율, 매출액증가율)에 초점을 두고 분석했다. 우선 3개 위기기간에 걸쳐 9개 유형별로 나타난 수익성(ROA)

측면의 기업성과를 분석한 결과를 살펴보면 <표 11>과 같다.

3개 경제위기 이후의 수익성 측면의 기업성과 분포를 전체적으로 살펴보면, 외환위기나 카드대란 이후의 유형별 수익성 차이에 비해 글로벌위기 이후의 유형별 수익성의 차이가 전반적으로 줄어들었음을 발견할 수 있다. 외환이후 이후 수익성은 유형별로 최소 -34.09에서 최대 5.45의 편차를 보였으며, 카드대란 이후의 수익성은 최소 -112.30에서 최대 8.93의 커다란 편차를 보이고 있다. 이에 비해 글로벌위기 이후의 수익성은 최소 1.62에서 최대 6.35로 그 편차가 크게 줄어들었다.

유형별 기업성과의 편차가 크다는 점, 특히 일부 유형에서 매우 악화된 기업성과를 보였다는 점은 그 유형이 어떤 것이 되었건 위기대응에 실패한 기업이 많았다는 점을 보여주는 증거이다. 한편 가장 최근에 발생한 글로벌위기 기간에 유형별 편차가 크게 줄어들고, 또한 최소 수익성 성과도 양(+)의 상태를 유지하고 있다는 점은 전반적으로 위기대응에 성

<표 10> 위기 전/위기기간 중 행동 유형과 성과 간 상관관계 분석 결과

성과지표	위기 구분	'위기 전' 준비행동 패턴과 위기 후 성과 간 상관관계	'위기 기간 중' 반응행동 패턴과 위기 후 성과간 상관관계
ROA (%)	외환위기	0.0137 (0.835)	0.1313** (0.045)
	카드대란	0.1274* (0.050)	0.2422*** (0.000)
	글로벌 금융위기	0.0876 (0.181)	0.1629** (0.011)
ROE (%)	외환위기	-0.0526 (0.425)	0.0503 (0.444)
	카드대란	0.0645 (0.323)	0.0004 (0.996)
	글로벌 금융위기	-0.0240 (0.720)	0.1431** (0.029)
매출액 영업이익률 (%)	외환위기	0.0815 (0.220)	0.1465** (0.027)
	카드대란	0.0830 (0.208)	0.2103*** (0.001)
	글로벌 금융위기	0.2081*** (0.002)	0.1645** (0.011)

주: 위기 전 준비행동 패턴 및 위기 기간 중 반응행동 패턴 값은 5점 만점으로 계산되었으며, 값이 커질수록 위험축소를 지향함을 의미함. 괄호 안은 p-value이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함.

〈표 11〉 위기종료 후 그룹별 ROA 평균값 (수익성 관점)

1997~1998년 위기종료 후 그룹별 ROA 평균 (1999-2000년)			2003년 위기종료 후 그룹별 ROA 평균 (2004-2005년)			2008~2009년 위기종료 후 그룹별 ROA 평균 (2010-2011년)		
〈7유형〉 4.15	〈8유형〉 2.22	〈9유형〉 -3.24	〈7유형〉 6.42	〈8유형〉 6.87	〈9유형〉 2.02	〈7유형〉 6.26	〈8유형〉 7.71	〈9유형〉 4.66
〈4유형〉 0.78	〈5유형〉 3.17	〈6유형〉 5.45	〈4유형〉 -51.55	〈5유형〉 1.10	〈6유형〉 8.93	〈4유형〉 2.95	〈5유형〉 3.76	〈6유형〉 6.35
〈1유형〉 -21.74	〈2유형〉 -34.09	〈3유형〉 0.16	〈1유형〉 -112.30	〈2유형〉 -35.47	〈3유형〉 2.24	〈1유형〉 1.62	〈2유형〉 4.92	〈3유형〉 2.89

공한 기업이 많아졌음을 보여주는 결과이다. 한국의 대기업들이 앞선 두 번의 경제위기에 대응한 경험을 쌓으면서 일련의 위기학습을 통해 위기극복에 필요한 대응능력을 향상시켰다고 해석할 수 있을 것이다.

유형별로 본다면 위기 전 위험 확대 또는 중립행동을 보인다. 위기기간 위험 확대행동을 보인 1유형(위험확장형)과 2유형(기회포착형)의 수익성이 타 유형에 비해 낮은 것으로 나타났다. 특히 외환위기와 카드대란시 보여준 위험확장형과 기회포착형은 타 유형에 비해 매우 낮은 수익성 성과를 보이고 있다. 한편 3번의 위기에 걸쳐 안정적인 수익성 성과를 보이는 대표적인 유형으로는 6유형인 활로모색형(위기전 축소-위기기간 중립)을 들 수 있으며, 7유형(상황적응형)과 8유형(수동적 반응형)도 안정적인 수익성 성과를 보이는 것으로 나타났다.

