

공시된 경영전략의 유형별 장기실적 기여도 분석

강 원 (세종대학교 경영대학 경영학과 교수)*

국 문 요 약

본 연구에서는 기업이 공시를 통해 시장에게 통보한 경영전략이 유형별로 기업의 장기실적 변화에 어떤 기여를 했는지를 분석하였다. 2002년 국내에서 공정 공시제도가 시행되면서 이사회 결의 시점에서 일반투자자도 기업의 경영전략을 손쉽게 알 수 있게 되었다. 기업이 공시된 내용에 충실하게 전략을 수행한다면, 향후 관찰되는 실적 및 성과와 이들 공시된 기업전략 간의 관계분석을 통해 어떤 전략이 기업의 장기성과를 높이는데 기여했으며 어떤 전략이 기업의 실적을 훼손하는데 작용했는지를 알 수 있을 것이다. 연구대상은 2003~2005년 기간에 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입한 60개 기업으로 한정하였다. 신규로 거래소에 진입한 기업을 사용했을 때는 사건일 이전 공시가 없기 때문에 사건일 이후에 공시된 내용과 사건일 이후에 기록된 실적 간의 관계를 분석하는데 문제가 적다. 또한 IPO보다는 우회상장을 통해 자본시장에 진입한 기업이 더욱 다양한 공시를 한다는 장점을 갖는다. 이들 표본기업에 대해 상장시점부터 1년 간 공시한 내용과 동기간의 주식 보수이익률 및 벤치마크포트폴리오 대비 초과보유이익률 간의 관계를 조사하였다.

연구결과, 우회상장 이후 구조조정의 증거가 되는 감자, 이사감사 퇴임 등의 활동과 새로운 투자의 증거가 되는 투자확대, 회사인수 등의 활동은 기업 가치를 장기적으로 향상시키는데 도움을 주고 있음이 밝혀졌다. 그러나 차입증가, 대표이사변경, 합병은 기업 가치를 장기적으로 떨어뜨리는 효과를 가져왔다. 따라서 우회상장 이후 차입을 늘리는 기업은 차입금을 효율적인 투자 안에 투입하기 보다는 기타의 목적으로 사용하고, 대표이사를 변경하는 것은 구조조정의 일환 이라기보다는 우회상장 이후 진행되었던 구조조정이 효율적이지 못했다는 증거로 여겨질 수 있으며, 우회상장 이후 다시 타 기업과 합병을 진행하는 것은 또 다른 우회상장 등 주주 부를 하락시키는 활동이었다고 유추할 수 있다. 특히 감자, 합병, 차입 등에 대한 본 연구의 결과는 기존의 단기영향 분석결과와 상이하여, 향후 공시에 대한 단기효과 분석뿐만 아니라 장기효과 분석도 진행되어야 함을 시사하고 있다.

핵심주제어: 공정 공시, 공시의 장기효과, 감자, 합병, 회사인수, 우회상장

* 세종대학교 경영대학 경영학과 교수, kangwon@sejong.ac.kr

1. 서 론

우리나라는 외환위기 이후 공시제도를 강화하려는 조치의 일환으로 1999년 전자공시시스템이 도입되고 2002년 11월부터는 공정 공시제도를 시행하였다. 이들 제도의 취지는 기업이 기업관련 정보를 제작하고 공급하는 애널리스트 및 기관투자자 등에게만 선별적으로 정보를 제공하는 행위를 금하고 정보를 모든 일반투자자에게도 공개해야 한다는데 있다. 공시제도가 강화된 이후 국내에서는 그 효과에 대한 연구가 적지 않게 진행되었다. 소위 주가동조현상(stock price synchronicity)의 감소와 대신 기업의 고유정보가 주가에 주는 영향이 증가하였다는 분석결과가 보고되었으며(박경진 외, 2006), 공정 공시제도 도입 이후 이익 공시 비정상수익률변동성과 비정상거래량의 변화가 감소하였다는 주장(김지홍 외, 2005)이 제기되는 등, 대부분의 실증분석은 공정 공시의 효과가 긍정적이라는 결론을 내리고 있다. 즉, 2002년 이후 국내 거래소 시장에서 유통되고 있는 공시는 양적으로도 증가했을 뿐만 아니라 질적으로도 기업과 시장 사이의 정보 불균형을 감소시키는 효과를 가져왔다고 볼 수 있다.

국내 거래소시장이 이렇게 개선된 정보환경을 가지고 있다면, 기업의 공시는 단지 기업 가치에 단기적인 충격을 주는 차원에 머무르지 않고 기업의 향후 전략과 영업성과를 예상할 수 있는 근거자료로 사용될 수 있을 것이다. 시장은 기업의 공시내용을 보고 해당기업의 미래 현금흐름을 예상할 수 있으며, 따라서 공시는 기업의 경영전략을 시장에서 판단할 수 있는 근거가 된다. 이러한 맥락에서 기업의 장기성과에 긍정적인 영향을 주는 공시와 반대로 부정적인 영향을 주는 공시를 조사해 볼 필요성이 생긴다. 기업의 공시와 장기성과간의 관계를 분석하기 위해서는 각각의 공시에 대해 사건일 이후 장기성과를 측정하여 해당 공시와 장기성과간의 상관관계를 관찰 할 수도 있다. 그러나 장기성과 측정기간에 해당 공시 이외의 다른 중대 사건이 발생할 개연성이 높기 때문에, 단순히 개별 공시와 사건일 이후 장기성과 간의 상관관계를 측정하는 위의 방법은 적지 않은 문제를 가지게 된다. 기업의 장기적인 성과는 오히려 기업이 추구하는 여러 전략과 영업활동의 합에 의해 결정되기 때문에, 여러 종류의 공시를 상호 통제할 가운데 각자가 장기성과에 주는 영향을 봐야 할 것이다.

본 연구에서는 기업이 자본시장에 진입한 이후 1년 동안 배포한 모든 공시를 대상으로 각각의 공시 횟수가 동기간 기업의 주가수익률 및 회계적 수익률에 미치는 영향을 조사하였다. 이러한 방법은 먼저 으며, 해당 공시일 전후의 비정상누적수익률을 관찰하는 단기분석에 머무르는데 비해 공시의 장기적인 영향을 분석할 수 있다는 장점을 가지게 된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 공정 공시제도의 영향 및 각각 공시에 대한 단기분석 결과를 살펴보고, 3장에서는 본 연구의 표본 및 방법론을 기술하고, 4장에서는 실증분석 결과를 논한다. 그리고 5장에서 결론을 맺기로 한다.

II. 문헌연구

2.1 공정 공시 관련 연구

공정 공시에 대한 연구는 해외는 물론 국내에서도 대부분 긍정적인 결과들이 보고되었다. 특히 미국에서는 2000년 공정 공시제도가 시행된 후 정보의 양이 증가하면서 정보의 불균형이 크게 해소되었고, 과도한 정보로 인해 오히려 유용한 정보를 찾기가 어려워질 것이라는 일부 지적과는 달리 긍정적인 효과가 우세하다는 평가가 일반적이다. Helfin et al.(2003)은 미국에서 공정 공시제도 시행 후 이익공시일 전후의 주가변동성이 낮아졌으며, 주가가 이익 공시 후의 주가로 수렴하는 속도가 빨라졌다고 보고하였다.

국내 자본시장의 주가동조성 관련 연구에서도 공정 공시 제도의 긍정적인 효과가 발견되고 있다. 박경진 외 (2006)은 Morck et al.(2000)의 방법을 사용하여 주가동조성을 측정하였는데, 공정 공시 이후 공시의 빈도가 높아지면서 기업고유의 공시가 많을수록 주가동조화(stock price synchronicity)가 낮아지고 있음을 발견하였다. 공정 공시 이후 국내 자본시장에서 주가동조화가 줄어들었다는 이러한 발견은, Morck et al. (2000)¹⁾의 주장에 따라 해석하자면, 공정 공시로 인해 국내 시장의 정보환경이 점점 선진시장을 닮아가고 있음을 뜻한다고 볼 수 있다. 한편 김성민, 전상경 (2005)는 공정 공시 중에서 영업실적에 대한 예측치를 보고하는 공시를 실적예측공시라 하고, 그 외에 자발적으로 하는 경영계획공시, 계약체결공시, 신상품개발공시, 자사홍보 공시 등을 전략적 공시라고 명명한 뒤, 이들의 CAR(-1,0), CAR(-1,+1), CAR(0,+1)을 각각 측정한 뒤 두 표본간의 차이를 분석하였다. 그 결과 전략적 공시는 비정상누적수익률이 유의적인지 않았고 실적공시는 비 기대 실적에 대한 시장의 반응을 동반하고 있음을 발견하였다.

이러한 기존의 공정 공시제도 관련 연구들은 시장이 공시의 내용을 바탕으로 기업의 미래현금흐름을 예상할 수 있음을 말해주고 있으며, 따라서 본 연구에서 취하는

1) Morck et al. (2000)은 국가별 거시적 위험을 공유하는 정도의 차이나 산업다각화 정도의 차이, 시장규모의 차이를 통제된 후에도 선진국에 비해 개발도상국에서 주가동조화 현상이 더 높음을 발견하고, 이는 국가별 자본시장 인프라의 근본적 차이에 의거한 것으로 해석하였다.

방법론의 유효성을 지지하는 결과라고 할 수 있다.

