

한국과 미국의 회사정리 종결기업의 주식성과비교 및 회계정보와의 관계분석

강경이* · 이상원** · 윤금상***

〈요 약〉

본 연구의 목적은 한국과 미국의 회사정리종결기업들의 종결이후의 성과를 주식성과의 관점에서 비교하고, 이들 기업의 회계정보가 한국과 미국의 주식시장에서 어떻게 반영되는지를 비교분석하는데 있다. 본 연구의 주요 결과는 다음과 같다.

첫째, 동종 기업과 비교한 누적초과수익률에 있어서 두 국가의 회사정리종결기업들은 회사정리 종결 이후에 시간이 경과함에 따라 완전히 다른 양상을 보인다. 시간이 경과함에 따라 미국기업들은 Chapter 11을 종결한 이후의 주식성과는 점차 개선되지만, 우리나라의 회사정리 종결기업들의 주식성과는 악화되어 간다. 이를 통해 우리나라의 회사정리제도는 회사정리종결의 지속가능성을 높여주는데 취약하다고 해석할 수 있다.

둘째, 회사정리종결이후 장기적(종결월 +36개월)으로는 양국 모두에서 회사정리종결기업의 회계 정보가 이들의 주식성과에 체계적으로 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다.

본 연구가 비록 우리나라와 미국 간의 비교분석에 국한되었지만, 미국의 Chapter 11 종결기업에 비해서 우리나라 회사정리종결기업은 계속기업으로서의 경쟁력에 문제가 존재한다고 판단된다. 또한 회사정리종결을 통한 기업의 개선이 주식시장에서는 크게 신뢰받지 못한다는 점은 향후 우리나라 회사정리제도의 제도개선에 중요한 시사점을 제공한다고 할 수 있다.

핵심주제어: 회사정리제도, Chapter 11, 누적초과수익률

논문접수일: 2012년 01월 27일 수정일: 2012년 03월 08일 게재확정일: 2012년 09월 14일

* 그리스도대학교 경영학과 강사, javan24@hanmail.net

** 인하대학교 경제학과 교수, swlee@inha.ac.kr

*** 인하대학교 경영학과 교수, ksy@inha.ac.kr

I. 서 론

많은 나라들에서 스스로의 능력으로는 생존이 어려운 부실기업들을 시장에서 퇴출시키지 않고 정리하여 재건시키고자 하는 회사정리제도를 운영하고 있다. 나라마다 서로 다른 형태와 운용방식을 가진 회사정리제도를 두고 있지만, 제도의 근본적인 취지는 공통적으로 비록 부실기업이라 할지라도 도산하게 되면 사회 전체적으로 직·간접적인 피해를 주기 때문에 이러한 제도를 통하여 사회적·경제적인 피해를 줄이고자 하는데 있다.

우리나라에서는 기업을 정리하여 재건하는 방법으로 회사정리제도¹⁾를 두고 있는데, 2005년 ‘채무자 회생 및 파산에 관한 법률’이 제정되면서 회사정리법, 화의법, 파산법이 통합되어 운용되고 있다. 미국의 경우에는 Chapter 11이라는 회사정리제도를 통하여 사회 전체적으로 비효율적인 청산을 막고 이해관계인의 이해의 조정을 통하여 사업의 유지·갱생을 실현하려는 목적을 갖고 있다.

각국의 회사정리제도는 각국이 지니고 있는 시장경제체제의 특수성을 반영하는 중요한 제도임을 감안한다면, 국가간 회사정리제도들을 비교분석하는 것은 학문적으로나 실용적으로 중요하다. 회사정리제도의 분석을 위하여 많이 사용하고 있는 방법 중의 하나가 회사정리제도의 실효성에 관한 실증 연구들이다. 즉, 회사정리제도를 종결한 기업들의 종결 이후의 성과에 관한 연구들이다. 그런데 각국의 회사정리제도의 개별적인 실효성에 관한 연구는 다수 존재하지만, 회사정리제도의 국가간 상대적 비교 연구는 국내외 연구 모두에서 없는 실정이다. 그러므로 본 연구에서는 한국과 미국에서 회사정리제도를 종결한 회생기업들의 회사정리 종결이후의 주식성과를 비교분석하고자 한다. 한국과 미국만을 비교하는 것은 분석에 필요한 데이터 수집상의 제약에 의한 것이 직접적인 이유이지만, 회사정리제도의 역사가 길고, 그리고 시장경제체제가 보다 정교한 것으로 알려진 미국을 한국과 비교하는 것으로도 나름 충분한 의미를 지닌다고 할 수 있다. 그리고 성과 비교를 하기 위하여 사용될 수 있는 측정방법으로는 회계적 성과와 주식시장에서의 성과가 가능한데, 본 연구에서는 회사정리종결기업들의 종결이후의 주식성과로 분석하였다.

본 연구의 첫 번째 목표는 서로 다른 회사정리제도 하에서 회사정리를 종결

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).

한 한국과 미국의 기업들의 종결 이후의 주식성과를 비교하는 것이다. 보다 구체적으로 한국과 미국의 회사정리종결 기업군들이 주식성과에서 차이가 있는지를 규명하고자 하는 것이다. 본 연구의 두 번째 목표는, 만약 두 나라 회사정리종결기업들의 주식성과에 차이가 존재한다면, 그 원인이 무엇인지를 분석하고자 한다. 특히, 두 나라간의 회사정리제도의 총체적 차이가 두 나라의 회사정리기업의 주식성과에 차이를 만들어내는지 여부에 초점을 두고자 한다. 일반적으로 주식 성과의 차이는 주식시장의 시간적 차이, 기업이 속한 산업의 특성에 따른 차이, 회계적 성과로 표현될 수 있는 기업의 내재적 성과의 차이, 회계적 성과를 제외한 다른 형태의 기업의 특수성 차이 등 크게 네 가지 요인에 의해 발생된다. 본 연구에서는 일단 주식성과를 만들어내는 첫 번째 요인인 기업이 속한 산업의 특수성에 따른 차이는 주식성과 비교를 위한 구체적인 성과 측정방법에 의해 사전에 통제하였다.

그러므로 이러한 주식성과 측정방법에 기초하여 비교한 두 나라 회사정리종결기업 간의 주식성과의 차이는 나머지 세 가지 요인에 의해 만들어진다고 할 수 있다. 보다 구체적으로, 첫째는 두 나라 회사정리제도의 총체적 차이가 두 나라 회사정리종결기업의 회계적 성과의 차이를 만들어내고, 이러한 회계적 성과의 차이가 주식시장에 그대로 반영되는 통로이다. 그리하여 두 나라 회사정리종결기업의 회계적 성과가 동일하다면 두 나라 회사군의 주식성과도 차이가 없기 때문에 주식성과에 차이가 생기는 원인은 단지 기업의 회계적 성과의 차이에만 전적으로 의존하는 통로이다. 둘째는 비록 두 나라 기업군의 회계적 성과가 동일하다 하더라도 여전히 두 나라 기업군의 주식성과는 다를 수 있는 또 다른 통로이다. 이러한 통로는 두 나라 회사정리제도의 차이를 주식시장에서의 거래자들이 분명히 인식하기 때문에 두 나라에서 회사정리종결기업에 대해 서로 다르게 대응하는 통로이다. 특히, 주식시장에서 거래자들이 갖는 가장 중요한 정보는 기업의 회계 정보이므로, 이 통로에서는 설사 동일한 회계정보라고 하더라도 각국의 주식시장의 거래자가 이러한 정보를 전혀 다르게 해석하고 반응한다는 것이다. 이 두 가지 통로 모두 두 나라 회사정리제도의 차이에 따른 주식성과의 차이를 만들고, 최종적인 주식성과의 차이는 이 두 가지 통로에 의한 효과를 합한 것이라고 할 수 있다. 그런데 강경이와 이상원(2011)의 연구에서는 첫 번째 통로의 원인이 되는 두 나라 기업의 회계적 성과의 차이가 존재하는 것을 규명하였다. 그리하여 본 연구에서는 두 나라 주식성과의 차이가 기업의 내부적 성과인 회계적 성과의 차이에 더하여, 두 번째 통로인 회사정리제도의 차이에 대한 주식시장 거래자의 인식 차이에 따른 주식성과 차이를 규명

하고자 하는 것이다. 마지막으로 시간적 차이에 대한 것은 본 연구의 회귀모형에서 년도더미변수를 통해서 통제하였다.