이러한 분석결과는 위기이후 수익성이라는 기업성과 측면에서는 위기 전 준비행동보다는 위기기간 반응행동이 성과편차를 보다 잘 설명하는 것으로, 또한 위기기간 위험을 확대하는 공격적 행동은 위기이후 수익성을 악화시킬 수 있다는 위험성을 강하게 내포하고 있음을 시사한다. 외환위기 극복과 관련해 우리나라에서는 위기기간 중 확대형 구조조정보다는 축소형 구조조정이 기업성과 향상에 더 기여할 수

있다고 주장한 박진우·백재승(2009)의 연구결과와 일맥상통하는 결과라 할 수 있다.

한편, 위기관리이론에서 제시한 교과서적인 대응패턴으로 탐색적 가설을 통해 가장 좋은 성과를 보일 것으로 예상한 3유형(위기활용형)은 음(-)의 수익성을 보이지는 않았지만, 기대만큼 좋은 성과를 보이지도 못한 것으로 나타났다. 또한 탐색적 가설을 통해 중간정도의 수익성을 보일 것으로 예상했던 위험최소화형이나 일상적반응형의 수익성은 당초의 예상대로 중간정도의 수익성을 보인 것으로 실제 나타났다.

다음으로 3개 위기기간에 걸쳐 9개 유형별로 나타난 성장성(총자산증가율, 매출액증가율) 측면의 기업성과를 분석한 결과를 살펴보면 〈표 12〉 및 〈표 13〉과 같다. 3대 경제위기 이후 성장성 측면의 유형별 기업성과 분포를 전체적으로 살펴보면, 수익성 측면의 기업성과 분포와 달리 3번의 위기기간간 차이나 유형별 차이면에서 명확하면서도 일관된 패턴을 찾아보기 힘들다. 이는 기업의 위기 대응행동이 위기 이후의 수익성에는 상당한 영향을 미칠 수 있지만, 위기 이후의 성장성에의 영향은 제한적일 수 있음을 시사한다.

유형별로 본다면 수익성 분포차이보다는 미약하지

만, 일부 성장성 분포차이를 확인할 수 있다. 성장성 측면에서도 8유형(수동적 반응형)과 7유형(상황적응형)의 성장성이 타 유형에 비해 상대적으로 높은 것으로 나타나고 있다. 양 유형의 특징은 위기 전 확대 및 중립행동을 보이다, 위기기간 축소행동을 보인다는 점이다. 한편 1유형(위험확장형)은 물론 6유형(활로모색형)과 9유형(위험최소화형) 등은 성장성이 타 유형에 비해 상대적으로 낮은 것으로 나타난다. 9유형이나 6유형과 같이 위기 전 축소행동을 보임은 물론 위기기간에도 축소행동 또는 중립행동을 보이는 기업의 성장성은 당초의 예상대로 중간 이하의 성장성 성과를 보였다. 이상의 결과를 통해 볼 때 성장성의 차이는 위기기간 반응행동보다는 위

기 전 준비행동의 차이에 의해 상대적으로 보다 큰 영향을 받는 것으로 인식된다.

특이한 점은 위기 전에도 확대행동을 보임은 물론 위기기간에도 확대행동을 보인 1유형(위험확장형)의 성장성 성과이다. 2개 지표 × 3번 위기 관찰기간 동안 4번은 중간이하의 낮은 성장성 성과를 보인 반면, 유독 위기규모가 상대적으로 적었던 03년 카드 대란 기간 총자산 증가율 측면에서만은 가장 높은 성장성을 보였다. 이는 위험확장형의 기업성과 편차가 타 유형에 비해 크며, 규모가 큰 위기 상황에서의 지나친 위험확장행동은 기업성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 당초의 예상을 간접적으로 확인해주는 분석결과로 볼 수 있다.

〈표 12〉 위기종료 후 그룹별 총자산증가율 평균값 (성장성 관점)

1997~1998년 위기종료 후 그룹별 총자산증가율 평균 (1999-2000년)			2003년 위기종료 후 그룹별 총자산증가율 평균 (2004-2005년)			2008~2009년 위기종료 후 그룹별 총자산증가율 평균 (2010-2011년)		
〈7유형〉 6.70	〈8유형〉 15.91	〈9유형〉 8.97	〈7유형〉 12.76	〈8유형〉 4.93	〈9유형〉 3.91	〈7유형〉 15.31	〈8유형〉 16.88	〈9유형〉 13.53
〈4유형〉 4.08	〈5유형〉 1.79	〈6유형〉 12.16	〈4유형〉 8.39	〈5유형〉 9.34	〈6유형〉 4.53	〈4유형〉 12.50	〈5유형〉 14.94	〈6유형〉 16.38
〈1유형〉 -4.63	〈2유형〉 -5.18	〈3유형〉 2.35	〈1유형〉 47.07	〈2유형〉 5.88	〈3유형〉 9.59	〈1유형〉 8.56	〈2유형〉 12.88	〈3유형〉 8.32