2.2 기업결합공시 관련 연구

합병을 설명하는 이론은, 주주의 부를 극대화하기 위해서 이루어진다는 이론과, 경영자의 효용함수는 기업규모와 정의 관계를 가지고 있기 때문에 NPV가 영보다 작은 합병이어도 기업규모를 늘릴 수 있다면 진행된다는 경영자주의 이론이 대표적이다. 해외 연구는 대부분 합병공시 전후 피 합병 기업의 주주들은 유의적인 부의 상승을 경험한다고 보고하고 있으나 합병기업 주주의 부에 대해서는 일치된 결과를 보여주지 못한다. 또한 공개매수측 기업 주주들은 평균적으로 미미한 초과수익률을 얻지 것으로 나타난다²⁾. 한편 국내연구에서는 반대의 결과가 발견되었다. 국내 합병기업에서는 평균적으로 유의적인 양의 초과수익률이 발견되나, 국내 피 합병 기업에 대해서는 일치된 결과가 보고되지 않았다. 조경식 외(2003)는 코스닥 등록 기업을 대상으로 2000~2002년 기간에 실행된 합병공시 효과를 측정한 결과, 합병 공시 일에 2.08%의 유의미한 평균초과수익률이 발견되었고, (-1일, 1일) 기간과 (-10일, 1일) 기간에는 누적평균초과수익률이 각각 유의미한 2.90%와 4.44%를 기록하였다. 이러한 실증 분석 결과에 기초하여 저자는 코스닥시장에서 합병 공시 전후에 주주의 부가 증가한다는 증거라고 주장하였다.

기업분할은 국내의 경우 외환위기 이후 구조조정을 촉진하기 위해 1998년 12월 28일 상법에 제정되었다. 동년 12월 법인세법에 신설되었고, 기업회계기준에서도 기업분할에 관한 규정을 1999년부터 신설하였다. 기업 분할을 설명하는 가설로는 먼저 분할을 통해 경영역량을 핵심부문에 집중하게 되면서 기업가치가 증대된다는 집중화가설이 있다. Daley et al.(1997)은 1975~1991년 기간 동종업종분할 25건과 이종업종분할 60건에 대해 집중화가설을 검증한 결과, 이종업종분할은 공시전일부터 공시일까지 4.3%의 초과수익률을 보였고, 동종업종분할은 초과수익이 나타나지 않았다고 보고하면서 집중화가설을 지지하였다. 그러나 국내에서는 일관된 결과를 보이지 못하고 있다. 박성규, 전수영(2008)은 2000~2005년 기간에 분할을 공시한 101개의 표본을 가지고 분석한 결과, 분할공시 시 CAAR(누적평균초과수익률)가 유의미한 양수를 기록하여, 분할로 인해 전문성과 성장성의 시너지 극대화가 이루어진다고 주장하면서 집중화가설을 지지하였다. 그러나 기현희, 장원결(2004)은 1999~2003년 4월까지 분할한 기업을 대상으로 공시효과를 검증하였으나 공시 전후의 누적초과수익률이 음의 값을 기록하여 집중화가설을 지지하지 못하였다.

한편 기업분할을 설명하는 또 다른 가설은 내부자본시장의 비효율성을 제거하기 위

2) 조경식 외(2003)는 국내외 합병관련 연구를 잘 정리하여 보고하고 있다.

해서 기업이 분할을 한다는 가설이다. 국내에서는 심충진(2006)이 1999~2004년까지 기업분할을 공시한 12월 결산법인에 대해 분할기업의 내부자본시장의 효율성(INVESFF)과 공시시점의 CAR 간의 관계를 조사하였다. 그 결과, 공시 시 양의 CAR가 발견되고 직전년도에 내부자본시장이 비효율적일수록 CAR가 높아짐을 보고 하면서, 국내에서도 내부자본시장의 비효율성을 낮추기 위해 기업분할이 일어나고 있음을 주장하였다.

2.3 자금조달공시 관련 연구

우리나라는 1985년부터 기업이 해외시장에서 전환사채와 신주인수권부사채 등 증권발행을 통해 자금을 조달할 수 있도록 허용해 왔다. 해외전환사채 발행의 성공은 기업의 자금조달은 물론 명성에도 긍정적인 효과를 미칠 것으로 기대된다. 전환사채의 발행에 대해서는 그간 많은 연구들이 진행되어 왔다. 기업들이 전환사채를 발행하는 이유는 일반사채에 비해 금리가 저렴하다는 점과 부채비율이 높은 기업일 경우 주식으로 전환되면 재무구조가 향상되는 효과가 있다는 점이다. 또한 주식발행은 역선택문제 때문에 매력도가 떨어지는 한편 사채발행은 재무곤경비용의 상승 때문에 꺼리게 되어, 그 중간의 형태로 전환사채를 기업이 선택하게 된다는 설명도 가능하다. 미국기업이 자국의 자본시장에서 발행한 전환사채의 발행 공시 주가반응은 음의 비정상 수익률을 나타낸다. 국내에서는 전환사채 발행에 대해 엇갈린 결과들이 보고되었다. 박진우, 백재승(2003)은 전환사채 발행 시 CAR(-1,1)는 유의적인 양의 값을, CAR(-5,5)는 유의적이지 않은 양의 값을 기록하였다고 보고한 반면, 고봉찬, 박래수(2000)는 CAR(-1,1)이 유의적이지 않다고 보고하였다.

증자에 대해서는 많은 연구와 가설이 제기되었다. 먼저 정보가설에 의하면, 내부경영자가 외부투자자보다 기업의 내재가치에 대한 정보를 더 많이 가지고 있다는 가정 하에서, 경영자는 내재가치에 비해 시장가치가 더 높을 때만 신주를 발행하고 반대로 시가보다 내재가치가 높다고 생각할 때는 채권을 발행한다고 볼 수 있다. 따라서 주식발행은 기업의 과대평가를 알리는 신호가 되어 발행 공시 시 주가는 하락한다고 주장한다(Ross, 1997; Myers and Majluf, 1984). 또한 Merton(1974)는 증자에 의한 부채비율의 감소는 채권자의 위험을 줄여주기 때문에 기업가치가 일정한 상태에서 주주의 부가 감소하게 된다는 부의 재분배가설을 주장하였다. 한편 그 반대로 McConnell and Muscarrella(1985)는 투자기회가 유상증자와 관련된 부정적인 효과를 충분히 상쇄할 수 있다고 판단할 때 유상증자가 이루어지므로 주가에는 결국 양의 영향을 줄 것이라는 투자기회가설을 주장하였다.

실증분석을 보면, 미국시장에서는 유상증자의 공시가 장단기적으로 주가에 악영향을 미친다는 보고가 많았다. 이는 주로 증자에 대한 역선택 문제로 설명한다. 즉, 기

업의 내부정보를 가지고 있는 경영진은 기존 주주를 위해 새로운 주주의 부를 훼손하면서까지 주식발행을 시행할 수 있기 때문에, 주식발행은 기업 가치에 대한 부정적인 정보를 시장에 신호한다(Myers, Majluf, 1984). 반면 한국의 경우, 대부분의 연구가 공시시점까지는 주가가 비정상적으로 상승하고 공시 직후 또는 장기적으로는 주가가 하락한다고 보고하고 있어, 미국의 주식시장과는 상이한 모습을 보이고 있다. 가령 김병기, 공명재(2000)는 증자기업이 비 증자기업에 비해 주가수익률과 영업성파에 있어 모두 열등한 성과를 보이고 있고, 유상증자로 재무구조가 개선된다는 증거도 발견할 수 없다고 주장하였다. 그러나 정현철, 정영우(2008)는 국내 실증분석이 미국시장의 분석결과와 다른 것은 정보의 효율성에 기인한다고 가정하고, 2000~2005년 기간 유상증자를 공시한 코스피 상장기업 중 코스피200에 속한 기업과 그렇지 않은 기업을 두 개의 집단을 나누어 정보효율성의 차이에 따른 유상증자효과를 분석하였다. 그 결과, 코스피200의 경우 5일간 평균 1.15%p가 하락한 것을 발견하고, 이러한 결과는 오히려 미국시장을 중심으로 한 해외 선행연구의 결과인 음의 효과와 일치한다고 주장하였다. 이를 바탕으로 저자는, 그간 국내시장에 보고된 유상증자 공시시점의 양의 효과는 정보효율성이 상대적으로 떨어지는 코스피200 이외의 기업들이 실증분석의 표본에 들어있었기 때문에 발생한 것이고, 음의 효과를 보이는 코스피200 기업들의 공시효과가 이들 때문에 드러나지 않았기 때문이라고 설명하였다.

2.4 재무곤경공시 관련연구

재무곤경에 관련한 대표적인 공시는 법정관리신청공시라고 할 수 있다. 시장이 사전적으로 기업의 재무곤경 상태를 예상하지 못한 상태라면, 해당기업이 법정관리를 신청했다는 공시는 당연히 주가의 급락을 야기 시킬 것이다. 따라서 법정관리 관련 공시에 대한 연구는 공시에 대한 해당기업의 주가반응보다는 한 기업의 법정관리 공시가 동종기업의 주가에도 영향을 주는지를 살펴보는 감염효과분석에 주로 초점을 두고 있다. 본 연구는 표본기업의 공시가 해당기업의 장기성과에 주는 영향을 분석하고 있기 때문에, 이러한 감염효과는 본 연구에서 고려하지 않았다.

