

企業構造調整이 株主의 富에 미치는 影響*

-固定資産賣却을 中心으로-

윤 석 곤**

The Effect of Corporate Restructuring on Shareholders' Wealth

< 목 차 >

개 요	III. 연구모형 및 분석결과
I. 서론	IV. 결론
II. 이론적 배경	참고문헌
	ABSTRACT

개 요

본 연구는 1998년부터 2001년 기간동안 고정자산 매각이 이루어진 기업을 대상으로 기업구조조정의 방안으로 고정자산을 매각하여 구조조정을 한 기업의 주가 반응을 분석한 것이다. 분석결과 고정자산매각 공시일 이전 10일간 유의한 양(+)의 비정상수익률을 실현시키고 있으나, 공시일 이후 2일부터 음(-)의 비정상수익률을 보였다. 그리고 부채비율(-)과 금융비용부담율(+), 대주주지분율(+)은 유의수준 10%와 1%에서 유의하였다. 고정자산매각 공시일의 누적비정상수익률에 차이가 있는지를 검증한 결과 고정자산의 매각에 관한 정보는 시장에 사전에 유출되어 공시일 이전에 주가에 반영되어 공시일 이후 주가에는 회계정보가 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

주제어 : 기업구조조정, 비정상수익률, 금융비용부담율, 대주주지분율, 회계정보.

* 이 논문은 2002년도 남서울대학교 교내연구비 지원에 의한 것이다.

** 남서울대학교 경영세무학부 부교수

접수일자 : 2003-4-30 게재확정일자 : 2003-6-30

I. 서 론

기업의 주가가 순자산가치에 비해 낮게 거래되는 자산주 기업들은 부동산 등 회사의 고정 자산을 매각하는 사례가 최근 잇따르고 있다. 이들 기업의 공통점은 주가가 순자산가치수준에 비해 매우 저평가되어 거래되고 있는 자산주라는 것이며, 보수적인 고정자산을 매각하여 부채를 상환하거나 이자수의 등을 받아 기업의 수익성을 높이고자 하는 것이다¹⁾. 따라서 주가에 긍정적인 영향을 줄 수 있는 것이다. 특히, 2003년 기업의 경영환경은 세계화 불결 및 수요의 다양화, 기술 급변 등으로 시시각각으로 변하고 있다. 성장위주의 경영으로 사업 다각화를 추진해온 기업들은 기업의 효율성이 낮기 때문에 이러한 기업 환경에서 생존하기 위해서는 기업구조조정의 필요성을 충분히 인식하고 적극적인 자세로 기업의 효율성을 높이지 않으면 안 된다. 그러나 아직까지 기업구조조정이 이루어지지 않아 성장의 둔화와 함께 고비용, 저효율의 구조적 문제로 인하여 어려움을 겪고 있는 기업이 많이 있다.

최근에는 국내외시장에서 제품뿐 아니라 서비스부문까지도 외국기업들과 치열한 경쟁이 불가피한 상황에 처해 있는 현실에 적극 대처하지 않으면 기업의 존립자체가 어려운 시기에 도래할 것이다. 과거 한국기업들은 정부의 제한적 내수시장보호 정책 하에서 저임금과 정책 금융에 의한 과도한 차입금 조달로 기업규모를 늘리는 외형극대화 정책을 유지해 왔다. 이러한 외형위주의 경영은 비효율적인 자본투자와 높은 금융비용을 부담시킴으로써 부가가치 창출능력을 악화시켜 기업의 경쟁력을 약화시켰다. 이러한 경쟁력 약화의 원인은 고비용의 추세를 감당하지 못하는 부가가치 생산성에 문제가 있는 것이다. 따라서 저효율을 극복하려면 기업이 합리적인 자본조달과 투자선택을 통해서 자본 효율성을 향상시켜야 한다. 즉 기업경영의 근본적인 패러다임이 내실 있는 질적 성장으로 전환되어야 한다. 기업의 내실 있는 질적 성장으로 전환되기 위해서는 과감한 기업구조조정을 통하여 기업의 체질을 변화시켜야만 한다. 1998년 이후 일부 기업들은 자산이나 사업부류 매각하는 방식으로 기업을 축소하여 핵심사업에 주력하는 경향이 나타나고 있다. 이러한 현상은 매우 긍정적인 방향이 아닐 수 없다.