II. 한국과 미국의 회사정리제도의 비교 및 선행연구

1. 회사정리제도의 비교

우리나라의 회사정리제도와 미국의 Chapter11의 목적은 회사와 관련된 이해관계인의 이해의 조정을 통해서 회사가 계속 사업을 할 수 있도록 한다는 근본 취지에서는 동일하다. 그러나 아래의 <표 1>에서 보는 것처럼 세부내용에 있어서는 차이가 있다. 특히 두 나라간의 회사정리제도의 외형상 차이 중에서 가장 핵심적인 것은 영업주체와 정리계획안작성·제출의 주체가 서로 다르다는 점이다.

<표 1> 우리나라 회사정리제도와 미국의 Chapter11의 제도적 비교

	우리나라	Chapter11
목적	우리나라 주식회사의 회사정리 제도는 경제적 궁핍으로 인하여 파탄에 직면하였으나 경제적으로 갱생의 가치가 있는 회사에 관하여 채권자, 주주 기타 이해관계인의 이해를 조정하고 그 사업의 정리재건을 꾀하는 제도이다(회사정리법 제1조)	경제적으로 생존가능한 부실기업의 재조직을 촉진함으로써 비효율적인 청산을 막고 이해관계인의 이해의 조정을 사업의 유지·갱생을 통하여 실현.
신청	기업가, 주주, 채권자	기업가, 주주, 채권자
영업주체	법원이 선임한 관리인	기업가
정리계획안 작성·제출	법원이 선임한 관리인	기업가
정리계획안 동의조건	정리담보권자는 채권총액의 4/5 이상의 동의, 정리채권자는 채권총액의 2/3 이상의 동의, 주주는 의결권 주식총수의 1/2 이상의 동의	불이익 당하는 채권자 그룹에 있어서는 과반수와 의결권 총액의 2/3 이상의 동의, 주주에 있어서는 과반수의 동의
종결	정리계획이 수행된 때 또는 정리계획대로 수행될 것이 확실하다고 인정될 때 법원이 결정	정리계획이 수행된 때 또는 계획대로 수행될 것이 확실하다고 인정될 때 법원이 결정

주) 최도성·지현열(1998) [회사정리제도]

2. 한국과 미국의 회사정리기업의 성과에 관한 선행연구

미국에서 Chapter 11의 효율성에 관하여 이론적·실증적 연구들이 많이 있는데, 이러한 연구들은 Chapter 11의 비효율성과 효율성을 주장하는 연구들로도 양분할 수 있을 정도로 다양하다. Hotchkiss(1995)의 연구가 수행된 이후로 최근까지도 지속적으로 많은 연구가 진행되고 있다. 우리나라에서 회사정리기업의 성과에 관한 연구로는 강호정(2001), 강경이·이상원(2009)의 연구가 있다. 그리고 이 주제와 간접적으로 관련된 연구들로 구조조정(회사정리, 화의, 기업개선작업) 이후의 주식성과와 관련된 연구들도 다수 있다. 그러나 이처럼 각국의 회사정리제도의 효율성 분석을 위한 개별적인 연구들은 다수 있지만, 국가 간의 회사정리기업의 성과 차이를 비교 연구는 강경이·이상원(2011)의 연구 외에는 소수에 불과하다. 그러므로 본 절에서는 우리나라의 회사정리제도와 미국에서의 Chapter 11의 효율성에 관한 국·내외 선행연구들을 살펴보고자 한다.

2.1 회사정리 종결이후의 영업성과를 분석하는 국내외 연구

Avner·Rajeev·Elizabeth(2007)은 1991-1998까지의 Chapter 11를 종결한 기업 459개 기업들의 Chapter 11이 효율적인지 조사한 연구결과에서 Chapter 11를 종결한 기업들의 종결이후의 영업성과는 유의적으로 향상되었다. 횡단면분석에서, 기업들은 그들의 부채비율이 높으면 높을수록 영업성과는 향상되었고, 재협상과정이 복잡할수록 영업성과는 부정적인 영향을 가져온다는 것을 발견하였다.

Hotchkiss(1995)은 1979년 10월과 1988년 9월 사이에 Chapter 11을 경험한 197개 기업들을 선정하여 Chapter 11을 통하여 기업을 재조직한 후의 기업성과와 요인분석을 하였다. 그 결과 산업평균으로 조정된 매출액 영업이익률과 총자산 영업이익률의 변화(+2년에서 +3년, +3년에서 +4년)에서 음(-)의 부호가 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 음(-)의 부호를 갖는 것으로 나타났다.

Alderson·Betker(1995)는 1982년과 1993년 사이에 Chapter 11을 통하여 재조직된 88개 기업을 대상으로 자본구조와 청산비용의 값의 관계에 대하여 연구 결과 높은 청산비용을 가진 기업일수록 Chapter 11을 통한 기업재조직 후에 낮

은 부채비율을 갖게 되고, 공적이고 담보권이 없는 부채를 많이 쓰며, 배당과 자본지출, 자본구조 변경 등을 금지하는 부채계약을 덜 하는 것을 발견하였다. 그 결과 재무부실이 적게 발생하는 자본구조를 갖게 된다고 하였다.

강호정(2001)은 회사정리절차가 종결된 기업에 대해서 종결년도 이후 +1, +2, +3년도의 성과를 산업평균과 비교한 결과 통계적으로 유의하게 작은 것으로 나타났다. 또한 종결 이후의 성과에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 법정관리 신청 전 수익성과 법정관리 신청 전 부채비율은 양(+)의 영향을 미치고, 기업규모와 회사정리기간은 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다.

강경이와 이상원(2009)은 회생절차를 종결한 기업들의 영업성과를 측정하고 결과 첫째, 회사정리를 신청하는 -3년 전보다는 회사정리를 종결 이후 +3년의 매출액경상이익률이 좋아짐을 알 수 있었다. 그러나 총자산회전율과 총자산경상이익률에서는 회사정리신청연도보다는 오히려 회사정리종결이후가 더 좋지 않았다. 둘째, 회사정리절차를 종결하는 기업들의 종결 이후 +1, +2, +3년 동안의 동종산업의 평균을 고려한 총자산경상이익률, 매출액경상이익률, 총자산회전율의 3개년도의 평균은 음(-)의 값으로 나타났다.

