

사옥신축의 정보효과와 기업가치 결정요인에 대한 연구*

이진훤

오산대학교 경영계열 교수

이포상

송원대학교 금융세무경영학과 교수

Information Effect of New Office Investments and Determinant of Firm Value

Jin-Hwon Lee^a, Po-Sang Lee^b

^aDivision of Business Administration, Osan University, South Korea

^bDepartment of Finance & Tax Management, Songwon University, South Korea

Received 31 August 2020, Revised 16 September 2020, Accepted 21 September 2020

Abstract

Purpose - This study examines the information effect of the disclosure of new office investments on the Korean stock market and investigates determinant of performance of sample firms.

Design/methodology/approach - The sample consists of companies listed on the Korean Exchange that announced investments in new office construction for eleven-years from January 2007 to December 2017. It analyzes excess return using event study methodology and studies the determinants of abnormal return with multiple regression analysis.

Findings - We find that abnormal returns of the short and long window are positive on average and statistically significant. In particular, CAR of high growth subsample is a larger positive return than that of the low one both short and long window. Difference in abnormal returns by investment size is observed only in short time window. But there is not observed difference by cash holding level.

Research implications or Originality - This finding is able to be added to the evidence of the theory of corporate value maximization academically. Moreover, it shows the possibility that building a new office can have a positive effect on corporate value. It is expected to help investors make decisions because it can provide useful information to market participants in practice.

Keywords: Disclosure, Information Effect, Office Investment, Stock Market, Corporate Value Maximizing Theory

JEL Classifications: G14, G30

I. 서론

본 연구는 자본시장의 이해관계자들이 가치극대화이론에 기반하여 사옥신축에 대한 경영자의 의도를 긍정적으로 해석함으로써 양의 공시효과가 나타나는지, 대리인이론에 따라 기업의 수익성 증진에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상하여 음의 공시효과가 나타나는지, 혹은 기업 본연의 영업활동과 직접적인 관련성이 떨어지기 때문에 별다른 주가반응이 나타나지 않는지를 분석함으로써 사옥신축의 정보효과와 기업가치의 결정요인에 대하여 살펴본다.

* 이 논문은 2017학년도 오산대학교 교내연구비 지원에 의하여 이루어졌음

^a First Author, E-mail: jinhwon@osan.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: podoctor@naver.com

© 2020 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

사옥신축을 위한 시설투자는 경영자의 사적동기에 따라 주주가치증진에 위배되는 의사결정이 이루어진다면 영업활동을 위한 사업필천자금의 유출을 발생시킴으로써 기업가치의 손실을 초래할 수 있는 반면 경영자의 의사결정이 옳다면 향후 임대비용의 절감 및 사옥신축을 통한 조직구성의 체계화 그리고 오래된 기업의 노후시설 재정비를 통한 이미지 개선 등의 효과를 함께 기대할 수 있기 때문에 기업가치 증진에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다. 뿐만아니라 장기간 동안 안정적인 사업을 통하여 많은 현금을 비축하고 있는 기업이라면 가치증진의 기대효과가 더욱 크게 나타날 수 있다. 물론 기업 본연의 영업활동과의 관련성이 떨어지기 때문에 기업가치의 변화와 무관하게 제한적인 결과가 나타날 수도 있다.

이와 같이 기업의 투자 의사 결정이 기업가치에 미치는 영향을 다방면으로 살펴보는 것은 자본시장(capital market)을 해석하고 연구하는 학술적 관점뿐만 아니라 기업을 둘러싸고 있는 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공할 수 있다는 측면에서 중요한 정보적 가치를 가진다. 경영자는 자본조달을 통한 자산배분 그리고 주요투자자산으로부터 발생하는 수익을 재투자하는 기업순환과정에서 수많은 의사결정 상황에 놓이게 된다. 지속적인 기업의 성장 및 유지를 위해서는 자본비용을 상회하는 투자수익률이 기대되는 투자안에만 지속적인 현금유입이 이루어지는 것이며, 만약 경영자가 투자안의 순현재가치(npv: net present value)가 주주가치 극대화에 부합할 만큼 충분히 크다고 판단함으로써 시설투자가 이루어진다면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 전통적인 기업가치극대화 이론(value maximizing theory; Kerstein and Kim(1995), McConnell and Muscarella(1985))에 따르면 경영자는 항상 주주가치의 증대를 위해 행동하기 때문에 기업가치를 증대시키는 투자안을 선택한다고 보고 있다. 이에 투자행위는 경영자가 지닌 긍정적 사적 정보를 시장에 전달하게 됨으로써 기업가치가 증가한다는 이론이다. 하지만 불확실성 상황에서 경영자가 투자의사결정에 따른 미래현금흐름의 현재가치를 추정하고 판단하는 것은 쉽지 않다. 뿐만아니라 경영자는 자신의 사적이익추구를 위하여 상대적으로 주주가치 증진에 위배되는 투자의사결정을 하게 될 수도 있다. 대리인이론(agency theory) 혹은 비가치극대화이론(non-value maximizing theory; Kallapur(1994), Lang and Litzenberger(1989))은 소유와 경영이 분리되어 있는 경우, 경영자들은 사적이익을 고려한 투자선택을 한다고 가정하고 있다. 즉, 계약관계에 의한 피고용인 입장에서 경영자는 성과에 따른 보상과 승진 그리고 명예 등 사적욕구를 충족하기 위한 성장정책을 추구하기 때문에 순현재가치가 고려되지 않은 투자선택을 하게 됨으로써 투자행위는 기업가치의 손실을 초래한다고 주장한다.

