

# 한국기업의 企業脫退(Divestiture)중 資産處分(Sell-off)이 주주부에 미치는 영향

- 營業一部讓渡를 中心으로 -

김원기\* · 박춘광\*\*

본 연구는 한국기업들이 기업자산을 제 3자 혹은 신설기업으로 탈퇴시키므로써, 즉 자산, 제품생산라인, 자회사, 사업부 등을 현금, 증권 등으로 교환하므로써 발생된사건, 특히 자산중 영업일부를 양도한 기업에 있어 주가수익율의 영향을 분석하고자 한다. 분석결과 영업일부를 양도한 기업들은 (+)의 평균초과수익율을 얻는 것으로 나타났다. 이것은 한국증권시장에서 營業一部讓渡가 양도기업 株主의 富, 즉 株式의 시장가치에 정(+ )의 영향을 미친다는 것을 의미한다. 그리고 영업 일부양도 후 후속 재무구조 개선집단과 악화 집단간의 시장반응에 있어 악화집단이 오히려 더 큰 정(+ )의 시장반응을 보이며 유의적인 큰 차이가 존재했으며, 또한 후속 EPS 증가집단과 EPS 감소집단에 있어서 후속 EPS 증가기업이 더 큰 정(+ )의 시장반응을 보이며 유의적인 차이가 존재했다. 이러한 사실로 미루어 볼때 營業一部讓渡는 투자자들에 의해 재무구조개선 및 비수익성 영업일부의 양도를 통한 企業收益性의 증대라는 관점에서 크게 받아들여 지고 있다는 것을 암시해 준다.

---

\* 계명대학교 경영대학 교수

\*\* 동명전문대학 사무자동화와 전임강사

## I. 서론

企業脫退(Divestiture)는 企業이 內외적인 環境에 적응하기 위하여 既存營業 活動을 축소하거나 분가시키는 모든 經營戰略을 의미한다. 이것은 原語로 Divestiture라고 하는데 企業脫退란 용어로 사용한다. Boudreaux(1975)는 이런 企業脫退가 자발적(Voluntarily)으로 혹은 비자발적으로(Unvoluntarily) 일어난다고 하였다.(Boudreaux, 1975) 자발적인 企業脫退는 企業價値最大化 를 위한 經營者의 자발적인 意思決定의 결과인 반면에 비자발적인 企業脫退 는 정부 또는 법률의 제정 등에 의한 강제성이 부여된 행위이다. 따라서 비 자발적인 企業脫退는 경제외적인 요소가 고려되기때문에 본 연구에서는 자발 적인 企業脫退(Voluntary Divestiture)만을 논의한다. 그리고 企業탈퇴의 형 식은 企業자산을 제 3자 혹은 신설기업으로 탈퇴시키는 것으로, 즉 자산, 제 품생산라인, 자회사, 사업부 등을 현금, 증권 등으로 교환한다는 것을 의미 한다.(Weston, 1989) 또한 企業脫退는 그 현상에 따라 여러종류로 나누어 지 는데, 첫째로 Sell-off는 企業의 자회사, 사업부, 생산라인, 주식 등을 제 3 자에게 讓渡하므로서 발생되고, 둘째로 Spin-off는 企業자산의 탈퇴로 신설 기업을 설립한후 既存기업의 主주들에게 신설된 企業의 所有권을 일정비율로 제공하므로서 발생되며, 셋째로 Split-ups은 既存기업이 자산을 둘 또는 여 러개로 분가하여 신설기업들을 설립한후 既存기업은 소멸되어 사라지고 既存 企業의 主주들은 신설기업들에 대해 일정비율로 新主權을 부여받는 현상 이다. 넷째로 Split-off는 既存기업이 자산을 둘 또는 여러개로 분가하여 신 설기업들을 설립한후 既存기업은 소멸되어 사라지고 既存기업의 主주들은 既存기업의 주식을 신설기업들의 주식으로 교환받는데, 일정 비율로 교환받지 않고 대응하는 신설기업의 주식으로만 교환받는다. 다섯째로 Spin-out은 기 業자산의 탈퇴로 신설기업을 설립한후, 신설된 企業의 所有權중 일부를 공개 매각하는 현상 등이다(Hite, Owers, 1983). 이와같이 企業탈퇴는 여러 형태 로 발생되어 나타나며, 현재 파악된 國內에서의 현상으로는 營業양도를 통한 企業신설 및 제 3자에게로의 營業일부양도 등이 있다.

여기서 영업일부양도는 營業一部인 讓渡資産(Target asset)이 讓渡企業의 統制로부터 보다 이용가치가 있다고 판단되는 取得企業의 統制下로 이전되는 과정으로 取得企業의 觀點에서는 정의 순현재가투자결정(Positive NPV Investment Decision)의 결과로 볼수 있다. 또한 營業一部讓渡의 극단적인 형태는 企業全體의 각 부문을 개별적으로(in separate partials) 다른 여러 企業들에게 매각처분하는 것인데, 이를 清算(Liquidation)이라고 한다. 본 연구에서의 營業一部讓渡는 기업의 전체 사업부문중에서 특정의 事業部門 등을 처분하는 部分的 營業讓渡(Partial Sell-off)로 정의하고 이러한 현상이 기업의 주가수익율에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위하여 1980년 1월부터 1991년 4월사이의 한국증권시장에서 발생하여 증권시장지에 공시된 영업일부양도공시를 찾았다. 그 결과 29개를 자료를 구하였으며, 이 자료를 분석하기 위한 통계적 방법의 사용은 사건연구(event study)를 하였다.

## II. 企業脫退(Divestiture)중 資産處分(Sell-off)에 대한 이론적 배경

### 2.1 企業脫退(Divestiture)의 動機들

企業脫退의 구체적인 동기는 상황에 따라 여러가지를 들수 있고 이들은 복합적으로 나타나고 있으며, 그 動機들을 살펴보면 아래와 같다.

- (1) 非收益性 部門(unprofitable venture)의 除去(Alexander, Bensen, Kampmeyer, 1984)

Alexander, Bensen, Kampmeyer 등은 企業의 특정영업부문이 기대했던 經營成果를 달성하지 못하여 企業의 最低要求水準에 미달할 경우에 그 事業部門을 보다 전문적인 企業에 賣却하는 것이 바람직하다고 주장하였다. 즉 專門化된 取得企業은 영업 및 생산방법을 개선하여 그 部門의 經營成果를 향상시킬수

있을 것이며, 讓渡企業에서도 비능률적인 영업부문을 제거함으로써 기업 전체의 이익잠재력을 확대시킬수 있다. 특히 비효율적인 영업부문이 과대한 資本集約的 部門인 경우에는 營業一部讓渡이 기업의 減價償却備 부담을 줄여주어 企業의 利益을 확대시키는 효과를 가져오게함으로 그 영향은 더욱 크다.

#### (2) 主力業種에의 전념(Linn, Rozeff, 1984)

Linn, Rozeff 등은 기업의 다각화된 사업부문이 환경변화로 인하여 현재 혹은 미래의 經營戰略과 맞지 않을(lack of fit)수 있다. 企業의 자원이 주력업종 이외의 다른 事業部門에 분산되게 되고 또한 경영전략이 명확하게 규정되지 못함으로써 經營의 非效率性이 초래된다. 따라서 경영자는 기업의 전략사업에 모든 자원을 집중시키고 부문간의 역의 시너지(negative synergy)를 제거하기 위하여 營業一部를 處分하려 한다고 주장하였다.

#### (3) 富의 移轉手段(Linn, Rozeff, 1984)

또 Linn, Rozeff 등은 企業이 이익을 충분히 실현하지 못하여 오랜 기간동안 現金配當을 하지 못하면 주주로부터 배당압력을 받게 된다. 이러한 상황에서 경영자는 주주에게 지급할 現金配當의 재원을 조달하기 위하여 企業의 營業一部를 賣却處分할 수 있다. 이와같은 목적으로 수행된 營業一部讓渡는 企業價値를 증가시키지 않지만, 반면에 채권자의 富가 주주에게로 移轉되는 수단으로 이용된다고 주장하였다.

#### (4) 支給不能狀態의 改善(Jain, 1985)

Jain은 企業이 예상하지 못한 市場狀態의 변동으로 인하여 企業全體의 이익 또는 현금흐름에 차질을 가져오게 되면 기업전반의 財務問題(financial problem for corporate)로 곤경을 받게 된다. 이런 계속적인 營業缺損은 기업에 流動性危機를 초래하게 하며, 이 때문에 자본구조가 악화되게 된다. 만약 企業의 적정 資本構造下에서 운영된 기업을 가정해 본다면, 영업결손에 의해 악화된 자본구조는 더 이상 그 기업의 최적자본구조(optimal capital

structure)가 되지 못한다. 따라서 企業의 價値는 최적자본구조로 환원될 때에만 최대화될 수 있기때문에, 경영자는 자본구조개선을 위하여 다른 많은 대체안을 찾게 되며 그러한 치료책(remedy)의 하나로 企業의 營業一部를 讓渡하게 된다고 주장하였다. 그리고 이러한 營業一部讓渡가 시장에 의해 기대되지 않았다면 企業의 營業一部讓渡 公示는 주가에 영향을 주게 될 것이다.

