

국제통화기금(IMF)구제금융도입과 우리나라 금융기관 주가반응에 관한 실증적 연구*

이 명 철** · 강 증 만*** · 박 주 철****

요 약

본 연구에서는 IMF 구제금융도입과 관련된 일련의 사건들이 우리나라 금융기관 주가에 미친 영향을 분석하여 금융기관에 대한 시장전망의 추이를 알아보았다. IMF 구제금융도입은 궁극적으로 안정된 금융시스템을 추구한다는 (+)의 효과와 금융기관구조조정에 따른 규제와 이에 드는 비용으로 인한 (-)의 효과가 혼재되어 있다. IMF 구제금융도입과 이에 따른 제도정비에 금융기관 주가가 보인 반응을 살펴보기 위하여 IMF 긴급구제금융요청, 구제금융지원협상 타결, 금융개혁관련법안 국회통과, 외채협상타결, 기업구조조정 관련법안 국회통과 등 5개를 사건일1, 2, 3, 4, 5로 하여 사건연구방법에 의하여 분석하였는데 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 사건일 1, 2, 3, 4에서는 누적평균초과수익률이 유의한 (-)의 반응을 보여 금융기관의 기업가치에 관한 부정적 반응이 나타났다. 그러나 사건일5(기업구조조정 관련법안 국회통과)를 계기로 누적평균초과수익률이 유의적이지는 않지만 (+)의 반응으로 반전되고 있어 금융기관에 대한 시장전망이 나아짐을 보여주었다.

둘째, 누적평균초과수익률이 일반은행과 다른 업종(증권, 종금, 보험)간에는 유의한 차이가 있었으나 다른 업종(증권, 종금, 보험)간에는 유의한 차이가 없었으며 금융기관의 누적초과수익률이 자기자본비율과 유의한 (+)의 선형관계로 나타나지 않아 IMF 충격으로 시장효율성이 저하된 것으로 나타났다. 그러나 이 또한 사건일5(기업구조조정 관련법안 국회통과)를 계기로 강력한 구조조정과정을 겪고 있는 종합금융회사를 제외하고는 누적초과수익률이 자기자본비율과 유의적이지는 않지만 (+)의 반응이 보여 시간이 경과함에 따라 IMF 충격으로 야기된 비효율적인 시장반응이 개선되고 있음이 밝혀졌다.

* 본 논문은 1998년도 한국학술진흥재단의 자유공모과제 연구비에 의하여 연구되었음.

** 경성대 부교수

*** 한국금융연구원 선임연구위원

**** 울산과학대학 부교수

I. 서 론

1997년 하반기에 발생한 외환위기는 국가경제 전반에 엄청난 영향을 미쳤다. 1997년초 한보철강의 부도를 시작으로 한 대기업의 잇다른 도산과 이의 처리과정에서 보여준 미숙하고 시장경제원리를 도외시하는 태도는 외국 투자자들로 하여금 우리나라에 대한 불신을 심어 주었다. 이로 인하여 외화가 급속도로 국외로 빠져나가면서 환율이 상승하였고 환율방어에 보유 외화를 쏟아부어 대외부채 지불유예상황에 몰리자 결국 1997. 11. 21일 국제통화기금(IMF)에 구제금융을 요청하기에 이른 것이다. 한편, 구제금융을 지원받기 위하여 국제통화기금의 요구조건을 상당히 수용할 수 밖에 없었다. 우리나라가 국제통화기금에 제출한 「IMF 대기성 차관 도입을 위한 정책의향서」에는 거시경제정책과 일시적 금리상승 용인과 같은 통화정책, 모든 금융기관의 감독책임을 지는 통합금융감독기구의 설립, 부실금융기관의 구조조정 및 금융기관 퇴출제도와 같은 금융기관 구조조정 정책, 결합채무제표 도입과 계열기업군의 상호지급보증 개선과 같은 기업지배구조 조정정책, 노동시장의 유연성 제고, 정기적인 외화 및 기업정보 공개 등 우리나라의 경제 전반에 관한 사항을 담고 있다.

그 뒤 우리나라는 국제통화기금과의 합의사항을 실천해 나가고 있다. 두 차례에 걸쳐 금융개혁법안과 기업구조조정 관련법안을 입법화하였다. 그 내용에는 통합금융감독기구를 설립하고 노동시장의 유연성 확보를 위해 정리해고제를 도입하였으며 대기업 집단으로 하여금 결합채무제표 작성과 상호지급보증 해소를 하도록 하였다. 그 결과 일단의 구제금융과 외채상환기일연장 협상타결 등을 통하여 국가 부도위기는 넘겼으나 고금리, 물가상승, 실업자증가, 내수경기침체 등 국가경제에의 심대한 타격을 겪은 바 있다.

이에 본 연구에서는 국제통화기금(IMF) 구제금융 지원을 둘러싼 일련의 사건들이 우리나라 금융기관 주가에 미친 영향을 살펴보고자 한다. 1997년말의 외환위기는 경상수지적자 누적 등 우리나라의 기초경제여건의 악화 뿐만 아니라 종합금융회사 등 금융기관들의 무분별한 단기외채 차입 및 동남아시아 정크본드 투자실패 등으로 촉발된 것이다. 그리하여 우리나라가 국제통화기금으로부터 구제금융을 받기 위한 한국-IMF 구제금융 양해각서(Korea-IMF Memo-

random on the Economic Program)에도 부실 금융기관의 구조조정 및 자본확충을 추진하고 금융기관 퇴출제도(폐쇄, 인수 및 합병)를 마련하고 9개 종합금융회사에 대한 영업정지와 모든 은행이 바젤 협약의 기준을 충족하기 위한 연차계획 수립이 포함되어 있었다. 뿐만 아니라 부실채권 정리를 촉진하고 대형 금융기관의 회계감사는 국제적으로 인정받는 회계법인이 감사토록 하여 금융기관 회계정보의 투명성을 높이도록 하였다.