〈표 13〉 위기종료 후 그룹별 매출액증가율 평균값 (성장성 관점)

1997~1998년 위기종료 후 그룹별 매출액증가율 평균 (1999-2000년)			2003년 위기종료 후 그룹별 매출액증가율 평균 (2004-2005년)			2008~2009년 위기종료 후 그룹별 매출액증가율 평균 (2010-2011년)		
〈7유형〉 3.95	〈8유형〉 21.51	〈9유형〉 21.58	〈7유형〉 25.66	〈8유형〉 7.60	〈9유형〉 4.63	〈7유형〉 12.51	〈8유형〉 49.72	〈9유형〉 12.13
〈4유형〉 12.75	〈5유형〉 11.02	〈6유형〉 15.42	〈4유형〉 11.89	〈5유형〉 12.67	〈6유형〉 6.18	〈4유형〉 14.01	〈5유형〉 13.97	〈6유형〉 10.40
〈1유형〉 4.45	〈2유형〉 88.34	〈3유형〉 11.82	〈1유형〉 7.47	〈2유형〉 6.91	〈3유형〉 15.84	〈1유형〉 10.50	〈2유형〉 16.33	〈3유형〉 13.65

이상의 분석결과를 보다 알기 쉽게 종합하기 위해 3개 위기기간, 9개 유형별 기업성과의 차이를 다음과 같이 기업성과의 순위 요약표 형식으로 정리했다. 종합표를 통해 보듯 위기 대응패턴 유형별 기업성과의 차이 측면에서 수익성과 성장성의 분포차이가 나타난다. 수익성 측면에서는 명확하면서도 일관된 유형별 성과차이가 나타남에 비해, 성장성 측면에서는 일부 경향성은 발견되지만 부분적으로 혼재되는 성과차이를 보이고 있다. 이는 위기 대응패턴이 위기 이후의 수익성에 상당한 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

한편, 수익성 측면에서 6유형(활로모색형), 7유형(상황적응형), 8유형(수동적 반응형)은 일관되게 높은 성과를 보이는 반면, 1유형(위험확장형)은 일관되게 낮은 성과를 보이고 있다. 성장성 측면에서는 다소 혼재되어 나타나기는 하지만, 상대적으로 8유형(수동적 반응형)과 7유형(상황적응형)은 높은 성과를, 1유형(위험확장형)은 물론 6유형(활로모색형)과 9유형(위험최소화형)은 낮은 성과를 보이고 있다.

이상의 결과를 종합해 볼 때, 위기 대응측면에서

7유형(상황적응형: 확대-축소)과 8유형(수동적 반응형: 중립-축소)은 타 유형에 비해 수익성은 물론 성장성에 긍정적 영향을 미칠 가능성이 높음을, 반대로 1유형(위험확장형: 확대-확대)은 수익성은 물론 성장성에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높음을 시사한다. 한편 6유형(활로모색형: 축소-중립)은 수익성에는 긍정적 영향을 미침에 비해 성장성 측면에서 일부 부정적 영향을 미칠 가능성이 있는 것으로 나타났다. 특이한 점은 위기에 대한 교과서적 대응패턴이라 할 수 있는 3유형(위기활용형: 축소-확대)이 당초의 예상과는 달리 위기 이후 기업성과가 중간이상으로 높지 않다는 점이다. 3유형인 위기활용형은 수익성이나 성장성 측면에서 모두 양(+)의 성과수준을 보여주시는 했지만, 타 유형에 비해 그 수준이 높지 않은 것으로 나타났다.

마지막으로 9개 유형별 기업성과의 차이가 통계적으로 유의한지를 탐색적으로 검증하기 위해 순위 격차가 큰 그룹별로 평균분석을 시행하였다. <표 15>는 주요 결과를 요약하고 있는데, 표에서 순위는 <표 14>에 기반한다. 예를 들어, 1997-1998년 위기종료 후 그룹별 ROA 평균비교에서 1순위는 <표

<표 14> 3개 위기기간 × 3개 지표별 기업성과의 순위 요약표

구분		수익성			성장성					
		ROA			총자산증가율			매출증가율		
수준	순위	97년	03년	08년	97년	03년	08년	97년	03년	08년
양호	1순위	⑥	⑥	⑧	⑧	①	⑧	②	⑦	⑧
	2순위	⑦	⑧	⑥	⑥	⑦	⑥	⑨	③	②
	3순위	⑤	⑦	⑦	⑨	③	⑦	⑧	⑤	④
... ..										
불량	7순위	③	②	④	⑤	⑧	④	⑤	②	⑨
	8순위	①	④	③	①	⑥	①	⑦	⑥	①
	9순위	②	①	①	②	⑨	③	①	⑨	⑥

14)에 정리한 바와 같이 6유형을, 8순위는 1유형을 의미한다. 마찬가지로 2008-2009년 위기종료 후 그룹별 ROA 평균비교에서 1순위는 8유형을, 8순위는 3유형을 의미한다.