#### (5) 資金調達手段(Hite, Owers, Rogers, 1987)

Hite, Owers, Rogers 등은 企業이 현재의 사업부문을 확장하기 위한 資本調達手段으로 營業一部를 讓渡한다고 주장하였다. 이것은 企業의 經營者와 外部投資者들 간에 상이한 情報를 보유할때 발생하는 것으로, 즉 경영자는 사적 정보(private information)를 가지므로 현재의 株價가 過大評價(overvalued)되고 있음을 알고 있을 때 신규사업 또는 기존사업의 확장을 위해 新株를 時價公募(new stock offerings)할 유인을 가지고, 반대로 현재의 株價가 過小評價(undervalued)되어 있다고 믿으면 新株의 市價公募보다는 기존의 營業一部인 營業資産을 매각하여 資金을 調達하려는 유인을 갖는다는 것이다.

## 2.2 企業脫退(Divestiture)중 資産處分(Sell-off)에 대한 諸 假說

여기서는 企業脫退가 일어나는 경우에 讓渡企業등의 株主富의 변화를 예측하고 그 결과를 설명하려는 여러 假說들을 고찰한다.

#### (1) 讓渡企業의 非經濟性/取得企業의 經濟性 假說(Seller diseconomies / Buyer conomies)(Linn, Rozeff, 1984)

Linn, Rozeff 등은 讓渡企業의 입장에서 非經濟性 營業部門을 讓渡함으로써, 또한 取得企業의 입장에서 經濟性 營業部門을 취득함으로써 營業一部讓渡가 讓渡企業 혹은 양도기업과 취득기업에 현금흐름의 증가를 가져다 줄 것이라고 보았다. 讓渡企業의 非經濟性(seller diseconomies)은 일부의 營業

部門이 현행의 조직구조하에 운영되는 것이 양도되어 다른 조직하에서 운영되는 것보다 양도기업에 보다 많은 원가부담을 가져다 주는 상태를 말한다. 이것은 일부의 영업부문이 전체 조직에 대하여 역의 시너지(negative synergy)가 존재함을 의미한다. 取得企業의 經濟性(buyer economies)은 讓渡營業部門(target asset)이 현행 취득기업의 조직구조와 결합됨으로써 잠재적 경제성(potential economy)이 존재하는 상태이다. 讓渡企業의 營業一部에 대한 取得企業의 經濟性 存在는 讓渡기업 자체보다는 양도기업의 特定營業部門에 더 많은 가치를 부여하게 된다. 이런 사실때문에 양도기업은 양도대상부문을 양도기업에 존속시킬때의 가치보다는 더 이상의 對價로 취득기업에 양도시킬수 있게 된다. 따라서 이런 현상이 발생할때, 株主의 富는 증가하게 될 것이며 社債權者에게도 유리한(favorable) 영향을 주게 된다는 것이다.

(2) 富의 移轉(wealth transfer) 假說(Linn, Rozeff, 1984)

그리고 Linn, Rozeff 등은 경영자의 행동이 株主들의 利益만을 추구한다면 營業一部讓渡는 社債權者에게 부정적인 영향을 미칠수 있다고 보았다. 즉 營業一部讓渡가 公正市場價値로 이루어진다면 그 사실 자체는 社債權者의 富에 영향을 주지 못하지만, 만약 讓渡후 이 現金性 資産으로 配當이 암시된다면 社債權者의 富에 영향을 줄수 있다. 이런 가능성때문에 營業一部讓渡의 공시시점에 社債權者의 富의 변화는 연구할 가치가 있다. 만약 공시시점에 社債權者의 富가 증가되면 이것은 富의 移轉假說보다는 讓渡企業의 非經濟性 / 取得企業의 經濟性假說이 더 우월한 요인으로 작용한다고 보아야 할 것이다. 반면에 공시시점에 社債의 價格이 하락하고 株價가 상승한다면 營業一部讓渡로 富의 移轉이 일어났다는 것을 암시하는 것이다.

(3) 部分的 合併(partial merger) 假說(Jain, 1985)

Jain은 자산처분(sell-off)중 영업일부양도는 部分的 合併(partial merger)으로 볼수 있다고 하였다. 合併(merger)이 企業의 일부분만을 取得企業이 이전받는 것이라면, 營業一部讓渡는 企業의 일부분만을 取得企業에 이전시킨다

는 것이다. 이러한 관점에서 營業一部讓渡는 讓渡企業에 있어서의 주가반응과 많은 합병연구에서의 목표기업(target firm)에 나타난 주가반응과 유사할 것이라는 것이다. 이들의 연구에서 目標企業은 합병공시 시점을 전후하여 정(+ )의 초과수익율이 나타났다. 따라서 營業一部讓渡 공시의 주가반응이 합병연구에서와 유사하게 나타난다면, 營業一部讓渡(sell-off)는 部分的 合併(partial merger)으로 이해될 수 있다.

#### (4) 情報傳達(information) 假說(Bradley, Desai, Kim, 1983)

Bradley, Desai, Kim 등은 企業間 公開買受(interfirm tender-offer)를 설명하는 가설로 情報傳達(information)假說과 시너지(synergy)假說을 제시하였다. 情報傳達假說은 일반투자자들이 목표기업의 미래현금흐름에 대한 充分한 情報를 갖고 있지 않다고 가정하고, 취득기업으로부터의 公開買受는 일반투자자들에게 目標資產(target asset)이 過小評價(mispricing)되어 있다는 신뢰성있는 증거(credible evidence)를 전달(convey)한다고 하였다. 반면에 시너지假說은 目標資產이 현재의 이용에서 取得企業의 통제하로 이전됨으로써 잠재적 생산성 이득(potential productive gains)이 실현될 수 있다는 것이다.

Hite, Owers, Rogers(1987) 등은 이 두 가설이 자산처분중 營業一部讓渡에도 적용될 수 있다고 주장하였다. 그런데 시너지가설은 전술한 讓渡企業의 非經濟性/取得企業의 經濟性假說과 동일하다. Hite 등은 情報傳達假說에서 營業一部讓渡의 공시는 讓渡企業에 대한 시장의 관심과 주의를 환기시킴으로써 시장참여자들로 하여금 양도기업의 現金흐름을 재평가하도록 촉구하는 하나의 계기가 된다는 것이다. 즉 현재 시장가치가 過小評價된 기업들은 그와 같은 재평가를 원하며 영업일부양도의 공시는 공시일 현재 기업가치가 과소평가되어 있음을 암시하는 가격반응이 나타나기를 기대한다는 것이다.

情報傳達假說은 시너지가설과 마찬가지로 공시시점에 정(+ )의 시장반응을 암시하지만 그 營業一部讓渡 거래가 이루어지지 않았을 때의 가격반응에 대한 암시는 서로 다르다는 것이다. 만약 營業一部讓渡의 공시가 잠재적 시너지

지때문에 최초 양도공시후 거래가 성립되지 않는다면, 잠재적 생산성 이득을 상실함을 의미하며 새로운 다른 取得企業이 나타나지 않는한, 최초 공시시점에서 나타난 가격반응은 거래의 실패사실공시(outcome announcement)시점에서 취소될 것이다. 그러나 情報傳達假說에서는 목표자산의 소유권이전 자체는 최초공시시점의 가격효과를 유지하기 위한 필요한 요건이 아니므로, 최초 양도공시후 거래가 취소된다는 공시가 있더라도 최초 양도공시의 시장반응은 소멸되지 않을 것이라는 것이다.

### 2.3 企業脫退(Divestiture)중 자산처분(Sell-off)에 대한 先行研究들

#### (1) Boudreaux의 研究(1975)

최초의 경험적 연구를 행한 Boudreaux는 월별자료를 이용하여 1965년부터 1970년까지의 15년간에 있어 기업탈퇴(Divestiture)가 행해진 138개 기업을 대상으로 기업탈퇴 공시전 3개월부터 공시후 1개월까지의 기간동안에 주가의 비정상적인 정(+)의 움직임이 있음을 발견하고 시장은 기업탈퇴를 정의 순헌가 의사결정(Positive NPV Decision)으로 해석하였다.

#### (2) Alexander, Bensen, Kampmeyer의 研究(1984)

Alexander, Bensen, Kampmeyer는 1964년에서 1973년사이에 자산처분(Sell-off)을 공시한 53개 표본기업을 대상으로 시장조정 수익율모형(market adjusted return model)과 평균조정수익율모형(mean adjusted rate model)을 각각 적용하여 공시일을 기준으로 30일간의 잔차분석을 행하였다. 여기서는 자산처분공시가 주가에 미비한(slightly) 정(+)의 영향을 주었고 또한 이런 공시는 일반적으로 부(-)의 비정상적 주가반응이 나타난후에 이루어진다는 점을 발견하였다. 따라서 이것은 企業에 관한 다른 부정적 정보가 누설되고 난후에 이루어짐을 암시해 준다.

#### (3) Jain의 研究(1985)

Jain은 Alexander 등의 연구결과에서 자산처분에 대한 정(+)의 시장반응이



통계적 유의성을 갖지 못하는 것은 표본기업의 수가 적고, 또한 표본기업이 대부분 규모가 적은 사건이었기 때문이라고 판단하고 1976년부터 1978년 사이에 자산처분을 행한 1,068개에 달하는 賣却企業과 304개의 取得企業을 대상으로 연구를 하였다. 이 표본기업은 Alexander 등의 이용한 연구표본수보다 20배에 달한다. 그리고 연구결과로 양도기업은 공시전 -5일에서 -1일 사이에 0.70%의 유의적인 초과수익율을 나타냈고 취득기업은 -1일에 0.34%의 유의적인 초과수익율을 나타냈다. 따라서 자산처분은 양도기업과 취득기업에 호재(good news)로 작용한다고 주장하였다. 또한 양도기업에 있어서 公示前는 -360일에서 -11까지의 유의적인 -10.8%의 부(-)의 초과수익이 나타난 것은 Alexander 등의 연구결과와 일치한다. 양도기업에서의 이러한 유형은 합병관련 연구에서 피합병企業(target firm)에 나타난 추가수익을 변화와 유사하다. Asquith의 연구에 의하면 합병에서 성공적인 피합병기업은 공시일 -480일에서 -20일 사이에 -14.1%, 비성공적인 피합병기업은 동일한 기간에 -10.5%라는 부(-)의 초과수익을 나타냈다. 그리고 Malatesta의 연구에서도 -24개월에서 -4개월 사이에 -8.5%의 부(-)의 초과수익율을 나타냈다. 여기서 기업탈퇴중 자산처분과 합병에서의 피합병企業에 대한 연구결과들의 수량적 유사성(Qualitative Similarities)은 자산처분이 부분적 합병(Partial Merger)으로 이해될 수 있음을 암시해 준다.