따라서 국제통화기금 구제금융요청을 하기에 이르도록 일단의 원인제공을 하였고 그 결과 구제금융지원조건에서 강도높은 개혁조치를 요구받은 바 있는 국내 금융기관들이 국제통화기금 구제금융을 둘러싼 일단의 사건들에 어떤 영향을 받았는지를 금융기관 주가수익률을 관찰함으로써 알아보고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

국제통화기금 구제금융요청은 정(+의 효과와 부(-)의 효과가 혼재되어 있다. (+)의 효과는 구제금융지원조건에 나타난 사항들은 궁극적으로 우리나라 금융 및 재무시스템이 좀 더 안전하고 효율적인 시스템을 지향하여 국내외 투자자들의 신뢰를 도모한다는 것이다. 따라서 타율적인 개혁이지만 결과적으로 금융 및 재무시스템의 안정성과 효율성을 높일 수 있는 것이다. (-)의 효과는 금융기관들로 하여금 자기자본을 늘리고 위험자산을 줄이게 하는 등 구조조정을 위하여 추가된 규제와 '98년 중반까지 외국 금융기관(은행, 증권)의 국내자회사 설립 등으로 잠재적으로는 경쟁이 격화될 수 있어 추가적인 비용이 드는 것이다. 따라서 본 연구의 결과로서 기대되는 효과는 투자자들이 (+)의 효과와 (-)의 효과를 함께 지닌 정보에 긍정적으로 반응하는지 또는 부정적으로 반응하는지를 분석함으로써 투자자들의 우리 금융기관의 미래에 대한 기대를 알 수 있다는 것이다. 또한 사건일(5개)별로 반응을 분리하여 고찰할 수 있어 기대의 변화 정도를 파악할 수 있다. 그리고 금융기관별 개별 주식의 누적초과수익률이 자기자본비율과 유의적인 선형관계를 이루는지를 살펴본다. 이로써 재무상태가 건전하지 못한 금융기관보다 재무상태가 건전한 금융기관의 누적초과수익률이 높은지를 알아봄으로서 IMF 충격에도 불구하고 시장이 효율적인지를 파악할 수 있다.

본 논문의 구성은 제2장에서는 선행연구를 고찰하고 제3장에서는 연구설계

를 하며 제4장에서는 실증분석결과를 제시하고 제5장에서 요약 및 결론을 내린다.

II. 선행연구

본 연구와 관련된 외국의 중요한 연구흐름은 두 가지가 있다. 하나는 지불유예(Moratorium)과 같은 국가적 채무위기에 관한 정보에 시장의 반응이 효율적인가를 규명하려는 연구이고 또 하나는 특정한 문제를 둘러싼 일단의 사건들의 영향을 분석하고 이를 해석하려고 한 연구가 그것이다.

첫번째 부류에 속하는 연구로서는 1982년의 멕시코의 대외부채 지불유예조치시와 1987년의 브라질의 대외부채 지불유예조치시에 이들 국가들에게 상당한 대출을 해 주었던 미국은행들의 주가반응에 관한 연구를 들 수 있다. 1982년 8월 19일의 멕시코 대외부채 지불유예선언시의 미국 채권은행들의 주가반응에 관한 연구로는 Schoder와 Vankudre(1986), Cornell과 Shaphiro(1986), Smirlock과 Kaufold(1987), Bruner와 Simms(1987)가 있다. 1987년 2월 20일의 브라질 대외부채 지불유예선언시의 미국 채권은행들의 주가반응에 관한 연구로는 Musumeci와 Sinkey(1990)가 있다. 이들은 모두 지불유예 선언이 이들 나라에 대출자산을 갖고 있는 미국 은행의 주가수익률에 영향을 미치는지(신정보가설)와 은행주가의 초과수익률에 대한 부정적인 영향의 정도는 이들 국가에 대한 대출수준에 따라 다른지(합리적가격결정가설), 지불유예 선언이 적절한 자본을 가진 은행보다 부적절한 자본을 가진 은행에 더한 손상을 가하는지(자본적합성가설)를 밝혀 시장효율성을 검증하려고 하였다. 이들은 방법론 적용상의 약간의 차이는 있지만 사건연구방법을 수행하였는데 Schoder와 Vankudre(1986)은 멕시코 사태시 유의적이지 않는 (-)의 시장반응을 보인다고 주장하고, Cornell과 Shapiro(1986)는 정보가 장기간에 걸쳐 시장에 반영된다고 주장하였으나 Bruner와 Simms(1987)는 신정보가설과 합리적가격결정가설이 지지된다고 주장하였다. 그리고 Musumeci와 Sinkey(1990)는 신정보가설, 합리적가격결정가설, 자본적합성가설이 지지됨을 밝혀 이것을 시장의 정보반응에 대한 효율성을 입증하는 증거로 삼았다.

두번째 부류에 속하는 연구로는 미국 은행지주회사(BHC)에 대한 연방예금보험공사개선법(Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act : FDICIA)의 영향을 조사한 Carow와 Larsen(1997)의 연구가 있다. 그들은 연방예금보험공사개선법이 추가적 규제비용과 잠재적 보조금 감축이라는 (-)의 효과와 지불불능은행의 제거와 은행시스템에 대한 소비자 신뢰의 증가라는 (+)의 효과가 혼재되어 있어 투자자들의 반응이 주목된다고 밝히고 이를 규명하려고 하였다. 그들은 사건일을 연방예금보험공사개선법(FDICIA : 1991. 12. 30. 법안 공포)이 상원에 상정된 날(사건일 1), 하원에 상정된 날(사건일 2), 재무부의 법안에 대한 지지표명일(사건일 3), 상원과 하원에서의 별개의 법안통과일(사건일 4), 상하원합동회의에서의 단일안 통과(사건일 5) 등 5개를 사건일로 하고 사건연구방법을 이용하여 -1에서 0일까지의 누적평균초과수익률을 구하고 이의 유의성을 검증하였다. 또한 누적평균초과수익률을 머니센타와 거대지역은행, 자본비율에 대하여 다중회귀분석하여 누적평균초과수익률이 은행규모에 따라 차이가 나는지를 검증하였고 자기자본비율에 따라 주가반응이 다른지를 검증하였다. 그 결과 각 사건일에서 누적평균초과수익률이 모두 (-)의 반응을 보이고 이 중 사건일 1, 3, 4, 5에서는 유의적이었다. 따라서 투자자들이 추가적 규제와 이의 충족을 위해 드는 비용이 은행산업의 효율성 제고로 인한 기대효익보다 크다고 생각하여 부정적 반응을 보인 것으로 해석하였으며 각 사건일에서의 유의성의 정도는 법안통과의 가능성을 반영한 것으로 보았다. 또한 규모가 클수록 (-)의 반응의 정도가 컸으며, 높은 자본자본비율의 은행들은 부정적 영향을 덜 받는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 규제는 규제로부터의 이익보다 규제충족에 드는 비용이 더 크다는 값비싼 규제비용가설(The Costly Regulation Hypothesis)와 재무안정성(자본비율)이 높을수록 규제적 요구에 덜 영향을 받는다는 자본적합성가설(Capital Adequacy Hypothesis)를 지지하는 것이다.