2.2 회사정리 종결 이후의 주식성과를 분석하는 국내외 연구

Surendranath · Jeff(2010)은 1980년부터 2006년까지 Chapter 11을 종결한 기업들의 주식성과를 측정하였다. Chapter 11을 종결한 기업들의 주식성과는 기업규모와 장부가 대비 시장가치를 고려한 통제기업들과 유사하였다. 이러한 주식성과에 영향을 주는 요인분석결과에서 Prepackaged bankruptcy제도와, Chapter 11을 들어가기 이전의 주주들의 지분비율이 유지될수록 긍정적인 영향을 주었다. 반면에 회사이름을 변경하거나, 새로운 CEO를 경험하는 기업일수록 주식성과에 부정적인 영향을 주었다.

Eberhart · Altman · Aggrarwal(1999)은 1980년과 1993년에 Chapter 11을 종결한 131개의 기업들의 주식시장에서의 효율성을 측정하기 위해서 기업규모와 산업이 유사한 기업과 장부가치대 시장비율까지 유사한 대응기업(BMSIM)을 대응표본으로 200일 동안의 평균누적초과수익률과 상대적인 부를 구하였다. 종결이후의 주식성과는 크고, 긍정적이며, 유의하였다. 또한 주식성과에 영향을 주는 요인으로 기관투자자변수가 긍정적으로 유의하게 나타났다.

강준구와 백재승(2001)은 한국에서 발생한 외부충격(1997년 금융위기)에 따른 기업가치 하락의 요인은 기업규모가 작을수록, 부채의존도가 높을수록, 차입을

통한 은행과의 밀접도가 클수록, 기업위험이 클수록, 과거 경영성과가 부진할수록 심각하였다. 그러나 유동성이 좋을수록, 기타금융기관과 기타법인 및 외국인 소유지분이 클수록, 외화자본조달능력이 양호할수록 상대적으로 기업가치하락은 적게 나타났다. 또한 재무위기를 극복하기 위한 구조조정정책으로 기업들이 가장 빈번하게 이용한 방법은 자산매각정책이었다. 구조조정 효과에 관한 공시효과결과 자산감축정책, 내부체제개편정책, 피흡수합병, 경영진 개편, 기타 구조조정정책 등에서 양(+)의 주가반응이 있었고 확장정책 등에서는 음(-)의 결과를 보였다.

장범식과 황인덕(2008)은 1980년부터 2002년까지 구조조정(회사정리, 화의 및 워크아웃)종결한 79개 기업의 장기주식성과를 분석한 결과 회사정리, 화의는 구조조정종결 전에는 높은 성과를 보이지만 종결 후에는 성과가 낮게 나타난 반면 워크아웃의 경우는 성과가 높게 나타났다. 이러한 기업들을 최대주주를 변경한 '변경그룹'과 최대주주를 변경하지 않은 '비변경 그룹'으로 나누어 살펴본 결과 최대주주변경을 시장에서 부정적인 반응으로 보고한다는 김석진과 변현수(2000)등의 선행연구와 일치하였다. 또한 24개월 동안의 누적초과수익률(CAR)의 결정요인으로 자산감축비율과 주주집중도, 최대주주지분율이 높을수록 장기성과는 긍정적이거나, 최대주주 변경은 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

강경이와 이상원(2009)은 회생절차를 종결한 기업들의 주식성과를 측정된 결과 회사정리절차종결기업들의 누적초과수익률(CAR)과 매입보유비정상수익률(BHAR) 및 상대적인 부(WR)를 이용한 주식성과에서 회사정리신청 -1개월 전과 회사정리종결이후 +1개월의 누적초과수익률의 변화에서는 5%미만에서 통계적으로 유의하게 나타나는 것을 통해 회사정리절차이전보다는 회사정리종결이후 성과가 좋아졌다고 볼 수 있다. 그러나 회사정리절차종결이후 +12개월 동안의 주식성과(CAR, BHAR, WR)에서는 동종산업기업들의 평균보다는 좋은 성과를 거두지 못했다.

III. 연구 설계

1. 연구 방법론의 개관

회사정리제도의 비교연구를 위한 전형적인 접근방법은 특정 제도의 각론적인

분해·비교를 통하여 핵심적인 차이를 추출하고, 그리고 이러한 핵심적인 제도적 차이가 시장이나 기업 내부에서 실제적으로 어떤 성과의 차이를 만들어낼 수 있는지를 이론적으로 규명하는 제도론적인 접근방법이다. 물론 이렇게 도출된 성과의 차이에 관한 이론적 가설은 최종적으로 실제 데이터를 통하여 실증적으로 검증되는 것이 바람직하다. 그러나 제도의 핵심적 차이에 따른 성과의 차이 외에도 다른 차이들이나 시장이나 기업 내부의 성과에 영향을 주는 많은 다른 요인들이 존재하기 때문에, 이들을 실증적으로 분리하여 검증하는 것이 매우 힘들다. 따라서 본 연구에서는 이와 같은 제도론적 접근이 아닌, 회사정리제도의 실효성에 관한 많은 기존의 연구들이 사용하는 방법을 적용하고자 한다. 즉, 회사정리제도의 총체적 내용이 회사정리종결기업의 종결이후의 성과에 어떤 영향을 주는지를 보고자 하는 것이다. 그리하여 본 연구에서는 한국과 미국의 회사정리제도의 총체적 차이가 두 나라 회사정리종결기업의 주식성과에 어떤 차이를 만들어내는지를 규명하고자 하는 것이다.

이러한 방법은 제도간의 핵심적 차이가 실제 시장이나 기업 내부에서 어떤 차이를 만들어 내는지를 보고자 하는 제도론적인 방법보다는 제한적이지만, 제도 간의 총체적인 차이가 기업의 성과에 어떤 차이가 있는지를 보여주고자 한다는 점에서 나름 의미를 찾을 수 있다.

구체적으로, 본 연구의 첫 번째 목표는 한국과 미국의 서로 다른 회사정리제도 하에서 회사정리를 종결한 기업들의 종결 이후의 주식성과를 비교하는 것이다. 즉, 한국과 미국의 회사정리종결기업군에 대해서 차이가 존재하는지를 실증적으로 보고자 한다. 이러한 목표를 달성하기 위하여 먼저 고려해야 할 것은 일반적으로 주식성과의 차이는 크게 네 가지 요인인 주식시장의 시간적 차이, 기업이 속한 산업의 특수성에 따른 차이, 회계적 성과로 표현될 수 있는 기업의 내재적 성과의 차이, 회계적 성과를 제외한 다른 형태의 기업의 특수성 차이 등에 의해 발생된다는 점이다. 그러므로 본 연구의 첫 번째 목표를 보다 충실히 달성하기 위하여 주식성과를 만들어내는 처음 요인인 기업이 속한 산업의 특수성에 따른 차이를 주식시장에서의 누적초과수익율(CAR)이라는 구체적인 성과 측정방법을 통하여 사전에 통제하고자 한다.