일반적으로 공공성과 외부성이 강한 금융부문의 기업구조조정에 있어서 정부의 적극적 개입으로 이루어지고 있다. 그러나 외국의 경우 정부가 기업들의 부실화에 개입하는 경우는 극히 드물다. 기업구조조정은 크게 법적 정리수단과 사적 정리수단이 있는데 기업개선작업은 사적 정리수단의 대표적인 예이다. 기업개선작업은 법원이 중심이 되는 법적 정리수단과 달리 채권금융기관이 중심이 되어 부실화 등 자본잠식이 우려되는 유동성 부족으로 인해 장·단기 채무의 상환에 문제가 있는 거래기업에 대해 채권회수를 잠정적으로 유보하고 대상 기업의 회생여부와 추가적인 지원여부를 결정하는 일련의 작업이다. 이러한 기업개선작업은 화의·법정관리 등 법적 정리수단에 비해 채권금융기관의 적극적 협조를 유도하고 신속한 구조조정 조치를 실시함으로써 기업의 회생가능성을 높일 수 있다. 그러나 채권금융기관과 기업간 이권이 발생할 경우에는 기업구조조정이 지연 될 수 있으며, 일반적으로 기업개선작

1) 한국경제신문, 2003. 5. 19.

업이 퇴출 되어야 하는 기업을 금융지원을 통해 구제해주는 제도라는 부정적인 인식이 존재하고 있는 것도 사실이다.

본 연구는 고정자산매각을 통하여 재무구조개선을 실시하고 있는 기업에 대한 주식시장의 반응을 비교 분석해 보고, 그 결정요인을 살펴보고자 한다. 따라서 방만한 자산을 매각하여, 재무구조를 개선함으로써 효율적인 기업경영을 통하여 내실 있는 기업가치를 향상시킬 수 있다는 것을 주식시장을 통하여 분석하고자 한다. 즉 기업구조조정 수단으로 고정자산매각 공시일을 중심으로 주가의 반응을 통하여 기업구조조정의 중요성을 인식시키고자 하는 것이 본 연구의 목적이다. 본 논문의 구성은 제1장은 서론이며, 제2장은 이론적 배경, 제3장에서는 연구모형의 설정 및 분석결과를 설명하며, 제4장에서는 연구의 요약 및 한계점을 제시한다.

II. 이론적 배경

1. 한국기업의 구조조정 성과

IMF이후 진행된 기업구조개혁의 결과 기업활동에 대한 감시수단은 외형상으로는 상당히 정비된 반면에 경영자의 기업가치 동기나 활력이 위축될 소지가 많아졌다. 상장기업의 구조조정현황을 살펴보면, 지분의 정리, 고정자산의 매각, 영업양도 등을 통해 돈 되는 것은 다 처분 했다고 해도 과언이 아닐 정도이다. 상장기업들이 구조조정에 열을 올리는 것은 지나치게 높은 부채비율을 낮추기 위해서이다. 2001년 12월 결산 법인의 평균 부채비율은 182.2%이며, 자기자본비율은 35.4%이다. 상장기업들이 외국인을 대상으로 한 자산매각을 살펴보면, 1999년 1월에서 7월사이 외국인 직접투자는 65억불에 달하였고, 1999년말에는 150억불에 달하였다. 그러나 IMF이후 지속적인 기업구조조정이 추진되어 왔음에도 불구하고 전반적인 경영성과의 개선효과는 아직 저조한 편이다. 우리나라 기업 재무와 경영상태를 살펴보면, 외환위기 이전에는 부채비율 중위수가 가중평균비율보다 높게 나타났으나 외환위기 이후에는 낮은 수준을 보인 데다 차입금의존도 중위수가 급격히 하락하는 등 외환위기 이후 재무안정성 개선이 업체 전반으로 확산되었으나 상·하위업체간 격차는 외환위기 이후 확대되다가 2000년 이후부터는 다소 축소되었다. [표1]에서와 같이 절반이상 업체의 유동비율이 가중평균비율 보다 높은 수준을 보인 가운데 외환위기 이후 중위수가 크게 높아져 단기지급능력 개선이 업체전반으로 확산되었다. [그림1]은 우리나라 기업의 유동비율 분포추이를 나타낸 것이다.

