

해고와 주주의 부와의 관계 연구

- A study on the relationship between layoff and
shareholders' wealth -

이 재 범*

Lee Jae Beom

Abstract

This study is to examine the effect of layoff on shareholders' wealth. Firms make layoff decisions by reason of cost cutting, lower performance, demand decline, restructuring. Therefore, I think that stock market responds to layoff positively, since the firm's labor productivity and profitability is improved after execution of layoff,

I find that layoff variables effect on abnormal return positively in regression analysis. This means that layoff sends positive signal to the stock market for the firm's future performance. Therefore, layoff has a good effect on shareholders' wealth.

1. 서론

해고가 미국을 비롯한 선진국에서는 경영개선을 위한 목적으로 일반적으로 이용되어 왔으나, 성장기에 놓여 있던 우리나라에서는 기업이 부도가 나는 경우를 제외하고는 거의 없었던 일이다. 그러나 우리나라가 1997년 IMF시대라는 초유의 사태를 맞이하여 우리나라에서도 정리해고제도가 도입되고, 해고가 중요한 사회문제로 대두되게 되면서 언론의 상당한 관심을 받아 왔다.

해고란 조직의 급여명부에서 상당한 숫자의 종업원을 영원히 제거하는 것으로 말할 수 있을 것이다. 기업들이 해고를 실시하는 데에는 일반적으로 다음과 같은 이유가 있다. 첫째, 해고는 기업의 제품수요가 감소함으로써 노동수요가 감소하기 때문에 일어날 수 있다. 둘째, 기업이 새로운 자본과 기술에 의해 노동수요를 감소시키는 방법으로 생산공정을 바꿀 때 해고를 실시한다. 셋째, 해고는 비용을 절감하고 전략적으로 자산을 전환하기 위한 수단이 될 수 있다.

*서일대학 공업경영과 강사

미국의 기업들은 비용절감, 수요의 감소, 낮은 기업실적, 구조조정 때문에 해고를 실시해 왔지만, 우리 나라의 경우 IMF사태 이후 자본시장의 개방과 더불어 외국인 투자자와 IMF의 권고로 인하여 대부분의 기업이 구조조정을 목적으로 해고를 실시하였다.

해고의 원인과 효과에 대한 연구가 진행되어 왔지만, 연구결과는 해고가 기업에 미치는 영향에 대하여 긍정적인 것과 부정적인 것으로 나누어져 있다. 기업을 계약관계로 보는 연구는 해고가 내부 또는 외부의 환경변화에 대해 대응하기 위하여 계약을 해지하는 것이기 때문에 해고는 기업생존과 실적에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 반면에 몇몇 경제학자나 조직관리 전문가들은 해고란 명시적 계약의 위반이기 때문에 결과적으로 장래에 계약비용을 증가시키고, 기업의 장기실적 뿐만 아니라 종업원의 사기를 저하시킨다고 주장하고 있다.

단기적으로는 해고 근로자가 자신들에게 상처를 입힌 기업을 신뢰하지 않게 되며, 생존 근로자들 또한 정서적 몰입이 낮아져 기업에 유리한 행동을 하지 않는다고 할 수 있을 것이다. 그러나 장기적으로 보면 기업은 구조조정 등을 통하여 비용을 절감하여 이익을 창출할 수 있으며, 또한 튼튼한 재무구조를 가지고 경기의 호전으로 새로운 수요를 창출하여 종업원을 신규로 채용함으로써 해고 이전의 부정적인 요소를 해소할 수 있을 것이다. 그리하여 기업의 가치는 상승하게 되며 주주의 부에 긍정적일 수 있을 것이다.

따라서 본 연구는 해고가 주식시장에 긍정적인 신호로 작용하고, 주가를 상승케 하여 기업의 가치를 증가시킴으로써 주주의 부(wealth)에 긍정적인 영향을 미치는가를 실증적으로 알아보고자 하는 것이다

2. 이론적 배경

Brickly-Van Drunen[4]은 매우 다양하게 기업의 내부구조조정에 대하여 연구하였으며, 구조조정에 대한 주식시장의 반응과 구조조정 이후의 회계적 실적에 대한 증거를 제공하였다. 그들은 기업이 시장의 압력에 대응하여 구조조정을 하며 구조조정 계획을 공표함으로써 주가에 약간의 긍정적 효과를 미친다는 것을 알았다. 그러나 구조조정 후 3년간 이익이 개선된 증거는 발견하지 못하였다.