특정 사건에 대한 투자자의 반응을 고찰함으로써 시장이 효율적인가를 검증한 국내연구로는 김민조·정형찬(1995), 김태혁·신용길(1993), 이명철·강종만(1997) 등이 있다. 김민조와 정형찬(1995)는 특허출원공시가 해당기업의 주가에 미친 영향을 분석하였는데 -30일에서 +10일까지의 누적초과수익률이 유의한 (+)의 반응을 보였다. 김태혁과 신용길(1993)은 주식배당공시가 주식가격에 미

치는 영향과 정보전달효과를 사건연구방법을 이용하여 수행하였는데 주식배당 공시기준 -3일에서 +3일까지 누적초과수익이 유의적인 (+)임을 발견하였다. 이 명철과 강종만(1997)은 국내 상장 기업의 부실이 금융기관에 미치는 영향을 주가변화를 통해 알아보았는데 부도기업의 관리종목 편입일(사건일)의 초과수익률이 유의적인 (-)의 반응을 보여 신정보가설(New Information Hypothesis)이 지지된다고 주장하였다. 그리고 전체금융기관을 부실기업에 관한 대출여부에 따라 대출금융기관과 비대출금융기관으로 구분하여 분석하였으나 두 집단의 초과수익률 또는 누적초과수익률의 차이는 유의적이지 않았다.

본 연구에서는 이상과 같은 선행연구들을 참고하여 국제통화기금 구제금융 요청을 둘러싼 일련의 사건들에 시장이 어떤 반응을 보이는지를 분석하여 투자자의 반응을 해석하고 또 시장의 반응이 업종과 재무구조에 따라 다른지를 밝히고자 한다.

Ⅲ. 분석대상, 가설, 연구방법론

1. 분석대상

본 연구는 국제통화기금(IMF) 구제금융요청과 관련된 일련의 사건들이 금융기관 주가에 미친 영향을 사건연구방법(Event Study Methodology)과 회귀분석(Regression Analysis)방법에 의하여 실증분석 한다. 여기에서 금융기관 주가에 미친 영향은 포트폴리오 평균초과수익률과 누적평균초과수익률에 의하여 파악되며, 회귀분석은 금융기관 업종별 개별주식의 누적초과수익률과 자기자본비율과의 선형방정식을 구하여 그 계수의 유의성을 살펴봄으로써 주가의 변동 정도가 재무건전성과 업종에 따라 차이가 있는지를 알아보기 위한 것이다.

(1) 포트폴리오 구성

국제통화기금 구제금융 요청과 관련된 일련의 사건들이 금융기관 주가에 미친 영향을 평균초과수익률과 누적평균초과수익률로 파악함에 있어 다음의 업

종별로 파악한다.

포트폴리오 1 : 일반은행(25개)

포트폴리오 2 : 종합금융회사(17개)

포트폴리오 3 : 증권회사(26개)

포트폴리오 4 : 보험회사(11개)

포트폴리오 구성은 1998. 2. 14(사건일 5)현재 한국 증권거래소에서 주식이 정상적으로 거래되고 있는 총 79개 금융기관을 대상으로 하였다. 분석대상 금융기관의 명단은 부록에 있다.

(2) 사건일

국제통화기금 구제금융지원에 관련된 사건들은 구제금융 요청과 구제금융지원에 따른 조건 합의, 조건이행절차 등의 과정을 거친다. 구제금융요청, 지원조건합의, 조건이행을 위한 법적·제도적 정비 등은 새로운 정보로서 시장이 효율적이라면 이에 신속하고 충분한 반응을 보일 것이다. 따라서 구제금융요청일, 구제금융지원조건협상 타결일, 구제금융지원에 따른 법률안 국회 본회의 통과 등을 사건일로 하였다. 또한 국제통화기금 구제금융을 받기로 한 것도 궁극적으로는 외환위기를 벗어나기 위한 것이기 때문에 우리나라 외채협상단이 13개 외국 채권은행 대표단과 금융기관 외화채무를 국가가 보증하고 만기를 연장하기로 한 '98. 1. 29의 외채협상 타결을 사건일로 하였다. 각 사건일에 공개된 정보의 내용이 다르기 때문에 시장의 반응은 다를 것이다.

- 사건일 1 ('97. 11. 22.) : 정부가 '97. 11. 21일 밤에 IMF에 긴급 구제금융 지원을 공식적으로 요청함.
- 사건일 2 ('97. 12. 3.) : 정부는 IMF와 구제금융 지원협상을 타결짓고 IMF 대기성 차관도입을 위한 정책의향서를 전달. 여기에는 통합금융감독기구 설립, 9개 종합금융회사에 대한 영업정지, 부실금융기관의 구조조정 및 자본확충 추진, 금융기관 퇴출제도(폐쇄, 인수 및 합병), 부실채권정리, 국제기준에 부합하는 금융기관 건전성 감독기준마련, 노동시장 유연성 제고, 결합채무제표도입, 계열기업군의 상호지급보증제도 개선 등 광범위한 금

용 및 재무개혁 정책이 포함되어 있다.