감자는 유상감자와 무상 감자가 있으나 사실상 유상감자는 극소수이기 때문에 감자에 관한 공시는 대부분 부실기업이나 법정관리에 있는 기업들이 재무구조 개선을 위해 행한다고 볼 수 있다. 기존 주식을 감자시킴으로써 자본금을 줄인 후, 제3자 배정 등 새로운 대주주를 영입하여 구조조정 하는 방법이다. 따라서 상장폐지를 피하기 위해 연말에 감자가 집중되는 경향이 있다. 감자에 대한 연구는 그렇게 많지 않다. 이유태(2006)는 1992~2004년 기간에 무상 감자를 공시한 국내 상장기업을 대상으로 조사를 한 결과, 거래소의 경우는 공시 다음 이틀간 음의 비정상수익률이 유의하게 나타났고, 코스닥의 경우는 공시 전 이틀 전부터 공시 후 이틀간 유의미한 음의 비정

상수익률이 목격되었다. 또한 부채비율은 감자실시 이후 현저히 향상되었으나, 부채비율의 향상이 ROA나 ROE 같은 기업의 수익성 향상으로 연결되는 징후는 발견하지 못하였다고 보고하였다.

2.5 배당 및 자사주매입공시 관련 연구

배당관련 연구는 주로 배당락일의 주가행태분석을 주제로 삼고 있다. 여타조건이 일정하다면 이론적으로 배당락일의 주가는 배당락 직전일 종가에서 주주에게 지급되는 배당금 액수만큼 하락해야 한다. 국내 증권거래소는 1998년 7월부터 결산이 돌아오는 기업에 대해 현금배당락조치를 폐지하여 현금배당만 실시하는 기업은 여타조건이 일정하다면 연말 배당부 증가와 연초개장일 배당락 기준가격이 동일하게 되었다. 이렇게 현금배당락조치를 폐지한 것은 차익거래기회를 통해 주가와 기업 가치 간에 발생하는 괴리는 금방 소멸할 수가 있고, 따라서 인위적인 배당락조치는 의미가 없다고 판단하였기 때문이다. 김성민(1997)은 배당락조치가 존재하던 기간을 대상으로 연구한 결과, 사전공시일 이전 -10일부터 공시 일까지의 CAR가 현금배당사전공시기업의 경우 약 8%인데 반해 현금배당사전공시를 하지 않은 기업은 3.6%이어서 사전공시를 한 기업의 경우 배당의 정보효과가 공시이전부터 반영되어 주가상승이 더 크다고 보고하였다. 한편 연말폐장일(+9)까지의 누적수익률은 사전공시기업은 -4%를 기록한 반면, 사전에 공시하지 않은 기업은 -2.8%를 기록하여, 오히려 사전 공시한 경우 상대적으로 주가가 더 하락하였다고 보고하면서, 이는 현금배당의 사전공시가 주가에 미치는 영향이 유의적임을 나타낸다고 주장하였다. 한편 김성민(2003)은 현금배당락 조치가 폐지된 1998~2000년 기간에 배당을 사전 공시한 기업을 대상으로 현금배당의 사전공시가 배당락일의 주식수익률에 미치는 영향을 분석한 결과, 배당락일의 주식수익률은 음으로 나타나, 시장이 사전 공시된 배당금을 효율적으로 반영하고 있는 것으로 나타났다고 주장하였다.

자사주 매입과 관련된 가장 대표적인 가설은 기업가치 저평가에 대한 정보신호가설이다. 정보적 우위를 가진 기업의 내부경영자는 현재의 주가가 내재가치보다 낮을 때 자사주 매입을 결정하기 때문에 자사주 매입공시는 주가를 상승시킨다는 가설이다. Vermalen(1981)은 NYSE에 상장된 기업을 대상으로 1962년부터 1977년 동안 고장가격 공개매수를 통해 자사주 매입을 공시한 131개 사례와 1970년부터 1978년 사이 공개시장을 통해 자사주 매입을 공시한 243개의 사례를 대상으로 분석한 결과, 자사주 매입을 공시한 기업이 공시 일에 양의 비정상수익률을 기록하였다고 보고하였다. 특히, 기업규모가 작을수록 공시 일에 주가가 더욱 많이 상승하는 현상을 발견하고, 이는 규모가 작을수록 시장과의 정보 불균형이 심해 경영자의 사적인 내부정보가 시장에 미치는 영향이 상대적으로 크기 때문에 발생하는 현상이라고 해석하였다.

국내에서는 정성창, 이용교(1996)가 1994년 5월에서 12월까지 자사주매입을 공시한 104개 표본을 대상으로 분석한 결과, 공시 이전 비정상누적수익률이 공시 후 3일간 비정상누적수익률에 유의적인 양의 영향을 미치고 있음을 발견하고, 이는 저평가 가설을 지지하지 않는 결과라고 주장하였다. 이와 같이 국내에서 자사주매입의 신호 가설이 지지되지 않은 것에 대해 최근 최성섭, 이왕범(2005)은 자사주매입이 허용된 초기에는 그 취득 수량 한도가 총 발행 주식수의 5%로 제한되어 있었기 때문이라고 주장하였다. 이들은 1999년 5월에 증권거래법 시행령이 개정되면서 취득수량한도 조항이 폐지되었던 것에 착안하여, 2003~2004년 자사주 직접매입 공시법인 중 주가안정만을 취득목적으로 공시한 기업을 대상으로 저평가 가설을 다시 검증하였다. 그 결과, 주가는 유의적으로 상승한 것을 목격하였고, 목표 취득비율이 높을수록 코스피 200 혹은 코스닥50 제외종목일 경우 주가의 반응 정도가 컸음을 발견하였다. 이를 바탕으로 저자는 국내에서도 정보신호가설은 기각할 수 없으며 오히려 전반적인 지지를 받고 있다고 주장하였다.

2.6 대표이사 교체공시 관련 연구

최고경영자 교체가 주가에 미치는 영향에 관한 외국 선행연구는 서로 일치하지 않는 결과를 보고하고 있다. Beatty, Zajac(1987)은 공시 일에 유의미한 부의 비정상 수익률이 나타난다고 보고한 반면, Warner et al.(1988)은 공시 일에 유의미한 비정상수익률이 나타나지 않는다고 보고하였다. 이와 같이 상반된 결과가 나오는 이유에 대해 Weisbach(1988)는 최고경영자 교체는 성과가 저조한 기존 경영자가 교체됨으로 향후 기업의 실적이 제고될 것이라는 긍정적인 실물효과는 물론 기업의 성과가 예상보다 저조했다는 부정적인 신호효과도 동시에 전달하기 때문이라고 주장하였다. 한편 Denis, Denis(1995)은 공시 일에 유의미한 양의 비정상수익률이 나타난다는 또 다른 주장을 하였는데, 이들은 전임자가 강제로 해임되는 경우가 그렇지 않을 경우에 비해 더 큰 값을 가진다는 사실도 발견하였다.

국내에서는 심동석(2000)이 Denis, Denis(1995)의 연구에 착안하여, 1993~1997년 사이에 최고경영자 교체를 공시한 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 그 결과 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 표본의 주가는 공시일 기준 (-1일, 1일)과 (-1일, 8일) 기간에 각각 -0.880%와 -1.746%의 하락을 보였으며 통계적으로 유의하다고 보고하였다. 반면에 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 표본의 주가는 공시일과 공시일 전후의 여러 상이한 기간에 걸쳐 유의미한 주가반응을 보이지 않았다고 보고하였다. 이러한 결과를 바탕으로 저자는, 투자자들은 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되지 않는 교체를 문책성 교체로 판단하고 있으며, 이러한 문책성 교체는 성과가 저조한 경영자가 교체되고 나면 향후 주가

가 상승할 것이라는 긍정적인 정보로 여기기보다는 오히려 공시시점에서의 경영성과가 예상보다 저조하다는 부정적인 정보로 평가한다고 주장하였다. 반대로 전임자가 다른 회사의 대표이사에 임명되는 교체에 대해서는 투자자들이 보상 성 교체로 판단하고 있으며, 이러한 보상 성 교체공시는 경영성과가 예상보다 저조하지 않다는 정보로 받아들이고 있다고 주장하였다.

2.7 이익관련 공시와 본 연구와의 관계

본 연구에서 이익관련 공시는 제외하고 있다. 그 이유는 기업의 성과가 본 연구에서는 종속변수로 사용되고 성과관련 공시 이외의 전략관련 공시가 향후 성과를 예상하는 독립변수로 사용되고 있기 때문이다. 한편 이익관련 공시에 관한 연구도 기타 공시관련 연구와는 다른 형태를 취한다. 이익관련 공시의 정보효과를 분석하기 위해서는 공시된 실적 예측치와 공시 이전에 시장참여자가 기대하고 있던 기업실적을 비교해야 한다. 이는, 실적예측공시 시 보이는 주가 반응은 기업의 실적에 대한 반응이라기보다는 시장이 예상했던 실적과 공시된 실적과의 차이에 대한 반응이기 때문이다. 이를 위해 기존 연구들은 대부분 시장의 기대치를 대변하는 변수로 애널리스트의 영업실적 예측치를 사용한다(김성민, 전상경, 2005). 본 연구는 단순히 공시의 단기 정보효과를 측정하는 것을 목적으로 하지 않고, 공시를 통해 기업의 어떠한 전략적 영업적 활동이 장기적으로 성과에 영향을 주는지 살펴보는데 있기 때문에 이익관련 공시는 제외하고 있다.