#### (4) Rosenfeld의 研究(1984)

Rosenfeld는 1969년에서 1981년 사이에 기업의 시가총액중 10%이상인 자산을 처분한 62개 企業들을 대상으로 연구하였다. 여기서는 公示時點 -10일에서 -2일 사이에 누적평균잔차가 2.05%이고 -1일에서 0일(즉 공시일)까지는 2.33%로 1%유의수준하에서 株主의 富에 正(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 Rosenfeld는 자산처분에 있어 양도기업과 취득기업을 동시에 비교해 보았는데 취득기업도 양도기업과 유사한 正(+)의 초과수익율을 나타냈다. 그리고 초과수익율에 있어서는 유의적인 차이가 없었다.

## (5) Zaima와 Hearth의 研究(1985)

Zaima와 Hearth는 1975년부터 1982년 사이에 자산처분을 행한 168개 기업을 대상으로 세가지 가설을 검증하였다. 첫째 자산처분과 관련하여 양도企業의 株主는 取得企業의 株主보다 더 큰 정(+)의 초과수익율을 얻는다. 둘째 양도企業의 재무상태(financial conditions)가 양호한 기업은 그렇지 못한 企業보다 더 큰 정(+)의 초과수익율을 얻는다. 셋째 양도자산이 기존의 양도기업에 대한 상대적 크기(relative size)가 큰 기업이 작은 기업보다 더 큰 정(+)의 초과수익율을 얻는다. 첫째 가설의 검증에서는 양도기업은 유의수준 1%하에서 정(+)의 시장반응을 보인 반면에, 취득기업은 정(+)의 시장반응을 보이지만 통계적으로 유의성을 갖지 못한 것으로 나타났다. 둘째 가설은 재무상태와 자산처분이 통계적으로 유의성(significance)을 갖지 못하는 반면에, 셋째 가설인 양도자산의 상대적 크기와 초과수익율과의 관계에서는 통계적으로 정(+)의 유의성을 갖는 것으로 나타났다.

## (6) Klein 의 研究(1986)

Klein은 1970년부터 1979년까지의 202개의 자산처분(sell-off)을 대상으로 하여 연구하였는데 공시일 효과(announcement day effect)는 +1.12%로 유의성(유의수준 1%)을 갖는 것으로 나타났다. 또한 그는 자산처분을 공시함에 있어 양도가격(Sell-off price)을 공시하는 가격공시집단(price group)과 양도가격을 공시하지 않는 가격비공시집단(no-price group)으로 분할하여 양자간의 공시일 초과수익율에 차이가 있는지를 검증하였다. 여기서는 가격공시집단의 공시일효과는 +2.47%인 반면에, 가격비공시집단의 공시일효과는 +0.02%로 두 집단의 공시일 효과는 1% 유의수준하에서 유의성(significance)을 갖는 것으로 나타났다. 이것은 자산처분가격의 공시가 성공적(정(+))의 NPV를 수반하는)인 자산처분임을 의미하는 신호(signal)로 이해될수 있음을 암시한다.

## (7) Sicherman과 Pettway의 연구(1987)

Sicherman과 Pettway는 1983년부터 1985년 사이에 기존연구와는 달리 147개의 자산처분중 取得企業만을 대상으로 연구하였는데, 사건일 -30일부터 +30일까지 취득기업의 누적초과수익은 0.589%로 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다. 또한 그들은 취득하는 營業部門을 표준산업분류(SIC)에 근거하여 기존사업내용과의 관련성(relatedness) 유무에 따라 전체표본을 기존사업관련집단(relatedness group)과 기존사업비관련집단(unrelatedness group)으로 구분하여 검증기간 동안에 양자의 초과수익율에 차이가 있는지를 연구하였다. 그 결과 사건일 -10일에서 +10일까지의 누적초과수익율이 기존사업관련집단은 +4.026%, 비관련집단은 +0.047%로서 그 차이가 3.979%로 유의적인(유의수준 1%) 것으로 나타났다. 또한 그들은 이 두집단간에 소유구조의 차이가 존재하는지를 Mann-Whitney U검증을 사용하여 검증해 본 결과 관련사업 취득기업이 비관련사업 취득기업보다 내부지분소유(insider equity ownership) 비율이 더 높다는 것을 발견하였다. 이것은 Amihud와 Lev의 주장과 일치하는데 그는 고용경영자는 기업의 실물자산 포트폴리오를 분산투자함으로써 자신의 고용위험(employment risk)을 줄이고자 한다고 주장하였다. 취득기업에 있어서 상대적으로 출자지분이 없거나 적은 경영자는 개인적인 위험부담을 줄이기 위해 비관련사업을 취득하는 반면에, 소유경영자(ownermanagers)에게 있어 부는 배당성과(share performance)의 함수임으로 개인적인 위험을 감소시키는데 그다지 신경을 쓰지 않기(less motivated)때문에 관련사업부문의 취득에 더 유인된다는 것이다. Sicherman과 Pettway는 양도기업이 공시전 2년 이내에 企業等級 이 하향조정되었는지의 여부에 따라 재무상태양호집단(strong parents)과 재무상태약화집단(Weak Parents)으로 구분하여 각 집단으로부터의 자산취득이 取得企業의 株價에 상이한 영향을 주는지를 검증하였다. 그 결과 전 검증기간에 있어 재무상태가 약화된 양도기업으로부터의 취득이 재무상태가 양호한 양도기업으로부터의 취득보다도 더많은 초과수익율을 얻는 것으로 나타났다. 이것은 재무상태가 약화된 양도기업은 자산처분 가격결정에서 상대적으로 불리한 위치일수 밖에 없다는 것으로 이해된다.

## (8) Hite, Owers, Rogers의 研究(1987)

Hite, Owers와 Rogers는 1963년에서 1981년 사이에 공시된 자산처분(sell-off) 114개 표본기업과 清算(liquidation) 105개 표본기업을 대상으로 주가반응을 연구하였다. 자산처분에서는 양도企業과 取得企業을 동시에 연구대상으로 하여 각각의 경우에 자산처분을 공시후 처분이 실질적으로 이루어진 기업을 성공적 매각기업(successful seller)과 성공적 취득기업(successful bidder)으로 분류하고, 자산처분을 공시후 처분이 취소된 경우(거래의 불성립)를 비성공적 매각기업(unsuccessful seller)과 비성공적 취득기업(unsuccessful bidder)으로 각각 표본을 분류하였다. Hite등은 이러한 분류에 따른 집단별로 자산처분 공시시점(sell-off announcement day)과 이러한 거래성립결과의 공시시점(outcome announcement day)에 있어서의 주가반응을 연구하였다. 그 결과 양도기업의 경우에, 성공적 매각기업과 비성공적 매각기업의 공시일 -1일에서 공시일까지의 처분의사 공시효과(press announcement effect)가 각각 1.66%와 1.41%로 유의적인 정(+)의 시장반응을 나타냈다. 그러나 거래의 성립여부에 대한 거래결과 공시효과(outcome announcement effect)에 있어서는 성공적 매각기업은 0.82%로 유의적인 정(+)의 반응을 보인 반면에, 비성공적 매각기업은 -0.95%로 유의적인 부(-)의 시장반응을 나타냈다. 이것은 비성공적 매각기업(unsuccessful seller)의 경우에 처분의사공시 시점에 나타난 정(+)의 유의적 반응이 거래의 실패결과가 공시된 시점에서 소멸됨을 의미한다. 한편 Hite 등은 비성공적 매각기업을 다시 거래불성립 공시후 2년 내에 후속적인 매각제안(subsequent offer)이 있었느냐에 따라 표본을 구분해 본 결과, 후속매각제안이 있었던 매각기업의 공시효과가 그렇지 않은 매각기업보다 크다는 것을 발견하였다. Hite 등은 이러한 일련의 결과는 공개매수(tender offer)를 대상으로 연구한 Bradley, Daesi와 Kim의 결과와 일치하는데 자산처분에 있어 시너지(synergy)가설을 입증한 것으로 주장하였다.

### III. 韓國證券市場에서의 實證研究

지금까지 기업탈퇴(Divestiture)에 대한 理論的 배경과 외국에서의 實證研究를 고찰해 보았다. 본 研究의 目的은 韓國證券市場에서 기업탈퇴(Divestiture)활동중 자산처분의 한가지 형태인 영업일부양도가 株主의 富, 즉 株價에 미치는 영향을 검증하려한다.

#### 3.1 研究假說의 설정

연구의 目的을 달성하기 위하여 앞에서 논의된 이론적 배경과 외국에서의 실증결과를 토대로 假說을 설정하기로 한다. 이전 연구들로부터 도출되는 일반적 가설로서 그 첫번째는

<가설 1> 한국증권시장에서 영업일부양도는 양도기업의 주주 부에 어떠한 영향도 미치지 않는다. 즉 양도기업 주가수익율에 공시일 전후하여 비정상초과 수익율이 발생치 않는다.