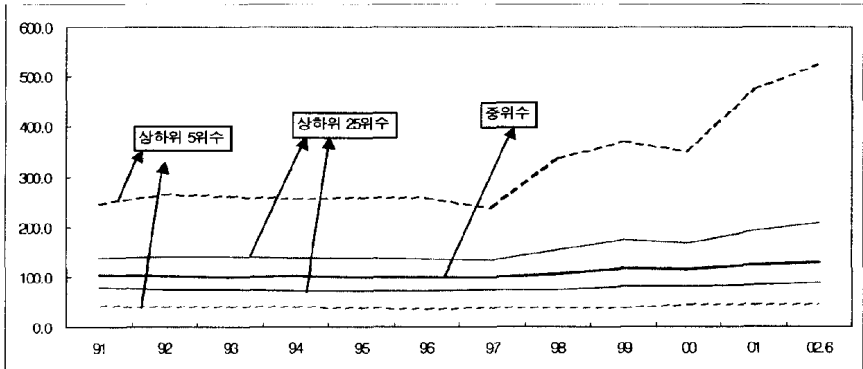
윤 석 근

[표1] 재무구조 관련비율의 중위수 및 평균비율 추이

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002.6
부채비율	중위수 (median)	346.1	348.6	338.1	337.7	335.6	328.5	356.1	245.2	187.1	173.1	142.3	126.1
	평균 ¹⁾	306.2	318.6	294.5	302.5	286.8	317.1	396.3	303.0	214.7	210.6	182.2	135.6
차입금의리율의중위수	중위수 (median)	40.8	40.9	40.0	38.7	39.0	40.2	42.3	40.3	33.0	32.3	31.1	29.6
	평균 ¹⁾	44.5	47.2	46.8	44.5	44.8	47.7	54.2	50.8	42.8	41.2	39.8	33.1
유동비율	중위수 (median)	103.6	102.6	100.7	101.5	100.0	98.6	99.4	107.3	117.9	114.9	123.8	128.6
	평균 ¹⁾	95.8	92.8	94.1	94.6	95.4	91.9	91.8	89.8	92.0	83.2	97.9	107.9

주: 1) 기업경영분석 통계상의 평균비율(가중평균비율)임
 자료: 한국은행, 우리나라 기업의 경영성과 분포추이, 2003. 4. 17

[그림1] 유동비율 분포추이



자료: 한국은행, 우리나라 기업의 경영성과 분포추이, 2003. 4. 17.

[표2]에서와 같이 우리나라 기업의 경영성과를 살펴보면, 절반이상 업체의 매출액영업이익률이 가중평균비율보다 낮은 수준을 지속함으로써 기업의 영업이익 개선이 시급한 과제로 대두되고 있고 상·하위업체간 격차는 비슷한 수준을 보이다가 1998년에는 외환위기로 2002년 상반기에는 우량기업의 영업실적 호조로 크게 확대되고 있다. 특히, 절반이상 업체의 매출액경상이익률과 이자보상비율이 가중평균비율보다 높은 수준을 보인 가운데 외환위기 이후 저금리 효과가 업체전반으로 확산된 데 힘입어 기업의 부채상환능력은 크게 개선되었으

企業構造調整이 株主의 富에 미치는 影響

며, 매출액경상이익률의 상·하위업체간 격차는 외환위기 직후 한계기업의 증가로 크게 확대된 후 2000년에는 일시 축소되는 모습을 보이다가 2001년 이후 다시 확대 되고 있으며, 이자보상비율의 경우 1999년 이후 상위 25위수는 급속히 상승한 반면 하위 25위수는 여전히 100%미만의 저조한 수준을 지속함으로써 상·하위 업체간 격차는 확대되고 있다.

[표2] 수익성 관련비율의 중위수 및 평균비율 추이

(%)

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002상
영 업 의 이 익 률	중위수 (median)	5.5	5.2	5.7	5.8	5.3	5.3	5.3	5.7	5.6	5.3	4.9	5.7
	평균 ¹⁾	6.6	6.6	7.0	7.7	8.3	6.5	8.3	6.1	6.6	7.4	5.5	7.8
경 상 이 익 률	중위수 (median)	2.0	1.7	2.1	2.2	1.9	1.7	1.5	1.9	3.2	2.9	2.9	4.4
	평균 ¹⁾	1.8	1.5	1.7	2.7	3.6	1.0	-0.3	-1.8	1.7	1.3	0.4	7.3
이 자 보 상 비 율	중위수 (median)	123.0	111.2	125.9	127.3	118.5	113.6	118.8	110.3	154.2	194.9	195.9	282.4
	평균 ¹⁾	116.7	105.2	118.7	135.6	149.6	112.0	129.1	68.3	96.1	157.2	132.6	257.0

주: 1) 기업경영분석 통계상의 평균비율(가중평균비율)임.

자료: 한국은행, 우리나라 기업의 경영성과 분포추이, 2003. 4. 17.