III. 연구방법 및 자료

3.1 표본의 구성

본 연구에서는 우회상장을 자본시장 진입의 한 유형으로 보고 2003~2005년 사이에 우회상장을 통해 코스닥 시장에 진입한 기업을 표본으로 삼았다. 시장에 신규로 진입한 기업으로 표본을 한정시킨 이유는 이들 기업은 상장사건일 이전에는 공시가 존재하지 않다는 장점이 있기 때문이다. 즉, 시장은 상장 이후 공시를 통해서만 해당 기업의 미래현금흐름을 추정할 수 있기 때문에, 상장 이후 1년간의 성과와 공시 간의 관계를 좀 더 명확하게 살펴볼 수가 있다. 이와는 다르게 기존 상장기업을 표본으로 사용할 경우는 사건일 이전의 공시가 사건일 이후의 성과에도 영향을 줄 수 있기 때문에 사건일 이후의 공시와 성과 간에 관계를 측정하기가 어려워진다. 또한 신규로 시장에 진입한 기업 중에서도 IPO보다는 우회상장을 통해 진입한 기업을 표본으로

선택한 이유는 우회상장 기업이 IPO 기업에 비해 사건일 이후 짧은 시기에 다양한 공시를 하고 있기 때문이다. 우회상장 기업은 M&A를 통한 구조조정의 성격도 함께 가지고 있어 채권발행 및 증자, 대표이사 교체, 타법인 출자, 소송 등 다양한 공시를 하고 있다.

<표 1> 공시의 유형

공시종류	공시내용	공시종류	공시내용
감자	감자결정	증자	무상증자결정 유상증자결정
공급계약	공급계약체결 단일판매계약체결	차입증가	단기차입증가결정 장기차입결정 차입계약체결
대표이사변경	대표이사변경	최대주주변경	최대주주변경
배당	주식배당결정 현금배당결정	최대주주외거래	최대주주등과의기타거래 최대주주등과의물품서비스거래 최대주주등과의장기공급계약체결 특수관계인과의수익증권거래
보증및대어	타인에대한금전대여결정 타인에대한담보제공결정 타인에대한유가증권대여결정 타인에대한채무보증결정	최대주주로 현금유출	최대주주등과의부동산임차 최대주주등에대한금전가지급및금전유가증권대여 최대주주등에대한출자 최대주주등으로부터부동산매수 최대주주등으로부터부동산임차 최대주주등으로부터영업양수 최대주주등으로부터유가증권매수 최대주주등으로부터자산양수 최대주주등에대한유가증권대여 최대주주등에대한담보제공 최대주주등에대한유가증권대여 최대주주등에대한채무보증 특수관계인과의또는특수관계인을위한CP의매입
사업목적변경	사업목적변경 업종변경	최대주주로부터 현금유입	최대주주등에게출자한지분의처분 최대주주등에대한부동산매도 최대주주등에대한부동산임대 최대주주등에대한유가증권매도 최대주주등에대한자산양도 최대주주등에대한출자지분의처분
사업중단	감사의견거절등사실확인 사업중단 생산중단 영업정지	타법인출자	타법인주식및출자증권취득결정 타법인주식의취득 타법인출자주식및주식관련유가증권의취득
사채발행	교환사채발행결정 모집이외의방법사모에의한사채발행결의 신주인수권부사채발행결정 전환사채발행결정 해외신주인수권부사채발행결정 해외전환사채발행결정	투자확대	고정자산취득결정 기술도입계약체결 신규시설투자등 유형자산취득결정 특허권양수결정 특허취득 해외직접투자 해외현지법인설립투자
사채상환	발행후민기전신주인수권부사채취득 발행후민기전전환사채취득	회사매각	영업양도결정 타법인주식및출자증권처분결정 타법인출자지분처분결정
소송	회계처리기준위반관련증권선물위원회검찰고발등 상장유가증권협회등록주권관련한소송의확정 상장유가증권협회등록주권관련이외의소송의확정 상장유가증권협회등록주권관련이외의소제기 소송등의제기신청 횡령배임혐의발생 횡령사고발생	회사인수	영업양수결정 외부평가계약체결신고 자산양수도신고 주식교환이전결정
이사감사퇴임	감사위원회위원중도퇴임 사외이사중도퇴임 상근감사해임 외부감사계약의해지		
합병	회사합병결정 흡수합병결정		
분할	회사분할결정		
자사주매입	신탁계약등체결신고서 자기주식매수신청 자기주식취득신탁계약등연장결정		
자산매각	고정자산처분결정 기술이전계약체결		
주권행사	신주인수권행사 전환청구권행사 주식매수선택권행사		
주식분할	주식분할결정		

본 연구에서 우회상장은 주식인수를 통해 단순히 경영권만 취득한 경우는 제외하고, 실제로 자산결합이 일어난 경우로 한정하였다. 즉, 비 상장사나 비상장사의 최대

주주 혹은 그의 특수 관계인이 상장사를 합병이나 100% 주식교환을 통해 결합하는 경우이다. 그리고 사건일은 두 기업이 결합을 공시한 날로 정하였다. 또한 우회상장 사건일 이후 1년간 측정된 수익률에 새로운 우회상장의 영향이 반영되는 것을 막기 위해, 위의 사례 중 해당기업이 1년 이내에 다시 우회상장의 대상이 된 사례는 제외하였다. 이러한 과정을 거쳐 최종 60개의 코스닥 우회상장 사례를 수집하였다.

다음으로 이들 기업의 상장 후 1년간의 공시들을 수집하였다. 이익 등 실적에 관련된 공시를 제외하고 모든 공시를 수집하는 것을 원칙으로 하되, 이미 게재한 공시를 다시 수정하는 공시는 제외하였다. 그 결과, 공시의 종류는 총 94개에 달했다. 이들을 다시 내용의 유사성에 기초하여 28개의 유형으로 나누었다. 모든 공시의 종류와 유사 공시를 묶은 유형은 <표-1>에 보고하였다. 그러나 실증분석 단계에서 이들 28개 유형을 모두 사용하지는 않았다. 유형 배당, 보증 및 대여, 사업중단, 사채상환, 분할, 자산매각, 주식분할, 최대주주와의 거래 등은 측정기간에 공시 개수가 5개 미만이었기 때문에 이들은 실증분석 단계에서 제외하였다. 결국 실증분석에서는 이들을 제외한 23개의 공시 유형을 사용하였다.

3.2 연구 방법

본 연구에서는 사건일 이후 1년간의 성과를 시장성과 회계성으로 각각 측정하였다. 시장성으로는 사건일 부터 측정된 주식의 보유수익률(buy-and-holding return)과 벤치마크 대비 초과보유수익률을 사용하였고, 회계성으로는 사건 직전년도와 사건 해당년도 간의 매출액 증가율 및 자산 증가율로 측정하였다. 또한 회계성도의 보조 지표로 사건 직전년도와 사건 이듬해 간의 매출액 증가율 및 자산증가율도 사용하였다.

본 연구에서는 Barber and Lyon(1997)의 제안에 기초하여 누적초과수익률보다는 벤치마크 대비 초과보유수익률을 측정하였다. 먼저, 각 연도별로 벤치마크 포트폴리오에 포함될 기업은 사건일 직전연도의 11월말 현재 코스닥시장에 상장되어 있으면서 자본잠식이 없는 기업으로 정의하였다. 이렇게 정의하였을 때 벤치마크 표본에는 수익률 측정기간 동안 신규로 상장된 기업은 모두 제외된다. 이들 기업을 가지고 벤치마크 포트폴리오를 구성할 때는 사건일 해당연도의 연말시점에서 관찰된 보통주 시가총액과 장부가 대비 시가 비율을 사용하였다. 연도별로 먼저 보통주 시가총액을 기준으로 표본을 4개의 하위표본으로 구분하고, 그 다음 각 하위표본을 다시 장부가 대비 시가 비율을 기준으로 4개로 구분하여 포트폴리오를 구성하였다. 따라서 연도별로 16개의 벤치마크 포트폴리오가 만들어졌다. 그리고 이들 벤치마크 포트폴리오와 표본기업은 표본기업의 사건일 해당연도 말 정보와 벤치마크 포트폴리오의 사건일 해당연도 말 정보를 기준으로 매칭시켰다. 자세한 초과보유수익률의 측정방법은 다음과 같다.

