

회사정리기업의 주식성과와 회생절차종결 경영정보의 공시효과

강경이* · 이상원** · 최병우***

〈요 약〉

본 연구는 회생절차 종결기업들의 종결이후의 주식성과를 분석함으로써 회사의 갱생을 통하여 경제적 효율성을 제고하고자 하는 회사정리제도가 실제로 그 목적을 충실히 수행하고 있는지를 검정하고자 하였다.

본 연구에서는 주식성과를 중기와 단기로 구분하여 분석하였다. 첫째, 중기 주식성과 분석에서는 회사정리를 종결한 기업을 대상으로 회사정리신청 6개월 이전부터 회사정리 신청월까지의 주식성과와 회사정리종결월로부터 12개월 이후 동안의 주식성과의 변화를 측정하여 회사정리 종결기업과 비교대상 일반 기업 간에 차이가 있는지를 검정하였다. 둘째, 단기 주식성과분석에서는 회사정리종결 정보의 공시 이전 20일부터 공시 이후 20일까지의 주식성과 분석을 통하여 회사정리종결이라는 경영정보의 공시효과를 검토하고자 하였다.

분석결과, 중기 주식성과에서는 회사정리신청전보다 회사정리종결월 이후의 누적초과수익률(CAR)로 측정된 주식성과는 회사정리 종결 이후 12개월 동안 지속적으로 음(-)값으로 유의적인 초과수익률을 얻고 있다. 단기 주식성과를 분석하는 공시효과 분석에서는 회사정리종결 공시 이전 -20일부터 회사정리종결 공시까지는 양(+)의 값으로 나타나지만, 종결 공시 이후 +1일부터 종결 공시 이후 +20일까지 모두 음(-)의 값으로 나타났다.

이러한 결과는 주식시장에서 회사정리종결 이후 주식성과가 중기와 단기 모두에서 부정적으로 나타남으로써 현행 회사정리종결제도는 경제적 효율성 제고라는 소기의 목적을 충분히 달성하지 못하고 있다고 판단된다.

핵심주제어 : 회사정리절차, 누적초과수익률, 공시효과, 통제기업 접근법

논문접수일: 2009년 9월 30일 수정일: 2009년 9월 24일 게재확정일: 2009년 12월 14일

* 제1저자, 홍익대학교 강사, javan24@hanmail.net

** 공동저자, 인하대학교 경제학과 교수, swlee@inha.ac.kr

*** 교신저자, 건국대학교 경영학과 부교수, neocon@kku.ac.kr

I. 서 론

1997년 외환위기를 겪으면서 부실기업들이 많이 생기게 되었고, 이러한 부실기업들은 회사정리절차를 신청하여 회사정리절차에 들어가게 되었다. 일반적으로 기업이 도산하게 되면 자본주의 경제체제하에서는 경쟁원리에 입각하여 시장에서 퇴출시키거나 소멸되는 것이 마땅하지만, 기업이 도산하게 되면 도산기업과 관련된 이해관계자인 주주, 채권자, 종업원, 관련업체 등에게 직접적인 피해를 준다. 이 중에서 관련업체의 피해는 연쇄도산으로 이어져서 산업전체의 붕괴를 가져올 수도 있다. 더욱이 이러한 파급효과가 사회 전체적으로 막대할 경우 도산기업을 청산시키는 것보다는 기업을 정리하여 재건시키는 것이 사회적·경제적인 피해를 줄이는 방법이다.

우리나라에서는 기업을 정리하여 재건하는 방법으로 회사정리제도를 두고 있다. 회사정리제도¹⁾는 사회적·경제적인 가치를 지닌 ‘경제적 갱생 가망성’이 있는 주식회사를 시장에서 퇴출시키는 것보다는 정리 재건을 도모하는데 의의를 두고 있다. 2005년도에 ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률’이 제정되면서 회사정리법, 화의법, 파산법이 통합되었고, 2006년도부터는 ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률’이 시행되고 있다.

이러한 회사정리제도는 회사정리절차개시결정을 받기 전의 발생하였던 정리채권과 관련된 수많은 이해 관계자인 채권·채무관계자들에게 희생과 타협을 강요하게 한다. 그렇다면 과연 법원의 판단하의 경제적 갱생 가망성²⁾이 높은 기업들이 회사정리절차를 종결한 후에 위와 같은 희생을 보상할 수 있을 정도로 성과가 좋아졌는지 또는 회사정리절차를 받은 기업들이 회사정리절차를 종결한 후의 부실에서 벗어나서 정상적인 기업을 유지할 수 있는지를 분석함으로써 경제적으로 갱생가망성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 하게 되는 경제적인 비효율성이 존재하는지에 대해 검토할 필요가 있다.

본 연구에서는 이러한 검토의 방법으로 회사정리절차가 종결된 기업들의 종결이후의 성과를 파악하였다. 회사정리절차를 종결기업의 종결이후의 성과파악을 위한 기존 연구는 기업의 회계성과측면에서 파악하는 것 또는 주식성과를

1) 주식회사의 회사정리제도는 경제적 궁핍으로 인하여 파탄에 직면하였으나 경제적으로 갱생의 가치가 있는 회사에 관하여 회사의 채권자, 주주 기타 이해관계인의 이해를 조정하고 그 사업의 정리재건을 꾀하는 제도이다 (회사정리법 제1조).

2) 계속기업으로서 미래 기대현금흐름의 현재가치가 청산가치를 초과하는 기업을 의미하는 것으로 경제적 갱생가능성이 낮은 기업은 청산을 통하여 퇴출시키며 갱생가능성이 높은 기업은 회사재건을 통하여 갱생시키는 것이 효율적이다(Denis & Rodegers, 2002).

파악하는 것이 있었다. 그러나 본 연구에서 주식성과측면에서 분석을 하고자 한다.

회사정리기업들이 회사정리를 잘 마무리하여 종결한 것이라면 애초에 경제적 갱생가능성이 있는 기업이었으므로 회사정리종결이후에 계속기업으로서 회사를 존속시키거나 발전시킬 수 있을 것이다. 주식시장에서는 이러한 종결기업들의 미래의 성장성을 주식에 반영시킬 것이다. 즉 회사정리를 종결한 이후의 정리종결회사의 주식은 초과수익을 갖게 될 것이다. 그러므로 회사정리종결이후 주식시장에서 주식성과를 분석하는 것은 회사정리제도가 제도의 궁극적인 목적인 국가경제적인 효율성 제고를 효과적으로 실현하고 있는지를 검정하는 수단이 될 것이다.