만약 이 가설이 기각된다면, 營業一部양도는 기존 株主의 富에 정(+) 혹은 부(-)의 영향을 준다는 것이다.

그리고 두번째 가설로 영업일부양도를 행한 기업중 양도전과 양도후의 부채비율의 변동을 비교하여 재무구조가 개선된 집단과 악화된 집단으로 나누어 두집단간의 시장반응을 관찰함으로써, 영업일부양도후 재무구조의 변동에 대한 기대에 따라 주어지는 영향을 찾기 위하여 다음의 가설을 설정하였다.

<가설 2> 영업일부양도후 재무구조가 개선된 기업과 악화된 기업에 있어 영업일부양도 공시에 대한 시장반응은 그 크기 및 유형에 차이가 없다.

만약 이 가설이 기각된다면, 영업일부양도에 있어 후속 재무구조의 변동에 대한 기대에 따라 시장반응이 상이함을 의미한다.

또한 영업일부양도공시후 공시직전년도말의 주당純利益과 공시직후년도말의 주당純利益을 비교하여 주당純利益이 증가된 企業과 감소된 企業과의 시

장반응을 비교검증하였다.

<가설 3> 영업일부 양도후 EPS가 증가된 기업과 감소된 기업의 영업일부양도 공시에 대한 시장반응은 그 크기 및 유형에 차이가 없다.

만약 이 가설이 기각되면 영업일부양도에 있어 후속 EPS 변동에 대한 기대에 따라 시장반응이 상이함을 의미한다.

### 3.2 자료설정 및 표본기업의 선정

위 연구를 위하여 자료수집기간은 1980년1월4일부터 1991년4월30일까지로 하였으며, 주가수익율은 한국신용평가(주)에서 제공된 수익율을 편집한 자료를 사용하였고(김태혁, 엄철준, 1992) 표본기업은 상장기업중 영업일부양도를 '증권 시장지'에 공시한 기업으로 한정하였다.

#### (1) 사건일의 선정

사건연구(event study)는 어떠한 특정의 사건(event)에 대한 시장반응을 관찰하는 연구이므로 사건일(event day)은 그러한 사건이 공개적 또는 비공개적으로 시장이 최초로 인지한 시점이라 할 수 있다. 따라서 특정사건의 情報內容이 株價(또는 去來量)에 최초로 반영되는 시기를 사건일로 선정하는 것이 가장 이상적이다. 그러나 이러한 시점은 개별주식별로 확인하기가 사실상 불가능하기 때문에 본연구에서 營業一部양도의 주가반응을 검증하기 위하여 '증권시장지 공시일'을 사건일로 하여 시장반응을 관찰했다.

#### (2) 시장자료의 선택

특정사건의 정보성 검증이나 시장효율성 검증을 위한 實證研究는 제각기 연구의 목적에 따라 상이한 시장자료를 이용하고 있다. 예컨대, 연구에 따라 月別, 週別, 日別資料가 이용되면 時間別 자료가 이용되기도 한다. 그러나 月別, 週別資料를 사용하는 경우 어떤 사건의 공시에 따른 비정상적 초과수익이 公示月이내 혹은 公示週이내에 실현되고 마는 경우, 月別 및 週別收益

率資料를 이용하면 특정사건에 대한 시장반응을 분명하게 포착하지 못할 가능성이 있다. 그리하여 최근에는 정보성 및 준강형시장효율성 검증에 있어 보다 정교한 시장반응을 관찰하기 위해 日別收益率이 많이 채택되고 있는데, 이는 日別資料를 이용함으로써 비교적 짧은 추정기간으로도 실증연구가 가능하고, 일별자료가 월별자료에 비하여 상대적으로 편의가 적은 평균잔차를 구할수 있으며, 정보성의 검증능력도 우수하다고 주장되기 때문이다<sup>24</sup>). 따라서 본 연구에서는 이상과 같은 月別, 週別資料의 문제점때문에 日別資料를 사용하기로 한다.

### (3) 분석대상기간

사건연구에 있어서는 총분석대상기간(analysis period)을 검증대상이 되는 기간과 검증을 위한 모수등의 추정을 위한 기간으로 구분하는데, 본 연구에서는 이들 각각을 檢證期間과 推定期間으로 표시한다. 일반적으로 시장모형에서의 베타계수와 평균조정수익율모형에서의 평균수익율을 추정하기 위한 기간의 설정은 선행설정방법(pre-only procedure)과 대칭적 설정방법(both-but-separate procedure)이 널리 이용되고 있다.

본 연구에서는 선행설정방법을 채택하여 공시일 -200일에서 -31일까지 170일간의 선행기간을 베타추정 또는 평균수익율 推定期間으로 설정하고, 사건일 -30일에서 +30일까지 61일간의 檢證期間으로 설정하였다.

### (4) 표본 선정

가) 영업일부양도 공시시점을 기준으로 양도기업과 취득기업중 적어도 어느 한쪽이 최소한 1년이상 상장된 주식

나) 영업일부양도 공시시점을 기준으로 전후 1개월로 거래 형성이 이루어지지 않은 주식 및 관리대상종목으로 지정되지 않는 주식

다) 영업일부양도후 1991년 4월 현재 상장폐지되거나 다른 기업에 합병되지 아니한 기업

위의 표본선정기준중 상장기간이 1년미만이거나 관리대상 등의 종목에 대한 제외는 추가형성이 정상적으로 이루어졌다고 보기 어렵기 때문이다. 그 결과, 본 연구를 위해 선정된 標本은 29개 였으며, 기업수는 28개였다. 이들에 대한 구체적 자료는 다음과 같다.

(영업일부양도를 행한 표본대상기업)

기업명	공시일자(사건일)		
두산곡산	1980년	12월	17일
동양고속	1981년	5월	18일
고려합섬	1982년	8월	4일
해태제과	1982년	8월	17일
삼성전자	1982년	10월	5일
대한전선	1983년	1월	27일
금호전기	1983년	2월	8일
해태제과	1984년	2월	29일
태평양건설	1984년	4월	3일
효성물산	1984년	4월	11일
진로	1984년	6월	23일
삼미	1984년	10월	23일
금호	1984년	11월	28일
삼화왕관	1985년	5월	15일
선경	1985년	10월	4일
서울식품	1986년	2월	14일
백화양조	1986년	5월	28일
동국무역	1987년	10월	2일
현대건설	1987년	11월	3일
금성계전	1988년	2월	9일
태양금속	1988년	2월	29일
동부산업	1988년	9월	9일
대성탄좌	1989년	8월	29일
유공	1990년	2월	23일
벽산	1990년	2월	10일
한진중공업	1990년	9월	3일
삼성항공	1990년	12월	28일
동양시멘트	1991년	2월	18일
대우전자	1991년	2월	27일



### 3.3 實證研究方法

일반적으로 株主의 富는 株式의 시장가치에 의해 표시될수 있기 때문에 이들 가설에 대한 실증은 株價收益率의 형태가 비정상적인지의 여부와, 만일 비정상적이라면 그러한 非正常的的收益率이 표본집단별로 차이가 있는지의 여부에 맞추어진다. 비정상적수익율을 산출하기 위해서는 실현될 수익율과 비교되는 기준수익율(benchmark)이 필요한데 이 기준수익율은 투자자들이 자신의 기대수익율을 산정하기 위해 사용하는 특정모형에 의해 산출되는 正常收益率(normal return)이 되다. 본 연구에서는 정상수익율을 산출하기 위하여 사건 연구에서 사용되는 모형인 市場模型, 平均調整收益率模型 및 市場調整收益率模型 등을 동시에 이용하여 검증한다(Brown, Warner, 1985).

#### (1) 市場模型(Market Model)의 적용

시장모형은 개별자산의 수익율과 시장포트폴리오의 수익율의 결합분포가 이변량 정규분포일때 자산  $i$ 의 수익율( $R_{i,t}$ )과 시장포트폴리오의 수익율( $R_{m,t}$ ) 사이의 관계를 통계적으로 기술한 것이다(Sharpe, 1963; Lintner, 1965). 시장모형은  $R_{i,t}$  와  $R_{m,t}$ 가 선형관계를 갖고 있으며 회귀모형의 일반적인 가정들을 만족한다고 가정하고 있다.