John-Lang-Netter[8]는 다른 접근방법을 택했다. 기업이 어떤 특정사건에 대응하는가를 연구하는 대신에 1980-1987 사이에 적어도 3년간 이익을 내다가 어느 한해에 적자를 경험한 대기업의 표본에서 공통점을 조사하였다. 그들은 표본기업들에 대한 관심이 증가하고, 적자기간동안 전체 고용, 레버리지, 연구개발비가 감소한다는 사실을 발견하였다.

Worrell-Sharma[11]는 1979-1987 기간동안 194개의 해고기업의 표본을 선정하여 연구한 결과 주가가 매우 부정적인 반응을 나타낸다는 것을 발견하였다. 그들은 해고가 종업원의 사기를 떨어뜨려 조직의 효율성을 저하시킨다는 견해를 지지하는 것이다.

Cameron[5]은 구조조정으로 인해 집권화, 위기 분위기, 혁신의 상실, 변화에 대한 저항, 노동윤리의 감소, 팀작업의 결여, 신뢰의 상실, 갈등의 증가, 리더십의 결여와 같은 부정적인 효과가 발생한다고 주장하였다.

Lee[9]는 미국과 일본의 해고공표에 대한 시장반응을 비교하여 두 나라 모두 주가에 부정적 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 그는 해고공표에 대한 시장의 부정적 반응은 재무적 곤란의 징후와 장기적인 실적감소 때문이라고 하였으나 이러한 추정에 대한 실증적 증거는 제시하지 못했다.

Palmon-Sun-Tang[10]은 1982-1990 기간동안의 140개 해고공표 기업을 표본으로 조사한 결과, 수요가 감소하기 때문에 해고에 대해 시장이 부정적 반응을 보이지만 능률개선에 의해 시장의 긍정적 반응을 유발할 수 있다고 주장하였다. 그들은 투자자가 해고이유를 미래실적에 대한 신뢰할만한 신호로 받아들인다는 것을 발견하였다.

Hallock[7]은 해고를 공표한 기업을 지휘하는 CEO들에 대한 보상이 해고결정 이후에 증가하는가를 연구하였다. 그는 1989-1995 기간동안 550개의 기업을 표본으로 선정하여 연구한 결과 해고공표에 대한 시장반응이 매우 부정적이며, 해고가 CEO의 급여에 거의 영향을 미치지 않는다는 것을 발견하였다.

김학수-박미라[3]는 해고를 시행한 조직에서 생존한 종업원들의 자발적인 행동에 초점을 두고 그들의 반응을 연구하였다. 종업원의 자발적인 행동개념으로 조직시민행동을 도입하였는데, 이것은 조직에 이롭거나 동료에게 도움이 되는 행동이지만 조직이 반드시 공식적으로 보상을 하지 않아도 되므로 기업이 어려울 때 특히 필요한 행동이다. 연구 결과 조직이 해고를 실시하여 불안과 공포 분위기를 조성하면 조직의 기대와는 달리 생존자들의 정서적 몰입이 낮아져 조직에 유리한 행동을 하지 않는 것으로 나타났다.

Chen-Mehrotra-Sivakumar-Yu[6]에 따르면 해고결정은 기업의 회계이익과 주가수익이 현저하게 부진한 시기 이후에 이루어진다는 것이다. 해고결정 이전의 시기에 해고기업의 주가수익률이 8% 하락한 반면에 시장평균주가수익률은 9% 상승한 사실을 발견하였다. 또한 영업이익은 해고공표 이전에는 3년간 매년 감소해 왔다는 사실도 발견하였다. 그들은 해고의 결정이 기업의 주가와 영업이익 양쪽의 감소를 막기 위한 것이라는 것을 발견하였다. 해고결정 다음해의 평균주가수익은 시장평균주가수익과 다르지 않았다.

영업이익은 해고 이후에 개선된 것으로 나타났다. 이것은 기업실적의 원천으로서 종업원의 생산성과 이익이 개선된 것이다. 그러나 이러한 결과가 해고근로자가 궁극적으로는 자신들에게 상처를 입힌 기업을 신뢰하고 있다는 것은 아니다. 그들은 해고공표가 매우 부정적인 주식시장의 반응과 관련이 있다는 것을 발견하였다. 해고공표와 관련한 2일간의 평균 비정상수익률이 -1.2%였다. 이는 해고근로자에 의한 수요의 감소를 반영하는 것으로 해고공표가 주주의 부에는 부정적 영향을 미친다는 것이다.