그런데 회사정리기업의 주식성과는 회사정리종결 이후 시간이 경과함에 따라 질적으로 변할 수 있기 때문에, 본 연구에서는 회사정리기업의 회사정리 종결 이후의 중기 및 단기 주식성과를 동시에 분석하고자 한다. 중기 주식성과 분석에서는 회사정리를 종결한 기업을 대상으로 회사정리신청 6개월 이전부터 회사정리신청일까지의 주식성과와 회사정리종결월로부터 12개월 이후 동안의 주식성과의 변화를 측정하여 회사정리 종결기업과 비교대상 일반 기업 간에 차이가 있는지를 검정하고자 하였다. 단기 주식성과분석에서는 회사정리종결 정보의 공시 이전 20일부터 공시 이후 20일까지의 주식성과 분석을 통하여 회사정리종결이라는 경영정보의 공시효과를 검토하고자 하였다. 이러한 단기적인 공시효과 분석을 통하여 경영정보의 하나인 회사정리종결 정보의 공시효과 자체를 분석할 수 있을 뿐 아니라, 회사정리제도의 실효성을 검정하는 중요한 수단으로도 활용될 수 있다.

II. 이론적 배경

1. 회사정리 종결 이후의 회계성과를 분석하는 국내·외연구

Hotchkiss(1995)에 의하면 Chapter 11³⁾을 통하여 재조직한 197개 기업들의 재조직한 후의 기업성과를 측정하였다. 그 결과 이 기업들 중에서 3년 동안에 2

3) 미국의 회사정리제도는 미국연방파산법 제11장에 근거하므로 미국의 회사정리제도를 흔히 Chapter 11이라고 한다. 그러므로 Chapter 11에 들어가는 것은 회사정리에 들어가는 것을 의미한다.

년 연속적으로 영업 손실을 보이는 기업에서는 TA가 1%에서 유의하게 나타났다. 파산이후 처음 3년 중에서 2년 동안 부의 영업이익을 보고하거나 1번 이상 재조직된 기업은 Chapter 11을 빠져나온 이후 산업평균으로 조정된 매출액 영업이익률과 산업평균으로 조정된 총자산 영업이익률로 측정된 성과의 변화(+2년에서 +3년, +3년에서 +4년)에서 음(-)의 부호로 통계적으로 유의하게 나타났다. 또한 CEO를 바꾼 기업들과 바꾸지 않은 기업들로 나누어서 종결이후의 성과평가를 한 결과 두 그룹 모두 영업이익, 매출액영업이익률, 총자산영업이익률에서 종결시점이후 +2년의 3기간 동안 연속적으로 손실을 보였다. 그 중에서도 CEO를 바꾸지 않은 기업들은 바꾼 기업들보다 3년 연속적으로 더 크게 손실을 보였다.

Alderson and Betker(1995)에 의하면 Chapter 11을 통하여 재조직된 88개 기업을 선정하여, 그러한 기업에 있어서의 자본구조와 기업자산의 청산비용(존속시 기업가치-청산시 기업가치)사이의 관계에 대하여 연구하였다. 그들은 높은 청산비용을 가진 기업일수록 Chapter 11을 통한 기업재조직 후에 낮은 부채비율을 갖게 되고, 공격적이고 담보권이 없는 부채를 많이 쓰며, 배당과 자본지출, 자본구조 변경 등을 금지하는 부채계약을 덜 하는 것을 발견하고, 높은 청산비용을 가진 기업일수록 재무부실이 적게 발생하는 자본구조를 갖게 된다고 하였다.

강호정(2001)에 의하면 회사정리절차가 종결된 기업에 대해서 종결년도 이후 +1, +2, +3년도의 성과를 산업평균과 비교함으로써 수익성이 없는 기업들이 계속적으로 영업을 함으로써 경제적으로 편의가 존재하는지 점검하였는데 회사정리절차가 종결된 이후 +1, +2, +3년도의 성과가 산업평균보다 유의적으로 작은 것으로 나타났다. 또한 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 법정관리 신청 전 수익성과 법정관리 신청 전 부채비율은 정(+)의 영향을 미치고, 기업규모와 회사정리기간은 비유의적인 것으로 나타났다.

강준구와 백재승(2001)에 의하면 1997년 금융위기에 따른 기업가치 변화와 그 가치변동을 결정짓는 요인이 무엇인가를 살펴보고 재무위기를 극복하기 위해 어떤 방법으로 구조조정을 하였는가를 실증적으로 분석했다. 또한 구조조정 효과에 관한 분석을 하였다. 그 결과 금융위기로 인한 기업가치 하락은 기업규모가 작을수록, 부채의존도가 높은 기업일수록, 차입을 통한 은행과의 밀접도가 클수록, 기업위험이 클수록, 과거 경영성과가 부진할수록 심각하였으며, 유동성이 좋을수록, 기타금융기관과 기타법인 및 외국인소유지분이 클수록, 외화자본 조달능력이 양호할수록 상대적으로 적게 나타났다. 이러한 재무위기를 극복하기

위한 구조조정정책으로 기업들이 가장 빈번하게 이용한 방법은 자산매각정책으로 조사되었으며, 구조조정 효과에 관한 분석으로 시장모형을 이용한 공시효과의 경우 자산감축정책, 내부체제개편정책, 피흡수합병, 경영진 개편, 기타 구조조정정책 등에서 양(+)의 추가반응이 있었고 확장정책 등에서는 음(-)의 결과를 보였다.