즉, 1)  $E(e_{it})= 0$ , 2)  $Cov(e_{it}, e_{it})= 0$ , 3)  $Cov(e_{it}, e_{i,t+k})= 0$ , 4)  $Cov(e_{it}, R_{m,t})= 0$  등의 가정들이 성립될때 시장모형은 다음과 같이 표시된다.

$$R_{it} = a_i + b_i R_{m,t} + e_{it}$$

$R_{it}$  =  $t$ 시점의  $i$ 주식의 수익율

$R_{m,t}$  =  $t$ 시점의 시장포트폴리오 수익율

$$b_i = Cov(R_{it}, R_{m,t}) / Var(R_{m,t})$$

$$a_i = E(R_{i,t}) - b_i E(R_{m,t})$$

$e_{it}$  =  $t$ 시점의  $i$ 주식의 교란항(stochastic disturbance term)

이상의 시장모형에서  $R_{m,t}$ 는 시장의 모든 주식수익율에 영향을 주는 변수들의 효과를 나타내는 반면에, 교란항  $e_{it}$ 는  $i$ 의 수익율에만 영향을 미치는

변수(예컨대, 營業一部양도 公示)들의 효과를 뜻하는 일종의 非正常的 收益率(abnormal return)을 나타내는 것으로 해석된다. 따라서 시장모형에서의 비정상적 수익율은 시장포트폴리오와 관계없이 시장전반적 영향요인(market-wide factors)들을 제거한 후의, 개별기업의 고유요인들에 의해 초래된 초과수익율을 의미한다. 그러므로 시장모형은 개별기업 특유의 사건(firm-specific event)에 기인한 수익율변동을 나타내는 잔차(eit)를 관찰함으로써 특정사건의 효과를 검정하는 기법이라고 정의할수 있다.

eit를 구하기 위해 먼저 ai와 bi의 추정이 선행되어야 하는바, 본 연구에서는 앞서 설정한 추정기간(-200 일에 -31일에 걸친 총 170일간)동안의 일별 수익율 자료를 사용하여 최소자승법(OLS method)에 의한 회귀계수 ai와 bi를 추정하였다.

t시점의 시장포트폴리오의 실현수익율(Rmt)과 앞서 추정된 계수들을 사용하여 t시점의 시장수익율을 조건으로 하는 t시점의 각 주식의 기대(정상)수익율 E(Rit)를 계산하는 식은 다음과 같이 표현된다.

$$E(Rit) = (i) + (i)R_{m,t}$$

따라서 t시점의 i주식의 실제수익율과 t시점의 시장수익율을 조건으로 한 t시점의 i주식의 정상수익율과의 차이로 정의되는 t시점의 개별주식 i의 비정상수익율(혹은 잔차 eit)은 다음과 같이 계산된다.

$$\begin{aligned} Eit &= Rit - E(Rit) \\ &= Rit - [ai + bi R_{m,t}] \end{aligned}$$

위의 잔차계산식으로 표본인 각 個別株式別로 매 t시점에 대한 잔차를 구하고 이들을 사용하여 구해지는 평균잔차(Average residual)는 다음과 같다.

$$A_{rt} = \frac{\sum_{i=1}^N eit}{N} \quad N : \text{표본주식수}$$

이와같이 모든 개별주식의 잔차들을 횡단면으로(cross-sectionally) 평균함으로써 특정사건(예 영업일부양도)과 무관한 비체계적 요소는 제거되고 특정사건이 株價에 미친 체계적 효과만이 포착된다. 만약 영업일부양도 공시가 株價에 아무런 실질적 영향을 미치지 못한다면, 사건일 시점의 평균잔차(AR)의 기대치는 0이 될것이다.

또한 검증기간(TP)내의 두 시점 B와 E사이의 평균잔차를 누적한 누적평균잔차(CAR: Cumulative Average Residual)를 구할수 있으며, 이를 식으로 표시하면 다음과 같다.

$$CAR_{B,E} = \sum_{t=B}^E AR_t$$

만약 주식의 비정상적 성과가 존재하지 않는다면 누적평균잔차의 기대치는 0이 될것이다

이러한 평균잔차(AR)와 누적평균잔차(CAR)에 대한 통계적 유의성 검증(Statistical significance test)은 T-통계량을 사용한다. T-통계량은 모든 주식의 잔차수익의 분산은 각 시점에 있어 동일하며, 그 분포는 정규분포임을 가정한다. 각 시점별 평균잔차에 대한 T-통계량의 정의는 다음과 같다.

$$T [AR_t] = \frac{AR_t}{SD[AR]} \quad : \text{AR}_t \text{의 T-통계량}$$

$$SD[AR] = \sqrt{\text{Var}[AR]} \quad : \text{AR의 표준편차}$$

위식에서,

$$\text{Var}[AR] = \frac{\sum_{t=1}^{TP} [AR_t - M(AR)]^2}{TP-1} \quad : \text{TP내의 AR의 분산}$$

$$M(AR) = \frac{\sum_{t=1}^{TP} AR_t}{TP} \quad : \text{TP내의 AR의 평균}$$

단, TP=검증기간(test period)

## (2) 평균조정수익율모형(Mean Adjusted Return Method)의 적용

시장모형에서는 일별자료를 적용할 경우 비동시적 거래(nonsynchronous trading)에 따른 베타계수의 추정문제와 더불어 추정된 베타의 안정성(stationarity)문제 등이 제기되기 때문에, 여기서는 시장모형과 아울러 평균조정수익율모형 및 시장조정수익율모형을 동시에 사용하고자 한다(Klein, Rosenfeld, 1987). 평균조정수익율모형은 개별주식  $i$ 의 추정기간 동안의 평균수익율 $[M(R_i)]$ 을 개별주식의 정상(기대)수익율로 간주하고 이러한 정상수익율과 실제수익율( $R_{it}$ )과의 차이를 비정상적 초과수익율( $e_{it}$ )로 정의한 모형인데 이를 식으로 표시하면 다음과 같다.

$$e_{it} = R_{it} - M(R_i)$$

$M(R_i)$  : 추정기간동안의 개별주식  $i$ 의 평균수익율

평균잔차(AR), 누적평균잔차(CAR)의 계산방법과 T-통계량은 앞의 시장모형과 동일하다.

## (3) 시장조정수익율모형(Market Adjusted Return Method)의 적용

여기서 이 모형의 사용은 위에서 제시한 두 모형이 검증기간을 전후하여 거의 모든 주식의 장기급등과 장기급락이 연결되어 추정기간으로서의 효력이 적기 때문에 또한 시장조정수익율모형을 동시에 사용하고자 한다(이성효, 김형식, 1993). 시장조정수익율모형은 종합주가지수에 의한 지수수익율을 시장수익율( $R_{mt}$ )로 두고 이를 개별주식의 정상(기대)수익율로 간주하여 이 정상수익율과 실제수익율( $R_{it}$ )과의 차이를 비정상적 초과수익율( $e_{it}$ )로 정의한 모형인데 이를 식으로 표시하면 다음과 같다.

$$e_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$R_{mt}$  :  $i$ 기업의  $t$ 기간 시장수익율

평균잔차(AR), 누적평균잔차(CAR)의 계산방법과 T-통계량은 앞의 시장모형과 동일하다.

## IV. 실증분석 및 결과해석

### 4.1 [가설 1]의 검증 :

#### 營業一部讓渡의 讓渡企業에 대한 시장반응검증

[가설 1]은 한국증권시장에서 營業一部讓渡가 양도기업 株主의 富에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 검증이다. 그런데 株主의 富는 株主의 시장가치에 의해 표시되므로 이에 대한 검증은 營業一部양도의 공시시점을 전후하여 株價의 시장반응에 대한 검증과 동일하다.

<표1>, <표2> 및 <표3>은 각각 시장모형, 평균조정수익율모형 및 시장조정수익율모형을 적용한 전체표본(N=29)에 대한 검증기간의 평균잔차(AR)와 이에 대한 T-통계량 및 누적평균잔차(CAR)를 나타낸 것이다.

시장모형을 적용한 경우, <표1>에서 株價의 누적초과수익(CAR)은 공시일 -30일에서 영업일부양도공시일까지 계속 증가하여 6.56%를 나타냈으며, 공시 후에는 약간의 증감을 반복 하는 것으로 나타났다. 그리고 초과수익의 유의성검증에서는 -4일이 1% 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 본 연구의 이러한 관찰결과는 한국증권시장에서 營業一部讓渡가 양도기업 株主의 富, 즉 株式의 시장가치에 정(+ )의 영향을 미치는 것을 의미한다. 이것은 전술한 Jain 등 외국의 연구결과 와 일치한다.

한편 평균조정수익율모형을 적용한 경우에도 시장모형을 적용한 경우와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 즉 <표2>에서 보는 바와 같이 누적평균잔차(CAR)의 변화는 전술한 시장모형과 큰 차이가 없다. 다만, 평균조정수익율모형을 적용한 경우는 시장모형을 적용한 경우보다 평균잔차(AR)와 누적평균잔차(CAR)가 약간 더 적게 나타났다. 이것은 시장수익율을 고려하지 않은 평균

조정수익율모형이 시장모형에 비하여 초과수익율이 더 적게 반영되었다고 이해되며, 나아가 한국증권시장에서 영업일부양도 현상은 상승국면보다 하강국면에 많이 발생된다고 볼수 있다. 이것은 Klein과 Rosenfeld가 시장의 상승국면(bullish market)과 하강국면(bear market) 등 시장상태(market condition)가 사건연구의 잔차에 미치는 영향의 연구에서 상승국면에는 평균조정수익율모형이 시장모형보다 초과수익이 더 크게 계산된다는 (upwardly biased residuals during bullish market) 주장과는 반대된다.

그리고 시장조정수익율모형에서는 <표3>에서 보는 바와 같이 누적평균잔차(CAR)의 변화는 전술한 두가지 모형과 큰 차이가 없다. 다만, 시장조정수익율모형을 적용한 경우는 위의 두 모형을 적용한 경우보다 평균잔차(AR)와 누적평균잔차(CAR)가 약간 더 적게 나타났다. 이것은 위의 두 모형에 비하여 초과수익율이 더 적게 반영되었다고 이해되며, 나아가 한국증권시장에서는 검증기간을 전후하여 거의 모든 주식의 장기급등과 장기급락이 연결되는 추정기간의 효력때문에 발생된다고 볼 수 있다.

이상의 [가설1]의 검증과정을 통해 營業一部讓渡가 株主 富에 어떠한 영향도 미치지 않는다는 귀무가설은 기각되고, 營業一部讓渡는 株主의 富에 정(+ )의 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 전체표본의 검증결과를 볼때 시장모형, 평균조정수익율모형 및 시장조정수익율모형 상호간에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 양도기업을 대상으로 한, 부분표본(subsample)에 대한 검증([가설2]와 [가설3])에 대해서는 시장조정수익율모형만을 적용하기로 한다.