2. 선행연구

기업의 고정자산 매각은 효율적 배설 가치와 경영자 재량 가설로 설명되어 질 수 있다.²⁾ 효율적 배설 가치란 경영자는 주주 부의 극대화를 원칙으로 하며, 자산의 보유가 주주 부의 극대화를 위해 필요하다고 판단될 경우에만 보유하고, 그렇지 않으면 기업의 재무적 상태에 관계없이 당해 자산을 더 효율적으로 운영할 수 있는 제3자에게 즉시 매각한다는 것이다. 이렇게 함으로써 자산을 효율적으로 배치할 수 있으며, 기업의 이해관계자들은 자산 매각 대금을 채투자하거나 부채상환 등의 목적으로 사용하거나에 관계없이 일정한 이익을 얻을 수 있게 된다. 즉 기업들이 사업재구조축을 하는 이유에 대해 여러 가지 설명들이 존재한다. 이 중 대표적인 것이 기업의 사업재구조축 유인을 효율성 증대에서 찾으려는 설명이다. 이에 따르면 기업은 기존의 경쟁력이 없는 부문을 보다 효율성을 높일 수 있는 경영자에게 양도함으로써, 자원의 효율성을 증대시키기 위한 사업재구조축을 행한다. 또한 기업전체의 가치가 각 부문의 가치 합보다 작기 때문에 일부 사업을 매각하여 사업을 재구조축 한다는 주장도 있다. 이 밖에도 이해관계자간의 이해상충문제를 사업재구조축 원인으로 보기도 한다. 기업재구조축방법에는 실물 혹은 금융자산의 처분, 영업양도, 자회사매각, 합병 등의 여러 가지 형태가

2) 김석진, "기업구조조정", 집문당, 2001, pp.148~155.

존재한다.

Alexander, Benson, & Kampmeyer(1984)는 효율적 배치 가설에 입각하여 1964년부터 1973년까지 분리매각을 공시한 53개 기업이 공시일 양(+)의 비정상수익률(AR)을 나타내었다.

Rosenfeld(1984)는 1969년부터 1981년까지 자발적 기업분리를 분석한 후, 주주 부의 극대화에 도움이 되지 않는 기업분리는 이루어지지 않는다고 주장하였고 표본별로 공시일에 분리설립이 4.6%, 분리매각이 1.8% 유의한 양(+) 비정상수익률(AR)을 나타냈다.

Hite, Owers, & Rogers(1987)는 분리매각의 이익이 자산 소유에 따른 미래 순 현금 흐름의 현재가치보다 많을 때 매각을 실시하며, 이는 주식시장에 긍정적 정보를 전달해 양(+)의 비정상수익률(AR)을 나타내었다.

Kaplan & Weisbach(1992)는 1971년부터 1982년까지 M&A를 실시한 총 271개 기업 중 1989년까지 기업분리를 한 119개 기업을 대상으로 성과를 분석하였다.

Shleifer & Vishny(1992)는 자산의 급매각 가치는 제한된 유동성으로 인해 많이 할인될 수 있으며, 재무적 곤경에 처한 기업이 자산을 적절한 가격으로 매각했다는 정보는 주식시장에 긍정적인 정보를 전달해 양(+)의 추가반응을 가져올 수 있다는 것이며, 부채비율이 높을수록 분리매각의 성과가 낮아지게 된다는 것이다.

Jone & Ofek(1995)은 매각된 자산이 매입자의 영업에 더 적합할 때 자산매각이 이루어지며 (-2.0)기간 동안 1.5% 유의한 양(+)의 AR이 나타난다고 하였다. 그리고 영업과 관련이 적은 자산을 매각하여 핵심사업에의 집중화를 도모하는 것은 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다고 하였다.

Schingemann, Stulz, & Warkling(1999)은 자금압박이 사업부를 매각하는 주된 원인이 되며, 비 핵심사업부를 매각하는 기업의 부채비율과 비정상수익률(AR)이 핵심사업부를 매각하는 경우보다 높다고 하였다.

Lang, Poulsen, & Stulz(1995)는 경영자의 특정 목적 즉, 재무적 비용을 축소하고 배당금 확보나 투자를 위한 자금조달과 높은 자금 조달 비용 등의 경우에 자산을 매각하게 되는데 분리매각 전 성과가 낮거나, 부채비율이 높은 기업이 자금 조달 목적으로 분리매각을 실시함으로써 자금압박에서 벗어날 수 있다. 이것은 시장에 긍정적인 정보를 전달해 양(+)의 비정상수익률(AR)을 가져올 수 있다고 주장 하였다.