본 연구의 두 번째 목표는, 만약 두 나라의 주식성과에 체계적인 차이가 존재한다면 그 이유는 무엇인지를 규명하고자 한다. 특히, 두 나라의 회사정리제도의 총체적 차이가 주식성과의 차이를 만들어내는지에 초점을 두고자 한다. 이를 위하여 주식성과의 차이를 만들어내는 네 가지 이유 중에서 처음 요인을 통제하고 난 다음, 나머지 세 가지 가능성을 규명하고자 하는 것이다. 보다 구체적인

으로, 첫째는 두 나라 회사정리제도의 총체적 차이가 두 나라 회사정리종결기업의 회계적 성과의 차이를 만들어내고, 이러한 회계적 성과의 차이가 주식시장에 그대로 반영되는 가능성이다. 즉, 두 나라 회사정리종결기업의 회계적 성과가 동일하다면 두 나라 회사군의 주식성과도 차이가 없기 때문에 주식성과에 차이가 생기는 원인은 단지 기업의 회계적 성과의 차이에만 전적으로 의존하는 통로이다. 둘째는 비록 두 나라 기업군의 회계적 성과가 동일하다하더라도 여전히 두 나라 기업군의 주식성과는 다를 수 있는 가능성이다. 이러한 통로는 두 나라 회사정리제도의 차이를 주식시장에서의 거래자들이 분명히 인식하기 때문에 두 나라에서 회사정리종결기업에 대해 서로 다르게 대응하는 통로이다. 특히, 주식시장에서 거래자들이 갖는 가장 중요한 정보는 기업의 회계 정보이므로, 이 통로에서는 설사 동일한 회계정보라고 하더라도 각국의 주식시장의 거래자가 이러한 정보를 전혀 다르게 해석하고 반응한다는 것이다. 이 두 가지 통로 모두 두 나라 회사정리제도의 차이에 따른 주식성과의 차이를 만들고, 최종적인 주식성과의 차이는 이 두 가지 통로에 의한 효과를 합한 것이라고 할 수 있다. 그런데 강경이와 이상원(2011)의 연구에서는 첫 번째 통로의 원인이 되는 두 나라 기업의 회계적 성과의 차이가 존재하는지를 규명하였다. 그러므로 본 연구에서는 두 번째 통로인 회사정리제도의 차이에 대한 주식시장 거래자의 인식 차이에 따른 주식성과 차이를 규명하고자 하는 것이다.

2. 연구가설의 설정

본 연구에서는 크게 두 가지 분류의 가설들을 설정하였다. 첫 번째는 본 연구의 첫 번째 목표인 한국과 미국의 서로 다른 회사정리제도 하에서 회사정리를 종결한 기업들의 종결 이후의 주식성과의 차이에 관한 가설이다. 그리고 두 번째는 두 나라 회사정리기업의 주식성과에 체계적인 차이가 존재하는 경우에 그 원인에 관한 가설이다. 구체적으로 두 나라의 회사정리종결이란 기업의 회계 정보가 각 주식시장에서 어떻게 다르게 주식 성과에 반영되는가에 관한 가설이다. 그리하여 동일한 내용의 회계 정보라 하더라도 두 나라 주식시장에서 주식성과에 다르게 반영된다는 가설이 받아들여진다면, 위의 3.1에서 상세히 설명한 것처럼, 두 나라 회사정리제도의 총체적 차이가 회사정리기업의 주식성과에 영향을 주는 것으로 해석할 수 있다.

2.1 회사정리종결이후의 한국과 미국의 주식성과의 차이에 관한 가설

위의 <표 1>를 통해서 우리나라 회사정리제도와 미국의 Chapter11의 제도적 비교에서 가장 중요한 차이는 영업주체임을 알 수 있다. 미국은 DIP제도²⁾를 통해서 경영자가 끝까지 책임을 지고 부실기업을 경영해야 한다. 반면에 우리나라의 경우는 부실의 책임을 물어서 경영의 책임을 관리인이 하게끔 되어있다. 그러나 이러한 방식은 책임 있는 경영자가 없는 상태로 더 이상 경영에 있어서 발전할 가능성이 낮아진다고 예측할 수 있다. 이러한 가능성은 실질적인 분석에서도 나타났는데, 우리나라의 회사정리종결이후의 주식성과에 관한 연구로 강경이와 이상원(2009)은 회생절차를 종결한 기업들의 주식성과(CAR과 BHAR 및 WR)를 이용한 주식성과에서 동종산업기업들의 평균보다는 좋은 성과를 거두지 못했지만, Eberhart · Altman · Aggarwal(1999)에서는 Chapter 11을 종결한 기업들의 200일 동안의 평균누적초과수익률과 상대적인 부에서 종결이후의 주식성과는 크고, 긍정적이며, 유의하였다. 그리고 Surendranath · Jeff(2010)에서도 Chapter 11을 종결한 기업들의 주식성과는 기업규모와 장부가 대비 시장가치를 고려한 통제기업들과 유사하였다. 그러므로 이러한 제도차이와 더불어 기존의 선행연구결과에서 제시된 결과들을 종합해 볼 때 우리나라 회사정리종결에 의해 회생된 기업들보다 미국의 Chapter 11을 종결한 기업들의 종결이후 성과가 더 좋을 가능성이 있다고 예측할 수 있고 다음과 같이 [가설 1] 을 설정하였다.

[가설 1] 미국의 Chapter 11로 회생되는 기업들의 주식성과는 우리나라 회사정리절차를 종결하여 회생된 기업들의 주식성과보다 높을 것이다.

2.2 회사정리종결이란 회계정보와 기업가치와의 관계에 관한 가설

Ball and Brown(1968)은 회계정보 중에서 경영성과를 나타내는 순이익이 자본시장에서 투자자들의 의사결정에 유용하게 사용되는지를 검증하였다. 이를 위해서 순이익 정보가 공시되는 시점에서 주가가 변동이 있었는지를 조사하

2) 미국이 지난 78년 도입한 기업갱생제도로 신연방도산법 11장(Chapter 11)에 규정돼 있다. 핵심은 도산절차를 진행 중인 부실기업의 갱생을 기존 경영진에게 맡기는 것이다. 우리나라의 현행 화의 법과 유사하나 법원의 판단에 따라 언제든 관리인을 선임할 수 있다는 점에서 차이점을 갖고 있다.

였다. 만약에 공시되는 정보가 호재라면 주식수익률이 상승하고, 악재라면 주식수익률이 하락할 것이라고 예측하였다. 이를 근거로 본 연구에서는 투자자들에게 ‘회사정리종결’이라는 회계정보가 호재라고 생각되면 주식수익률이 상승할 것이고, 그렇지 않고 악재라고 생각되면 주식수익률이 하락할 것이라고 예측하였다. 이를 근거로 다음과 같은 [가설 2]를 설정하였다.

[가설 2] 회사정리종결이란 회계정보는 한국과 미국의 자본시장에서 기업가치와 상관관계를 갖을 것이다.

3. 변수의 측정

3.1 비기대이익의 측정

국내의 연구에서 비기대이익은 Random-walk 모형의 가정하에 당기의 주당순이익에서 전기의 주당순이익을 차감하여 계산하는 것이 일반적이다.³⁾ 그리고 기존 연구들에서 사용되는 비기대이익의 측정방법은 다음과 같이 다섯 가지가 있다.