#### 4.2 [가설2]의 검증 :

**營業一部讓渡에 있어 후속 재무구조변동의 시장반응의 검증**  
 營業一部讓渡는 企業의 재무구조개선을 목적으로 일어날수 있다. 따라서 [가설2]는 영업일부양도이후 재무구조가 개선된 企業과 악화된 企業에 있어 營業一部讓渡 公示에 대한 양도기업의 시장반응에 차이가 있는지를 검증한다.

재무구조는 부채비율(D/E=부채총액/자본총액)로 대응하며, 영업일부양도

공시년도의 직전 회계년도말의 부채비율과 직후 회계년도말의 부채비율을 비교하여 재무구조개선(부채비율감소)집단과 재무구조악화(부채비율증가)집단으로 구분하였다. 이에 따라 영업일부양도를 공시한 표본기업중에서 재무구조 개선집단은 15개, 재무구조 악화집단은 14개로 나타났다. 이 표본의 구분에서 영업일부양도후 재무구조가 개선된 기업과 악화된 기업이 거의 비슷함을 알수 있다. <표4>와 <표5>는 두 집단의 사이의 반응을 나타낸 것이다. 여기서 재무구조 악화집단이 개선집단에 비하여 공시시점을 전후로 하여 누적초과수익율이 더 큰 정(+)의 시장반응을 나타냈다. 이것은 기업의 營業一部讓渡가 재무구조를 개선시킨다는 투자자의 기대를 반영한 것으로 볼수 있으며, 또한 재무구조 악화집단의 누적초과수익율이 개선집단의 누적초과수익율보다 크게 반응하여 나타난 것은 투자자들에게 영업일부양도때문에 재무구조가 개선되어(실제로 악화된) 기업가치가 상승할 것이라는 기대가 시장에서 과대평가되어졌다고 볼수 있다.

이상의 결과를 종합해 볼때 후속 재무구조 개선집단과 악화집단간의 營業一部讓渡에 있어 시장반응에 유의적인 차이가 있다고 볼수 있다.

#### 4.3 [가설3]의 검증 :

##### 營業一部讓渡에 있어 후속 EPS변동의 시장반응 검증

이는 營業一部讓渡후 후속 주당순이익(Subsequent EPS)이 증가된 企業과 감소된 기업과의 사이에 영업일부양도 공시의 시장반응에 차이가 있는지에 대한 검증이다. 표본의 구분기준은 [가설2]와 같이 영업일부양도 공시년도의 직전과 직후 회계년도의 EPS를 비교하여 후속 EPS증가집단 18개와 후속 EPS 감소집단 11개로 구분하였다. <표6>과 <표7>은 EPS 증가집단과 감소집단에 대한 각 집단별 누적평균잔차를 계산한 것으로 시장반응을 나타낸 것이다. 여기서 후속 EPS증가집단이 후속 EPS감소집단에 비하여 더 큰 정(+)의 시장반응을 나타냈다. 이것은 기업의 營業一部讓渡가 비수익성 부분을 제거한다는 투자자의 기대를 반영한 것으로 그 기대가 큰 것이 더 많은 초과수익을 나타낸 것으로 해석된다.

따라서 본 가설의 검증에서는 영업일부매각에 있어 후속 EPS증가집단과 감소집단사이의 시장반응에 유의적인 차이가 있으며, 후속 EPS 증가집단이 더 큰 초과수익을 얻는 것으로 나타났다.

## V. 결론 및 한계

지금까지 企業脫退(Divestiture)중 자산처분의 한가지 형태인 영업일부양도가 株主의 富에 미치는 영향에 대한 이론적 배경과 외국의 실증연구 등을 고찰하고 한국증권시장에서 실증을 하였다. 여기서는 앞서 행한 기업탈퇴의 결과가 함축하고 있는 의미를 요약하고 본 연구가 앎고 있는 한계를 지적함과 동시에 앞으로 연구되어야할 문제를 제시하고자 한다. 주주의 富는 株式의 시장가치로 대표되는바, 기업탈퇴중 영업일부양도가 株主 富에 미치는 영향은 결국 표본기업의 영업일부양도 공시시점을 전후하여 시장반응을 관찰하는 것이다. 그래서 본 연구에서는 영업일부양도의 공시시점을 전후한 기간을 검증기간으로 두고 시장모형, 평균조정수익율모형 및 시장조정수익율모형을 사용한 잔차분석에 의한 사건연구를 하였다.

이에 대한 분석결과로서 첫째 한국증권시장에서 營業一部讓渡는 양도기업 株主의 富에 정(+)의 영향을 미친다. 즉 營業一部讓渡의 공시시점에 비정상적인 정(+)의 초과수익이 나타났다. 둘째 영업일부양도후 재무구조가 개선된 企業과 악화된 企業간에는 영업일부양도 공시에 대한 시장반응에 유의적인 차이가 존재하며, 세째 영업일부양도후 후속 EPS가 증가된 企業과 악화된 企業간에는 영업일부양도 공시에 대한 시장반응에서도 또한 유의적인 차이가 존재하였다.

이상의 연구결과가 함축하는 의미를 종합적으로 요약해 볼때, 한국증권시장에서 營業一部讓渡는 양도기업에 있어 정(+)의 시장반응을 나타내며, 그리고 영업일부양도 후 후속 재무구조 개선집단과 악화집단간의 시장반응에 있



어 악화집단이 오히려 더 큰 정(+)의 시장반응을 보이며 유의적인 큰 차이가 존재했으며, 또한 후속 EPS 증가집단과 EPS 감소집단에 있어서 후속 EPS 증가기업이 더 큰 정(+)의 시장반응을 보이며 유의적인 차이가 존재했다. 이러한 사실로 미루어 볼때 營業一部讓渡는 투자자들에 의해 재무구조개선 및 비수익성 영업일부의 양도를 통한 企業收益性의 증대라는 관점에서 크게 받아들여 지고 있다는 것을 암시해 준다.

본 연구에서는 이상과 같은 실증분석결과를 얻었지만 이것을 한국증권시장에서 일반화하기에는 問題點이 많다. 그것은 기업탈퇴(Divestiture)중 營業一部讓渡의 표본수가 적다는 것이며, 이것은 한국기업의 역사가 일천하고 또한 그동안 이형적 성장위주의 경영으로 한국증권시장의 상장기업중 營業一部讓渡를 행한 사건자체가 절대적으로 적기 때문이기도 하다. 그러나 기업탈퇴중 영업일부양도외에 고정자산처분 및 출자지분처분 등의 현상들을 표본에 포함하거나 추후 영업일부양도의 사건이 많아져 그 표본이 충분히 증가된다면 연구결론이 다르게 나올수 있다.

또한 본 연구의 시장자료로 日別收益率을 사용하였는데 한국증권시장의 경우, 특정 개별종목에 대해 거래형성이 이루어지지 않는 날이 많아, 이와같은 드문거래로 인한 편의(infrequent trading bias)가 나타날 수도 있다. 마지막으로, 본 연구에서는 企業들이 營業一部讓渡를 실시하는 이유에 대한 구체적인 資料를 수집할수 없어 營業一部讓渡의 동기분석을 하지 못하였다. 앞으로의 연구는 이와같은 企業脫退(Divestiture)의 구체적인 동기분석과 그에 따른 시장반응의 차이가 존재하는지의 여부와 양도기업의 기업탈퇴에 대한 정(+)의 초과수익을 원천이 어디에 있는지에 대한 여러 가설들이 검증되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김원기, 재무관리, 삼영사, 1992.
- 김태혁, 엄철준 편집, '92 신평(주)의 주식수익을 및 주식관련자료의 사용에 관한 메뉴얼, 1992. 4. 20.
- 이성호 · 김형식, "신용등급변화의 정보효과에 관한 실증적 연구," 월간제일 경제연구, (1993년 9월), p. 48.
- Alexander, G.J., P.G. Bensen and J.M. Kampmeyer, "Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate sell-offs," *Journal of Finance* (1984), 503-517.
- Boudreaux, K. J., "Divestiture and share price," *Journal of Financial & Quantitative Analysis* (1975), 619-626.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim, "The rationale behind interfirm tenderoff," *Journal of Financial Economics* (1983), 183-206.
- Brown, S.J., and J.B. Warner, "Using daily stock return: The case of event studies," *Journal of financial Economics* (1985), 3-31.
- Hite, G.L., and J.E. Owers, "Security price reactions around corporate spin-off announcements," *Journal of financial Economics* (1983), 411.
- Hite, G.L., J.E. Owers and R.C. Rogers, "The market for interfirm asset sales: partial selloff and total liquidation," *Journal of Financial Economics* (1987), 229-252.
- Jain, P.C., "The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth," *Journal of Finance*, 1985. pp.209-224.
- Klein, A., "The timing and substance of divestiture announcements: Individual, simultaneous and cumulative effects," *Journal of Finance* (1986), 685-696.
- Klein, A., and J. Rosenfeld, "The influence of market conditions on eventstudy residuals," *Journal of financial & Quantitative*

- Analysis* (1987), 345-351.
- Linn, S.C., and M.S. Rozeff,** "The corporate sell-off," *Midland Corporate Financial Journal* (1984), 17-26.
- Linn, S.C., and M.S. Rozeff,** "The effect of voluntary divestiture on stock prices: sales of subsidiaries," Working Paper Series No. 84-22 (Univ. of Iowa, June 1984), 6.
- Lintner, J.,** "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets," *Review of Economics and Statistics* (1965).
- Morse, D.,** "An Econometric approach to choice of using daily versus monthly return in testing for information effects on return," *Journal of Accounting Research* (1980), 605-623.
- Rosenfeld, J.D.,** "Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth," *Journal of Finance* (1984), 1437-1448.
- Sharpe, W.F.,** "A simplified model for portfolio analysis," *Management Science* (1963), 277-293.
- Sicherman, N.W., and R.M. Pettway,** "Acquisition of divested assets and shareholders wealth," *Journal of Finance* (1987), 1261-1273.
- Weston, F.J.,** "Divestiture: Mistakes or Learning," *Journal of Applied Corporate Finance* (1989), 68-76.
- Zaima, J.K., and D. Hearth,** "The wealth effects of voluntary sell-offs: Implication for divesting and acquiring firm," *The Journal of Financial Research* (1985), 227-236.