Allen & McConnell(1998)은 조달된 자금을 채투자 목적으로 유보하느냐 부채상환에 사용하느냐에 따라 분리공모의 효과가 달라짐을 보이고 이러한 현상을 경영자 재량 가설로 설명하고 있다. 분리공모의 공시(-1,+1)기간동안 모회사의 주가는 2.21%의 유의한 양(+)의 비정상수익률을 나타내었다.

Klein(1986)은 1970년부터 1979년까지 기업분리를 공시한 202개 기업을 분석한 결과, 매각 가격이 공시된 경우는 공시일에 2.17%, 그렇지 않을 경우는 0.02%의 양(+)의 비정상수익률을 나타내었다.

Berger & Ofek(1999)은 1984년부터 1993년까지 기업 재조정에 들어간 107개 다각화

企業構造調整이 株主의 富에 미치는 影響

기업을 대상으로 기업분리 공시가 (-1,+1)기간 7.3%의 유의한 양(+)의 AR을 수반함을 보였다.

Mulherin & Boone(2000)은 1990년부터 1999년까지 합병과 기업분리를 비교한 연구에서 기업분리는 (-1,+1) 기간 3.04%의 유의한 양(+)의 AR을 보인다고 보고하였다.

김석진과 노경석(2000)은 1986년부터 1996년까지 분리공보를 실시한 모회사가 (0,+1) 기간 동안 0.63%의 유의한 양(+)의 AR을 보였으며, 이업종, 지배형 분리공모가 동업종, 비지배형 보다 성과가 높았다.

Powers(2001)는 1981년부터 1998년까지 실시된 기업분리를 살펴보았는데, 공시일 후 12개월간 보유기간 비정상수익률(AR)이 분리설립 20.1%, 분리매각 18.9%, 분리공모 6.4%로 나타났다.

[표3] 선행연구의 정리

연구자	연구결과
Alexander, Benson, & Kampmeyer(1984)	분리매각 양(+)의 AR
Rosenfeld(1984)	분리매각 1.8% 유의한 양(+)의 AR
Hite, Owers, & Rogers(1987)	분리매각 양(+)의 AR
Lang, Poulson, & Stulz(1995)	매각자금 부채상환시 양(+)의 AR
Shleifer & Vishny(1992)	부채비율 높을수록 분리매각 성과는 낮음
Allen & McConnell(1998)	부채상환, 배당시 양(+)의 AR
Berger & Ofek(1999)	기업재조정의 기업중 분리공시 음(-)의 AR
Mulherin & Boone(2000)	분리매각시 양(+)의 AR
김석진, 노명석(2000)	분리공모 유의한 양(+)의 AR
Powers(2001)	분리공모 양(+)의 AR

III. 연구모형의 설정 및 분석결과

1. 표본의 선정

본 연구는 기업구조조정 방안중 고정자산의 매각에 대한 공시가 주주의 부에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 외환위기 이후 정부는 금융기관의 추가부실 발생을 방지하여 금융시스템의 안정성을 높이고 회생 가능한 기업의 단기적 회생능력을 높이며 장기적으로 기업경쟁

문 식 곤

력을 향상시킨다는 목표 아래 기업구조조정에 적극적으로 개입하여, 기업개선작업이라는 새로운 제도를 도입하였다. 그러나 외국의 경우 정부가 기업의 부실화에 대해 적극적으로 개입한 사례는 거의 없으며, 기업구조조정의 주체가 금융감독위원회라는 금융감독기구로 그 범위가 금융감독의 범위를 벗어났다는 점에서 논란이 있을 수 있다. 기업개선작업 자체에 대해서도 퇴출되어야 할 기업이 금융지원을 통해 구제되는 제도라는 부정적인 인식이 존재한다. 이 제도는 채권금융기관의 사후관리를 부당한 경영간섭으로 치부하여 기업개선작업의 취지를 희석시키기도 한다.

본 연구에서는 자체적인 기업구조조정을 수행하고 있는 기업 중에서 고정자산의 매각을 통하여 우리나라 주식시장에서의 주가 반응을 살펴보고자 하는 것이다. 이에 대한 실증적 검증을 위해 다음과 같이 자료를 수집하고 연구 방법을 설정하였다. 즉 자료의 수집은 기업구조조정을 목적으로 고정자산 매각에 대한 공시는 한국 증권거래소 자료를 이용하여 추출하였다. 표본기업[표4]은 1998년 1월 1일부터 2001년 12월 31일까지 고정자산 매각공시를 한 기업중 41개사를 선정하였다. 본 연구의 표본 선정과정과 시장 반응도 검증을 위한 수익률 자료와 재무분석을 위한 회계자료는 KIS2000을 이용하였다. 표본기업의 기술적 통계분석은 [표5]에 제시하였다.