- 사건일 3 ('98. 1. 3.) : '97. 12. 29일 금융감독기구설립법 등 금융개혁 및 금융실명제 대체입법 관련법안이 국회 본회의를 통과.
- 사건일 4 ('98. 1. 30.) : 한국의채협상단은 국제채권은행단과 협상하여 1998년중에 만기가 돌아오는 단기외채를 1, 2, 3년짜리 중장기 외채로 전환하기로 하고 정부가 지급보증을 하기로 함. 정부가 지급보증을 해주는 단기 외채는 시중은행 및 해외지점, 특수은행, 지방은행, 경영상태가 건전한 중소기업사 등으로 한정.
- 사건일 5 ('98. 2. 14.) : 기업구조조정 관련법안 국회 본회의를 통과. 그 주요 내용은 근로기준법 개정 (인수·합병은 경영상 이유에 의한 해고요건에 해당, 고용조정의 2년 유예조항을 삭제), 파견근로자 보호법 제정 (근로자 파견사업을 대통령이 정하는 사업으로 하고 파견기간은 원칙적으로 1년), 주식회사 외부감사법 개정 (1999사업년도부터 결합재무제표 도입), 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 개정 (대규모 기업집단의 소속회사간 신규채무보증 금지, 기존채무보증은 2000년 3월말까지 완전해소) 등이다.

2. 가설설정

국제통화기금 구제금융요청과 관련하여 금융기관 주가에 나타날 수 있는 투자자의 반응은 다음과 같다.

○ (+)의 반응 :

국제통화기금 구제금융지원조건에 나타난 여러가지 사항들은 궁극적으로 우리나라의 금융시스템이 좀 더 안전하고 효율적인 시스템을 지향하기 위한 것이다. 따라서 자기자본을 국제결제은행기준에 충족되도록 하기 위하여 연차계획을 수립시행하도록 하거나 지불불능 금융기관을 폐쇄하는 것이 부실한 금융기관으로부터의 경쟁을 본질적으로 줄여 재무건전성을 높일 수 있다고 투자자들이 판단한다면 정상적 기대수익률보다 (+)의 초과수익률 반응을 보일 것이다. 즉, 투자자들이 IMF 구제금융 지원조건들을 이행함으로써 안전하고 효율적인 금융 및 재무시스템이 결과적으로 될 것이라는 기대를 갖는다면 자본시장에서

의 반응은 긍정적일 것이다.

○ (-)의 반응 :

IMF 구제금융 지원조건에 의하여 금융기관들이 자기자본을 늘리고 위험자산을 줄이는 등 구조조정을 위하여 추가된 규제와 1998년 중반까지 외국금융기관(은행, 증권)의 국내 자회사 설립허용 등으로 받는 잠재적 경쟁격화로 인한 비용이 지불불능 금융기관을 경제적으로 제거하고 금융시스템에 대한 소비자의 신뢰가 높아짐으로 인한 효익보다 크다고 판단한다면 부정적인 반응을 보일 것이다. 즉, 금융기관의 주가는 정상적 기대수익률보다 (-)의 초과수익률을 시현할 것이다.

○ (0)의 반응 :

시장의 반응이 사건이 일어나지 않았을 때의 정상적 기대수익률과 차이가 없다면 (0의 초과수익률을 나타낸다면) 이는 구제금융 지원요청과 관련된 공개된 정보의 순효과가 가치적으로 0이라는 것을 의미한다. 이는 정보의 내용이 여러 가지 예비적 원천으로부터 예견되었기 때문에 정보의 효과가 이미 주가에 반영되었기 때문일 수도 있고 시장이 정보에 신속하고 충분히 반응하지 않는 비효율적이기 때문일 수도 있다.

사건일에서의 공개된 정보에 대한 시장의 반응을 검증하기 위하여 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

○ 가설1 :

IMF 구제금융 지원요청과 이에 대한 협상타결, IMF 구제금융과 관련된 법률의 통과는 금융기관의 주가수익률에 영향이 없을 것이다.

그리고 위의 귀무가설이 기각되어 IMF구제금융을 둘러싼 일련의 사건들이 금융기관들의 유의한 비정상적 초과수익률을 초래한다면 금융기관 누적초과수익률이 재무건전성(자기자본비율로 파악함)과 유의적인 관계가 있는가를 알아보고, 또한 누적초과수익률이 업종에 따라 다른지를 검증하기 위하여 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

○ 가설2 :

금융기관들의 업종이나 자기자본비율에 관계없이 IMF 구제금융과 관련된

사건들의 영향은 같다.

IV. 실증분석결과

가설1을 검증하기 위하여 사건연구방법을 이용하였다. 시장모형(market model)에 의하여 각 사건일에서의 정상적 기대수익률을 구하고 각 사건일에서의 실제수익률과 정상적 기대수익률과의 차이로써 개별주식의 초과수익률을 구하였다. 이 때 정상적 기대수익률은 사건이 발생하지 않았을 시에 정상적으로 예상되는 기대수익률이므로 사건일('97. 11. 22)전 -230거래일에서 -31거래일까지의 200거래일간의 수익률 자료로써 시장모형에 의하여 추정된 회귀식 ($R_{it} = \hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{mt}$)에 의하여 구하였다.

이를 포트폴리오별로 평균화하여 평균초과수익률을 구하고 각 사건일을 기준으로 -2일에서 +2일까지 평균초과수익율을 누적한 누적평균초과수익률을 산출하여 이의 유의성을 검증하였다. <표 1>은 분석대상 전체 금융기관의 각 사건일에서의 누적평균초과수익률과 이의 유의성을 검증한 것이다.

<표 1> 표본 전체의 누적평균초과수익률

구 분	사건일 1	사건일 2	사건일 3	사건일 4	사건일 5	사건전체
	구제금융 지원요청	지원협상 타 결	금융개혁 입 법	외채협상 타 결	구조조정 입 법	
누적평균초과수익률	-0.0427	-0.0536	-0.1081	-0.0651	0.0160	-0.2536
t 값	-1.670	-2.092*	-4.221**	-2.543**	0.625	-4.428**

* : 5% 수준에서 유의적임. ** : 1% 수준에서 유의적임.