## 부 록

〈표 1〉 〈가설 1〉의 결과  
1) 시장모형에 의한 초과수익률 및 누적초과수익률

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	.0005	.1005	.0005	1	-.0087	-2.0794**	.0569
-29	.0030	1.0076	.0035	2	-.0028	-.8245	.0541
-28	.0028	.6772	.0063	3	-.0005	-.1615	.0536
-27	.0049	1.2886	.0112	4	-.0029	-1.3761*	.0507
-26	.0002	.0558	.0114	5	.0023	.8661	.0530
-25	.0006	.1692	.0120	6	-.0012	-.4358	.0518
-24	.0045	1.4154*	.0165	7	.0054	1.1289	.0572
-23	.0062	1.7162**	.0227	8	-.0047	-1.6455*	.0525
-22	-.0011	-.4260	.0216	9	.0010	.2550	.0535
-21	.0022	.6081	.0238	10	-.0081	-2.4591**	.0454
-20	.0008	.1649	.0247	11	.0007	.2080	.0461
-19	.0013	.3152	.0259	12	-.0066	-2.1039**	.0395
-18	-.0051	-1.6244*	.0208	13	-.0022	-.7195	.0374
-17	-.0000	-.0093	.0208	14	-.0008	-.2372	.0365
-16	.0092	2.2017**	.0300	15	-.0051	-1.7592**	.0314
-15	.0011	.2660	.0311	16	-.0005	-.1519	.0310
-14	.0016	.5481	.0326	17	-.0013	-.4040	.0297
-13	-.0020	-.5811	.0307	18	-.0029	-.9207	.0268
-12	-.0003	-.1203	.0303	19	.0017	.9299	.0285
-11	.0041	1.1710	.0345	20	-.0044	-1.6910*	.0241
-10	.0005	.2873	.0350	21	-.0044	-1.2833	.0197
-9	-.0005	-.2249	.0345	22	.0027	1.0961	.0224
-8	.0002	.0710	.0347	23	.0776	.9827	.1000
-7	.0034	1.0248	.0381	24	.0013	.3109	.1013
-6	.0014	.5693	.0395	25	.0049	1.2506	.1062
-5	.0010	.3275	.0405	26	.0067	1.5481*	.1129
-4	.0077	2.6431***	.0482	27	.0048	1.2016	.1178
-3	.0044	1.2399	.0527	28	.0032	1.0688	.1210
-2	.0081	1.7585**	.0608	29	.0033	1.1376	.1243
-1	.0040	.9057	.0648	30	-.0027	-1.0577	.1216
0	.0008	.2286	.0656				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.

**<표 2> <가설 1>의 결과**

2) 평균조정수익율에 의한 초과수익율 및 누적초과수익율

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	-.0016	-.3449	-.0016	1	-.0094	-2.2240**	.0495
-29	-.0027	-.7562	-.0044	2	-.0020	-.6012	.0475
-28	.0008	.1508	-.0036	3	-.0007	-.1803	.0468
-27	.0075	1.8754**	.0039	4	-.0029	-1.2716	.0440
-26	.0007	.1380	.0046	5	.0030	.7552	.0470
-25	-.0016	-.3765	.0030	6	-.0034	-.9596	.0476
-24	.0038	.8666	.0069	7	.0034	.7267	.0470
-23	.0069	1.7468**	.0137	8	-.0071	-2.3697**	.0399
-22	-.0003	-.0922	.0134	9	.0003	.0581	.0402
-21	.0035	.9076	.0169	10	-.0074	-1.9747**	.0328
-20	-.0019	-.6522	.0149	11	-.0013	-.3737	.0315
-19	.0022	.5359	.0172	12	-.0054	-1.6305*	.0260
-18	-.0051	-1.4094*	.0121	13	.0027	.7429	.0288
-17	-.0001	-.0392	.0120	14	.0003	.0775	.0291
-16	.0104	2.1229**	.0224	15	-.0065	-2.2713**	.0226
-15	.0042	1.0270	.0266	16	.0019	.5528	.0245
-14	.0006	.1517	.0272	17	-.0031	-.8248	.0213
-13	-.0013	-.3502	.0259	18	-.0038	-.8676	.0175
-12	-.0016	-.5530	.0243	19	.0028	1.3110	.0203
-11	.0019	.4971	.0262	20	-.0052	-1.6890*	.0151
-10	-.0008	-.2827	.0255	21	-.0008	-.1995	.0144
-9	-.0001	-.0651	.0253	22	.0033	1.0019	.0177
-8	.0029	.7129	.0282	23	.0767	.9785	.0944
-7	.0030	.8809	.0312	24	.0047	.9499	.0991
-6	-.0000	-.0064	.0311	25	.0059	1.1579	.1050
-5	.0033	.7972	.0345	26	.0012	.2376	.1062
-4	.0090	2.6761***	.0435	27	.0063	1.3435*	.1125
-3	.0039	.9296	.0474	28	.0012	.3528	.1138
-2	.0067	1.3247*	.0542	29	.0014	.3676	.1151
-1	.0034	.7733	.0576	30	-.0053	1.6502*	.1098
0	.0013	.2962	.0589				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.

〈표 3〉 〈가설 1〉의 결과  
3) 시장조정수익율에 의한 초과수익율 및 누적초과수익율

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	.0007	.1452	.0007	1	-.0082	-2.0477**	.0340
-29	.0006	.2024	.0013	2	-.0011	-.3288	.0329
-28	.0026	.6000	.0039	3	-.0010	-.3147	.0320
-27	.0057	1.7046**	.0096	4	-.0039	-1.8928**	.0280
-26	.0000	.0095	.0097	5	.0027	.9195	.0307
-25	-.0008	-.2478	.0088	6	-.0019	-.6668	.0288
-24	.0018	.5000	.0107	7	.0060	1.0041	.0347
-23	.0046	1.2138	.0153	8	-.0048	-1.5362*	.0300
-22	-.0012	-.4390	.0141	9	.0021	.5099	.0320
-21	.0032	.9105	.0173	10	-.0091	-2.8278***	.0229
-20	-.0017	-.4510	.0156	11	-.0009	-.2703	.0220
-19	.0023	.5370	.0179	12	-.0078	-2.3367**	.0142
-18	-.0057	-1.8180**	.0122	13	-.0010	-.2762	.0132
-17	-.0015	-.4122	.0107	14	-.0016	-.3814	.0116
-16	.0096	2.1993**	.0203	15	-.0062	-1.6998*	.0055
-15	.0000	.0034	.0203	16	-.0006	-.1716	.0049
-14	.0006	.1827	.0209	17	-.0023	-.7288	.0026
-13	-.0025	-.7777	.0185	18	-.0018	-.5086	.0008
-12	-.0006	-.2063	.0179	19	.0008	.4047	.0016
-11	.0027	.7129	.0206	20	-.0034	-1.1056	-.0018
-10	-.0011	-.5159	.0195	21	-.0037	-1.0809	-.0055
-9	-.0013	-.5575	.0182	22	.0025	.8621	-.0031
-8	.0019	.6261	.0201	23	.0768	.9711	.0738
-7	.0019	.5212	.0220	24	.0028	.6221	.0766
-6	-.0006	-.2270	.0213	25	.0032	.6779	.0798
-5	.0007	.1911	.0220	26	.0056	1.2218	.0854
-4	.0066	2.1575**	.0286	27	.0052	1.2580	.0906
-3	.0057	1.3779*	.0343	28	.0002	-.0613	.0904
-2	.0061	1.2185	.0404	29	.0005	.1556	.0909
-1	.0034	.7296	.0439	30	-.0044	-1.6705*	.0864
0	-.0017	-.4612	.0422				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.