강경이와 이상원(2009)에 의하면 회사정리절차를 종결한 기업들의 종결이후의 3년 동안의 회계적성과(매출액경상이익률, 총자산회전율, 총자산경상이익률)를 측정 한 결과 강호정(2001)의 연구에서처럼 동종 산업의 평균보다 부정적으로 나타났다. 또한 강경이와 민만기(2009)는 회사정리 및 화의를 종결한 기업들 중에서 M&A를 활용하여 종결한 기업과 자체적으로 회사정리 및 화의를 종결한 기업들의 종결이후의 회계성과(안정성, 수익성, 성장성)로 비교분석하는 실증분석을 하였다. 그 결과 M&A를 통해 회사정리를 종결한 기업들의 회사정리종결 이후의 회계성과는 회사정리종결전의 회계성과보다 좋아졌다.

2. 회사정리 종결 이후의 중단기 주식성과를 분석하는 국내·외연구

Kequian and Haim(1993)에 의하면 Chapter 11에 들어간 50개의 부실기업과 Chapter 11에 들어가지 않은 50개의 부실기업을 선정하여, 채권의 등급이 하락할 때 주식의 AR이 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 똑같이 채권등급이 하락했지만 Chapter 11에 들어간 부실기업의 비정상수익률은 Chapter 11에 들어간 시점을 전후해서 -3%의 비정상수익률을 나타냈고, Chapter 11에 들어가지 않은 부실기업에 있어서는 거의 0에 가까운 초과수익률이 나타났다.

Eberhart, Altman, Aggarwal(1999)에 의하면 Chapter 11을 빠져나온 131개의 기업들의 주식시장에서의 효율성을 측정 한 결과 SIM과 비교했을 ACAR는 (1,2)기간 동안에는 3.0%, BMSIM에서의 3.8%의 수익률을 얻었다. 비교기간 (1,2)일에서는 SIM과 비교했을 24.6%, BMSIM에서의 0.6%의 수익률을 얻었다. 즉 어떤 방법으로도 종결이후의 주식성과는 크고, 긍정적이며, 유의하였다. 마찬가지로 상대적인 부도 같은 기간 동안 1보다는 컸다. 또한 이들은 200일 동안의 기업의 실제 수익률을 종속변수로 하고 종결이후의 최초로 거래되는 주식가격에 자연로그를 한(P), 시장의 집중도의 정도를 측정하는 코드(SICCH), 기대수익률(ER), 회사정리절차신청 전에 정리계획안에 대한 투표를 하는 사전조정제도인(PREPACK), 기관투자의 지분의 여부(ISTKDUM)를 독립변수로 하는 회귀분석을 하였다. 그 결과 ISTKDUM변수는 BMSIM에서 긍정적으로 유의하게 나

타났다. 그러나 SIM에서는 유의하지 않게 나타났다. 결과적으로 이들의 실증분석은 이전의 연구에서는 Chapter 11이후의 회계성과가 좋지 않았지만, 시장에서의 기대되는 성과는 좋다는 것을 제시한다고 할 수 있다.

장범식과 황인덕(2008)에 의하면 구조조정(회사정리, 화의 및 워크아웃)종결한 79개 기업의 장기주식성과를 분석한 결과 회사정리, 화의는 구조조정종결 전에는 고성과를 보이지만 종결 후에는 저성과가 두드러지게 나타난 반면에 워크아웃의 경우는 고성과가 두드러지게 나타났다. 이러한 기업들을 최대주주 변경그룹과 비변경 그룹으로 나누어 살펴본 결과 최대주주 변경그룹은 공시일 이전에는 불변 그룹에 비해 우월한 성과를 보이나 종결 이후 +12월까지 지속적으로 유의적인 저성과를 보였다. 이러한 결과는 최대주주변경을 시장에서 부정적인 반응으로 보고한다는 김석진과 변현수(2000)등의 선행연구와 같다. 또한 이들은 시장모형을 이용한 구조조정 종결이후 24개월 누적비정상수익률을 종속변수로 한 장기성과 결정요인을 회귀분석으로 분석한 결과 자산감축비율과 주주집중도, 최대주주지분율이 높을수록 장기성과는 긍정적이거나, 최대주주 변경은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 마지막으로 구조조정에 대한 공시효과 분석을 -30일에서 +30일 동안 세 가지 시점으로 나누어서 보았는데 구조조정 신청에 대해서는 선행연구(이명철·이기환·박주철: 2001, 이남우: 2004, 이상호·최기호: 2002)처럼 부정적인 반응을 보였으나, 개시결정에서는 긍정적인 반응을 보였다. 회사정리, 화의의 경우 종결사건이 good-news임에도 불구하고 종결공시 이후 시간이 경과할수록 CAR이 음(-)의 수치가 커졌다.

Ⅲ. 연구설계

1. 연구가설의 설정

1.1 회사정리신청 -6개월과 회사정리종결 이후 +12개월 동안의 중기 주식성과 비교

본 연구에서는 회생한 기업의 성과를 측정하는 방법으로 회사정리신청 -6개월의 주식의 성과와 회생이후 +12개월의 주식의 성과를 비교하였다. 시장에서 도산기업이 회사정리를 신청한다는 것은 회생의 가능성이 있다고도 볼 수도 있지만, 기업의 파산가능성이 커진다는 부정적인 신호이기도 하다. 그러므로 회사정

리신청 -6개월 전부터 이미 회사정리신청이라는 Bad-news가 반영되어서 주식 성과도 좋지 않았을 것이다. 한편 회사정리기업이 회사정리종결이라는 회생절차를 무사히 받았기 때문에 회사정리를 신청한 시점보다 회사정리절차종결이후의 주식의 성과는 좋아질 것으로 예측된다. 이러한 것을 검정하기 위한 가설은 다음과 같다.

가설 : 회사정리절차를 신청한 시점보다는 회사정리절차의 종결이후의 정리기업의 주식성과는 좋아질 것이다.

1.2 종결이후의 단기 공시효과에 대한 가설

회사정리절차의 종결⁴⁾결정은 법원이 회사정리기업들이 회사정리계획을 충실하게 수행하였고, 장래에도 회사정리계획의 수행에 지장이 있다고 인정되지 아니하므로 내리는 결정이다. 이러한 결정은 전자관보와 전자공시시스템에 공시됨으로써 주식시장에서는 주가에 관련된 중요한 event가 될 수 있다. 이러한 특정 사건은 기업의 가치를 상승시키거나, 반대로 기업의 가치를 하락시킬 수도 있다. 이처럼 회사정리절차의 종결이라는 정보가 주식시장에서 어떻게 반영되는지 분석하기 위하여 아래와 같은 가설을 설정한다.