<표 1>을 보면 사건일 1에서 사건일 4까지 (-)의 누적평균초과수익률을 보이고 있고 그 중 사건일 2, 3, 4에서는 유의적인 반응을 보이고 있다. 이는 IMF 구제금융 도입이라는 상황으로 장기적으로는 금융시스템이 효율적이 될 것이라는 (+)의 효과보다는 금융기관 구조조정이라는 간접적 규제와 개방화로 인하여 금융기관의 미래를 어둡게 보는 (-)의 효과가 더 크게 나타난 것으로 볼 수

있다. 또한 산업계 전반에 걸친 구조조정으로 인하여 한계기업의 도산속출에 따른 부실채권의 증가로 인하여 금융기관의 자산건전성이 악화되고 있는 현상을 반영한 것으로 보인다.¹⁾

그러나 사건일 5에서는 유의적이지는 않지만 (+)의 누적평균초과수익률을 보이고 있다. 이는 기업구조조정 관련법안의 통과로 노동시장의 유연성이 확보되고 기업경영의 투명성 제고를 위한 제도적 장치들이 마련됨에 따라 기업경영환경이 개선될 것이라는 기대감이 작용한 것으로 보인다. 결국 기업경영의 투명성과 효율성이 제고되면 대출금융기관의 자산건전성이 개선되어 금융기관의 전망이 나아질 것이기 때문이다. 따라서 구제금융도입 초기에는 금융기관들이 금융기관 구조조정에 따른 규제와 IMF 경제환경하에서의 한계기업 도산 등으로 인한 부실채권의 증가로 인하여 금융기관의 경영환경이 악화될 것이라는 (-)의 반응이 나타났으나 시간이 흐를수록 기업경영의 투명성 제고와 노동시장의 유연성 확보 등 효율적인 기업경영환경 조성으로 금융기관의 전망이 나아질 것이라는 기대효과로 인하여 금융기관 주가반응이 (+)의 반응으로 반전되고 있다.

이 반응을 업종별로 살펴보면 약간씩 차이가 났다. <표 2>는 일반은행의 누적평균초과수익률을 나타낸 것이다.

<표 2> 일반은행의 누적평균초과수익률

구 분	사건일 1	사건일 2	사건일 3	사건일 4	사건일 5	사건전체
	구제금융 지원요청	지원협상 타 결	금융개혁 입 법	외채협상 타 결	구조조정 입 법	
누적평균초과수익률	0.0190	0.0744	-0.0752	-0.1027	0.0516	-0.0328
t 값	0.638	2.491*	-2.516*	-3.437**	1.726*	-0.491

* : 5% 수준에서 유의적임. ** : 1% 수준에서 유의적임.

은행의 경우에는 사건일 2(구제금융지원협상 타결)에서는 유의한 (+)의 누적평균초과수익률을, 사건일 3(금융개혁관련법안 국회통과)과 4(외채협상 타결)에서는 유의한 (-)의 누적평균초과수익률을, 사건일 5(기업구조조정관련법안 국

1) 예를 들어 한국은행에 의하면 일반은행의 경우 정상적으로 원리금을 회수하지 못하는 무수익여신이 총여신에서 차지하는 비율은 '96년말에는 3.9%, '97년말에는 6.0%, '98년 3월말에는 7.3%로 높아졌다.

회통과)에는 유의적이지 않는 (+)의 누적평균초과수익률을 보이고 있다. IMF 구제금융지원 협상타결 (사건일 2)에서는 은행들의 외화유동성 부족현상이 해소될 것이라는 기대감으로 (+)의 반응을 나타낸 것으로 보이며, 금융개혁관련 법안의 국회통과(사건일 3)에는 이로 인하여 예상되는 간접적 규제에 (-)의 반응을 나타낸 것으로 보인다. 외채협상타결(사건일 4)에서는 유의적인 (-)의 반응을 보였는데 이는 만기연장 조건으로 부가된 가산금리로 인하여 은행들의 이자부담이 늘어난데 대한 반응으로 보인다. 그리고 기업들의 주된 채권자가 일반은행들임에 비추어 볼 때 기업구조조정 관련법안 국회통과(사건일 5)로 인한 기업경영환경의 개선전망에는 (+)의 반응을 보인 것으로 볼 수 있다.

<표 3>은 종합금융회사들의 누적평균초과수익률을 나타낸 것이다.

<표 3> 종합금융회사의 누적평균초과수익률

구 분	사건일 1	사건일 2	사건일 3	사건일 4	사건일 5	사건전체
	구제금융 지원요청	지원협상 타 결	금융개혁 입 법	외채협상 타 결	구조조정 입 법	
누적평균초과수익률	-0.1542	-0.1557	-0.1888	0.0162	0.0422	-0.4403
t값	-4.906**	-4.952**	-6.004**	0.518	1.344	-6.261**

** : 1% 수준에서 유의적임.

종합금융회사들은 사건일 1(IMF 구제금융지원 요청), 2(구제금융지원 협상타결), 3(금융개혁관련법안 국회본회의 통과)에서 유의적인 (-)의 초과수익률 반응을 보이고 있다. 외채협상타결(사건일 4)에서는 유의적이지 않는 (+)의 반응을 보여 은행, 보험, 증권,의 경우와 대비되는데 이는 종금사가 당초 협상진행중에는 정부의 지급보증대상에서 제외되었다가 타결시점에서 포함되는 등 종금사에게 다소 유리한 부분이 반영된 것으로 보인다. 종합금융회사들의 경우 IMF 구제금융지원 조건에서 재무구조가 나쁜 9개 종합금융회사의 영업정지가 들어있었으며 '97년말 대비 '98년말 현재 16개 종금사가 인가취소되는 등 금융기관 중 가장 강도높은 구조조정을 요구받았으며 그 결과가 <표 3>에 나타난 것으로 볼 수 있다.

<표 4>는 증권회사들의 누적평균초과수익률을 나타낸 것이다.

〈표 4〉 증권회사의 누적평균초과수익률

구 분	사건일 1	사건일 2	사건일 3	사건일 4	사건일 5	사건전체
	구제금융 지원요청	지원협상 타 결	금융개혁 입 법	외채협상 타 결	구조조정 입 법	
누적평균초과수익률	-0.0259	-0.0913	-0.1197	-0.0827	-0.0065	-0.3263
t 값	-0.573	-2.014*	-2.640**	-1.825*	-0.145	-3.219**

* : 5% 수준에서 유의적임. ** : 1% 수준에서 유의적임.

증권회사들은 사건일 1(IMF 긴급구제금융지원 요청), 2(구제금융지원협상 타결), 3(금융개혁관련법안 국회통과), 4(외채협상타결), 5(기업구조조정관련법안 국회통과) 모두에서 유의적 혹은 유의적이지 않는 (-)의 누적평균초과수익률을 시현하고 있다. 이는 영업성적이 주로 증권시장의 활황여부에 달려 있는 증권회사들의 경우 IMF 구제금융지원을 전후한 시기의 경제전반의 침체와 신용경색으로 증권시장의 침체가 당분간 이어질 수 밖에 없다는 전망을 반영한 것으로 보인다. 실제로 증권시장은 '98년 중반까지 상당기간 침체된 상태였다.