**<표 4> <가설 2>의 결과**

1) 부채비율이 감소한 15개 표본의 시장조정수익율에  
의한 초과수익을 및 누적초과수익을

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	-.0006	-.1023	-.0006	1	-.0082	2.0065**	.0063
-29	-.0026	-.6207	-.0032	2	-.0002	-.0582	.0060
-28	.0072	1.0030	.0041	3	-.0025	-.6207	.0036
-27	.0082	1.7605*	.0123	4	-.0056	-2.1355**	-.0020
-26	-.0033	-.4849	.0090	5	.0020	.5179	-.0000
-25	-.0008	-.1318	.0082	6	.0001	.0485	.0001
-24	.0033	.6426	.0115	7	.0103	.9299	.0105
-23	.0034	.8856	.0149	8	-.0022	-.4421	.0082
-22	.0004	.1295	.0153	9	-.0034	-.6207	.0048
-21	.0031	.8401	.0184	10	-.0107	-2.5470**	-.0059
-20	-.0084	-3.3188***	.0100	11	-.0032	-.8409	-.0091
-19	.0019	.4277	.0119	12	-.0090	-1.6898*	-.0181
-18	-.0076	-1.7858**	.0043	13	-.0049	-1.0044	-.0230
-17	-.0014	-.3077	.0029	14	-.0065	-1.0114	-.0295
-16	.0014	.2935	.0043	15	-.0111	-2.3635**	-.0405
-15	-.0007	-.2368	.0036	16	-.0086	-1.7461*	-.0492
-14	.0000	.0134	.0036	17	-.0023	-.5856	-.0515
-13	-.0023	-.8664	.0014	18	-.0013	-.3389	-.0528
-12	-.0027	-.7225	-.0014	19	.0005	.1736	-.0522
-11	.0041	.9239	.0027	20	-.0062	-1.2914	-.0585
-10	-.0054	-2.0803**	-.0028	21	-.0029	-.6524	-.0614
-9	-.0041	-1.0551	-.0069	22	.0022	.6714	-.0592
-8	.0058	1.1861	-.0011	23	.1489	.9729	.0897
-7	-.0012	.2804	.0001	24	.0071	.8750	.0968
-6	-.0048	-1.2692	-.0047	25	.0024	.2995	.0993
-5	-.0027	-.8804	-.0074	26	.0082	1.3838*	.1075
-4	.0059	1.6613*	-.0015	27	.0104	1.5697*	.1178
-3	.0056	1.1900	.0041	28	-.0066	-1.9285**	.1112
-2	.0064	.8202	.0105	29	.0005	.1246	.1117
-1	.0048	.6084	.0153	30	-.0052	-1.4201*	.1065
0	-.0009	-.1481	.0144				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.

〈표 5〉 〈가설 2〉의 결과  
2) 부채비율이 증가한 14개 표본의 시장조정수익률에  
의한 초과수익률 및 누적초과수익률

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	.0021	.2516	.0021	1	-.0082	-1.1331	.0637
-29	.0040	.9406	.0061	2	-.0019	-.3605	.0617
-28	-.0024	-.5448	.0038	3	.0006	.1266	.0624
-27	.0030	.6197	.0068	4	-.0022	-.6610	.0602
-26	.0036	.6472	.0103	5	.0035	.7482	.0636
-25	-.0009	-.2667	.0094	6	-.0042	-.8115	.0595
-24	.0003	.0537	.0097	7	.0013	.3744	.0608
-23	.0059	.8615	.0157	8	-.0075	-2.1063**	.0533
-22	-.0030	-.6141	.0127	9	.0079	1.3806*	.0612
-21	.0034	.5347	.0161	10	-.0074	-1.4644*	.0538
-20	.0055	.7767	.0216	11	.0015	.2665	.0553
-19	.0027	.3544	.0243	12	-.0065	-1.5969*	.0488
-18	-.0036	-.7722	.0207	13	.0032	.6161	.0520
-17	-.0016	-.2716	.0191	14	.0037	.7309	.0557
-16	.0184	2.6987***	.0375	15	-.0009	-.1656	.0548
-15	.0008	.1054	.0383	16	.0081	2.8837***	.0629
-14	.0011	.2072	.0394	17	-.0023	-.4448	.0606
-13	-.0027	-.4398	.0368	18	-.0023	-.3747	.0583
-12	.0018	.4363	.0385	19	.0011	.4294	.0593
-11	.0013	.1975	.0398	20	-.0004	-.1159	.0589
-10	.0036	1.1983	.0434	21	-.0046	-.8411	.0543
-9	.0017	.7057	.0451	22	.0027	.5584	.0571
-8	-.0023	-.6904	.0428	23	-.0004	-.0935	.0567
-7	.0025	.4315	.0454	24	-.0017	-.4671	.0549
-6	.0038	.9764	.0492	25	.0040	.8526	.0589
-5	.0043	.6578	.0535	26	.0028	.3862	.0617
-4	.0074	1.4149*	.0609	27	-.0003	-.0574	.0614
-3	.0058	.8130	.0667	28	.0067	1.4404*	.0681
-2	.0058	.8964	.0725	29	.0004	.0932	.0686
-1	.0020	.3812	.0744	30	-.0036	-.9081	.0650
0	-.0026	-.5661	.0719				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.



〈표 6〉 〈가설 3〉의 결과

1) EPS가 증가한 18개 표본의 시장조정수익율에 의한 초과수익율 및 누적초과수익율

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	-.0064	-.5640*	-.0064	1	-.0102	-1.8672**	.0371
-29	.0006	.1753	-.0058	2	-.0031	-.7414	.0340
-28	.0042	.8362	-.0016	3	-.0000	-.0215	.0339
-27	.0061	1.3287	.0045	4	-.0029	-1.3021	.0310
-26	.0001	.0174	.0046	5	.0046	1.0770	.0356
-25	.0048	1.2577	.0094	6	-.0042	-1.3625*	.0313
-24	.0053	1.0737	.0148	7	.0091	.9714	.0405
-23	.0018	.4111	.0165	8	-.0042	-.8970	.0363
-22	-.0033	-1.4418*	.0133	9	.0029	.4995	.0392
-21	.0004	.1183	.0136	10	-.0130	-3.7399***	.0262
-20	-.0012	-.2019	.0125	11	-.0025	-.8498	.0237
-19	.0061	1.0931	.0186	12	-.0051	-1.1940	.0186
-18	-.0031	-.7290	.0155	13	-.0051	-1.3893*	.0135
-17	-.0039	-.8370	.0116	14	-.0015	-.4660	.0120
-16	.0101	2.3664**	.0217	15	-.0082	-2.1429*	.0038
-15	.0006	.2160	.0224	16	.0012	.3567	.0051
-14	-.0011	-.2617	.0213	17	.0009	.2077	.0059
-13	.0030	1.2520	.0243	18	-.0048	-1.4241*	.0012
-12	.0003	.0934	.0246	19	.0032	1.6497*	.0043
-11	.0055	1.0882	.0301	20	-.0037	-1.1884	.0007
-10	-.0000	-.0323	.0300	21	-.0039	-1.0110	-.0033
-9	-.0000	-.0241	.0299	22	.0040	1.1876	.0007
-8	.0017	.4859	.0316	23	.1261	.9903	.1268
-7	.0019	.4682	.0335	24	-.0000	-.0091	.1268
-6	-.0016	-.6311	.0318	25	.0072	1.4278*	.1339
-5	.0010	.2587	.0328	26	.0084	1.3014	.1423
-4	.0035	1.6270*	.0363	27	.0024	.4207	.1447
-3	.0021	.5650	.0384	28	-.0008	-.2747	.1440
-2	.0076	1.2510	.0461	29	.0017	.5741	.1457
-1	.0059	.9207	.0520	30	-.0045	-1.5226*	.1412
0	-.0047	-.9263	.0473				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.

〈표 7〉 〈가설 3〉의 결과

2) EPS가 감소한 11개 표본의 시장조정수익율에  
의한 초과수익율 및 누적초과수익율

DATE	AR	t-value(AR)	CAR	DATE	AR	t-value(AR)	CAR
-30	.0124	1.1715	.0124	1	-.0048	-.8469	.0289
-29	.0006	.1022	.0129	2	.0023	.4772	.0312
-28	.0000	.0022	.0129	3	-.0024	-.5064	.0288
-27	.0050	1.0381	.0179	4	-.0056	-1.3384	.0232
-26	-.0000	-.0079	.0179	5	-.0004	-.1357	.0228
-25	-.0101	-1.8510**	.0078	6	.0018	.3167	.0246
-24	-.0039	-.7800	.0039	7	.0008	.2440	.0254
-23	.0093	1.2810	.0132	8	-.0057	-1.7632	.0196
-22	.0021	.3301	.0153	9	.0007	.1365	.0204
-21	.0079	1.0156	.0233	10	-.0029	-.4684	.0175
-20	-.0026	-.6880	.0206	11	.0018	.2330	.0193
-19	-.0040	-.6411	.0166	12	-.0122	-2.2936**	.0070
-18	-.0098	-2.3425**	.0068	13	.0057	.8164	.0128
-17	.0025	.4328	.0092	14	-.0017	-.1751	.0110
-16	.0088	.9285	.0181	15	-.0028	-.3836	.0082
-15	-.0010	-.1037	.0170	16	-.0035	-.5222	.0047
-14	.0033	.6173	.0203	17	-.0075	-1.8069*	-.0028
-13	-.0114	-1.6916*	.0089	18	.0031	.4043	.0003
-12	-.0020	-.3675	.0069	19	-.0031	-.7965	-.0028
-11	-.0018	-.3175	.0051	20	-.0031	-.4592	-.0059
-10	-.0027	-.9147	.0024	21	-.0034	-.5025	-.0093
-9	-.0034	-.9755	-.0010	22	.0000	.0068	-.0092
-8	.0023	.3848	.0013	23	-.0038	-.6364	-.0131
-7	.0018	.2591	.0031	24	.0076	1.1225	-.0055
-6	.0010	.1617	.0041	25	-.0033	-.3560	-.0088
-5	.0001	.0182	.0043	26	.0009	.3616	-.0079
-4	.0118	1.6217*	.0160	27	.0099	1.6789*	.0020
-3	.0115	1.2789	.0276	28	.0008	.1114	.0028
-2	.0036	.3987	.0312	29	-.0016	-.2582	.0012
-1	-.0007	-.1020	.0305	30	-.0043	-.8174	-.0031
0	.0032	.6572	.0337				

\*\*\* 1%에서 유의적임. \*\* 5%에서 유의적임. \* 10%에서 유의적임.