첫째는 무상증자나 주식배당의 효과를 고려하여 주당순이익의 증감/수준을 전기말의 주가로 나누는 방법이다(김권중, 1993; 한봉희, 1998; Collins and Kothari, 1989; Ali and Zarowin, 1992; Dhaliwal and Reynolds, 1994). 둘째는 무상증자나 주식배당의 효과를 고려하지 않고 주당순이익의 증감/수준을 전기말의 주가로 나누는 방법이다(최종서와 신성목, 1997). 셋째는 무상증자나 주식배당의 효과를 고려하여 주당순이익의 증감/수준을 전기말 주당순이익의 절대값으로 나누는 방법이다(Hagerman et al., 1984). 넷째는 당기순이익의 증감/수준을 전기말 시장가치로 나누는 방법이다(김정재, 1997; Ali, 1994; Pfeiffer et al., 1998; Elliott and Hana, 1996). 마지막으로 당기순이익의 증감/수준을 전기말 자산으로 나누는 방법이다(Guay et al. 1996). 위의 다섯 가지 방법들 중에서 만약에 기중에 유상증자가 실시되지 않는다면 방법 1과 4는 동일하다. 그러나 무상증자나 주식배당이 실시되었을 경우 이에 대한 수정계수 조정을 하지 않으면(즉 방법 2) 무상증자나 주식배당후의 EPS가 그 비율만큼 감소하므로 비기대이익과 이익수준이 과소계상된다. 또한 유상증자가 실시되었을 경우 주당순이익 대신에 당기순이익을 이용하여 계산하면(즉 방법 4) 유상증자로 마련된 자금에

3) 비기대이익의 계산에서 Random-walk 모형 대신에 증권분석가의 예측치를 기대이익의 대응치로 사용하는 것이 보다 적절할 수 있지만 국내에서는 증권분석가의 예측치를 모든 기업/년에 대해 쉽게 얻을 수 없으므로 일반적으로 Random-walk 모형을 이용하고 있다.

서 추가로 창출될 이익만큼 비기대이익과 이익수준은 과대계상된다. 그러나 방법1은 이러한 왜곡 없이 비기대이익과 이익수준을 옳게 계산하는 방법⁴⁾이다. 그러므로 이를 근거로 본 연구에서는 주당순이익의 증감수준을 전기말의 주가로 나누는 방법1을 채택하였다. 이를 식(1)로 표현하면 다음과 같다.

$$\text{비기대이익}(UE_t) = (EPS_t - EPS_{t-1}) / P_{t-1} \quad \text{식(1)}$$

여기서	EPS_t	:	t년도의 주당순이익
	EPS_{t-1}	:	t-1년도의 주당순이익
	P_{t-1}	:	t-1년도의 주가가격

3.2 초과이익률의 측정

본 연구에서는 초과이익률을 측정하기 위한 방법으로 통제기업 접근법⁵⁾에 의해서 누적초과이익률을 구한다. 먼저 누적초과이익률을 구하기 위한 통제기업의 선정방법은 다음과 같다.

■ 표본기업과 동일한 산업군에 속하는 상장기업 중에서 기업규모가 표본기업의 70% ~ 130%에 해당하는 기업으로 하였다. 왜냐하면 주가의 행태가 산업의 성격에 따라 큰 영향을 받기 때문에 즉 개별기업의 특성에 관계없이 그 산업에 속한 기업은 그 산업의 가격대가 존재하기 때문이다.

■ 두 번째로 통제기업 선정방법은 ■에서 선정된 기업들 중에서 장부가/시가 비율이 표본기업의 70% ~ 130%에 해당하는 기업으로 하였다. 이처럼 본 연구에서는 Barber and Lyon(1997)이 제시한 산업요인과 기업규모 뿐만 아니라 장부가/시가비율도 함께 고려하였다.

이처럼 본 연구에서는 Barber and Lyon(1997)이 제시한 산업요인과 기업규모 뿐만 아니라 장부가/시가비율도 함께 고려하여 누적초과이익률 측정기준이 되는 통제기업으로 BMSIM(book-to-market-industry-matched and size-and industry-matched)의 기준을 선정⁶⁾하였다. 또한 본 연구에 표본기업들은 종결

4) 한봉희(2001)에 의하면 “비기대이익과 주가이익률의 관계”에서 pp.186-187인용.

5) 통제기업 접근법(control firm approach)은 개별기업의 특성을 기준으로 표본기업과 가장 유사한 개별기업을 통제기업으로 선정한 다음, 표본기업의 월별이익률에서 통제기업의 월별이익률을 차감하여 누적초과이익률을 측정한다. 표본기업에 대응되는 통제기업을 선정하는 데 주로 이용되는 개별기업의 특성으로는 기업규모와 장부가-시가비율 등을 들 수 있다.

6) 정형찬(2007)은 시뮬레이션 분석결과를 바탕으로 한국증권시장에서 통계적으로 신뢰성을 확보할 수 있는 수익률 벤치마크로 사용한 방법은 장부가-시가비율과 기업규모 순으로 표본기업과 대응시킨 것이라고 하였다.

년도가 각각 다르고, 그에 따라 종결이후 +1, +2년도 각각 다르다. 통제기업에 따라 누적초과수익률이 달라질 수 있다는 점과 각 개별기업의 종결년도, 종결이후년도에 해당하는 통제기업이 달라질 수 있다는 점을 고려하여 본 연구에서는 각 시점(종결년도, 종결+1년, 종결+2년)에 해당하는 통제기업을 일일이 고려했다. 한국과 미국의 누적초과수익률(CAR)의 차이분석을 위하여 본 연구에서는 통제기업들을 사용하여 각국의 회사정리종결월로부터 36개월 동안의 누적초과수익률(CAR : cumulative abnormal return)을 측정하였다. 이때 누적초과수익률(CAR)은 회사정리를 종결하는 월로부터 36개월 동안 장기간에 걸쳐 아래의 식(2)와 같이 계산하였다.

$$AR_{i,t} : R_{i,t} - R^{c}_{i,t}$$

$AR_{i,t}$: 주식 i의 t시점에서의 비정상수익률
 $R_{i,t}$: 주식 i의 t시점에서의 주식수익률
 $R^{c}_{i,t}$: t시점에서의 대응표본주식수익률

$$CAR : \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sum_{t=k}^m AR_{i,t} \tag{2}$$

n : 기업수
 m : 회사정리종결월1개월부터 36개월까지
 k : 회사정리종결월

4. 연구모형

4.1 한국과 미국의 누적초과수익률(CAR)의 차이를 분석하는 모형 : T-test

아래의 식(3)은 Chapter11를 종결한 미국기업들의 누적평균초과수익률(CAR)에서 회사정리를 종결한 우리나라기업들의 누적평균초과수익률(CAR)의 차이가 있는지를 계산하는 것이다.

$$TCAR_{i,t} = \sum_{ai=1t=0}^n \sum_{ki=1t=0}^N ACAR - \sum_{ki=1t=0}^n \sum_{ai=1t=0}^N KCAR \tag{3}$$

ai = 미국기업, ki = 한국기업
 n = 기업수, N = 12개월 또는 36개월
 $t = 0$: Chapter11 또는 회사정리절차를 종결하는 월
 $ACAR$ = Chapter11종결하는 미국기업의 누적평균초과수익률
 $KCAR$ = 회사정리를 종결하는 우리나라기업의 누적평균초과수익률

위의 차이가 통계적으로 유의한지에 대한 유의성을 검증하기 위한 검정식(4)

는 다음과 같다.

$$T = \frac{ACAR_{i,t} - KCAR_{i,t}}{\sqrt{\frac{VAR_{i,t}}{n} + \frac{VAR_{i,t}}{n}}} \quad \text{식(4)}$$