〈표 5〉는 보험회사들의 누적평균초과수익률을 나타낸 것이다.

〈표 5〉 보험회사의 누적평균초과수익률

구 분	사건일 1	사건일 2	사건일 3	사건일 4	사건일 5	사건전체
	구제금융 지원요청	지원협상 타 결	금융개혁 입 법	외채협상 타 결	구조조정 입 법	
누적평균초과수익률	-0.0507	-0.0977	-0.0307	-0.0638	-0.0521	-0.2951
t 값	-1.651	-3.179**	-0.999	-2.076*	-1.696	-4.294**

* : 5% 수준에서 유의적임. ** : 1% 수준에서 유의적임.

보험회사들의 경우에도 증권회사들의 누적평균초과수익률 추이와 비슷한 양상을 보이고 있다. IMF 관리체제 이후 한계기업들의 무더기 도산으로 인한 대출자산의 부실화와 가계소득의 감소로 인하여 보험계약의 해약율이 증가하는 등 보험회사들의 영업환경들도 악화되었으며 그 효과가 나타난 것으로 보인다.

이상에서 우리나라 금융기관들의 주가가 IMF 구제금융 도입과 관련된 일련의 사건들에 전반적으로 유의적인 (-)의 초과수익률 반응을 보이고 있어 단기

적으로는 투자자들이 금융기관들의 기업가치에 대하여 부정적 전망을 나타내고 있다고 판단된다. 그러나 시간적으로 후의 사건인 사건일 5(기업구조조정 관련법안 국회 통과)에서는 유의적이지는 않지만 (+)의 반응을 보여 금융기관에 대한 시장의 상황이 호전되고 있음을 나타내고 있다. 이상의 실증결과에 의하여 IMF 구제금융도입과 관련된 사건들은 금융기관의 주가수익률에 영향이 없을 것이라는 가설1은 기각된다.

가설 2를 검증하기 위하여 업종별로 사건기간 전체의 누적평균초과수익률이 유의한 차이가 나는지를 검증하고 누적평균초과수익률을 자기자본비율에 대하여 회귀분석하였다. <표 6>은 업종별로 누적평균초과수익률을 비교한 표이다. 업종간 누적평균초과수익률 차이분석을 위한 t검증을 한 결과 일반은행과 다른 업종과의 누적평균초과수익률은 유의한 차이를 보였으나 나머지 업종간에는 유의한 차이가 나타나지 않았다.

〈표 6〉 사건전체 누적평균초과수익률 비교

구 분 \ 업종별		일반은행	보험회사	종합금융회사	증권회사
누적평균초과수익률		-0.0328	-0.2951	-0.4403	-0.3263
분 산		0.077	0.151	0.365	0.044
t값 ²⁾	일 반 은 행	-	2.020*	2.597**	4.227**
	보 험 회 사	2.020*	-	0.772	0.250
	종합금융회사	2.597**	0.772	-	-0.747
	증 권 회 사	4.227**	0.250	-0.747	-

* : 5% 수준에서 유의적. ** : 1% 수준에서 유의적.

은행들의 경우 IMF 구제금융요청(사건일 1) 이전에 이미 상당부분 (-)의

$$2) t\text{값} : (CAR1 - CAR2) / \left(\sum_{t=t_1}^{t_2} SP_t^2 \left(\frac{1}{N_1} + \frac{1}{N_2} \right) \right)^{1/2}$$

$$\text{여기서, } \sum_{t=t_1}^{t_2} SP_t^2 = ((N_1 - 1) \sum_{t=t_1}^{t_2} SP1_t^2 + (N_2 - 1) \sum_{t=t_1}^{t_2} SP2_t^2) / (N_1 + N_2 - 2)$$

CAR1, CAR2 : 업종1,2의 사건일 전체 누적평균초과수익률

N₁, N₂ : 업종1, 2의 기업수

SP_{1t}, SP_{2t} : 업종1,2의 t일 평균초과수익률 표준편차

초과수익률을 시현하여 분석기간 도중에는 오히려 타금융기관들의 주가하락율보다 낮은 수준에 머문 것으로 분석된다. 이를 확인하기 위하여 추정기간(-230~31)동안의 누적평균초과수익율을 종합주가지수를 시장지수로 한 시장조정모형(market adjusted model)에 의하여 구하였는데 그 결과는 다음 <표 7>과 같다.

<표 7> 시장조정모형에 의한 추정기간의 누적평균초과수익률

누적기간 \ 누적평균초과수익률	일반은행	보험회사	종합금융회사	증권회사
(-230, -31)	-0.1271	-0.0442	-0.1317	0.0437

위 표에서 보듯이 IMF 구제금융도입을 전후하여 가장 강력한 구조조정과정을 겪은 종합금융회사를 제외하고는 금융기관들 중에서 일반은행들이 IMF 관리체제 이전에 상대적으로 높은 주가하락율을 시현하였다. 그리고 IMF 구제금융 도입으로 국가부도 상황을 모면한 이상 가장 크게 공적인 신뢰 회복의 대상이 되는 것이 일반은행이므로 사건일전체 누적평균초과수익률이 다른 금융업종에 비해 유의한 (+)의 차이를 보인 것으로 사료된다.