가설: 회사정리절차종결은 주가에 관련된 중요한 공개된 정보로서 종결시점에는 이미 주가에 완전히 반영되어 종결시점 이전에 초과수익이 존재하나 그 이후에는 초과수익이 존재하지 않을 것이다.

2. 변수의 측정

2.1 회사정리신청 -6개월과 회사정리종결 이후 +12개월 동안의 주식성과와 관련된 변수

$$\textcircled{1} \text{SIMCAR}_{i,t} = \sum_{i=1}^N \text{AR}_{i,t}$$

$$\textcircled{2} \text{BMSIMCAR}_{i,t} = \sum_{i=1}^N \text{AR}_{i,t}$$

4) 제271조 (정리절차의 종결) ①정리계획에 따른 변제가 시작된 이후 정리계획의 수행에 지장이 없다고 인정되는 때에는 법원은 관리인, 신고한 정리채권자 또는 정리담보권자의 신청에 의하여 또는 직권으로 정리절차종결의 결정을 하며.....<개정 1998.2.24>

$$AR_{i,t} : R_{i,t} - R_{c,t}$$

$AR_{i,t}$: i주식의 t월의 비정상수익률

$R_{i,t}$: i주식의 t월의 수익률

$R_{c,t}$: 통제기업 주식의 t월의 수익률(통제기업: SIM, BMSIM)

t : 회사정리신청 -6,-5,-4,-3,-2,-1, 0,

회사정리종결 +1부터 +12개월까지

2.2 종결이후의 공시효과와 관련된 변수

먼저 t시점에서의 통제기업(SIM, BMSIM)을 이용하여 t시점에서 각 기업의 일별초과수익률($AR_{i,t}$)을 구한다. 마지막으로 t시점의 표본기업의 초과수익률에서 통제기업의 초과수익률을 차감한 값이 차이가 있는지를 T-검정을 이용하여 테스트한다.

$$\textcircled{1} \text{ SIM}CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$\textcircled{2} \text{ BMSIM}CAR_{i,t} = \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

$$AR_{i,t} : R_{i,t} - R_{c,t}$$

$AR_{i,t}$: i주식의 t일의 비정상수익률

$R_{i,t}$: i주식의 t일의 수익률

$R_{c,t}$: 통제기업 주식의 t일의 수익률

$R_{c,t}$: 통제기업(SIM 또는 BMSIM)의 일별수익률이다.

t : 회사정리절차를 종결하는 날-20일 ~+20일까지

3. 실증분석 모형과 분석방법

3.1 회사정리종결후의 주식성과 모형

3.1.1 회사정리신청 -6개월과 회사정리종결 이후 +12개월 동안의 주식성과

주식성과측정을 위하여 회사정리신청 -6개월과 회사정리종결일로부터 +12개월 동안 두 가지 통제기업(SIM, BMSIM)을 대응시킨 초과수익률을 t-검증법에 의해 통계적 유의성을 검정하였다. 추가적으로 누적초과수익률도 구하여 각각의 추정 방법에 의한 분석결과를 서로 비교하도록 한다.

3.1.2 종결이후의 공시효과

회사정리절차의 종결⁵⁾결정은 법원이 회사정리기업들이 회사정리계획을 충실하

게 수행하였고, 장래에도 회사정리계획의 수행에 지장이 있다고 인정되지 아니하므로 내리는 결정이다. 이러한 결정은 전자관보와 전자공시시스템에 공시됨으로써 주식시장에서는 주가에 관련된 중요한 event가 될 수 있다. 본 연구에서는 이러한 회사정리기업의 종결이라는 사건에 대한 공시효과를 분석해봄으로써 회사정리기업의 종결이라는 정보효과에 대한 투자자들의 반응을 파악할 수 있다.

4. 표본기업의 선정

본 연구를 한 표본기업의 연구대상기간은 종결연도를 기준으로 1999년 1월 1일부터 2006년 12월 31일까지의 기간으로 한다. 1999년은 회사정리절차를 종결하는 것을 적극적으로 시작하는 해이고 <표 1>에서 보는 것처럼 기업갱신이 많이 발생하기 시작하는 기간⁵⁾이기도 하다. 그리고 연구대상기간의 마지막 해를 2006년으로 정한 것은 종결 이후의 성과를 산업평균과 비교하여야 하는데 한국은행에서 제공하는 기업경영분석지표를 수집이 가능한 마지막 해이기 때문이다. 표본기업은 상장사협회회 공시데이터 및 금융감독원 공시자료 그리고 전자관보를 통해서 연구대상기간동안에 회사정리 또는 화의절차를 개시결정 받은 후 최종적으로 회사정리 또는 화의절차종결결정을 받은 기업으로 한다. 다만, 한국증권거래소에 상장된 기업 및 한국증권업협회에 등록된 기업으로 연구대상기간동안의 연구에 필요한 재무자료를 구할 수 없는 경우 등을 제외한다. 또한 기업의 재무적 성과변수인 주식의 성과를 이용하여 성과분석을 위한 자료 및 표본 기업은 1999년부터 2006년까지의 기간 동안 회사정리절차종결기업에 관한 월별수익률이 KIS-Value에 포함되어야 한다.

본 연구를 위한 자료에 대한 선정기준을 요약하면 다음과 같다.

- (1) 회사정리절차종결에 관한 정보를 관보나 전자공시시스템(DART)에 공개된 자료로 부터 입수할 수 있어야 한다.
- (2) 회사정리절차종결기업에 관한 월별수익률이 한국신용평가(주) KIS-Value

5) 제271조 (정리절차의 종결) ①정리계획에 따른 변제가 시작된 이후 정리계획의 수행에 지장이 없다고 인정되는 때에는 법원은 관리인, 신고한 정리채권자 또는 정리담보권자의 신청에 의하여 또는 직권으로 정리절차종결의 결정을 하며.....<개정 1998.2.24>

6) 서울지방법원에서는 2000년 1월 31일 회사정리회사의 제3자 인수, 즉 M&A의 필요성을 최초로 언급한 이래, 회사정리의 M&A를 정리절차 운영의 주요방침으로 정하여 그 추진에 주력한 이후 전국 법원에서도 M&A로 정리종결을 추진하기 때문에 많은 기업이 M&A로 회사정리종결을 하였다.