$BHAR_i = BHR_i - BHR_i^B$: i번째 표본의 벤치마크 대비 초과보유수익률

$BHR_i = \prod_t (1 + MR_{i,t}) - 1$: i번째 표본의 보유수익률

$BHR_i^B = \prod_t (1 + MR_{i,t}^B) - 1$: i번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의 평균 보유수익률

$MR_{i,t}$: i번째 표본의 t번째 달의 월 수익률
단, t가 사건월일 때는 발행가 사건월말 증가 간의 수익률

$MR_{i,t}^B = 1/J \sum_j MR_{i,t}^{Bj}$: i번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의 t번째 달의 평균 월 수익률

$MR_{i,t}^{Bj}$: i번째 표본과 비교되는 벤치마크 포트폴리오의 j번째 구성종목의 t번째 달의 월 수익률
단, t가 사건월일 때는 표본의 공모일에 기록된 증가와 사건월말 증가 사이의 수익률

이러한 성과변수들을 종속변수로 하고 공시 유형을 설명변수로 하는 다음과 같은 모델을 통해 회귀분석을 실시하였다.

$$Y_i = \alpha_i + B' A + \beta_i SIZE_i + \lambda_i LEV_i + \varepsilon_i$$

B: 공시유형 계수 벡터 (28x1),

A: 공시유형 행렬 (28x60)

SIZE: 사건년도말 자산총액의 자연로그 값

LEV: 사건년도말 부채/총자산 비율

IV. 실증분석

4.1 표본의 특성

먼저 60개 표본기업의 사건 전후 특성 변화를 보면 <표 2>와 같다. 사건 직전 년

과 비교했을 때 사건 이듬해 말 자산은 145.8억 원에서 327.3억으로 2.24배가 늘었고, 자본은 2.79배가 늘어난 반면, 매출은 143.5억 원에서 236.6억 원으로 1.65배 증가하는 데 그쳤다. 이는 표본기업이 자본시장에 진입한 이후 자본 확충을 통한 외형성장에는 많은 노력을 기울였으나, 영업에는 비교적 소홀했음을 나타낸다. 따라서 부채/자산 비율도 평균적으로 사건 전 0.565에서 사건 후 0.502로 낮아졌으며, 중위 수로는 0.487에서 0.363으로 급감하였음을 알 수 있다. 한편 자본의 최소값이 계속 음을 기록하고 있어, 우회상장 이후에도 자본잠식이 계속되는 경우가 있음을 나타내고 있다.

영업에 소홀한 것만큼 순이익의 개선도 발견되지 않고 있다. 자산 대비 순이익률은 사건 이전 -0.401에서 사건 이후 -0.440으로 하락하여 사건 이후 오히려 악화되었다. 매출액 대비 순이익률도 중앙값으로는 더욱 악화되었음을 알 수 있다.

<표 2> 표본기업의 사건 전후 특성 변화

변수	N	평균값	중위수	표준편차	최대값	최소값	
자산	사건직전년	60	14,780,289	12,496,695	9,331,162	48,596,238	2,020,361
	사건년	60	22,643,585	16,385,322	20,659,296	128,021,851	685,864
	사건후1년	60	32,728,973	25,280,367	23,496,566	106,418,406	1,484,348
매출	사건직전년	60	14,348,826	11,199,939	11,551,616	63,414,434	134,581
	사건년	60	14,975,832	9,252,839	16,711,001	92,347,950	468,130
	사건후1년	60	23,658,137	13,419,249	22,670,825	96,354,450	35,820
자본	사건직전년	60	7,080,377	6,862,996	5,849,745	26,364,411	-5,171,599
	사건년	60	11,952,936	8,260,912	12,949,049	63,724,857	-9,884,909
	사건후1년	60	19,784,828	16,008,439	20,718,388	105,992,802	-5,147,642
부채/자산	사건직전년	60	0.565	0.487	0.408	2.141	0.098
	사건년	60	0.752	0.476	2.015	15.412	0.010
	사건후1년	60	0.502	0.363	0.350	1.669	0.004
순익/자산	사건직전년	60	-0.401	-0.150	0.771	0.265	-3.186
	사건년	60	-0.820	-0.213	2.666	0.178	-18.700
	사건후1년	60	-0.440	-0.189	0.875	0.264	-4.550
순익/매출	사건직전년	60	-1.335	-0.165	5.037	0.243	-35.682
	사건년	60	-1.011	-0.265	2.218	0.337	-11.567
	사건후1년	60	-1.237	-0.263	2.801	2.025	-12.800
보유 수익률	사건월~4월	60	0.438	0.021	1.191	4.993	-0.832
	5월~12월	60	-0.288	-0.238	1.067	2.948	-3.780
	사건월~12월	60	0.163	-0.178	1.341	7.940	-0.908
초과보유 수익률	사건월~4월	60	0.007	-0.199	1.272	3.945	-5.226
	5월~12월	60	-0.833	-0.540	1.651	2.475	-10.207
	사건월~12월	60	-0.812	-0.647	2.362	6.420	-15.433

한편 주식의 평균 보유 수익율을 보면 사건 월부터 사건 이후 4월까지의 0.438을

기록하여 주주의 부가 상승하고 있으나, 사건 이후 5월부터 12월까지의 보유수익률은 -0.288을 기록하여 주주의 부가 다시 하락하였으며, 결국 사건 월부터 12월까지의 총 보유수익률은 0.163을 기록하였다. 중위수로 보았을 때도 처음 4개월은 상승하고 다음 8개월은 하락하는 추세를 나타내고 있으나 12개월 총 보유수익률은 -0.178을 기록하였다. 벤치마크 포트폴리오 대비 보유수익률도 평균값으로는 같은 행태를 보이고 있으나 전반적으로 보유수익률에 비해 수익률이 낮아지고 있음을 알 수 있다. 주식의 보유수익률이 보이는 이러한 행태는 이후 공시와 성과간의 회귀분석을 수행하는 단계에서 측정기간을 상승기와 하락기로 나누어 볼 필요가 있음을 시사한다.

그 다음 설명변수로 채택된 공시유형별 공시를 발표한 회사의 수와 공시의 수를 살펴해보았다. 그 결과는 <표 3>에 보고되어 있다. <표 3>에서 0월~4월 열은 사건 월부터 다음 4개월간의 공시 통계이고, 5월~12월 열은 사건 이후 5월부터 12월까지 8개월간의 공시 통계이며, 0월~12월 열은 사건 월부터 이후 12개월간의 공시 통계를 뜻한다.

<표 3> 표본기업의 공시 통계

	회사수			공시수		
	0월~4월	5월~12월	0월~12월	0월~4월	5월~12월	0월~12월
감자	19	4	22	19	4	23
공급계약	16	28	34	34	106	140
대표이사변경	48	16	50	52	18	70
사업목적변경	45	22	51	47	25	72
사채발행	16	19	28	19	28	47
소송	5	3	8	5	4	9
이사감사퇴임	38	24	46	57	35	92
합병	17	11	27	17	12	29
자사주매입	12	13	18	21	29	50
주권행사	11	20	27	21	47	68
증자	23	23	36	25	32	57
차입증가	5	16	19	10	29	39
최대주주변경	32	19	39	43	23	66
최대주주현금유출	15	19	24	24	35	59
최대주주현금유입	5	2	7	5	3	8
타법인출자	6	16	20	9	23	32
투자확대	7	19	20	18	45	63
회사매각	7	4	10	8	4	12
회사인수	44	22	50	67	41	108

이렇게 사건 이후 12개월의 기간을 다시 처음 4개월과 다음 8개월로 나눈 것은, <표 2>에 보고된 바와 같이 평균적으로 표본의 보유주식수가 처음 4개월 동안은 상승하다가 이후 계속 하락하는 형태를 보이기 때문이다. 즉 사건 이후 1년간의 공시와 성과 간의 관계뿐만 아니라, 상승기와 하락기로 나누어 각각의 하위기간에 나타난 공시와 성과간의 관계도 알아보기 위함이다.

공시 수를 보면 사건 이후 1년 동안 가장 빈도가 높은 공시는 공급계약이고 그 다음으로는 회사인수로 나타났다. 이는 표본기업들이 자본시장에 진입한 후에 자본조달이 수월해지면서 확장전략을 구사했기 때문인 것으로 추정된다. 이는 이미 <표 3>에서 보는 바와 같이 표본기업들이 사건 이후 자본 및 외형이 빠르게 증가하였다는 사실을 뒷받침해주고 있다. 공시 중에는 이사감사의 퇴임, 대표이사변경 등 지배구조의 큰 변화를 알리는 사건들이 있는데, 이는 대부분 우회상장 이후 절차상 이루어지는 것들이며, 따라서 시장에게 큰 충격을 주지는 않을 것으로 예상된다. 한편 소송 관련 공시도 있는데, 이는 주로 우회상장 이후 전임 대표이사 및 그의 특수 관계인이 연루된 횡령 등에 대해 기존 종업원 혹은 새로 부임한 대표이사가 제기한 소송들이다. <표 4>는 변수간의 상관관계를 보여준다. 회사인수와 차입이 0.4 이상의 상관관계를 보이고는 있으나, 그 밖의 변수 사이에는 상관관계수가 0.4를 넘는 경우는 없었다. 이후 회귀분석 시에도 VIF를 측정하였으나 다중공산성을 보이는 변수는 없었다.