그리고 각 사건일별 누적평균초과수익률을 종속변수로 하고 금융기관의 사건일이전 공시 재무제표 자료(12월 결산법인의 경우 '97년 6월 반기재무제표, 3월 결산법인의 경우 '97년 9월 반기 재무제표)상의 자기자본비율(=자기자본/총자산)을 독립변수로 하여 회귀분석하였으나³⁾ 표본전체 뿐만 아니라 어떤 업종, 어떤 사건일에서도 유의한 회귀식과 회귀계수가 도출되지 않았다. 특히 사건일 2와 사건일 4에서는 <표 8>과 <표 9>에서 보여주듯이 회귀계수가 유의적이지

3) 주가의 형성은 수익성, 건전성, 생산성, 활동성을 반영하므로 이를 분석할 때는 관련 변수들을 독립변수로 하여 다중회귀분석에 의하여야 할 것이다. 그러나 본 연구에서는 IMF 구제금융 요청과 관련된 정보가 금융기관 주가에 미치는 영향이 재무건전성에 따라 다르게 반영되는지를 분석하고자 하는 것이다. 즉 재무건전성이 높은 금융기관은 재무건전성이 낮은 금융기관에 비하여 IMF 구제금융지원요청에 따른 주가하락정도(초과수익률로 파악함)가 상대적으로 덜 했는가를 알아보기 위하여 재무건전성과 누적초과수익률을 단순 회귀분석 하였다. 이와 유사한 연구사례로는 Bruner와 Simms(1997), Musumeci와 Sinkey(1990)가 있다.

않는 (-)의 값이 나오고 있다.4) 이는 IMF 충격으로 시장이 혼미하여 개별 금융기관들의 주가가 기업의 장부상 재무건전성과는 관련없이 움직이고 있는 것으로 해석된다.5)

<표 8> 누적초과수익률과 자기자본비율과의 관계 : 구제금융 지원협상 타결일

사건일 2	a		b		adj R ²
	계 수	t값	계 수	t값	
은 행	-0.483	-0.298	0.102	1.044	0.039
보 협	-0.760	-0.758	-0.055	-0.893	0.044
종합금융회사	-0.890	-0.209	-0.083	-0.237	0.063
증 권	0.075	0.603	-0.115	-2.702	0.026

<표 9> 누적초과수익률과 자기자본비율과의 관계 : 외채협상 타결일

사건일 4	a		b		adj R ²
	계 수	t값	계 수	t값	
은 행	-0.088	-0.121	-0.097	-2.222	0.042
보 협	-3.297	-3.184	0.119	1.867	0.477
종합금융회사	1.040	0.427	-0.068	-0.339	0.053
증 권	-0.002	-0.019	-0.081	-1.735	0.041

그러나 시간의 경과에 따라서 회귀식의 설명력이 다소 나아지고 있다. <표 10>은 사건일 5에서의 업종별로 누적초과수익률과 자기자본비율과의 선형관계를 나타낸 것이다. <표 10>을 보면 금융기관에 대한 전망이 어느정도 안정을 찾아가고 있음을 알 수 있다. 여전히 회귀식의 설명력이 낮고 회귀계수도 유의적이지는 않으나 누적초과수익률과 자기자본비율과의 관계를 나타내는 b계수가 종합금융회사를 제외하고는 (+)의 값을 나타내고 있다. 사건일 1, 2, 3, 4에서는 이런 관계가 나타나지 않았었다. 따라서 시장반응의 측면에서 보면 IMF

4) 사건일 1과 사건일 3에서의 누적초과수익률과 자기자본비율과의 회귀식을 나타내는 표는 지면관계상 생략하였음.

5) Musumeci와 Sinkey(1990)에 의하면 시장이 정보반응에 효율적이라면 부정적 사건의 영향은 재무건전성이 높은 금융기관보다 재무건전성이 낮은 금융기관에 더한 손상을 가한다는 것이다.

구제금융요청으로 야기된 혼미스런 시장의 상황이 중대한 구조조정과정을 겪고 있는 종합금융회사를 제외하고는 투자자감염(investor contagion)효과⁶⁾에서 벗어나고 있음을 보여주고 있다. 즉 IMF 구제금융도입과 관련하여 야기된 시장의 혼란이 어느정도 정돈되고 있는 반증으로 해석할 수 있다.

〈표 10〉 누적초과수익률과 자기자본비율과의 관계 : 기업구조조정관련법안 국회통과

사건일 5	a		b		adj R ²
	계 수	t값	계 수	t값	
은 행	-0.020	-0.290	1.224	1.071	0.060
보 험	-0.054	-1.479	0.033	0.056	0.110
종합금융회사	0.718	1.426	-8.313	-1.363	0.050
증 권	-0.112	-1.865	0.327	1.870	0.090

결론적으로 누적평균초과수익률이 일반은행과 다른 업종(보험, 종금, 증권)간에는 유의한 차이가 있으나 다른 업종(보험, 종금, 증권) 상호간에는 유의한 차이가 없으며, 개별 금융기관의 누적초과수익률과 자기자본비율이 유의한 (+)의 선형관계로 나타나지 않으므로 금융기관들의 업종이나 자기자본비율에 관계없이 IMF 구제금융과 관련된 사건들의 영향은 같다는 가설 2는 기각되지 못한다.

V. 요약 및 결론

본 연구에서는 IMF 구제금융도입과 관련된 일련의 사건들이 우리나라 금융기관 주가에 미친 영향을 분석하였다. IMF 구제금융도입은 궁극적으로 안정된 금융시스템을 추구한다는 (+)의 효과와 금융구조조정에 따른 규제와 이에 드는 비용으로 인한 (-)의 효과가 혼재되어 있다. 시장모형에 의한 평균초과수익률

6) Aharony와 Swary(1983)에 의하면 투자자감염효과는 한 은행의 도산은 전체 은행시스템의 공적 신뢰의 상실을 야기하여 다른 은행들도 도산할 것으로 투자자들이 판단한다는 것이다. 따라서 도산한 은행 뿐만 아니라 다른 은행들도 동반하여 주가가 하락하는 것이다.

분석과 회귀분석에 의하여 본 연구가 수행되었으며 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 사건일 전체에 걸쳐 누적평균초과수익률이 유의한 (-)의 반응을 보여 금융기관의 기업가치에 관한 부정적 반응이 나타났다. 따라서 IMF 구제금융 요청은 금융기관의 주가수익률에 영향이 없을 것이라는 귀무가설 1은 기각되었다. 그러나 사건일 5(기업구조조정 관련법안 국회통과일)에서는 유의적이지는 않지만 (+)의 반응을 보여 IMF 충격에서 벗어나 금융기관에 대한 시장의 전망이 나아지고 있음을 알 수 있다.