[표4] 표본기업의 업종별 분포

업종별	표본수
음식료	4
섬유, 의복	4
기계, 기계장비	3
도소매	5
제1차 금속산업	3
고무, 플라스틱	2
제약	1
석유정제	1
펄프, 종이	2
화학	3
비금속광물	3
전자	4
전기	2
통신	1
자동차	1
기타제조업	2
계	41

企業構造調整이 株主의 富에 미치는 影響

[표5] 기술적 통계분석 (단위: 억, %)

구분	부채비율	금융비용부담율	대주주지분율
평균	1175	13.146	39.196
표준편차	3092	8.143	28.229
중앙값	369	12.4	38.9
최소값	33.6	1.1	0
최대값	14462	29.7	129.4

2. 분석방법

1) 비정상수익률 측정

기업구조조정을 시도한 기업과 기업개선작업에 선정된 기업이 재무적으로 어떠한 특성을 갖고 있으며 또한 이 특성이 그룹별로 통계적 차이가 있는지에 대해서 우선적으로 검증을 하였다. 다음은 검증기간 동안의 초과수익률의 유의성을 검증한 후, 누적 비정상수익률의 차이를 보기 위해서 t검정을 하였다. 사건이 일어난 후 주식시장의 반응을 분석하기 위해 Fama, Fisher, Jensen & Roll(1969)이 처음으로 사용하였던 시장모형을 이용하였다.

본 연구에서는 시장모형에서 사용되어질 회귀식(OLS)를 추정하기 위해서 공시일 이전 180일과 공시일(0일), 공시 후 30일을 포함하여 총 210일을 추정기간으로 하여 회귀식을 추정하였다. 이 중 사건기간은 공시일 전후 30일(-30~+30)로 하고 나머지 기간은 추정기간(-180)에서 -30일까지로 분류하였다. t일에 대하여 개별기업의 일별수익률은 다음과 같이 계산하였다.

첫째, 시장모형으로 조정된 특정일의 비정상수익률을 측정한다.

$$AR_{it} = Rit - (a_i + b_i R_{mt})$$

AR_{it} : 회사 i의 t일의 비정상수익률.

R_{it} : 회사 i의 t일의 수익률.

R_{mt} : 시장포트폴리오의 t일의 수익률.

a_i : 사건전기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한
시장모형의 회귀상수.

b_i : 사건전기간의 수익률 자료를 이용하여 추정한
시장모형의 회귀계수.

시장모형에서 a_i 와 b_i를 추정하는데 사용한 사건전기간은 공시전 180일에서 공시전 30일까지의 기간(AD-180~AD-30)으로 한다.

둘째, 특정일에서 표본기업의 평균비정상수익률을 측정한다.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

윤 석 곤

AARt : t일의 평균비정상수익률
ARit : 회사 i의 t일의 비정상수익률
n : 표본의 수

셋째, 누적평균비정상수익률을 측정한다.

$$CAR = \sum_{t=1}^k AARt$$

CAR : t일에서 k일까지의 평균비정상수익률

2) 다변량회귀분석

본 연구에서는 기업구조조정 방안중 고정자산매각 공시일을 기준으로 비정상수익률을 측정 후 비정상수익률의 결정요인을 분석하기 위하여 다변량회귀분석을 실시하였다.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 Li_{ai} + \beta_2 Fer_i + \beta_3 Oer_i + e_{it}$$

CAR = 기업i의 (AD-30~AD+30)기간의 누적비정상수익률
Li_{ai} = 부채비율
Fer_i = 금융비용부담율
Oer_i = 대주주지분율

3. 분석결과

1) 비정상수익률의 분석

기업구조조정을 목적으로 고정자산을 매각한 기업의 비정상 수익률(AR)과 누적 비정상수익률(CAR), 그리고 t값을 [표6]에 제시하였다. 즉 고정자산 매각 공시일에서(+)0.013의 비정상 수익률을 보이며, t값도 1% 수준에서 유의함을 알 수 있다. 공시 이전의 기간에도 -10일에서 +1일의 시점에서 양(+)의 값을 가지고 있으며, +2일 이후는 음(-)값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 고정자산 매각공시일 이전에 이미 회계정보가 사전에 유출되어 시장에 반응하고 있는 것으로 볼 수 있다. 그러나 공시일 이후는 별다른 반응이 없는 것으로 나타났다. 특히, 증권거래소에서 발표한 고정자산매각 86건 중 공시일 이후 주가가 상승한 경우는 33건이며, 44건이 주가가 떨어졌다는 연구결과와 유사하다³⁾.