3. 표본기업의 특징

해고기업은 상장회사협회에서 발행한 상장회사총람에서 1998년도에 해고를 5%이상 실시한 제조업종을 대상으로 하였다. 해고기업 중 1996-2000년 사이에 기업의 합병으로 인하여 자산, 매출액, 종업원, 이익 등에 급격한 변화가 없었던 기업 61개를 표본기업으로 선정하였다.

<표 1>은 1998년을 0년으로 하고 전후 2년간의 경영현황을 나타내고 있다. 해고로 인하여 종업원수는 -1년의 1,655명에 비해 1,334명으로 19.4% 감소하지만 그 이후에는 증가하였다. 총자산은 -1년에 3,685억원에서 0년에는 4,030억원으로 9.4%증가하였으며 그 이후 매년 증가하고 있다. 연간 매출액은 -1년의 3,713억원에서 0년에는 3,288억원으로 11.4% 감소하였는데, 이는 IMF 이후 우리 나라 기업의 해외신용도 하락에

<표 1> 경영현황의 평균 및 중간값(괄호안은 중간값)

항 목	-2	-1	0	1	2
종업원(명)	1,738(671)	1,655(645)	1,334(501)	1,623(533)	1,606(549)
총자산(억원)	3,115(1,081)	3,685(1,229)	4,030(1,225)	5,117(1,395)	5,525(1,433)
연간매출액(억원)	3,558(999)	3,713(1,066)	3,288(936)	4,359(1,148)	5,248(1,298)
매출액 /종업원(억원)	1.80(1.44)	2.06(1.64)	2.62(2.02)	2.74(2.26)	2.88(2.53)
영업이익	240(60)	275(54)	213(75)	327(89)	406(85)
당기순이익(억원)	46(25)	39(22)	55(40)	168(56)	218(59)
당기순이익 /자산(%)	2.39(2.46)	2.37(1.83)	3.56(2.17)	4.86(3.57)	4.75(4.14)
판매 및 관리비 /매출액(%)	16.3(10.6)	16.2(10.1)	15.5(10.0)	16.3(10.1)	15.9(10.1)
자본적 지출(억원)	349(62)	325(57)	233(37)	228(48)	341(58)
자본적 지출 /종업원(억원)	0.124(0.088)	0.162(0.097)	0.136(0.067)	0.145(0.098)	0.168(0.109)
부채/매출액(배)	0.72(0.60)	0.76(0.69)	0.70(0.65)	0.64(0.59)	0.58(0.49)
총자산 /종업원(억원)	1.95(1.62)	2.39(1.97)	3.27(2.59)	3.21(2.71)	3.45(2.82)
연말주가 시장가/장부가(배)	5.22(4.30)	2.94(2.10)	3.56(2.64)	4.45(2.62)	3.13(2.04)

따라 0년에는 수출이 감소하였을 뿐만 아니라 국가 위기로 인하여 국내수요가 대폭 감소한데 따른 것이나 그 이후에는 매년 증가하고 있다. 따라서 기업은 수요감소로 인하여 매출실적이 저하될 때 해고를 실시하게 되며, 매출실적이 증가함에 따라 총자산과 종업원을 늘려 간다고 볼 수 있을 것이다.

연간 매출액이 0년에는 -1년보다 11.4% 감소하였으나 종업원 1인당 매출액은 -1년의 2.06억원에 비해 2.62억원으로 27.2% 증가였으며 그 이후 매년 증가하고 있다. 이는 종업원의 노동생산성이 향상되었다고 볼 수 있을 것이다.

자본적 지출은 -1년의 325억원에서 0년에는 233억원으로 28.3% 감소하였으나 그 이후 매년 증가하고 있다. 종업원당 자본적 지출도 -1년의 0.162억원에서 0.136억원으로 16.0% 감소하였으나 그 이후 매년 증가하고 있다. 이는 비용절감을 위하여 해고시기에는 자본적 지출을 줄이지만, 매출의 증가로 인하여 총자산이 증가하고 그로 인하여 자본적 지출이 증가하게 되는 것으로 볼 수 있을 것이다.

매출액에 대한 부채의 비율은 -1년의 0.76배에서 0년에는 0.70배로 7.9% 감소하였으며 그 이후 매년 감소하고 있다. 이는 IMF사태 이후 기업의 재무구조 건실화를 위하여 자기자본을 늘리고 부채를 줄이라는 대내외적인 권고로 인하여 부채가 감소한 것으로 볼 수 있을 것이다.