에 포함되어야 한다.

- (3) 회사정리절차종결기업에 관한 일별 수익률이 1년 동안 연속적으로 존재하여야 한다.

아래의 <표 1>은 표본기업의 개시결정년도, 인가년도 및 종결년도의 기간에 기업의 분포를 나타낸다. 개시결정년도는 1998년도가 가장 많다. 이는 우리나라가 1997년 IMF를 겪으면서 많은 부실기업들이 회사정리절차를 신청했고 그에 따라 1년 후에 개시결정을 받게 되는 기업이 많기 때문이라고 예측된다. 2001년을 기준으로 가시적으로 회사정리절차를 종결한 기업들이 많아지기 시작하였다. 이는 서울시 지방법원에서 2000년 1월 31일 회사정리에 있는 회사의 관리인에게 ‘신규 자본의 유치 및 기업인수·합병’이라는 제목의 공문을 보내 회사정리회사의 제3자 인수, 즉 M&A의 필요성을 최초로 언급한 이래, 회사정리의 M&A를 정리절차 운영의 주요방침으로 정하여 그 추진에 주력하고 있으며, 2001년 10월 회사정리실무준칙 제5호 ‘정리회사의 M&A에 관한 준칙’을 전면 개정하여 시행하고 있기 때문에 정리회사가 M&A로 빠르게 정리절차를 종결하기 때문이라고 볼 수 있다.

<표 1> 회사정리절차종결 처리현황

종결년도	개시결정된 기업수	인가된 기업수	종결된 기업수
1997	9	0	0
1998	40	15	0
1999	15	11	3
2000	8	11	0
2001	7	11	10
2002	2	12	25
2003	3	11	22
2004	0	8	13
2005	0	5	10
2006	0	0	1
합계	84	84	84

IV. 실증분석 결과

1. 회사정리절차의 종결이후의 성과

1.1 회사정리신청-6개월과 회사정리종결이후 +12개월 동안의 CAR

회사정리절차를 신청 -6개월과 회사정리종결이후 +12개월 동안의 AR과 CAR에서 통제기업과 차이가 있는지를 분석한 결과는 아래의 <표 2>과 같다.

1.1.1 통제기업 SIM을 벤치마크로 차이 검정한 결과

<표 2> 회사정리신청과 회사정리종결이후의 AR과 CAR

사건월	AR	t-value	CAR	t-value
-6	-0.141	-1.577	-0.141	-1.577
-5	-0.005	-0.048	-0.146	-0.970
-4	0.151	1.711*	0.004	0.029
-3	0.015	0.226	0.020	0.117
-2	0.138	1.964	0.159	0.882
-1	0.155	1.319	0.314	1.449
0	0.110	2.065	0.110	2.065**
+1	-0.106	-2.115	0.004	0.067
+2	-0.022	-0.513	-0.018	-0.238
+3	-0.016	-0.355	-0.035	-0.395
+4	-0.016	-0.449	-0.051	-0.552
+5	-0.048	-1.266	-0.100	-1.020
+6	-0.043	-0.890	-0.143	-1.219
+7	-0.015	-0.482	-0.159	-1.347
+8	-0.019	-0.389	-0.178	-1.282
+9	-0.025	-0.662	-0.204	-1.467
+10	0.082	1.903*	-0.121	-0.869
+11	-0.079	-1.699*	-0.201	-1.198
+12	-0.018	-0.442	-0.220	-1.302

주1) *, ** : 각각 10%, 5% 미만에서 유의함을 나타냄.

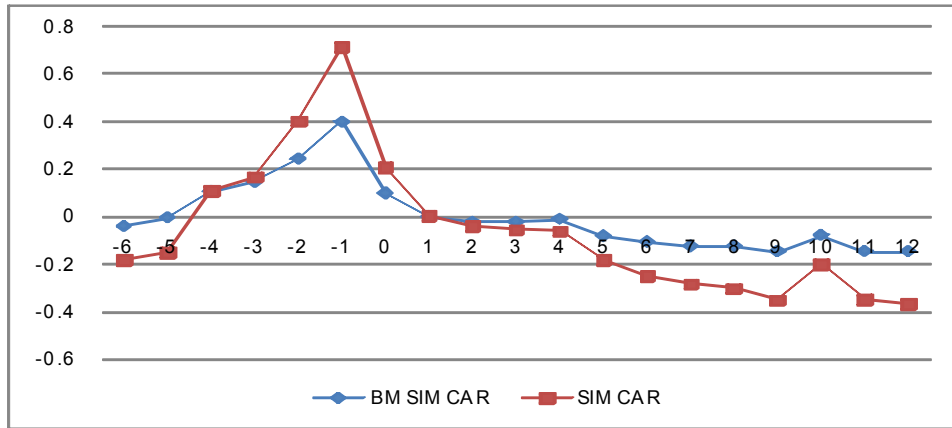
1.1.2 통제기업 BMSIM을 벤치마크로 차이 검정한 결과

<표 3> 회사정리신청과 회사정리종결이후의 AR과 CAR

사건월	AR	t-value	CAR	t-value
-6	-0.041	-0.587	-0.041	-0.587
-5	0.034	0.329	-0.007	-0.053
-4	0.112	1.525	0.105	0.674
-3	0.040	0.654	0.145	0.906
-2	0.097	1.479	0.242	1.450
-1	0.157	1.400	0.400	2.001**
0	0.097	1.729*	0.097	1.729*
+1	-0.099	-1.994**	-0.002	-0.031
+2	-0.020	-0.479	-0.022	-0.308
+3	-0.000	-0.007	-0.022	-0.256
+4	0.010	0.256	-0.012	-0.128
+5	-0.072	-1.714*	-0.084	-0.855
+6	-0.023	-0.493	-0.108	-0.922
+7	-0.018	-0.647	-0.126	-1.081
+8	0.000	0	-0.126	-0.920
+9	-0.023	-0.023	-0.150	-1.114
+10	0.071	1.587	-0.079	-0.581
+11	-0.069	-1.581	-0.148	-0.925
+12	-0.002	0.953	-0.150	-0.910

주1) *, ** : 각각 10%, 5% 미만에서 유의함을 나타냄.