4.2 비기대이익과 주식성과의 관계 분석을 위한 회귀모형의 설정

주식시장에서 거래자들이 갖는 가장 중요한 정보는 기업의 회계정보이므로, 이 통로에서는 설사 동일한 회계정보라고 하더라도 각국의 주식시장의 거래자가 이러한 정보를 전혀 다르게 해석하고 반응할 수 있다. 그러므로 본 연구에서는 “양국(한국 vs. 미국)의 상이한 회사정리제도에 따라 회사정리종결절차 이후 회생기업에 대한 회계정보의 가치관련성에 차이가 존재할 것이다.” 라는 사실을 검증할 필요가 있다. 즉, 주가가 결정요인이 위 기술에 근거할 경우 시장환경에 차이에 따른 회사정리 종결기업의 가치관련성 차이라고 생각하고 본 연구에서는 아래의 검증모형 식(5)에서처럼 이익반응계수(ERC: Earnings Response Coefficient)를 통해 회사정리절차종결이란 회계정보와 기업가치와의 관계를 검증하고자 한다.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 UE_{i,t} + \beta_2 UE_{i,t} \times D_{i,t} + \beta_3 YE_{i,t} \quad \text{식(5)}$$

여기서 CAR : 본 연구에서 이용한 한국과 미국의 누적초과수익률
 UE : 비기대이익
 D : 한국이면 1, 미국이면 0
 β_2 : 주 검증변수 (양국 간의 정보의 가치관련성 차이)
 YE : t년도에 대한 연도더미변수

5. 표본기업의 선정

본 연구의 연구대상기간은 회사정리종결년도 기준으로 2001년 1월 1일부터 2007년 12월 31일까지의 기간으로 한다. 위의 연구기간은 최근에 회사정리를 종결한 기업에 중점을 두었으며 특히 연구기간의 시작연도인 2001년은 우리나라가 IMF금융위기를 종결하는 해로서 이는 금융위기의 영향을 배제하기 위한 것이다. 그리고 연구대상기간의 마지막 연도를 2007년으로 정한 것은 본 연구에서 종결 이후 +2년도의 성과를 분석하기 때문이다. 본 연구의 표본기업은 우리나라

는 111개, 미국은 272개 기업이 종결하였다. 그러나 아래의 3가지 조건을 모두 충족시킨 표본기업의 수는 <표 2>와 같다.

- (i) 우리나라의 회사정리종결에 관한 정보를 전자관보를 통해서 확인할 수 있어야 한다.
- (ii) 미국의 Chapter 11종결에 관한 정보는 BankruptcyData.com⁷⁾ 를 통해서 확인할 수 있어야 한다.
- (iii) (1)번과 (2)번에서 회사정리 또는 Chapter 11을 종결한 기업의 주식자료는 OSIRIS에서 얻을 수 있어야 한다.

본 연구에서는 이러한 분석을 위한 자료 수집은 뷰로반다익(Bureau van Dijk)라는 다국적 기업정보회사에서 제공하는 전 세계 65,000여개 상장기업, 상장폐지 또는 Major 비상장 기업의 재무정보를 기반으로 한 Business Intelligence Database인 “Osiris”를 통해서 국내기업을 포함한 해외 상장기업에 대한 총체적인 정보를 얻을 수 있는데 구체적으로는 standardised and “as reported” financials (including restated reports), SEC filings, detailed earnings estimates including recommendations, ownership, stock data, news and ratings 이다. 이러한 자료들은 90%이상의 국가의 국세청에서 사용을 하고 있을 정도로 정확하고 신뢰성 있는 데이터로서 각 산업별로 다양한 재무제표양식과 세부적인 재무항목 값(150개 이상)을 제공하고 있다. 또한 OSIRIS는 전세계의 기업재무자료를 제공하는 사이트로서 사용가능한 기업은 Korea information service(KIS), Teikoku Databank(japan), Huaxia International Business Credit Consulting Company(China), Reuters(USA), and Edgar Onlin(USA)의 상장기업들이다. 본 연구를 위한 자료는 <https://osiris.bvdep.com>을 통해서 자료를 다운받았다. 그러나 본 연구에서 다루고 있는 연구주제(회생절차를 종결한 기업)와 관련된 자료를 얻을 때 우리나라와 미국을 제외한 다른 나라들의 기업 자료들은 충분하지 않았다. 그러므로 본 연구에서는 자료 확보가 가능한 미국과 한국만을 대상으로 분석한 것이다. 아래의 <표 2>는 위의 3가지 조건을 모두 만족시킨 표본기업이다.

7) BankruptcyData는 웹상에서 최고의 기업 파산 자료를 제공하는데, 본 연구를 위해서 이 사이트를 통해 파산한 미국기업들 중에서 Chapter 11을 언제 들어가고 언제 종결했는지를 확인하였다.

<표 2> 회사정리(Chapter 11)의 종결처리현황

구분	한국	미국	합계
2001	8	1	9
2002	13	1	14
2003	14	6	20
2004	5	12	17
2005	2	11	13
2006	1	11	12
합계	43	42	85

IV. 실증분석 결과

1. 한국과 미국의 누적초과수익률의 차이검증결과

아래의 <표 3>은 회사정리종결을 한 한국기업들과 Chapter11을 종결한 미국 기업들의 종결월로부터 +36개월까지 누적평균초과수익률의 차이분석결과이다.

<표 3> 우리나라 회사정리기업들과 미국의 Chapter 11 종결기업들의 종결이후의 CAR의 차이검증결과

사 건 월	우리나라		미국기업		차이값	
	회사정리기업 KCAR - 통제기업 CAR		Chapter 11 ACAR - 통제기업 CAR		미국 기업의 ACAR - 우리나라 기업의 KCAR	
	CAR의 평균값	유의성 검정을 위한 t-value	CAR의 평균값	유의성 검정을 위한 t-value	CAR의 평균값	유의성 검정을 위한 t-value
1	0.046	0.714	-0.033	-1.074	-0.116	-1.58
2	0.016	0.195	0.003	0.066	0.044	0.44
3	-0.104	-1.115	-0.024	-0.487	0.143	1.32
4	-0.137	-1.561	-0.054	-0.853	0.166	1.47
5	-0.133	-1.598	-0.070	-0.986	0.149	1.29
6	-0.148	-1.447	-0.042	-0.526	0.199	1.36
7	-0.150	-1.417	-0.051	-0.580	0.167	1.11
8	-0.176	-1.599	-0.064	-0.786	0.177	1.12
9	-0.222	-1.684	-0.059	-0.773	0.226	1.28
10	-0.197	-1.367	-0.061	-0.677	0.194	0.98
11	-0.223	-1.672	-0.034	-0.370	0.261	1.45
12	-0.269	-2.113**	-0.102	-1.046	0.215	1.15
13	-0.313	-2.476***	-0.072	-0.633	0.300	1.46

14	-0.302	-2.234**	-0.022	-0.199	0.315	1.49
15	-0.250	-1.768*	-0.076	-0.632	0.231	1.06
16	-0.241	-1.604	-0.144	-1.292	0.136	0.67
17	-0.231	-1.437	-0.112	-0.938	0.118	0.52
18	-0.274	-1.984**	-0.141	-1.094	0.073	0.36
19	-0.307	-2.341**	-0.011	-0.081	0.207	1.06
20	-0.321	-2.291**	0.097	0.747	0.326	1.50
21	-0.314	-2.494***	0.027	0.194	0.280	1.35
22	-0.346	-2.424**	0.109	0.810	0.382	1.63
23	-0.395	-2.629***	0.114	0.772	0.438	1.77*
24	-0.432	-2.525***	0.123	0.708	0.560	1.97**
25	-0.464	-2.687***	0.146	0.678	0.644	1.96*
26	-0.495	-2.737***	0.134	0.624	0.679	2.09**
27	-0.476	-2.550***	0.076	0.335	0.561	1.61
28	-0.558	-3.086***	0.081	0.368	0.614	1.81*
29	-0.555	-3.207***	0.156	0.721	0.643	1.92*
30	-0.528	-3.279***	0.123	0.571	0.574	1.81*
31	-0.645	-3.931***	0.087	0.391	0.671	2.06**
32	-0.651	-3.948***	0.121	0.513	0.668	1.89*
33	-0.659	-3.905***	0.143	0.593	0.672	1.83*
34	-0.648	-4.026***	0.149	0.603	0.674	1.90*
35	-0.666	-3.086***	0.154	0.624	0.717	1.99**
36	-0.743	-4.827***	0.196	0.749	0.732	1.97*

주 1) ***, **, * 는 각각 1% 5%, 10%에서 통계학적으로 유의함을 나타냄.