영업이익은 -1년의 275억원에서 0년에는 213억원으로 22.5% 감소하였으나 그 이후 매년 증가하고 있다. 이는 -1년에 비해 0년에는 연간 매출액이 감소하였으나 그 이후로는 매출액이 매년 증가하고, 기업이 비용절감과 구조조정을 통해 이익을 창출하였다고 볼 수 있을 것이다. 자산에 대한 순이익률은 -1년의 2.37%에서 0년에는 3.56%로 15.6% 증가하여 영업이익이 감소한 것과는 대조를 이루고 있다. 이는 표본기업 중 일부가 영업외수익이 과다하게 발생했기 때문이며 그 이후에는 영업이익과 마찬가지로 매년 증가하고 있다.

매출액에 대한 판매 및 일반관리비는 -1년의 16.2%에서 0년에는 15.5%로 4.3% 감소하였으나 그 이후에는 예년 수준으로 증가하여 종업원의 증가와 더불어 증가하고 있음을 알 수 있다.

연말주가의 장부가치에 대한 시장가치의 비율은 -1년의 2.94배에서 0년에는 3.56배로 21.1% 증가하였으며 +1년에도 증가하였다. 이는 해고가 기업가치에 긍정적인 효과를 미친다고 볼 수 있을 것이다. 그러나 +2년에는 +1년에 비해 급격히 감소하였는데 이는 경기침체에 대한 우려감으로 주식시장이 붕괴되면서 전반적으로 주가가 급격히 하락함에 따라 나타난 것으로 볼 수 있다. 거래소시장의 종합주가지수 1999년말 1,028.07에서 2000년말 504.62로 50.9%나 하락한 것으로 나타났다.

4. 해고와 주주의 부 관계분석

해고기업에 대한 경영현황을 조사해 보니, 해고를 실시한 이후 기업의 생산성과 수익성이 해고를 실시하기 이전의 연도에 비해 향상되었음을 알 수 있다. 이는 해고와

기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있을 것이다. 본 절에서는 기업가치의 상승을 반영하는 비정상수익률을 종속변수로 설정하고 주가에 영향을 미치는 변수를 설명변수로 설정하여 이들간의 관계를 분석하고자 한다. 회귀분석모형에 이용한 변수의 평균과 중간값은 <표 2>와 같다.

<표 2> 변수의 평균과 중간값(%)

변 수	평 균	중 간 값
비정상수익률	4.1	-65.5
영업이익 증가율	84.9	4.1
당기순이익/자산 증가율	230.4	47.1
매출액/종업원 증가율	29.9	21.4
자본적 지출/종업원 증가율	25.7	- 0.5
종업원 증가율	-15.8	-12.2

4.1. 종속변수

기업가치의 변화를 나타내는 비정상수익률(ER_i)을 종속변수로 이용하였다. -1년의 주가를 기준으로 0년, +1년의 개별 주가수익률을 산정하고 2년간의 평균수익률(R_i)은 다음과 같이 산출하였다.

$$R_i = \prod_{t=0}^1 (1 + R_{i,t}) - 1$$

$R_{i,t}$: i 기업의 -1년 대비 t년도의 주가수익률

비정상수익률은 개별주가의 평균수익률과 시장평균수익률(R_M)을 이용하여 다음과 같이 산출하였다. 시장평균수익률은 -1년을 기준으로 0년, 1년의 종합주가지수를 이용하여 산출하였다.

$$ER_i = R_i - R_M$$

4.2. 설명변수

해고로 인하여 영향을 받게 되는 경영성과와 관련된 것으로써 주가에 영향을 줄 수 있는 영업이익, 당기순이익/자산, 매출액/종업원, 자본적 지출/종업원, 종업원의 증가율을 설명변수로 선정하였다. 변수의 값은 -1년 대비 0년, +1년의 증가율을 산정하고 이를 2년간 산술 평균한 값이다.

4.3. 다중회귀분석모형

설명변수가 종속변수에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음의 다중회귀분석모형을 이용하였다.

$$ER_i = a_0 + a_1 OPI_i + a_2 NIA_i + a_3 SAE_i + a_4 CEE_i + a_5 EMP_i + \epsilon_i$$

- ER_i : 비정상수익률
- OPI : 영업이익 증가율
- NIA : 당기순이익/자산 증가율
- SAE : 매출액/종업원 증가율
- CEE : 자본적 지출/종업원 증가율
- EMP : 종업원 증가율

4.4. 가설

해고로 인하여 발생하는 기업의 경영현황의 변화가 주가에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음과 같이 가설을 설정하였다.