그룹별 평균 비교에서는 ROA와 총자산증가율 등 2개 변수에 대해 극단치가 미치는 영향을 최소화시키고자 winsorization³⁾을 하였다. 표본기업이 국내 대표적인 우량기업이기는 하나, 위기 이후 성과를 분석하다보니 일부 변수값에 극단치(outlier)가 존재하였다. 예를 들어, 특정 기업은 2004-2005년 평균 ROA값이 무려 -2579%에 달하였다. 이에 본

연구에서는 ROA 및 총자산증가율 변수의 분포를 분석한 후, 상위 1% 이상의 값과 하위 1% 이하에 해당되는 값이 지나치게 크거나 작을 때, 이를 각각 상위 1%, 하위 1% 부근의 값으로 변환했다.⁴⁾ 또한, 이러한 winsorization 과정에서 값이 변경된 표본은 전체 2% 미만으로 유지하여 winsorization에 따른 부작용을 줄이고자 노력하였다.

분석결과, 기업성과 측면에서 주로 1순위 또는 2순위를 보였던 8유형(수동적 반응형: 중립-축소) 및 6유형(활로모색형: 축소-중립)과 주로 9순위나 8순위를 보였던 1유형(위험확장형: 확대-확대)간 통계

〈표 15〉 위기기간-지표별 성과순위에 따라 구분한 그룹별 평균비교 결과

지표	비교 그룹	1997~1998년 위기종료 후 그룹별 평균 비교	2003년 위기종료 후 그룹별 평균 비교	2008~2009년 위기종료 후 그룹별 평균 비교
ROA (%)	1순위 vs. 8순위	24.905*** (6.72)	10.397 (7.20)	4.822 (2.76)
	1순위 vs. 9순위	16.723 (7.17)	45.780*** (8.02)	6.085 (2.46)
	2순위 vs. 8순위	23.413*** (5.77)	8.929 (7.78)	3.465 (2.40)
	2순위 vs. 9순위	15.231 (6.29)	44.312*** (8.55)	4.729 (2.05)
총자산 증가율 (%)	1순위 vs. 8순위	19.640* (6.39)	3.328 (6.02)	8.321 (5.36)
	1순위 vs. 9순위	20.024 (6.93)	3.575 (6.78)	8.563 (6.01)
	2순위 vs. 8순위	16.961 (7.18)	8.598 (6.89)	7.818 (4.46)
	2순위 vs. 9순위	17.345 (7.66)	8.845 (7.56)	8.060 (5.22)
매출액 증가율 (%)	1순위 vs. 8순위	85.021** (24.22)	19.725 (7.37)	39.220** (11.73)
	1순위 vs. 9순위	85.128* (27.02)	21.026 (8.09)	39.324** (12.03)
	2순위 vs. 8순위	18.260 (22.91)	9.908 (6.07)	5.832 (9.54)
	2순위 vs. 9순위	18.366 (25.85)	11.210 (6.93)	5.936 (9.90)

주) 값은 두 그룹간 평균차이로 앞에 있는 유형의 평균에서 뒤에 있는 유형의 평균을 뺀 결과이며, 괄호 안은 standard error임. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타냄.

3) winsorization은 연구대상 표본의 특정 변수가 극단치(outlier)에 속할 때 이를 조정하는 기법이다. 극단치를 포함한 표본을 제거하는 '절단(truncation)' 기법과 달리, winsorization은 표본을 버리지 않고 값을 조정하여 사용한다. 극단치를 가진 특정 변수를 크기에 따라 일렬로 정렬한 후 상위 및 하위 특정 %를 기준으로 그 값을 초과하는 변수값을 기준으로 삼은 특정 %값으로 대체하는 기법이다. 이는 표본 중 특정 변수의 값이 극단치에 속할 때, 그 표본 자체를 버리지 않아도 되므로 정보의 손실이 적다는 장점을 가진다. 보다 자세한 내용은 Dixon(1960) 및 Dixon & Yuen(1974)을 참조할 것.

4) 구체적으로 ROA는 1999-2000년 및 2004-2005년 분석에서 $\pm 150\%$ 이상인 값을 $\pm 150\%$ 로 바꾸었으며, 총자산증가율은 1999-2000년, 2004-2005년 및 2010-2011년 분석에서 $\pm 100\%$ 이상인 값을 $\pm 100\%$ 로 변환하였다.