회사정리신청 -4개월 전부터 회사정리를 종결하는 월에는 AR, CAR이 양(+)의 값을 보이고 있다. 그러나 회사정리절차종결월 이후 +1월부터는 통제기업과의 음(-)의 차이값을 보인다. 이것은 주식시장에서의 투자 주체들의 활발한 미래 예측으로부터 회사정리를 신청하는 시점에는 CAR가 양(+)의 값을 보이는 반면, 회사정리종결월 이후에는 CAR가 음(-)의 값을 보이는 것으로 생각된다.



<그림 1> 회사정리신청전과 회사정리종결 이후의 CAR

위의 <그림 1>에서 회사정리절차를 종결하기 4개월 전부터 회사정리종결 월까지의 CAR가 양(+)의 값을 보이고 있다. 이러한 까닭은 회사정리계획인가라는 정보 때문인 것으로 예측할 수 있다. 회사정리계획인가라는 긍정적인 정보 때문에 CAR가 높게 나타난다고 할 수 있다. 그리고 종결월 이후에는 점차 정보효과가 떨어진다. 즉, CAR가 사건일인 회사정리절차종결 월보다는 낮아지고 있다고 볼 수 있다.

1.2 공시효과

1.2.1 통제기업 SIM을 기준으로 한 공시효과

<표 4> 회사정리절차종결시점 공시효과

사건일	초과수익률(AR)		누적초과수익률(CAR)	
	AR	t-value	CAR	t-value
-20	0.0025	0.197	0.0025	0.198
-19	0.0005	0.046	0.0031	0.151
-18	-0.0045	-0.397	-0.0014	-0.053
-17	-0.0143	-1.215	-0.0157	-0.483
-16	0.0106	0.937	-0.0051	-0.146
-15	0.0061	0.556	0.0010	0.026
-14	-0.0061	-0.545	-0.0051	-0.134
-13	-0.0012	-0.120	-0.0063	-0.174

-12	0.0014	0.189	-0.0049	-0.135
-11	-0.0037	0.343	-0.0086	-0.214
-10	0.0024	0.249	-0.0063	-0.151
-9	0.0043	0.414	-0.0020	-0.045
-8	0.0037	0.438	0.0018	0.040
-7	-0.0075	-0.811	-0.0057	-0.128
-6	-0.0067	-0.537	-0.0124	-0.282
-5	-0.0218	-2.227**	-0.0341	-0.778
-4	-0.0124	-1.229	-0.0465	-1.055
-3	0.0059	0.510	-0.0406	-0.845
-2	-0.0041	-0.361	-0.0447	-0.847
-1	0.0153	1.185	-0.0294	-0.546
0	0.0025	0.174	-0.0269	0.174
+1	-0.0294	-1.996	-0.0250	-2.307**
+2	-0.0296	-2.270**	-0.0394	-2.243**
+3	-0.0218	-1.799*	-0.0498	-2.190**
+4	-0.0239	-2.075**	-0.0614	-2.173**
+5	0.0041	0.402	-0.0635	-2.091**
+6	-0.0075	-0.709	-0.0837	-2.489**
+7	-0.0225	-2.143**	-0.1104	-3.139***
+8	-0.0031	-0.295	-0.1180	-3.181***
+9	-0.0055	-0.599	-0.1341	-3.594***
+10	0.0018	0.195	-0.1312	-3.380***
+11	0.0029	0.270	-0.1294	-3.327***
+12	-0.0161	-1.589	-0.1349	-3.303***
+13	-0.0076	-0.718	-0.1380	-3.221***
+14	-0.0267	-2.551**	-0.1606	-3.553***
+15	-0.0202	-2.015**	-0.1680	-3.535***
+16	-0.0022	-0.215	-0.1639	-3.422***
+17	-0.0116	-1.076	-0.1878	-3.769***
+18	-0.0104	-1.094	-0.2096	-4.036***
+19	-0.0143	-1.339	-0.2392	-4.089***
+20	-0.0250	-2.307**	-0.2686	-4.431***

주1) *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 미만에서 유의함을 나타냄.

1.2.2 통제기업 BMSIM을 기준으로 한 공시효과

<표 5> 회사정리절차종결시점 공시효과

사건일	초과이익률(AR)		누적초과수익률(CAR)	
	AR	t-value	CAR	t-value
-20	0.0037	0.328	0.0037	0.328
-19	-0.0002	-0.018	0.0035	0.200
-18	-0.0031	-0.295	0.0004	0.018
-17	-0.0090	-0.827	-0.0086	-0.340
-16	0.0106	0.947	0.0020	0.068
-15	0.0100	0.969	0.0120	0.379
-14	-0.0062	-0.562	0.0057	0.179
-13	0.0016	0.174	0.0073	0.226
-12	0.0053	0.588	0.0125	0.380
-11	2.1769	0.000	0.0125	0.344
-10	-0.0002	-0.019	0.0124	0.328
-9	0.0029	0.315	0.0153	0.381
-8	0.0098	1.281	0.0251	0.605
-7	-0.0006	-0.066	0.0245	0.595
-6	-0.0106	-0.876	0.0139	0.324
-5	-0.0255	-2.640**	-0.0116	-0.263
-4	-0.0129	-1.350	-0.0245	-0.537
-3	0.0024	0.202	-0.0222	-0.451
-2	-0.0037	-0.324	-0.0259	-0.485
-1	0.0053	0.457	-0.0206	-0.370
0	0.0090	0.638	0.0090	0.638
+1	-0.0227	-1.778*	-0.0251	-2.307**
+2	-0.0312	-2.457**	-0.0394	-2.243**
+3	-0.0218	-1.624	-0.0498	-2.190**
+4	-0.0259	-2.219**	-0.0614	-2.173**
+5	0.0118	1.209	-0.0635	-2.091**
+6	-0.0092	-0.802	-0.0837	-2.489**
+7	-0.0233	-2.260**	-0.1104	-3.139***
+8	-0.0027	-0.237	-0.1180	-3.181***
+9	-0.0037	-0.393	-0.1341	-3.594***
+10	-0.0035	-0.370	-0.1294	-3.380***
+11	0.0006	0.054	-0.1349	-3.327***
+12	-0.0202	-1.943*	-0.1380	-3.303***
+13	-0.0092	-0.867	-0.1606	-3.221***
+14	-0.0227	-2.073**	-0.1680	-3.554***
+15	-0.0165	-1.436	-0.1639	-3.535***