- 가설 I : 영업이익률은 주가와 정(+)의 관계가 있다.
- 가설 II : 자산에 대한 순이익률은 주가와 정(+)의 관계가 있다.
- 가설 III : 종업원 1인당 매출액과 주가와 정(+)의 관계가 있다.
- 가설 IV : 종업원 1인당 자본적 지출은 주가와 부(-)의 관계가 있다.
- 가설 V : 종업원 수는 주가와 부(-)의 관계가 있다

4.5. 실증분석결과

종속변수인 비정상수익률과 설명변수의 상관관계는 다음의 <표 3>과 같이 나타났다. 상관관계를 분석해 보면, 영업이익, 당기순이익/자산, 매출액, 종업원 증가율은 이론적 예측과 동일한 결과를 나타내고 있으나 자본적 지출/종업원 증가율은 이론적 예측과 다른 결과를 나타내고 있다.

회귀분석결과 종속변수인 비정상수익률과 설명변수의 관계가 <표 4>와 같이 나타났다. 영업이익 증가율(OPI)은 이론적 예측과 동일하게 비정상수익률과 정(+)의 관계를 보이고는 있으나 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이와는 달리 당기순이익/자산 증가율(NIA)은 이론적 예측과 동일하게 비정상수익률과 정(+)의 관계를 보이고 있을 뿐만 아니라 유의성도 있는 것으로 나타났다. 이는 구조조정이 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 Brickly- Van Drunen[4]의 연구결과와 일치하는 것이며, 투자자가 해고를 미래실적에 대해 신뢰할 만한 신호로 받아들인다는 Palmon-Sun-Tang[10]의 연구결과와도 일치하는 것이다.

<표 3> 상관관계

변 수	ER	OPI	NIA	SAE	CEE	EMP
ER	1.000					
OPI	0.108	1.000				
NIA	0.297**	0.279**	1.000			
SAE	0.132	0.274**	0.467***	1.000		
CEE	0.008	0.202	0.332***	0.558***	1.000	
EMP	-0.011	0.051	-0.142	-0.215*	0.038	1.000

*** 유의수준 1%에서 유의

** 유의수준 5%에서 유의

* 유의수준 10%에서 유의

<표 4> 회귀분석결과

변 수	회귀계수	T	F	R ²	N
CONST.	-0.1104	-0.23	1.27	0.1034	61
OPI	0.0003	0.25			
NIA	0.1332	2.11**			
SAE	0.1192	0.40			
EMP	0.0102	0.41			
CEE	-1.7534	-0.90			

** 유의수준 5%에서 유의

IMF 사태 이후 자본시장이 개방되면서 외국인 자본이 대규모로 우리 나라의 주식시장에 참여하게 되었으며, 이들은 주로 순이익 대비 주가 비율, 즉, PER(price to earnings ratio)가 낮은 주식에 집중적으로 투자하였다. 따라서 영업이익 보다는 당기 순이익이 높은 주식의 주가가 보다 많이 상승하게 되었으며, 비정상수익률에도 보다 많은 영향을 미친 것으로 보인다.

매출액/종업원(SAE) 증가율은 이론적 예측과 동일하게 비정상수익률과 정(+)의 관계를 보이고 있으나 유의성은 없는 것으로 나타났다. 매출액이 -1년에 비해 0년에는 감소하였으나 그 이후에는 증가할 뿐만 아니라, 종업원 1인당 매출액은 -1년에 비해 0년에도 증가하고 그 이후에도 계속 증가하는 것으로 나타났다. 이는 매출액의 증가가 투자자들에게 기업의 이익이 증가할 수 있다는 신호로 전달될 수 있기 때문에 주가에 긍정적인 영향을 미친 것으로 볼 수 있을 것이다.

종업원 증가율(EMP)은 이론적 예측과 동일하게 비정상수익률과 부(-)의 관계를 보이고 있으나 유의성은 없는 것으로 나타났다. 종업원의 감소, 즉, 해고가 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미치는 하지만 매우 낮은 것으로 볼 수 있다.

자본적 지출/종업원(CEE) 증가율은 이론적 예측과 상이하게 비정상수익률과 부(-)의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 이는 기업이 비용절감을 위하여 해고를 실시하여 자본적 지출이 다소 감소하기는 하였으나, 일부 기업의 총자산 규모가 크게 확대되면서 설비에 대한 자본적 지출이 큰 폭으로 증가했기 때문으로 보인다.