적으로 유의한 차이가 많이 발견되고 있다. 위기를 전후해 위험축소와 위험확대를 오가는 극단적인 전략전환 유형보다는 위험중립적 행동을 기반으로 위기를 전후해 위험을 축소했던 기업들이 상대적으로 좋은 성과를 보인 것으로 나타났다. 반면, 위기와 관계없이 기업의 위험추구성향에 따라 위기 전은 물론 위기가간에도 위험확대행동을 했던 기업들은 상대적으로 낮은 성과를 보인 것으로 나타났다.

표에서 또 하나 주목할 만한 점은 1997-1998년 외환위기에 비해 2008-2009년 글로벌 위기시에는 표준오차의 값이 확연히 작아지고 있어 국내 기업들이 위기를 겪어 오면서 수익성과 성장성 측면의 편차가 감소했음을 보여준다. 이는 위기에 대한 학습 효과가 존재할 가능성을 시사해주고 있으며, 향후 이에 대한 보다 심도깊은 연구가 필요할 것으로 파악된다.

V. 결론 및 향후 연구과제

한국의 경우 짧은 기간 여러 차례의 위기 이후에 더 강한 경쟁력을 지닌 대기업들이 다른 국가에 비해 다수 출현했다는 측면에서 한국의 대기업을 대상으로 한 실증연구는 학술적·실무적 차원에서 중요할 것이다. 본 연구는 한국의 대기업들이 지난 1997년에 있었던 '한국 외환위기', 2003년 '카드대란'을 전후해 발생한 소규모 국내 위기, 그리고 2008년에 있었던 '글로벌 금융위기'를 극복하기 위해 보여준 전사차원의 위기 대응패턴과 위기 이후 기업성과와의 관련성을 시계열자료 분석을 통해 실증적으로 밝히고 있다.

우선 위기 전 재무적 취약성과 기업성과와의 관련

성을 시계열 자료로 비교분석한 결과, 높은 부채비율과 낮은 수익성과 같은 재무적 취약성이 기업의 생존 및 성과와 밀접한 연관성을 지니지만 이것이 기업의 생존 및 성과의 선행적 인과요인인지를 확증할 수 없었으며, 위기 대응과정에서 기업의 전략적 행동에 의해 기업성과에 미치는 영향이 조절될 수 있다는 가능성을 발견했다.

다음으로 3번의 경제위기 과정에서 보여준 대응패턴 측면에서 특정한 대응유형으로 국한되지 않고, 9개의 유형 모두 일정정도의 비율 이상으로 골고루 나타나고 있음을 발견했다. 시기별로는 글로벌위기(2006-2009) 기간 위험확장형(위험 확대-확대)과 기회포착형(위험 중립-확대)의 비율이 늘어난 반면, 수동적반응형(위험 중립-축소)의 비율은 감소하고 있음을, 그리고 상황적응형(위험 확대-축소)은 외환위기(1995-1998) 기간에 높다가 이후 줄어드는 특징을 발견했다. 이러한 시기별 변화양상은 위기학습 관점에서 국가 경제위기를 기업성장의 위협요인으로만 인식하지 않고, 기업의 필요 및 행동논리에 따라 이를 성장의 기회로 활용하려는 의도가 늘어나고 있음을 시사한다.

마지막으로 위기 대응패턴과 위기 이후 기업성과와의 관련성을 다각도로 분석해 보았다. 그 결과, 위기 대응패턴별 수익성과 성장성의 분포차이가 나타났으며, 특히 위기 대응패턴이 위기 이후의 수익성과 밀접한 관련성이 존재함을 발견했다. 또한 수익성 측면에서는 3번의 위기를 거치면서 유형별 편차가 크게 줄어들고, 최소 수익성 성과도 양(+의) 상태를 유지하는 등 위기학습을 통해 위기 대응능력을 향상시켰다는 근거를 찾아볼 수 있었다. 위기 대응패턴 측면에서는 8유형(수동적 반응형: 중립-축소)과 6유형(활로모색형: 축소-중립), 그리고 7유형(상황적응형: 확대-축소) 등이 타 유형에 비해 수익

성은 물론 성장성에 긍정적 영향을 미칠 가능성이 높음을, 반대로 1유형(위험확장형: 확대-확대)은 부정적 영향을 미칠 가능성이 존재함을 발견했다.

이상의 분석결과를 종합해 보면, 위기이후 기업의 생존 가능성 및 성과를 제고하기 위해서는 재무적 취약성 관리와 함께 주어진 여건특성 및 기업 필요를 반영한 적합한 위기 대응행동을 취하는 것이 중요하다. 세 번의 위기를 겪으면서 한국 대기업의 위기대응능력이 향상되고 있다는 점을 확인할 수 있다. 그러나 세 번의 위기를 겪으면서 위기이후 기업성장에 다소 부정적 영향을 미칠 수도 있는 위험확장형(위기 전 확대-위기기간 확대) 대응행동을 취하는 대기업들이 늘어나고 있다는 점은 다소 우려된다. 위험확장형은 성공시 경쟁적 지위를 크게 향상시키는 결과(대박)를 기대할 수 있지만, 동시에 실패시 기업 생존에 위협을 가하는 결과(쪽박)를 초래할 수도 있다는 점에서 더욱 향상된 위기 대응 및 관리능력을 필요로 한다.