우리나라는 종결하는 날로부터 +2개월까지는 누적초과수익률이 양(+)의 값을 보이고 있다. 그러나 이러한 영향은 오래가지 못하고 회사정리종결월 이후 +3개월부터 +36개월까지 시간이 흐를수록 통제기업의 주식성과보다 점점 더 나빠지고⁸⁾ 있음을 알 수 있다. 반면에 미국의 Chapter 11을 종결한 기업들의 장기주식성과의 누적초과수익률(CAR)의 추이는, 비록 유의한 수준은 아니지만, Chapter 11을 종결월로부터 +19개월까지 계속적으로 누적초과수익률이 통제기업보다 낮지만, +20개월부터 +36개월까지는 통제기업에 비해 점차 누적초과수익률이 양(+)의 값으로 올라가고 있음을 볼 수 있다.

한국의 경우에는 시간이 경과할수록 통제기업에 비해 주식성과가 낮아지는 반면에, 미국의 경우에는 시간이 경과할수록 통제기업에 비해 더 나은 성과를 나타낸다.

이러한 두 나라의 상반된 결과가 통계학적으로도 유의하게 차이가 있는지 알

8) 이와 같은 결과는 장범식·황인덕(2008)에 의해서도 확인할 수 있는데 그들이 1980년부터 2004년 기간 동안 구조조정(회사정리, 화의, 워크아웃)종결이후 3년 동안 CAR를 측정 했을 때도 마찬가지로 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으며 매우 이례적이다 라고 언급하고 있다.

아보기 위해서 t-test를 하였다. 위의 <표 3>의 마지막 두 열을 보면, 미국의 회생기업들은 한국의 회생기업들에 비해 종결월 +2개월부터 더 나은 주식성과를 보이고, 종결월로부터 +23개월부터 +36개월까지는 통계적으로 유의미한 차이를 보이고 있다. 그러므로 한국의 회사정리를 종결한 기업들보다 미국의Chapter 11을 종결한 기업들의 주식성과가 더 높을 것이라는 <가설 1>을 지지한다고 할 수 있다.

2. 주식성과와 회계정보의 관계에 관한 비교분석결과

위의 <표 3> 결과에서 종결월로부터 +23개월부터 +36개월까지는 통계적으로 유의미한 차이를 보이고 있다. 이러한 차이는 주식시장에서 회사정리종결이라는 정보를 한국과 미국의 투자자들은 다르게 해석하기 때문이라고 추측할 수 있다. 본 연구에서는 이리추측을 통계학적으로 검증하기 위해서 회사정리종결월 +25개월부터 회사정리종결월+ 36개월까지의 비기대이익과 초과수익률간의 상관관계를 회귀분석으로 검증하였다. 그 결과는 아래의 <표 4>과 같다. 즉, <표 4>에서는 주식시장에서 회사정리종결이라는 정보가 누적초과수익률(CAR)과 어떠한 관계가 있는지 그리고 그러한 관계는 미국과 한국에 있어서 어떻게 차이가 있는지를 나타내고 있다.

<표 4> 비기대이익과 초과수익률간의 상관관계에 대한 회귀분석의 결과

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 UE_{i,t} + \beta_2 UE_{i,t} \times D_{i,t} + \beta_3 YE_{i,t}$$

Parameter Estimates					
Variable	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t	Variance Inflation
Intercept	0.207	0.420	0.490	0.623	0.000
UE	0.000	0.013	0.030	0.974	1.920
NUE	-0.017	0.020	-0.820	0.413	1.916
YE2000	0.376	0.463	0.810	0.419	1.790
YE2001	-0.094	0.488	-0.190	0.847	2.996
YE2002	-0.280	0.469	-0.600	0.553	4.533
YE2003	-0.289	0.439	-0.660	0.511	4.661
YE2004	0.230	0.428	0.540	0.593	3.923
YE2005	-0.424	0.499	-0.850	0.398	2.615
YE2006	-0.802	0.526	-1.520	0.131	2.608

F Value :1.25 , Adj R-Sq : 0.0374

위의 <표 4>를 통하여 회사정리종결이라는 정보가 누적초과수익률(CAR)과 어떠한 관계가 있는지 그리고 그러한 관계는 미국과 한국에 있어서 어떻게 차이가 있는지를 아래와 같은 세 가지 중요한 결론을 도출 할 수 있다.

첫째, 위의 <표 4>의 첫 번째 열에 보고된 장기적(회사정리종결년 이후 3년 동안) 주식성과에 영향을 주는 비기대이익(UE)을 보면 한국과 미국 두 나라 모두 아무런 영향이 없다는 것을 알 수 있다. 즉, 회사정리(Chapter11)종결이란 회계정보가 주식시장에서 투자자들에게 호재(good-news)로 받아들여지지 않는다고 할 수 있다.

둘째, 또한 이러한 반응은 한국과 미국 두 나라 간의 비기대이익의 차이(NUE)를 통해서 보는 것처럼 한국과 미국 두 나라 간에 아무런 차이가 없다는 것을 알 수 있다. 즉, 회사정리(Chapter11)종결이란 회계정보가 주식시장에서 투자자들에게 호재(good-news)로 받아들여지지 않는 점은 양국 간에 차이가 없다고 할 수 있다.

셋째, 통제변수인 년도변수들도 모두 한국과 미국 두 나라 간에 아무런 차이가 없었다.

위의 결과를 통해서 당초에 추측한 것과는 달리 두 나라 회사정리종결이란 회계정보가 회사정리기업의 주식성과에 영향을 주지 않는 것으로 해석할 수 있다.

V. 결론 및 시사점

본 연구의 목적은 한국과 미국의 회사정리종결기업들의 주식성과의 상대적 차이점을 실증적으로 비교분석 하는데 있다.

이를 위하여 본 연구에서는 두 가지 실증분석을 수행하였다. 첫째, 한국과 미국의 회사정리종결후의 주식성과를 회사정리 종결 이후 +36개월까지 비교 분석하였다. 둘째, 두 나라의 주식성과에 회사정리절차종결이라는 회계정보의 반영형태와 두 나라간 차이점을 분석하였다.

첫 번째 분석의 주요 결론은 우리나라 회사정리절차를 종결한 기업들은 회사정리종결 초기에는(+1, +2월) 통계적으로 유의하지 않지만 양(+의) 누적초과수익률을 갖는다. 그러나 그 이후에는 (+3개월부터 +36개월까지) 대부분 통계적으로 유의하게 음(-)의 누적초과수익률을 보여준다. 이에 비해 미국의 Chapter 11

을 종결한 기업들은 Chapter 11 이후 +1개월부터 +19개월까지는 통계적으로 유의하지 않지만 음(-)의 누적초과수익률을 보이다가 +20개월부터 +36개월까지는 양(+)의 누적초과수익률을 보인다. 즉, 시간이 경과함에 따라 미국의 회사정리종결기업은 보다 개선되지만, 우리나라의 기업들은 악화되어 간다는 것을 통계적으로 유의하게 확인할 수 있다. 시간의 경과에 따른 주식성과의 이러한 양국 간 차이는 우리나라의 회사정리종결기업은 미국의 기업들에 비해서 기업의 경쟁력 회복에 있어서의 지속가능성이 취약하다고 해석할 수 있다.