둘째, 업종별로 누적평균초과수익률의 차이가 나는지를 알아보기 위하여 t검증을 실시하였는데 일반은행과 다른 업종(보험회사, 종합금융회사, 증권회사)간에는 유의한 차이가 있었으나 다른 업종 상호간에는 유의한 차이가 나타나지 않았다. 또한 누적초과수익률이 자기자본비율에 따라 다른지를 누적초과수익률을 종속변수로 하고 자기자본비율을 독립변수로 하여 회귀분석하였으나 유의한 선형관계가 나타나지 않아 누적초과수익률은 자기자본비율(재무건전성)을 반영하지 않는 것으로 나타났다. 그 결과 금융기관들의 업종이나 자기자본비율에 관계없이 IMF 구제금융과 관련된 사건들의 영향은 같다는 귀무가설 2는 기각되지 않는다. 따라서 IMF 구제금융요청과 관련된 일련의 사건들은 우리나라 금융시스템 전체에 충격을 주었으나 그 충격의 정도는 업종별로 차이가 있었다고 할 수는 없다.

본 연구의 결과는 향후 수년후 IMF 구제금융을 상환하게 되기까지 또는 외환위기가 궁극적으로 해소되기까지 여러 사건이 발생할 수 있는 바 금융기관의 미래수익과 위험에 대한 투자자의 기대 변화 정도를 비교할 수 있는 자료로 활용할 수 있을 것이다. 또 자본비율과 누적초과수익률간의 선형관계의 유의성 수준을 시점별로 비교해 봄으로써 정보효율성 측면에서의 증권시장의 변화를 측정하는 자료가 될 수 있을 것이라고 기대된다.

본 연구의 향후 연구과제는 IMF 구제금융을 전액 상환하고 IMF 관리체제를 벗어난 시점에서 금융기관의 주가반응을 고찰하여 외환위기의 해소와 더불어 금융기관의 전망이 어떻게 달라졌는지를 분석하고 구제금융 도입시의 주가반응과 비교하는 것이다.

부 록

분석대상 금융기관

구 분	은 행	보 험 회 사	종합금융회사	증 권 회 사
1	강원은행	국제화재해상	경수종금	대신증권
2	경기은행	대한화재해상	금호종금	대우증권
3	경남은행	동부화재해상	나라종금	대유증권
4	광주은행	엘지화재해상	대한종금	동부증권
5	국민은행	제일화재해상	새한종금	동서증권
6	대구은행	해동화재해상	울산종금	보람증권
7	대동은행	현대화재해상	제일종금	부국증권
8	보람은행	국제화재해상	중앙종금	삼성증권
9	부산은행	신동아화재해상	한국종금	서울증권
10	서울은행	쌍용화재해상	한길종금	선경증권
11	신한은행	동양화재해상	한불종금	신영증권
12	전북은행		한외종금	엘지증권
13	제일은행		현대종금	유화증권
14	제주은행		아세아종금	장은증권
15	조흥은행		엘지종금	한양증권
16	충북은행		동양종금	한일증권
17	충청은행		영남종금	한진투자증권
18	하나은행			현대증권
19	한국상업은행			신한증권
20	한국외환은행			신흥증권
21	한국주택은행			쌍용투자증권
22	한일은행			일은증권
23	동남은행			동아증권
24	한미은행			동원증권
25	동화은행			동양증권
26				한화증권
계	25	11	17	26

참 고 문 헌

- 강종만, 이명철, “기업부실이 금융기관 주가에 미치는 영향”, 「금융학회지」, 제2권 제1호, (1997), pp.183-208.
- 김민조 · 정형찬, “특허출원의 공시와 주식가치”, 「재무관리연구」, 제12권 제2호, (1995), pp.121-142.
- 김태혁 · 신용길, “주식배당의 공시효과와 정보전달 효과에 관한 연구”, 「증권학회지」, 15 (1993), pp.79-110.
- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary, “Contagion Effects of Bank Failures : Evidence from Capital Markets,” *Journal of Business* 56(November 1983), pp.305-322.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner. “Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics* 8 (September 1980), pp. 205-258
- Brown, stephen J., and Jerold B. Warner. “Using Daily Stock Returns : The case of Event Studies,” *Journal of Financial Economics* 14 (March 1985), pp.3-31.
- Bruner, Robert F., and John M. Simms, Jr. “The international Debt Crisis and Bank Security Returns in 1982,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 19(February 1987), pp.46-55.
- Carow, Kenneth A. and Glen A. Larsen Jr. “The Effect of FDICIA Regulation on Bank Holding Companies,” *Journal of Fimancial Research* 10(Summer 1997), pp.159-174.
- Collins, Daniel W. and W. Dent. “A Comparison of Alternative Testing Models Used in Capital Market Research,” *Journal of Accounting Research* 22(1984), pp.48-84.
- Cornell, Bradford, and Alan C. Shapiro. “The Reaction of Bank Stock Prices to the International Debt Crisis,” *Journal of Banking and Finance* 10 (March 1986), pp.55-73.
- Fama, Eugene F. “Efficient Capital Market II,” *The Journal of Finance* 46 (1991), pp.1575-1617.

- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael Jensen and Richard Roll. "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review* 10(1969. 2), pp.1-21.
- Jensen, Michael, and Richard S. Ruback. "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11 (April 1983), pp.5-50.
- Musumeci, James J., and Joseph F. Sinkey, Jr. "The International Debt Crisis, Investor Contagion, and Bank Security Returns in 1987 : The Brazilian Experience," *Journal of Money, Credit, and Banking* 22 (May 1990), pp.209-220.
- Musumeci, James J., and Joseph F. Sinkey, Jr. "The International Debt Crisis and Bank Loan Loss - Reserve Decisions : The Signaling Content of Partially Anticipated Events," *Journal of Money, Credit, and Banking* 22(1990), pp.370-387.
- Ruback, Richard. S. "The Effect of Discretionary Price Control Decisions on Equity Values," *Journal of Financial Economics* 10(March 1982), pp. 83-105.
- Schoder, Stewart, and Prashant Vankudre. "The Market for Bank Stocks and Banks' Disclosure of Cross-Border Exposure : The 1982 Mexican Debt Crisis," *Studies in Banking and Finance* 3(1986), pp.179-202.
- Smirlock, Michael, and Howard Kaufold. "Bank Foreign Lending, Mandatory Disclosure Rules, and the Reaction of Bank Stock Prices to the Mexican Debt Crisis," *Journal of Business* 60(July 1987), pp.347-364.