+16	-0.0061	-0.599	-0.1878	-3.422***
+17	-0.0110	-0.951	-0.2096	-3.769***
+18	-0.0112	-1.344	-0.2392	-4.036***
+19	-0.0120	-1.081	-0.2392	-4.089***
+20	-0.0184	-2.101**	-0.2686	-4.431***

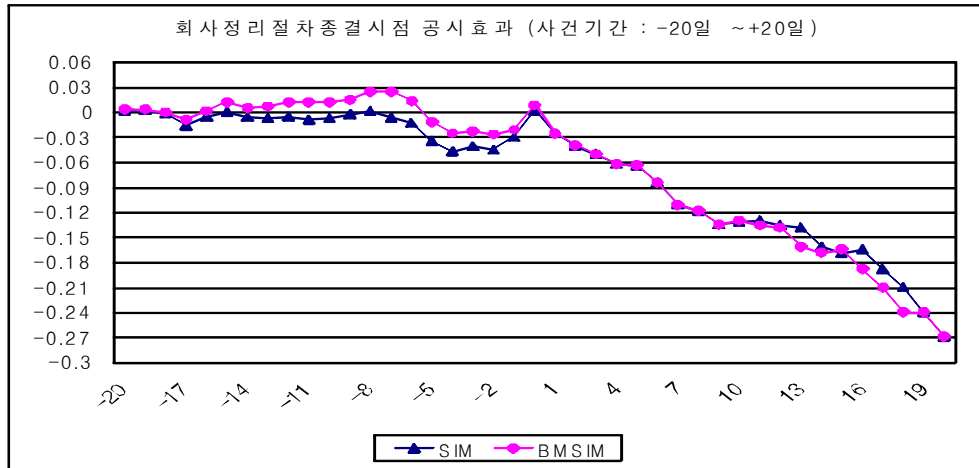
주1) *, **, *** : 각각 10%, 5%, 1% 미만에서 유의함을 나타냄.

본 연구의 실증분석결과에서는 위 <표 4>, <표 5>처럼 회사정리종결일 이후 시간이 경과 할수록 CAR의 수치가 음(-)의 값으로 점점 커지고 있다. 공시제도가 매우 적절하게 유지되어서 사전 정보 누출이 없고, 그리고 시장에서의 투자 주체들의 미래 예측 기능이 현저히 낮을 경우에는 회사정리종결이라는 good news가 공시 시점을 시작으로 발생하겠지만, 위의 두 가지 조건 중 하나라도 성립되지 않는다면, 공시 효과는 공시 발표 이전에도 발생할 수 있다. 그런데 본 연구의 결과를 보면, 공시효과의 패턴이 후자의 형태를 보이고 있다. 특히, BMSIM을 사용한 경우에는 공시발표 이전에 일관적으로 양(+)의 수익률을 보이다가 공시발표가 임박하면서부터 시작하여 공시발표 이후에는 음(-)의 수익률을 보이고 있다.⁷⁾

이러한 공시 발표 이전의 사전적인 오버슈팅의 원인이 회사정리종결 정보의 사전 시장누출에 의한 것일 가능성은 매우 낮다. 왜냐하면 본 연구의 데이터가 동일 시점⁸⁾을 공유하지 않고 있기 때문에 모든 기업의 회사정리종결 정보가 모든 기업에서 모두 다 누출되었다고 보기는 어렵기 때문이다. 그리하여 이러한 사전적인 오버슈팅의 원인을 주식시장에서의 투자 주체들의 활발한 미래 예측 기능으로부터 찾을 수 있다고 생각된다.

7) 공시효과의 오버슈팅 가능성과 시간 패턴에 관한 논의는 논문의 심사자가 적절하게 지적하였다.

8) 본 연구에서 사용한 데이터는 회사정리신청시점과 종결시점이 모두 다르다.



<그림 2> 회사정리절차종결일 전·후의 공시효과

V. 결 론

본 연구에서는 회사정리종결이후의 주식성과를 측정하기 회사정리종결기업의 주식성과를 측정하고, 이렇게 측정된 주식성과가 회사정리절차를 종결한 기업과 비교대상 기업 간에 차이가 있는지를 통계적으로 검정하였다. 이에 더하여 회사정리종결의 공시효과도 검정하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 회사정리신청월로부터 6개월 동안의 주식성과와 회사정리종결일 이후부터 +12개월 동안의 주식성과의 비교에서 통제기업의 상관없이 회사정리종결일로부터 +12개월 동안의 평균적인 주식성과는 지속적으로 부(-)의 성과를 보였다.

둘째, 표본기업과 통제기업의 CAR에서 차이가 있는지 회사정리신청월로부터 6개월 동안과 회사정리종결일로부터 +12개월 동안의 t-검정결과 통제기업 SIM을 이용한 분석에서는 회사정리종결일 이후 +5개월에서는 음(-)의 값으로 5%에서 차이가 있게 나타났다. 그리고 BMSIM에서는 회사정리를 신청하기 전 -1월에서는 양(+)의 값으로 5%에서 차이가 있으며, 회사정리종결일 +5에서는 음(-)의 값으로 5%에서 차이가 나타났다. 마지막으로 회사정리기업의 종결이라는 사건에 대한 공시효과에서 BMSIM에서는 회사정리종결일 -20일부터 종결일까지의 CAR의 평균값은 양(+)의 값으로 나타났다. 그러나 통제기업과의 차이 값은 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다. 오히려 회사정리종결일 이후에 모든 기간에서 통제기업과 유의하게 (-)의 값으로 나타났다.