두 번째 분석인 회사정리종결기업의 주식시장에서의 누적초과수익률에 영향을 주는 회사정리절차종결이라는 회계정보에 관한 관계분석의 결과에서는 예상과는 다르게 두 나라 모두 관련성이 없는 것으로 나타났다. 또한 두 나라간의 차이도 없는 것으로 나타났다.

본 연구는 우리나라와 미국 간의 비교에 국한되는 제약이 있기는 하지만, 미국의 Chapter 11의 역사가 매우 길고 정교하게 운영되고 있다는 점을 감안한다면, 미국의 Chapter 11를 종결한 이후의 초과수익률에 비해서 우리나라 회사정리종결한 이후의 초과수익률의 성과가 지속적으로 좋지 않는 점은 우리나라 기업이 계속기업으로서의 문제가 존재한다고 판단된다. 그리고 회사정리절차 종결이라는 회계정보가 주식시장에서는 크게 신뢰받지 못한다는 점은 향후 우리나라 회사정리제도의 제도개선에 매우 중요하게 주목해야할 점이라고 판단된다.

참고문헌

1. 강경이·민만기(2009), “회생절차종결로서 M&A의 성과에 대한 실증분석,” 회계와 감사연구, 제49권, pp.357-387.
2. 강준구·백재승(2001), “외부충격에 따른 기업가치 변화와 구조조정 결정 요인 및 구조조정효과,” 재무연구, 제14권 제2호, pp.199-250.
3. 강경이·이상원(2011), “한국과 미국의 회사정리제도의 실증적 비교분석,” 국제회계연구, 제38권, 1-28.
4. 강경이·이상원(2009), “회생절차를 종결한 기업의 회계적 성과에 관한 실증 분석,” 회계연구, 제14권 제1호, 325-357.
5. 강경이·이상원(2009), “회생절차종결기업의 단기성과와 성과요인의 분석,” 대한경영학회지, 제22권, 제5호, 2851-2872.
6. 강호정(2001), “법정관리 종결기업의 성과,” 경영학연구, 제30권, 제2호, pp.387-411.
7. 광병관(2008), “거래량 정보와 주가 간의 관계분석,” 경영정보연구, 제26권, pp.1-26.
8. 김권중(1993), “대체적 EPS 측정방법과 이를 이용한 이익, 매출액 및 비용의 정보가치 분석,” 회계학연구, 제17호, pp.1-28.
9. 김석진·변현주(2004), “구조조정의 성공요인에 관한 영향,” 금융학회지, 제9권 제1호, pp.99-129.
10. 김수경·박종해·변영태·김태혁(2010), “한국주식시장에서 기업특성모형 적용에 관한 실증연구,” 경영정보연구, 제29권 제2호, pp.1-25.
11. 김정재(1997), “감사의견변경과 이익반응계수,” 회계학연구, 제22권 2호, pp.163-180.
12. 이명철이수건(2010), “과거의 주가수준과 주식수익률을 이용한 투자전략의 성과,” 경영정보연구, 제30권 제4호, pp.147-173.
13. 장범식·황인덕(2008), “구조조정기업의 주식성과에 관한 연구,” 재무관리연구, 제25권 제1호, pp.141-177.
14. 정형찬·박경희(1999), “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과,” 재무관리연구, 제16권 제1호, pp.83-114.
15. 최도성·지현열(1998), [회사정리제도], 서울대학교출판부16. 최중서·신성목(1997), “연차이익공시에 대한 거래량 반응: 한국증권시장에서의 실증적 거

- 래,” 회계학연구, 제22권 1호, pp.1-35.
17. 한봉희(2001), “비기대이익과 초과주가수익률의 측정,” 한국증권학회, 제29집 1호, pp.183-214.
 18. Ali A(1994), “The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows,” *Journal of Accounting Research*, vol. 32, pp. 61-74.
 19. Ali A. and P. Zarowin(1992), “The Role of Earnings Levels in Annual Earnings-Returns Studies,” *Journal of Accounting Research* vol.30, pp.286-296.
 20. Avner, K., R. Singhal and E. Tashjian(2007), “Is Chapter 11 costly?,” *Journal of Financial Economics* ,Vol. 84, pp.772 - 796.
 21. Brad M. B., and J.D. Lyon(1997), “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 43(3), pp.341-372.
 22. Collins, D. and S. Kothari(1989), “An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients,” *Journal of Accounting and Economics* Vol. 11, pp.143-181.
 23. Dhaliwal D. and S. Reynolds(1994), “The Effect of Default Risk of Debt on the Earnings Response Coefficient,” *The Accounting Review* Vol.69, pp.412-419.
 24. Eberhart, A., E. Altman, and R. Aggrarwal(1999), “The Equity Performance of Firms Emerging From Bankruptcy,” *the Journal of Finance*, Vol. 54, pp.1855-1868.
 25. Elliott J. and J. Hanna(1996), “Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings,” *Journal of Accounting Research* Vol.34, pp.135-155.
 26. Hotchkiss, E. S.(1995), “Post-bankruptcy Performance and management turnover,” *The Journal of Finance* Vol.50(1),pp.3-21.
 27. Pfeiffer, R., P. Elgers, M. Lo, and L. Rees(1998), “Additional Evidence on the Incremental Information Content of Cash Flows and Accruals: The Impact of Errors in Measuring Market Expectations,” *The Accounting Review* Vol.73, pp. 373-385.
 28. Ray, B. and Philip B(968), “An Empirical Evaluation of Accounting

- Income Numbers," *Journal of Accounting Research* Vol. 6, pp. 159-178.
29. Surendranath R. J., and J. Madura(2010), "The long-run performance of firms emerging from Chapter 11 bankruptcy," *Applied Financial Economics*, Vol. 20(14), pp.1145-1161.

Abstract

Empirical Analysis of Stock Market Performances and its Relationship with Accounting Information of the Reorganized Firms of the South Korea and Those of the United States

Kang, Kyung-Yi* · Lee, Sang-Won** · Yoon, Kum-Sang***

This paper is intended to compare the stock market performances of the reorganized firms of South Korea with those of the United States and to analyze the relationship between the performances and the accounting informations of those firms. This paper derives two major implications. First, the stock performances of the reorganized firms of the two countries show very different time profiles. As time goes by after completion of reorganization, the reorganized firms of the US shows significant improvements in stock performances, whereas those of South Korea deteriorates, which means that the institution of reorganization of South Korea has serious problems in sustainability. Second, in the long-run, any accounting variable cannot affect significantly the stock performances in both countries. In spite that this paper is limited to the comparison of only two countries, still it can be concluded that the institution of reorganization of South Korea has serious problems in sustainability, and accounting improvements of the reorganized firms cannot provide full credibility in the stock market

Key Words: Institution of reorganization, Chapter 11, Cumulative abnormal return

* Lecturer, College of Business of Administration, Korean Christian University, javan24@hanmail.net

** Professor, Division of Economics, Inha-university, swlee@inha.ac.kr

*** Professor, College of Business of Administration, Inha-university, ksy@inha.ac.kr