본 연구는 기업의 위기 대응패턴과 기업성과와의 관계에 관한 이론을 개발하고, 기술적 실증분석을 통해 양자 관계의 특성을 모색하는 탐색적 연구 성격을 지니고 있기 때문에 아직은 완성형 실증연구 논문이라 평가하기는 어렵다. 탐색적 연구이기 때문에 아직도 많은 연구한계와 향후의 연구과제를 담고 있다.

무엇보다 본 연구 초기단계에서 시도했다가, 최종 분석단계에서 제외된 전략차원의 대응행동 패턴을 보완할 필요가 있다. 전략차원의 대응행동 자료는 기업 공시자료를 대상으로 한 내용분석을 통해 추출

해 측정할 수 있으며, 박진우·백재승(2009) 연구와 같이 유가증권 및 보유지분 처분, 부동산·사업 부문·공장 등의 자산매각을 위험축소형 전략행동으로, 계열·비계열기업 흡수합병 또는 지분매입, 신규공장 가동, 신규사업 진출, 사업영역 확장, 설비증설 등과 같은 사업영역 및 사업규모 확대를 위험확장형 전략행동으로 분류할 수 있다. 문제는 금융감독원 전자공시시스템에 게시된 상장기업 공시자료가 2000년 이후 부터 체계적으로 구축되어 있다는 점이다. 향후 다른 자료원(공시자료 원본열람)을 통해 동기간의 전략행동 자료를 보완하든지,⁵⁾ 아니면 2000년 이후의 기업 대응행동에만 국한한 실증연구를 추진할 필요가 있다.

다음으로 3번의 위기를 겪음으로써 생길 수 있는 위기학습의 효과가 있는지를 추가적인 실증연구를 통해 규명할 필요가 있다. 위기관리 이론 및 연구들에서는 여러 차례 위기의 대응경험으로부터 얻을 수 있는 위기학습을 중시한다. 본 연구에서도 5-6년의 간격을 두고 발생한 위기로부터 학습이 이루어지고 있다는 일부 증거를 찾아볼 수 있었다. 그러나 이는 결과해석에 의존하는 간접적 근거라는 한계를 지니고 있기 때문에, 좀 더 확실한 실증적 근거를 밝히는 추가적 연구가 필요할 것이다. 특히 3번의 위기를 거치면서 위기 대응패턴 간에 어떤 변환경로가 존재하는지, 위기이후 기업성장에 긍정적 영향을 미치는 특정한 변환경로가 존재하는지 등을 탐색하는 연구가 필요하다.

또한 위기를 전후해 기업이 보유한 자원 및 역량을 연구모형에 포함시키는 것이 필요하다. 여유자원

5) 상장기업들이 연간단위로 보고하는 사업보고서를 그 대안으로 삼아 분석을 시도했지만, 사업보고서 역시 1998년 이후만이 공개되고 있으며, 또한 기업별로 사업보고서 작성방법의 편차가 심해 전략행동을 측정하기 위한 신뢰성을 지닌 자료원으로 활용할 수 없었다. 유일한 방법은 서류형식으로 보관되어 있을 것으로 추정되는 공시자료를 열람하는 것이지만, 기대효과 대비 시간과 노력이 지나치게 많이 소모될 위험이 존재한다.

(slack)과 같이 기업이 보유한 자원 및 역량에 따라 대응패턴 및 그 결과가 상이할 수 있기 때문이다 (Singh, 1986). 본격적인 연구는 아니었지만, 본 연구에서는 재무적 취약성의 문제를 위기이후의 기업성과와 연관시켜 분석하고 그 결과를 해석하는 시도를 했지만 많은 한계를 지니고 있다. 향후에는 '기업의 위기 대응행동은 위기 이전의 재무상태와 위기이후의 기업성과와의 관계를 매개하는 효과를 보일 것이다'와 같은 가설을 설정하고, 정교한 분석방법을 통해 실증하는 연구가 필요할 것이다.