企業構造調整이 株主의 富에 미치는 影響

[표6] 비정상수익률

일자	AR	CAR	일자	AR	CAR
-10	0.006073	-0.119674	-3	0.007265	-0.089504
-9	0.004479	-0.115194	-2	0.011865	-0.077639
-8	0.003191	-0.112003	-1	0.019495	-0.058144
-7	0.013475	-0.125479	0	0.012978	-0.045166
-6	0.002598	-0.128077	1	0.002846	-0.042320
-5	0.008961	-0.119116	2	-0.013925	-0.056245
-4	0.0022346	-0.096770	3	-0.000842	-0.057087

2) 회귀분석결과

본 연구에서는 기업구조조정 방안으로 고정자산 매각 공시일의 비정상수익률에 대한 결정요인을 분석하였다. 비정상수익률의 결정요인으로 부채비율, 금융비용부담율, 대주주지분율을 선정하였다. 즉 부채비율은 음(-)의 부호가 예상되며, 금융비용부담율 양(+), 대주주지분율 양 또는 음(+/-)의 부호가 예상된다. 이러한 회귀식은 [표7]에 제시하였다. Shleifer & Vishny(1992)는 재무적 어려움에 처한 기업이 자산을 적절한 가격으로 매각했다는 정보는 주식시장에 긍정적인 정보를 전달해 양(+의) 추가반응을 가져올 수 있으며, 부채비율이 높을수록 분리매각의 성과가 낮아지게 된다는 것이다. 본 연구에서도 [표7]과 같이 유의수준 10%에서 부채비율이 높을수록 고정자산의 매각에 따른 성과가 낮은 것으로 나타났다. 그리고 유의수준 1%에서 금융비용부담율과 대주주지분율은 양(+의) 반응을 보였다. 이러한 현상은 기업구조조정과 관련하여 대주주지분율이 높은 기업의 고정자산 매각 공시는 자본시장에 긍정적인 반응을 나타내는 것으로 보인다. 그러나 $adj - R^2$ 가 4.41%로 설명력이 매우 낮아 이러한 내용을 주장하기에는 한계가 있다.

3) 매일경제신문, 1998. 12. 7. 증권거래소에서 1997년10월부터 1998년 10월까지 기업구조조정과 관련하여 고정자산을 매각한 경우 추가반응은 공시일 이후 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 조사되었다. 이러한 이유는 기업구조조정 공시일 이후 주가가 하락하는 이유는 기업구조조정의 시기가 늦어 투자자에게 한계기업이라는 인식을 심어주었고, 계약상 불리한 조건에도 할값으로 자산의 매각이 이루어지기 때문이라고 설명함.

윤 석 곤

[표7] 비정상수익률 결정요인

변수	CAR (AD-AD+30)		
	계수	p 값	통계량
상수	-0.04517	-	-2.2E+15
Lia _i	-4.8E-21	0.097659	1.69929
Fer _i	5.66E-18	8.47E-06	5.164777
Oer _i	8.41E-19	0.003989	3.070733
표본수	41		
R ²	5.18		
adj - R ²	4.41		
F	5.506		

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 Lia_i + \beta_2 Fer_i + \beta_3 Oer_i + e_{it}$$

IV. 결 론

본 연구는 1998년부터 2001년 기간의 고정자산 매각이 이루어진 기업을 대상으로 분석하였다. 즉, 구조조정의 방안으로 고정자산을 매각하여 구조조정을 한 기업의 주가 반응을 분석한 것이다. 즉 고정자산 매각 공시일을 기준으로 비정상수익률을 측정하여 주주의 부에 미치는 영향을 분석한 것이다. 분석결과 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업구조조정의 방안인 고정자산매각 공시일 이전 10일간에는 유의한 양(+)의 비정상수익률을 실현시키고 있으나, 공시일 이후 2일부터 음(-)의 비정상수익률을 보였다.

둘째, 비정상수익률의 결정요인을 알아보기 위하여 다변량회귀분석을 실시하였다. 분석결과 부채비율(-)과 금융비용부담율(+), 대주주지분율(+), 은 유의수준 10%와 1%에서 각각 유의하였다. 그러나 모형의 설명력이 매우 낮았다.