〈표 4〉 상관계수

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
공급계약	0.149																	
(2) 대표이사변경	(0.26)	0.106																
(3) 사업투자변경	(0.06)	(0.48)	0.089															
(4) 사채발행	(0.47)	(0.48)	(0.61)	0.001														
(5) 소송	(0.17)	(0.64)	(0.98)	(0.99)	-0.068													
(6) 이사간사퇴임	(0.02)	(0.88)	(0.08)	(0.84)	(0.61)	0.136	0.243											
(7) 합병	(0.14)	(0.48)	(0.08)	(0.12)	(0.81)	(0.07)	0.230	0.105										
(8) 자사주매입	0.241	-0.243	0.018	0.058	-0.081	0.230	0.105											
(9) 주관행사	(0.07)	(0.07)	(0.89)	(0.67)	(0.64)	(0.08)	(0.48)	-0.101										
(10) 종자	-0.180	-0.280	-0.013	-0.076	0.131	-0.016	-0.025	-0.101										
(11) 차입종가	(0.18)	(0.08)	(0.92)	(0.57)	(0.88)	(0.90)	(0.85)	(0.46)	-0.278									
(12) 최대주주변경	0.028	0.262	0.122	0.057	0.292	-0.190	0.145	-0.278	-0.073									
(13) 최대주주권금유출	(0.84)	(0.06)	(0.86)	(0.67)	(0.08)	(0.16)	(0.28)	(0.08)	(0.68)									
(14) 최다주주권금유입	0.031	0.098	0.391	0.147	0.227	0.156	0.067	-0.222	-0.114	0.164								
(15) 타법인출자	(0.82)	(0.46)	(0.00)	(0.27)	(0.09)	(0.24)	(0.62)	(0.09)	(0.89)	(0.22)	0.059							
(16) 투자확대	0.052	-0.019	0.145	-0.085	-0.032	-0.100	0.219	0.053	-0.165	0.006	0.059							
(17) 회산매각	(0.70)	(0.88)	(0.28)	(0.63)	(0.81)	(0.46)	(0.10)	(0.69)	(0.22)	(0.96)	(0.66)	0.039						
(18) 회사인수	0.078	0.140	0.003	0.346	0.052	0.084	0.324	-0.121	0.069	0.236	-0.208	0.082						
(19)	(0.66)	(0.80)	(0.98)	(0.01)	(0.70)	(0.63)	(0.01)	(0.96)	(0.60)	(0.07)	(0.12)	(0.64)	0.058					
	-0.185	0.101	0.133	-0.128	0.020	0.143	0.073	-0.174	0.368	-0.022	0.064	0.087	0.039					
	(0.16)	(0.49)	(0.82)	(0.94)	(0.88)	(0.28)	(0.69)	(0.19)	(0.00)	(0.87)	(0.68)	(0.62)	(0.77)	-0.112	0.058			
	0.183	-0.089	0.094	0.086	0.003	0.045	0.209	0.087	0.107	0.242	-0.051	-0.112	0.058					
	(0.17)	(0.61)	(0.48)	(0.62)	(0.98)	(0.74)	(0.11)	(0.81)	(0.62)	(0.43)	(0.07)	(0.71)	(0.40)	0.131	0.342	0.093		
	0.086	0.237	0.098	-0.071	0.193	0.303	0.114	0.140	0.107	-0.010	-0.032	0.019	0.131	0.131	0.342	0.093		
	(0.62)	(0.07)	(0.46)	(0.60)	(0.16)	(0.02)	(0.89)	(0.29)	(0.42)	(0.94)	(0.81)	(0.89)	(0.88)	(0.01)	(0.49)			
	0.110	0.083	-0.077	0.030	-0.068	0.041	-0.092	-0.051	-0.152	0.041	-0.059	0.067	-0.148	-0.243	0.132	0.096		
	(0.41)	(0.64)	(0.67)	(0.88)	(0.61)	(0.78)	(0.49)	(0.70)	(0.26)	(0.78)	(0.66)	(0.62)	(0.27)	(0.07)	(0.82)	(0.79)		
	-0.092	0.058	0.168	0.114	0.244	0.063	0.141	-0.083	0.106	0.011	0.067	0.184	0.325	0.054	0.085	0.160	0.048	
	(0.49)	(0.67)	(0.21)	(0.89)	(0.06)	(0.64)	(0.29)	(0.64)	(0.49)	(0.99)	(0.62)	(0.17)	(0.01)	(0.69)	(0.63)	(0.28)	(0.72)	
	0.214	0.128	0.194	0.067	0.031	0.084	0.139	-0.076	-0.100	0.178	0.289	0.427	-0.033	-0.006	0.055	0.208	-0.069	0.046
	(0.11)	(0.34)	(0.16)	(0.62)	(0.82)	(0.69)	(0.80)	(0.67)	(0.46)	(0.18)	(0.08)	(0.00)	(0.81)	(0.96)	(0.68)	(0.12)	(0.60)	(0.78)

4.2 시장성과와 공시 간의 관계

위의 변수들을 가지고 각각의 공시 유형이 기업의 시장성과에 주는 영향을 살펴보기 위하여 회귀분석을 실행하였다. 먼저 <표 5>는 시장성과를 보유수익률로 측정하고 이를 종속변수로 사용한 모델이다.

<표 5> 보유수익률과 공시유형간의 관계

종속변수	0월~4월 보유수익률		5월~12월 보유수익률		0m~4m 보유수익률 5월~12월 보유수익률	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
절편	-0.849	-1.87 *	-0.342	-1.03	-0.316	-1.37
감자	0.071	0.20	1.400	1.76 *	0.469	1.69 *
공급계약	-0.006	-0.05	-0.087	-1.33	-0.118	-2.62 **
대표이사변경	-0.234	-0.76	-0.771	-2.06 **	-0.351	-1.73 *
사업목적변경	0.596	1.69 *	0.047	0.14	0.205	0.95
사채발행	-0.252	-1.02	0.007	0.03	0.011	0.08
소송	1.016	2.03 **	0.843	1.37	0.474	1.44
이사감사퇴임	0.500	3.17 ***	0.052	0.25	0.215	1.94 *
합병	-0.474	-1.50	-0.312	-0.79	-0.382	-1.77 *
자사주매입	-0.041	-0.23	-0.086	-0.53	-0.121	-1.13
주권행사	0.026	0.13	-0.012	-0.09	0.010	0.11
증자	0.126	0.47	-0.109	-0.51	-0.087	-0.58
차입증가	-0.345	-1.61	-0.319	-2.00 *	-0.301	-2.69 ***
최대주주변경	0.052	0.27	0.521	1.70 *	0.175	1.14
최대주주현금유출	-0.354	-1.76 *	0.221	1.41	0.135	1.25
최대주주현금유입	-0.334	-0.59	-0.232	-0.40	-0.563	-1.63
타법인출자	0.650	2.05 **	0.039	0.18	0.042	0.26
투자확대	0.256	1.93 *	0.220	1.93 *	0.211	2.70 ***
회사매각	0.187	0.51	-0.793	-1.12	0.151	0.47
회사인수	0.380	2.19 **	0.179	0.97	0.327	3.00 ***
adj-R2	0.397		0.074		0.260	
수	60		60		120	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적 통제변수(자산규모 및 부채비율)의 보고는 생략

<표 5>의 두 번째 열은 사건 월부터 이후 4개월간의 보유수익률과 동기간 공시 유형 간의 분석결과를 보여주고 있다. 공시 유형 중 계수가 유의미한 양의 값을 갖는 것은 사업목적변경 (0.596), 소송 (1.016), 이사감사퇴임 (0.500), 타 법인출자 (0.650), 투자확대 (0.256) 그리고 회사인수 (0.380) 등으로 나타났다. 표본기업이

자본시장에 진입하고 나서 내연성장 (투자확대)이나 외연성장 (회사인수, 타 법인출자)에 상관없이 성장전략을 추구할 때 실제로 기업성과를 제고하는 효과를 가지고 있음을 알 수 있다. 기존 기업의 사업과 지배구조를 답습하지 않고 새롭게 채신하는 것 (사업목적변경, 소송, 이사감사퇴임)도 기업성과를 높이는데 기여하였다.

한편 유의미한 음의 계수 값을 보인 공시 유형으로는 최대주주현금유출 (-0.354)이 발견되었다. 최대주주현금유출 유형은 주로 해당기업에 새롭게 최대주주로 오른 자가 회사로부터 현금을 가져가는 행위를 포함한다. <표 1>에서 보고되어 있는 바와 같이, 이에선 최대주주가 자신의 부동산을 회사에게 임대하거나, 회사가 최대주주에게 출자, 금전대영, 담보제공을 하는 행위들이 속한다. 이러한 행위는 정당한 상행위에 속하지만, 계약 상대방이 해당회사의 대주주일 경우는 대주주가 자신의 지위를 이용하여 불공정하게 거래를 할 수 있으며, 특히 현금이 회사로부터 최대주주에게 지급되는 것이기 때문에 대주주의 사적이익 추구의 방편이 될 수 있다는 우려가 생길 수 있다. <표 5>의 결과는 이러한 우려대로 최대주주현금유출이 기업성과를 하락시키는데 기여했음을 보여준다.

<표 5>의 세 번째 열은 사건 이후 5월부터 12월까지 주가 하락기에 대해 분석한 결과를 나타낸다. 주가 상승기와 비교했을 때 각 공시유형 계수의 부호는 크게 변하지 않았으나 유의성이 변화했음을 알 수 있다. 유의적인 양의 계수 값을 갖는 공시유형은 감사 (1.400), 최대주주변경 (0.521), 투자확대 (0.220) 등이었고, 유의적인 음의 계수 값을 갖는 공시유형으로는 대표이사변경 (-0.771), 차입증가 (-0.319) 등이 발견되었다.

감사, 최대주주변경 및 투자확대는 지속적인 구조조정의 일환으로 받아들여지는 것으로 추정되면, 차입증가는 기업성과에 도움을 주지 못한 것으로 보여진다. 한편 대표이사변경이 유의미한 음의 계수 값을 나타내었는데, 이를 심동석(2000)의 주장을 접목해서 해석하자면 해당기업의 구조조정이 예상보다 효율적이지 않았다는 증거로 볼 수 있다. 주가상승기와 주가하락기에 유효한 공시유형은 비록 약간의 차이가 있으나, 양 기간 중 한 기간에서 유의미했던 공시유형은 부호가 바뀌지 않았기 때문에 각 공시는 기업성과에 일관적인 효과를 가져왔다고 할 수 있다.