VI. 논 의

위의 결과를 종합하면 주식시장에서 회사정리종결 이후 주식성과는 부정적이라고 할 수 있고, 이를 통해 회사정리종결이 효율적이지 않다고 할 수 있다. 왜냐하면 회사정리종결이후의 효율성은 주식시장에서 투자자들의 평가에 의해 주가로 나타난다. 그러므로 만약에 어떤 기업의 미래 예상수익이 크게 호전될 것으로 기대된다면 주가는 상승할 것이고 이로 인해 회사정리기업들은 초과수익률을 얻게 될 것이다. 그러나 실증분석의 결과에서 회사정리종결이후 초과수익률이 부(-)의 성과로 나타나는데 이러한 결과는 회사정리종결기업에 대한 경제적 갱생가능성이 충분치 못하거나, 미래의 성장가능성이 예상되지 못하기 때문인 것으로 예측된다. 또는 회사정리종결기업들이 애초부터 경제적 갱생가능성이 없는 기업들이었기 때문에 회사정리계획인가를 받아 회사정리절차를 종결하였다 하더라도 본 연구의 실증분석결과처럼 그 이후의 주식성과가 저성과를 보인다고도 할 수 있다. 그러므로 회사정리절차를 종결한 후에도 회사정리기업들이 여전히 성과가 좋지 못해서 회생가능성이 충분하지 않거나 경제적으로 효율적이지 않다면, 회사정리절차종결이 채권자들의 채무계약⁹⁾이 이루어지지 않은 것에 대한 보상이 되지 못하며, 더 나아가서 경제적으로 편익을 가져오지 못하고 있다고 판단된다. 본 연구의 실증결과를 통해서 회사정리절차를 종결한 기업은 당초에 취지와는 다르게 경제적 갱생가능성이 없는 기업이 많이 포함되었을 수도 있음을 시사한다. 즉, 계속적으로 영업능력이 없는 부실기업을 이해당사자의 희생과 경제적 비용을 감수하면서 회생시키는 오류를 범할 수 있음을 시사한다. 그러므로 회사정리절차를 밟고 있는 기업의 사업 중에서 우량한 사업을 따로 떼어서 매각 또는 새로운 회사로 되거나, 연관 사업을 하는 기업과 M&A를 하는 것이 회사정리절차를 통해서 갱생하는 것보다는 경제적으로 효율적일 가능성이 충분히 존재한다고 판단된다.

9) Oliver Hart(1995)에 의하면 일반적인 채권 채무 계약에서 채권자의 가장 기본적인 권리는 채무자로부터 채무 계약에 명시된 대로 원금과 이자를 상환 받으며, 계약대로 상환이 이루어지지 않은 경우에는 채무자의 자산을 취득하거나 청산하여 그들의 채권을 행사하는 것이라고 설명.

참고문헌

1. 강경이 · 민만기(2009), “회생절차종결로서 M&A의 성과에 대한 실증분석,” 회계와 감사연구, 제49권. pp.357-387.
2. 강경이 · 이상원(2009), “회생절차를 종결한 기업의 회계적 성과에 관한 실증 분석,” 회계연구, 제14권 제1호, pp 325-357.
3. 강준구 · 백재승(2001), “외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정의 결정 요인 및 구조조정 효과,” 재무연구, 제14집 제2호, pp. 199-250.
4. 강호정(2001), “법정관리 종결기업의 성과,” 경영학연구, 제30권 제2호. pp. 387-411.
5. 김석진 · 변현주(2004), “구조조정의 성공요인에 관한 영향,” 금융학회지, 제9권 제1호. pp. 99~129.
6. 이남우(2004), “회사재건 유형별 회사재건 시작시와 종료시의 시장반응,” 산업경제연구, 제5권. pp.1939-1960.
7. 이명철 · 이기환 · 박주철(2000), “WORKOUT 기업의 주가반응에 관한 실증적 분석,” 증권학회지, 제26권, pp.43-171.
8. 이상우 · 최기호(2002), “구조조정기업의 주가 반응에 관한 연구: 화의와 회사정리를 중심으로,” 경영학연구, 제31권 제1호. pp.723-749.
9. 장범식 · 황인덕(2008), “구조조정기업의 주식성과에 관한 연구,” 재무관리연구, 제25권 제1호. pp.141-177.
10. Alderson, M.J. and B.L. Betker(1995), “Liquidation Cost and Capital Structure Risk,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp.3-21.
11. Kequian, B. and L. Haim(1993), “Market Reaction to Bond Down-grading Followed by Chapter 11 Fillings,” *Financial Management*, Vol. 22, pp. 156-162.
12. Eberhart, C.A., E.I. Altman and R. Aggarwal(1999), “The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy,” *Journal of Finance*, Vol. 54, pp.1855-1868.
13. Hotchkiss, E.S(1995), “Post-bankruptcy Performance and Management Turnover,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp.3-21.
14. Oliver, H(1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University.

Abstract

An Empirical Analysis of the Stock Market Performances of Reorganized Firms and the Disclosure Effect of Completion of Reorganization

Kang, Kyung-Yi* · Lee, Sang-Won** · Choi, Byung-Woo***

The purpose of this paper is to analyze the stock market performances CAR of reorganized firms and study the disclosure effect of completion of reorganization to examine whether there exists significant economic merit for the institutionalized continuation of unprofitable firms. The main results of this paper can be summarized as follows.

First, the average stock market performances for +12 months after the completion of reorganization compared to those for -6 months before the proposal of reorganization show consistently negative returns. Second, to see whether there exist significant differences between the stock market performances of reorganized firms and those of normal firms with similar characteristics, CAR's measured from -6 months before the proposal of reorganization to +12 months after the completion of reorganization are statistically tested, which results in significantly negative values starting +5 months after the completion of reorganization. Finally, to see the disclosure effect of the news of completion of reorganization, daily CAR's are measured and tested, which shows positive values only for -20 days and -19 days before the disclosure, and shows negative values for the whole periods up to +20 days after the disclosure.

The results of the paper imply consistently that the reorganized firms have no better performances compared to the similar normal firms, and the performances do not improve even after the completion of reorganization, which casts serious doubts upon the current forms of the institutionalized continuation of unprofitable firms.

Key Words : Processes of the Legal management, CAR, Disclosure Effect, SIM, BMSIM.

* A Part-time lecturer. College of Business of Administration, Hongik University

** Professor, Division of Economics, Inha University

*** Associate Professor, Department of Business Administration, Konkuk University