셋째, 고정자산매각 공시일의 누적비정상수익률에 차이가 존재하는 지를 검증한 결과 고정자산의 매각에 관한 정보는 시장에 사전에 유출되어 공시일 이전에 주가에 반영되어 공시일 이후 주가에는 회계정보가 영향을 미치지 않는 것으로 볼 수 있다. 본 연구의 한계로 표본의 개수가 41개로 충분하지 못하다는 점과 표본 선정과정에서 임의로 선정한 변수 즉, 부채비율, 금융비용부담율, 대주주지분율 등 제약조건 등이 있으며, 계속하여 기업구조조정과 관련된 변수를 충분히 고려하여 연구할 필요성이 있겠다.

참 고 문 헌

- 김동균, "기업구조조정에 대한 시장반응 검증" 고려대, 2000.6.
- 김명균, "기업재구조이 주주의 부에 미치는 영향", 재무연구, 제 11호, 1996.
- 김석진, 김정우, "회사재권 세 수단의 평가", 재무연구, 제 13권, 제 1호, 2000. 5.
- 김석진, 노경석, "분리공모가 모회사 주가에 미치는 영향", 경영학연구, 제29권 제2호.
- 김원기, 박춘광, "한국기업의 기업 퇴출 중 자산처분이 주주 부에 미치는 영향", 재무관리논총, 제 1권 2호, 1994. 10.
- 이상우, 최기호, "구조조정기업의 주가반응에 대한 연구" 경영학연구, 제 31권 제3호, 2002년 6. 한국은행, 기업경영분석, 2003.
- Alexander, Gordon J., P. George Benson, and Joan M. Kampmeyer, "Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs," *Journal of Finance* 39, 1984, pp.503~517.
- Berger, P. and E. Ofek "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.39~65.
- John, Kose and Eli Ofek, "Asset sales and increase in focus," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.105~126.
- Kaplan, Steven N. and Michael S. Weisbach, "The success of acquisitions: Evidence from divestitures," *Journal of Finance* 47, 1992, pp.107~138.
- Lang, Larry, Annette Poulsen, and R. Stulz, "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion," *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp.3~37.
- Mulherin, F. Harold and Audra L. Boone, "Comparing acquisitions and divestitures," *Journal of Corporate Finance* 6, 2000, pp.117~136.
- Powers, E. A., "Spinoffs, selloffs and equity carveouts: An analysis of divestiture method choice," Working Paper, University of South Carolina, 2001.
- Schlingemann, F. P., R. M. Stulz, and R. A. Walkling, "Corporate focusing and internal capital markets," NBER Working Paper No. W7175, 1999.

ABSTRACT

The Effect of Corporate Restructuring on Shareholders' Wealth

Yoon, Seok-Gon*

This study attempted to analyze the firms that sold their fixed assets over the period between 1998 and 2001. That is, it sought to analyze the response to stock price of the firms that effected their corporate restructuring by selling their fixed assets as part of corporate restructuring. It analyzed the effect of corporate restructuring on shareholders' wealth by measuring the abnormal yield with the date of disclosing fixed assets as a basis. As a result, the following findings were obtained:

First, the firms surveyed in this study realized the significant positive abnormal yield for 10 days before the date of disclosing the sale of fixed assets as part of corporate restructuring but showed the negative yield from the 2nd days since the date of disclosure.

Second, this study attempted to conduct multivariate regression analysis to investigate the determinants of the abnormal yield. As a result, it was found that the debt ratio(-), the burden rate of financial cost(+) and the shareholding percentage of majority shareholders(+) were significant at the 10% and 1%, the level of significant. But the explanatory power of the model was very low.

Third, the attempt was made to verify whether there existed a difference in the cumulative abnormal yield at the date of disclosing the sale of fixed assets. As a result, it was found that information on the sale of fixed assets was leaked into the market in advance and reflected in the stock price before the date of disclosure but did not exert an effect on the stock price since the date of disclosure. This study had some limitation in that it did not have the sufficient sample size thought dealing with 41 samples had the constraints such as randomly selected variables of debt ratio, financial cost, the shareholding percentage of majority shareholders, and the like in the process of sample selection. It is necessary to take into sufficient consideration the variables related to corporate restructuring in future research.

Keyword : *corporate restructuring, abnormal return, financial cost, shareholding percentage of majority shareholders, accounting information.*

* Professor, Dept. of Business Administration & Tax, Namseoul University