마지막으로 네 번째 열은 두 기간을 풀링하여 총 120개의 관찰치를 가지고 실행한 실증결과이다. 두 기간을 풀링하였을 때도 구조조정을 나타내는 감사, 이사감사퇴임, 투자확대, 회사인수 등은 유의미한 양의 계수 값을 유지하고 있으며, 차입증가, 대표이사변경 등은 계속 음의 계수 값을 유지하였다. 다만 주가상승기 및 주가하락기에 유의적으로 나타나지 않았던 공급계약과 합병이 음의 값을 보였으며, 최대주주현금유출이 유의미하지 않은 양의 값으로 변화하였다. 합병이 음의 값을 보인 것은 기존의 국내 연구(조경식 외, 2003)와 다른 결과이다. 기존 연구는 합병의 단기영향을 측정한

것이기 때문에 직접적인 비교는 어려우나, 우회상장 이후 후속으로 진행되는 합병에 대해서 시장은 장기적으로 부정적인 반응을 보이고 있음을 알 수 있다. 한편 공급계약이 음의 값을 보였다는 것은 우회상장 이후 체결된 공급계약이 기업의 성과에 전혀 도움을 주지 못하고 있음을 뜻한다. <표 1>에 의하면 공급계약 공시가 가장 많았고, 1년에 기업 당 4~5개의 계약을 체결하였음을 알 수 있다. 이는 우회상장 이후 공급계약의 남발이 실속 있는 결과로 이어지지 못했음을 뜻한다.

<표 6>은 초과보유수익률을 종속변수로 이용하여 <표 5>와 같은 실증연구를 한 결과를 보고하고 있다.

<표 6> 초과보유수익률과 공시유형 간의 관계

종속변수	0월~4월 초과보유수익률		5월~12월 초과보유수익률		0m~4m 초과보유수익률 5월~12월 초과보유수익률	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
절편	-1.008	-2.09 **	-0.207	-0.62	0.048	0.16
감자	-0.171	-0.47	2.245	2.78 ***	0.760	2.09 **
공급계약	-0.062	-0.51	-0.115	-1.73 *	-0.157	-2.65 ***
대표이사변경	-0.391	-1.20	-0.997	-2.62 **	-0.596	-2.24 **
사업목적변경	0.768	2.06 **	-0.033	-0.10	0.197	0.69
사채발행	-0.253	-0.97	0.210	1.02	0.086	0.46
소송	1.038	1.96 *	-0.685	-1.10	-1.025	-2.39 **
이사감사퇴임	0.376	2.25 **	-0.124	-0.60	0.076	0.52
합병	-0.469	-1.40	-1.522	-3.80 ***	-0.971	-3.44 ***
자사주매입	-0.076	-0.40	0.011	0.07	-0.158	-1.12
주권행사	-0.094	-0.45	-0.009	-0.07	0.041	0.33
증자	0.257	0.91	-0.429	-1.99 *	-0.313	-1.60
차입증가	-0.426	-1.87 *	-0.536	-3.32 ***	-0.433	-2.96 ***
최대주주변경	0.036	0.17	0.314	1.01	-0.062	-0.31
최대주주현금유출	-0.263	-1.23	0.418	2.64 **	0.252	1.78 *
최대주주현금유입	-1.137	-1.90 *	0.798	1.36	-0.923	-2.05 **
타법인출자	0.303	0.90	-0.177	-0.82	-0.112	-0.54
투자확대	0.160	1.14	0.278	2.40 **	0.149	1.45
회사매각	0.422	1.09	-1.650	-2.29 **	0.245	0.59
회사인수	0.446	2.42 **	0.300	1.61	0.350	2.45 **
adj-R2	0.400		0.605		0.243	
수	60		60		120	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적 통계변수(자산규모 및 부채비율)의 보고는 생략

여기서도 풀링한 자료를 사용했을 때 (네 번째 열) 결과가 <표 5>와 대동소이하게

나타났다. 감자, 회사인수 등은 유의미한 양의 계수 값을 보였고, 공급계약, 대표이사 변경, 합병, 차입증가 등은 유의미한 음의 계수 값을 보였다. 한편 최대주주현금유출과 최대주주현금유입은 풀링한 표본을 사용했을 때 <표 5>에서는 유의미하지 않았으나 <표 6>에서는 유의미하게 나왔다. 가장 두드러지게 차이가 나는 것은 소송이다. 소송의 경우는 <표 5>에서 무의미한 양의 부호를 보이다가 <표 6>에서는 유의미한 음의 부호로 바뀌었다. 따라서 벤치마크 포트폴리오에 조종했을 때 소송은 장기적으로 기업의 성과에 부정적인 영향을 가져온다고 볼 수 있다.

4.3 회계성과와 공시 간의 관계

마지막으로 이들 공시유형이 회계성과에 미치는 영향을 분석하여 보았다. <표 7>은 매출액 및 자산총액의 증가율을 종속변수로 하여 실증 분석한 결과를 보고하고 있다.

<표 7> 회계성과와 공시유형 간의 관계

종속변수	매출액				자산총액			
	사건년/직전년		사건후1년/직전년		사건년/직전년		사건후1년/직전년	
	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값	계수	t-값
절편	2.318	0.80	3.892	0.98	1.052	0.80	2.802	1.45
감자	1.356	0.78	1.187	0.50	-0.588	-0.74	0.443	0.38
공급계약	0.700	2.57 **	1.015	2.74 ***	-0.086	-0.70	0.198	1.10
대표이사변경	-0.656	-0.52	-1.133	-0.66	-0.262	-0.46	-0.149	-0.18
사업목적변경	0.637	0.48	0.824	0.45	0.376	0.62	0.092	0.10
사채발행	0.664	0.76	0.292	0.25	-0.501	-1.27	-0.760	-1.32
소송	-1.477	-0.61	-1.467	-0.45	0.606	0.55	2.996	1.88 *
이사감사퇴임	-0.182	-0.23	-0.069	-0.06	0.459	1.28	0.111	0.21
합병	-2.373	-1.44	-2.550	-1.13	-1.333	-1.78 *	-2.533	-2.31 **
자사주매입	-0.138	-0.23	-0.016	-0.02	0.126	0.47	0.667	1.70 *
주권행사	-0.978	-1.83 *	-1.194	-1.65	-0.091	-0.38	-0.029	-0.08
증자	-0.736	-0.75	-1.001	-0.75	-0.035	-0.08	-0.657	-1.01
차입증가	-0.227	-0.31	-0.415	-0.41	0.088	0.26	0.303	0.62
최대주주변경	-0.327	-0.30	-0.532	-0.36	0.490	1.00	0.413	0.58
최대주주현금유출	-0.582	-1.01	-0.688	-0.88	-0.079	-0.30	-0.603	-1.58
최대주주현금유입	0.563	0.25	-0.055	-0.02	-1.213	-1.18	-0.789	-0.52
타법인출자	2.770	2.64 **	3.902	2.74 ***	1.356	2.85 ***	1.146	1.65
투자확대	-0.119	-0.26	-0.009	-0.01	0.513	2.47 **	0.538	1.77 *
회사매각	-1.920	-1.05	-2.622	-1.06	-1.210	-1.46	-1.988	-1.65
회사인수	0.405	0.61	0.405	0.45	0.077	0.26	0.331	0.76
adj-R2	0.270		0.270		0.281		0.296	
수	60		60		60		60	

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적 통제변수(자산규모 및 부채비율)의 보고는 생략

매출액의 경우 사건직전년말 대비 사건년말의 증가율이나 사건직전년말 대비 사건 이후 1년 말 증가율로 측정하나, 결과는 대동소이하었다. 두 측정치에 대해 모두 유의미한 공시는 공급계약과 타 법인출자였고, 이들 모두 매출향상에 도움을 주는 것으로 나타났다. 한편 자산총액 증가율에 대해서는 사건직전년말 대비 사건년말의 증가율이나 사건직전년말 대비 사건이후 1년 말 증가율에 대해 모두 유의미한 영향을 준 공시유형은 합병과 투자확대였다. 투자확대는 자산증가에 기여하였으나 합병은 반대로 자산을 축소시키는 결과를 가져왔다. 이는 우회상장 이후 실행된 합병이 확장형 합병이라기보다는 축소형 합병이었음을 뜻하며, 이러한 결과는 <표 4>와 <표 5>에서 합병이 주식의 보유수익률에 부정적인 영향을 주었던 이유를 일부 설명하고 있다.

V. 결 론

본 연구에서는 기업이 공시를 통해 시장에게 알려준 경영전략이 유형별로 기업의 장기 실적의 변화에 어떤 기여를 했는지를 분석하였다. 2002년 국내에서 공정 공시 제도가 실행되기 이전에는 기업의 세세한 경영전략을 일반투자자가 신속하게 알기가 힘들었으나, 공정 공시제도가 실행된 이후에는 이사회 결의 시점에서 일반투자자도 기업의 경영전략을 손쉽게 알 수 있게 되었다. 한편 기존의 연구들은 공정 공시가 기업내부자와 시장투자자 간의 정보 불균형을 완화시키는데 기여하고 있음을 밝히고 있어, 공시를 통해 통보된 기업의 경영전략을 토대로 시장은 해당기업의 미래현금흐름을 예상 및 수정하는 것이 유효하다고 가정할 수 있다. 또한 기업이 공시된 내용에 충실하게 전략을 수행한다면, 향후 관찰되는 실적 및 성과와 이들 공시된 기업전략 간의 관계분석을 통해 어떤 전략이 기업의 성과를 높이는데 기여했으며 어떤 전략이 기업의 실적을 훼손하는데 작용했는지를 알 수 있을 것이다.