마지막으로 위기 대응패턴 및 기업성과와의 관계를 설명함에 있어 소속된 기업집단의 특성을 추가적으로 고려하는 연구가 반드시 필요할 것이다. 한국 대기업을 분석하기 위해서는 개별 대기업을 특성보다는 그 대기업이 속한 기업집단(재벌)의 특성을 파악하는 것이 더 중요함을 강조하는 연구들이 많다(김진방·조민수, 2009; 최순규, 2003). 한국 기업의 고유한 특징 중의 하나가 바로 재벌이라 불리는 기업집단 현상이다. 이러한 기업집단은 소속 기업의 위기를 기업집단이 보유한 여유자원 등을 통해 보완하는 긍정적 효과가 존재하는 반면, 지나친 재무적 연관성으로 인해 위기가 타 계열사로 전염·확산되는 부정적 효과 또한 보유하고 있다. 따라서 최순규(2003)의 연구처럼 소속 기업집단의 특성 및 소속집단 계열사의 관계특성을 위기 대응패턴 및 위기이후 기업성과와 연계시켜 분석하는 연구가 진행될 필요가 있다. 예를 들어 경제위기시 개별기업의 경영상태와 소속그룹의 경영상태를 상호 연계시켜 위기 극복이후의 성과를 예측하는 연구를 진행할 수 있을 것이다.

한국기업은 짧은 기간 세 번의 위기를 성공적으로 극복했지만, 향후 '글로벌 금융위기'와 '한국경제의 저성장 위기'가 동시에 찾아오는 더 큰 위기를 맞을

수도 있다. 한국기업의 지속발전 가능성을 높이기 위해서는 불시에 찾아 올 수 있는 이러한 경제위기 에 대응할 수 있는 적응능력과 학습능력을 강화할 필요가 있다. 기업의 위기대응패턴과 기업성과와의 관계를 탐색적 수준에서나마 실증연구를 통해 수행한 본 논문의 의의는 여기에서 찾을 수 있다.

참고문헌

- 길병욱, 허태희(2003), "국가 위기관리체계 확립방안 및 프로그램 개발에 관한 연구," **국제정치논집**, 43(1), 339-359.
- 김동철(2007), "기업수익성과 경영자의 경영위험 선택," **관리회계연구**, 7(2), 69-88.
- 김상조(2009), "1986~2006년간 한국의 200대 기업의 동태적 변화," **한국금융연구원, 한국경제의 분석**, 15(1), 1-60.
- 김석진, 김지영(2003), "매각 목적과 분리매각의 성과," **증권학회지**, 32(1), 105-133.
- 김지윤, 성민정(2009), "언론보도에 반영된 조직의 위기관리 전략분석," **언론과학연구**, 9(3), 37-69.
- 김진방, 조민수(2009), "한국 기업집단의 자본구조와 소유구조: 경제위기 이후의 변화와 그 의미," **윤리경영연구**, 11(1), 49-90.
- 문창호(2012), "경쟁전략과 최고경영자 특성 사이의 적합성이 성과에 미치는 영향," **대한경영학회지**, 25(8), 3335-3355.
- 박진우, 백재승(2009), "구조조정과 기업가치: 축소와 확장 비교분석," **경영학연구**, 38(5), 1329-1352.
- 삼성경제연구소(2003), "한국경제의 위기극복 과정과 교훈," **삼성경제연구소 CEO Information**, 400호 (2003. 5. 14).
- 유종숙(2002), "한국 100대 기업의 위기관리 현황에 관한 연구," **한국광고학보**, 4(1), 33-62.

- 유종숙(2011), "한국 대기업의 업종별 위기관리에 관한 연구: 10년 전의 IMF 경제위기시와 비교를 중심으로," *광고연구*, 88, 65-98.
- 윤민구, 김윤상(2009), "경영위기 관리에 관한 사례연구: 다산주물공단 사례를 중심으로," *영상저널*, 2(1), 1-15.
- 이병천(2011), "외환위기 이후 한국의 축적체제," *동향과 전망*, 81, 9-69.
- 정이만(2002), "한화그룹의 구조조정 사례와 시사점," *상장협*, 45(춘계호), 63-76.
- 최두열(2006), "외환위기와 대기업군 연쇄부도의 원인: 기업금융 규제를 중심으로," *한국경제연구*, 16, 5-49.
- 최두열(2006), "한라그룹 구조조정 성공 사례," *경영교육연구*, 9(2), 149-173.
- 최순규(2003), "아시아 경제위기와 한국 재벌그룹의 변화: 위기와 조직관성의 영향에 대한 고찰," *경영학연구*, 31(7), 1839-1863.
- 최정표(2010), "재벌의 연쇄도산과 흥망재벌간 경영구조의 차이," *산업조직연구*, 18(3), 79-101.
- Baird, I. S. and H. Thomas (1985), "Toward a Contingency Model of Strategic Risk Taking," *The Academy of Management Review*, 10 (2), 230-243.
- Bowman, E. (1980), "A Risk-Return Paradox for Strategic Management," *Sloan Management Review*, 21, 17-31.
- Bowman, E. (1982), "Risk Seeking by Troubled Firms," *Sloan Management Review*, 23, 33-42.
- Bradley, M. A. Desai, and E. H. Kim (1988), "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
- Chou, P. R. K. Chou, and K. Ko (2009), "Prospect Theory and the Risk-Return Paradox: Some Recent Evidence," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33(3), 193-208.
- Claessens, S. S. Djankov, and L. C. Xu (2000), "Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis," *The World Bank Research Observer*, 15(1), 23-46.
- Coombs, W. T. (1998), "An Analytic Framework for Crisis Situations: Better Responses From a Better Understanding of the Situation," *Journal of Public Relations Research*, 10 (3), 177-191.
- Dixon, W. J. (1960), "Simplified Estimation from Censored Normal Samples," *The Annals of Mathematical Statistics*, 31, 385-391.
- Dixon, W. J. and K. K. Yuenm (1974), "Trimming and Winsorization: A Review," *Statistical Papers*, 15(2), 157-170.
- Figenbaum, A. and H. Thomas (1986), "Dynamic and Risk Measurement Perspectives on Bowman's Risk-Return Paradox for Strategic Management: An Empirical Study," *Strategic Management Journal*, 7(5), 395-407.
- Hambrick, D. C. (1983), "Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types," *Academy of Management Journal*, 26(1), 5-26.
- Hermann, C. F. (1963), "Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations," *Administrative Science Quarterly*, 8(1), 61-82.
- Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, 47(2), 263-292.

- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz (1994), "Tobin's Q, Corporate Diversification and Firm Performance," *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Lindstrom, J. (2012), "A Model to Explain A Business Contingency Process," *Disaster Prevention and Management*, 21(2), 269-281.
- March, J. G. and Z. Shapira (1987), "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking," *Management Science*, 33(11), 1404-1418.
- Mitroff, I. I. and C. M. Pearson (1993), *Crisis Management*, San Francisco, Jossey-Bass Inc.
- Mulherin J. H. and A. L. Boone (2000), "Comparing Acquisitions and Divestitures," *Journal of Corporate Finance*, 6, 117-139.
- Rajagopalan, N. (1997), "Strategic Orientations, Incentive Plan Adoptions, and Firm Performance: Evidence from Electric Utility Firms," *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785.
- Ren, C. H. (2000), "Understanding and Managing the Dynamics of Linked Crisis Events," *Disaster Prevention and Management*, 9 (1), 12-17.
- Schlingemann, F. P. R. M. Stulz, and R. A. Walkling (2002), "Divestitures and the Liquidity of the Market for Corporate Assets," *Journal of Financial Economics*, 64, 117-144.
- Singh, J. V. (1986), "Performance, Slack, and Risk Taking in Organizational Decision Making," *The Academy of Management Journal*, 29 (3), 562-585.
- Staw, B. L. Sandelands, and J. Dutton (1981), "Threat Rigidity Effects in Organizational Behavior: A Multi-Level Analysis," *Administrative Science Quarterly*, 26(4), 501-524.
- Thomas, J. S. Clark, and D. Gioia (1993), "Strategic Sensemaking and Organizational Performance: Linkages among Scanning, Interpretation, Action, and Outcomes," *Academy of Management Journal*, 36(2), 239-270.
- Wilson, J. W. and S. Eilertsen (2010), "How Did Strategic Planning Help During the Economic Crisis?," *Strategy & Leadership*, 38 (2), 5-14.

Large Korean Business Conglomerates' Pattern of Response to Economic Crisis and Business Performance: Longitudinal Analysis

Kil-Pyo Hong* · Wonsik Sul** · Hyung-Gi Cho***

Abstract

Using longitudinal analysis of large Korean business conglomerates between 1994 and 2011, this study empirically shows the relationship between major Korean companies' post-crisis performances and their patterns of response to economic crises including the Korean currency crisis in 1997, the Korean credit card crisis in 2003, and the global financial crisis in 2008. Financial vulnerability turns out to have a significant relation with a company's survival and performance. The results do not necessarily mean that financial vulnerability works as a cause for a company's survival and performance, but rather suggest a likelihood that its effect on a company's performance is moderated by a company's strategic behaviors while responding to a crisis. When examining the response patterns to crises, diverse types of response patterns have been exploited equally without being limited to a specific pattern. Lastly, comprehensive analysis of the relationship between the patterns of response to a crisis and post-crisis performances shows that companies that minimized risks based on risk neutral behaviors performed better than companies that conducted extreme switchover strategies between risk-hedging and risk-seeking behaviors. On the other hand, companies that conducted risk-seeking behaviors in all the crises show relatively poor business performances. Consequently, the results imply that managing financial vulnerability and conducting appropriate risk response in consideration of a company's situation are crucial in coping with a crisis and improving the chance of survival and performance.

Key words: Crisis, Economic Crisis, A Company's Response to A Crisis, Risk Preference to Risk, Situational Relevance

* Baekseok University(kphong@bu.ac.kr)

** Sookmyung Women's University(wssul@sm.ac.kr)

*** Korea University of Technology and Education(hgcho@koreatech.ac.kr)