5. 결론 및 한계

표본기업의 비정상수익률의 평균은 해고실시 이전보다 4.1%로 증가한 것으로 나타났다. 영업이익 증가율과 당기순이익/자산의 증가율이 비정상수익률에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 발견하였다. 따라서 해고가 기업의 주가를 상승시키는 역할을 하여 기업가치를 증가시킴으로써 주주의 부에 긍정적인 효과를 미친다는 것을 발견하였다.

그러나 해고에 의해 직접적으로 영향을 받는 영업이익 보다는 당기순이익에 투자자가 더 민감한 반응을 보인 것으로 나타났다. 이는 해고가 투자자에게 미래실적 향상에 대한 긍정적 신호전달을 한다고 할 수 있으나 투자자는 영업이익 뿐만 아니라 기업의 이익에 영향을 미치는 모든 요소에 민감하게 반응하는 것임을 알 수 있을 것이다.

본 연구가 갖는 한계점은 다음과 같다.

첫째, 해고가 IMF 사태라는 특수한 환경 속에서 이루어 졌다는 것이다. 기업이 정상적인 경제환경 속에서 해고를 실시하여야 해고를 실시하지 않는 기업과의 비교가 보다 합리적으로 이루어질 수 있을 것이다. IMF 사태 이후 국가적인 위기로 인하여 우리나라 기업의 주가는 사상 초유의 폭락사태를 맞이하였으며, 외국인 투자자들은 핵심 블루칩 등 특정기업에 집중적으로 투자하여 주가의 상승을 견인함으로써 주식을 제대로 평가하기가 어렵다.

둘째, 표본기업은 제조업 중 선정기준을 충족시키는 기업 61개를 임의로 선택하였기 때문에 검증결과에 편견을 가져올 수 있을 것이다.

셋째, 우리나라의 경우 해고공표는 일부 대기업의 경우 대규모 해고가 이루어질 때만 언론에 발표가 되기 때문에 해고가 주식시장에 기업의 실적에 대한 신호로 전달되는 효과가 미약하다.

앞으로 우리 나라의 노동시장이 유연성을 갖고, 기업이 상황에 따라 해고를 임의로

실시할 경우 해고사유를 제대로 공표할 때 투자자는 보다 민감하게 시장에 반응하게 된다. 그렇게 될 때 해고가 기업가치에 장기 또는 단기적으로 어떠한 영향을 미치는가를 합리적으로 평가할 수 있을 것이다.

6. 참 고 문 헌

1. 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지 제20집, 2000, pp.173-198.
2. 김학수, “종업원의 노력회피 성향과 그 원인에 관한 연구”, 경영학 연구 26권 제1호, 1997, pp.37-66.
3. 김학수, 박미라, “해고에 대한 생존자들의 반응” 산업경영 27집, 2000, pp.147-172.
4. J. A. Brickly and L. D. Van Drunen, “Internal corporate restructuring : an empirical analysis”, *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.251-280.
5. K. S. Cameron, “Strategies for Successful Organizational Downsizing”, *Human Resource Management* 33, 1994. pp.189-211.
6. P. Chen, V. Mehrotra, R. Sivakumar and W. W. Yu, “Layoffs, shareholders' Wealth, and corporate performance”, *Journal of Empirical Finance* 8, 2001, pp.171-199.
7. K. Hallock, “Layoffs, top executive pay, and firm performance”, *American Economic Review* 88, 1998. pp.711-723.
8. K. John, L. Lang and J. Netter, “The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline”, *Journal of Finance* 57, 1992. pp.891-917.
9. P. Lee, “A comparative analysis of layoff announcements and stock price reactions in the United States and Japan”, *Strategic Management Journal* 18, 1997. pp.879-894.
10. O. Palmon, H. L. Sun and A. P. Tang, “Layoff announcements : stock market impact and financial performance”, *Financial Management* 26, pp.54-68.
11. D. L. Worrell and V. M. Sharma, “Layoff announcements and stockholder wealth”, *Academy of Management Journal* 34, pp.662-678.

저 자 소 개

이 재 범 :

- 명지대학교 대학원 경영학 박사, 재무관리전공
- 현대산업개발(주) 근무, 명지대학교, 서일대학, 경원전문대, 신홍대학 강사
- 관심분야는 주식시장의 이상현상에 대한 원인분석 등 투자분석 분야