기존의 공시관련 연구들은 대부분 공시 시점에서 기업가치의 단기 변화를 관찰하면서 이들 공시가 주주의 부에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 단기분석에서는 이렇게 개별 공시와 주가변화를 연결시키는 것이 가능하지만, 장기분석에서는 개별공시와 실적변화를 대응시키는 것이 쉽지 않다. 왜냐하면 장기실적은 기업의 여러 전략들이 모여 상호작용을 통해 나타나는 결과이기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 기존의 연구방법보다는 모든 전략이 상호 통제할 수 있도록 이들 전략 공시의 빈도를 설명변수로 하고 장기실적을 종속변수로 하는 다중회귀분석 방법을 사용하였다. 연구대상은 2003~2005년 기간에 우회상장을 통해 코스닥시장에 진입한 60개 기업으로 한정하였다. 신규로 거래소에 진입한 기업을 사용했을 때는 과거의 전략과 사건일 이후의

전략이 비교적 많은 변화를 갖기 때문에 사건일 이후에 공시된 내용과 사건일 이후에 기록된 실적 간의 관계를 분석하는데 장점이 있다. 또한 IPO보다는 우회상장을 통해 자본시장에 진입한 기업이 더욱 다양한 공시를 한다는 장점이 있다. 이들 표본기업에 대해 상장시점부터 1년 간 공시한 내용과 동기간의 주식 보유수익률 및 벤치마크포트폴리오 대비 초과보유수익률 간의 관계를 조사하였다.

연구결과, 감사 및 회사인수는 기업의 보유수익률이나 초과보유 수익율에 모두 양의 영향을 주고, 이사감사퇴임, 투자확대 등은 보유수익률에만 양의 영향을 주었음일 발견되었다. 결국 우회상장 이후 구조조정의 증거가 되는 감사, 이사감사퇴임 등의 활동과 새로운 투자의 증거가 되는 투자확대, 회사인수 등의 활동은 기업 가치를 장기적으로 향상시키는데 도움을 주고 있음을 알 수 있다. 그러나 사건일 이후 차입을 증가시키거나, 대표이사를 변경하거나 합병을 추진하는 것은 결국 기업 가치를 장기적으로 떨어뜨리는 효과를 가져왔다. 이러한 결과를 볼 때, 우회상장 이후 차입을 늘리는 기업은 차입금을 효율적인 투자 안에 투입하기 보다는 기타의 목적으로 사용하는 경우가 많다고 유추할 수 있으며, 대표이사를 변경하는 것은 구조조정의 일환이라기 보다는 우회상장 이후 진행되었던 구조조정이 효율적이지 못했다는 증거로 여겨질 수 있으며, 우회상장 이후 다시 타 기업과 합병을 진행하는 것은 평균적으로 시너지의 창출보다는 또 다른 우회상장 등 주주 부를 하락시키는 활동이었다고 볼 수 있다.

특히 감사, 합병, 차입 등에 대한 본 연구의 결과는 기존의 단기영향 분석결과와 상이하여, 향후 공시에 대한 단기효과 분석뿐만 아니라 장기효과 분석도 진행되어야 함을 시사하고 있다.

참 고 문 헌

- 고봉찬·박래수(2000), "증권발행기업의 장단기성과에 관한 연구", 『증권학회지』, 제27집, 제1호, pp.439-476.
- 기현희·장원결(2004), "기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향", 『대한경영학회지』, 제43호, pp.725-749.
- 김병기·공명재(2000), "유상증자 후의 장기주가수익률 및 영업성과", 『재무관리연구』, 제17권, 제1호, pp.13-44.
- 김성민(1997), "배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증", 『재무연구』, 제14호, pp.145-170.
- 김성민(2003), "현금배당락조치 폐지이후 배당락일의 주가행태", 『재무관리논총』, 제9권, 제1호, pp.189-219.
- 김성민·전상경(2005), "공정공시제도 도입이후 기업의 공시형태 및 비기대실적치의 정보효과", 『증권학회지』, 제34권, 제3호, pp.71-100.
- 박경진·라채원·장진호(2006), "공시의 빈도와 질이 주가동조화에 미치는 영향: 유가증권거래소의 공시자료를 이용한 분석", 『경영학연구』, 제35권, 제6호, pp.1681-1705.
- 박성규·전수영(2008), "기업분할의 공시효과와 기업특성", 『회계정보연구』, 제26권, 제1호, pp.183-211.
- 박진우·백재승(2003), "전환사채 발행과 주주 부의 극대화: 기업지배구조와의 관계를 중심으로", 『재무관리연구』, 제20권, 제2호, pp.1-39.
- 심동석(2000), "최고경영자 교체공시와 주가반응", 『경영학연구』, 제29권, 제4호, pp.685-710.
- 심충진(2006), "기업분할의 공시효과와 내부자본시장", 『경영학연구』, 제35권, 제4호, pp.1223-1239.
- 이유태(2006), "감자기업의 주가동향: 일반투자자들의 관점", 『재무관리연구』, 제23권, 제2호, pp.27-56.
- 정성창·이용교(1996), "자사주 매입과 자사주 펀드제도의 유효성 분석", 『재무연구』, 제11호, pp.241-271.
- 정현철·정영우(2008), "유상증자공시와 시장효율성", 『재무관리연구』, 제25권, 제3호, pp.79-109.
- 조경식·박준철·김희석·이장형(2003), "코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과", 『경영학연구』, 제32권, 제3호, pp.707-732.

- 최성섭 · 이왕범(2005), "자사주 매입공시 효과에 대한 실증연구", 『기업경영연구』, 제12권, 2호, pp.13-29.
- Beatty, R. P. and Zajac, E. J.(1987), "CEO change and firm performance in large corporations: succession effects and manager effects", *Strategic Management Journal*, Vol.8, No.4, pp.305-317.
- Daley, L., Mehrotra, V. and Sivakumar, R.(1997), "Corporate focus and value creation: evidence from spin-offs", *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp.257-281.
- Denis, D. J. and Denis, D. K.(1995), "Performance changes following top management dismissals", *Journal of Finance*, Vol.50, pp.1029-1057.
- Helfin, F., Subramanyam, K. R., and Zhang, Y.(2003), "Regulation FD and the financial information environment", *The Accounting Review*, Vol.78, pp.1-37.
- Meconnell, J. and Muscarella, C.(1985), "Capitalized value growth and opportunities and corporate capital expenditure announcements", *Journal of Financial Economics*, Vol.14, pp.399-422.
- Merton, R. C.(1974), "On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates", *Journal of Finance*, Vol.29, pp.449-470.
- Morck, R. B., Yeung, B. and Yu, W.(2000), "The information content of stock market: why do emergin markets have synchronous stock price movements?", *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.215-260.
- Myers, S. and Majluf, N.(1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Ross, S. A.(1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp.23-40.
- Vermalen, T.(1981), "Common stock repurchases and market signaling: an empirical study", *Journal of Financial Economics*, Vol.9, pp.139-183.
- Warner, J. B., Watts, R. L. and Wruck, K. H.(1988), "Stock prices and top management changes", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.461-492.
- Weisbach, M. S.(1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.431-460.

Which types of the strategies diffused to the public through company' s announcement do contribute to the long-term performance?

Kang, Won*

Abstract

This article investigates which types of the strategies announced by the listed firms contribute to enhancing the long-term performance of the companies. Since 2002, Korean Exchange adopted the “faire disclosure policy” which mandates that all publicly traded companies must disclose material information to all investors at the same time. Thanks to the policy, Korean investors can, now, easily access the board' s decision on management strategies on the same day the decision is made. If the companies trustfully carry out their announced strategies, we can decide which types of strategies actually enhance or deteriorate the long-term performance, simply by comparing the announced strategies and the firm' s performance. The sample companies are confined to 60 firms that became listed in the KOSDAQ market through back-door listing from 2003 to 2005. Using only the newly listed companies, we can avoid the interference on the long-term performance of the strategies pursued before the event date. This often holds true, for many companies radically modify their strategies after the listing. Furthermore, the back-door listing companies serve our purpose better than IPO companies do, because the former tend to have a variety of announcement within a given period of time beginning the listing date. Using these sample companies, this article analyzes the effect on one year buy-and-hold returns and abnormal buy-and-hold returns after the listing of the various types of strategies announced during the same period of time.

* Professor Ph.D., School of Business at Sejong University

The results show that those evidences of restructuring such as 'reduction of capital' and 'resignation of incumbent board members', actually contribute to the increase in adjusted long-term stock returns. Those strategies which can be view as evidence of new investment such as 'increase in tangible assets', 'acquisition of other companies', do also helps the stockholders better off. On the contrary, 'increase in bank loans', 'changes of CEO' and 'merger' deteriorate the equity value. The last findings let us to presume that the back-door listing companies appear to use the bank loans for value-reducing activities; the change in CEO is not a sign of restructuring, but rather a sign of failure of the restructuring; another merger carried out after back-door listing itself is also value-reducing activity.

This article's findings on reduction of capital, merger and bank loans oppose the results of the former empirical studies which analyze only the short-term effect on stock price. Therefore, more long-term performance studies on public disclosures are in order.

Keywords: fair-disclosure, long-term effects of announcement, reduction of capital, merger, acquisition, back-door listing.