이처럼 기업의 투자지출과 기업가치 간의 관계는 서로 상반되게 해석될 수 있다. 실제로 기업의 투자지출이 발생하거나 투자지출에 대한 정보를 시장에 공개하였을 때, 개별기업의 가치는 동일한 방향으로 움직이지 않는다. 개별기업의 내외부적인 상황에 따라 기업의 가치는 증가하거나 감소할 수도 혹은 변화가 나타나지 않을 수도 있다(Lee 2017). 즉, 기업의 투자 및 의사결정은 경영자의 사적 정보 및 의도가 함의된 신호로 시장에 전달될 수 있고, 투자지출의 수준은 기업의 투자기회에 대한 경영자의 기대를 반영한다(Trueman 1986; Ambarish et al. 1987). 하지만 이해관계자들이 이를 어떻게 해석하느냐에 따라 상반된 주가반응이 나타날 수 있다. 따라서 특정 의사결정 정보가 자본시장에서 어떠한 차별적 반응을 나타내는지를 분석하고 판단하는 것은 외부투자자들에게 중요한 관심 사안이 된다.

이러한 연구배경을 바탕으로 본 연구에서는 사건연구방법론을 활용하여 사옥신축 투자정보가 자본시장에서 미치는 영향에 대하여 분석하고자 한다. 저자가 조사한 바로는 한국주식시장에서는 Sim(1995) 및 Choi and Kim(1996)등을 시초로 시설투자공시에 관한 포괄적 연구가 진행되어왔고 사옥신축에 관한 개별사안을 분석한 연구는 거의 보고된 바가 없다. 그나마 최근 Cho and Lee(2016)에서 시설투자의 목적별로 구분하여 분석하면서 사옥신축정보의 효과를 부분적으로 제시하고 있으나 안타깝게도 사옥신축에 대한 경영자의 의사결정 동기 및 사옥신축기업의 기업가치에 미치는 결정요인 등을 고려한 자본시장연구는 전무한 실정이다.

본 연구에서는 사옥신축 사건공시일 전후의 주가반응을 분석해봄으로써 자본시장 내 투자자들이 사옥신축정보를 어떻게 해석하고 반응하는지를 분석하고 기업가치 결정요인에 대하여 분석한다. 만약 연

구결과 시장에서 사육신축 시설투자라는 경영자의 의사결정이 향후 임대비용의 절감 및 재정비를 통한 이미지 개선 등의 효과에 대한 기대심리가 크게 작용함으로써 기업가치 극대화 이론에 따라 주주가치 증진에 부합하는 방향으로 이루어진 것으로 해석된다면 자본시장에서 양(+)의 주가반응을 나타낼 것이다. 이와는 대조적으로 비가치극대화이론 및 대리인이론에 따라 경영자의 임기 중 가시적인 성과의 추구 및 자본지출에 대한 부정적 우려 심리가 작용한다면 음(-)의 주가반응이 나타날 것이다. 다만 단기적인 주가반응만을 통해 해석을 하는 것에는 한계가 있기 때문에, 시설투자 이후 1년동안의 주가반응을 함께 분석함으로써 사육신축 시설투자의 정보효과와 기업가치변화에 대해 논의하게 될 것이다.

이를 통해 한국주식시장에서 사육신축 시설투자가 경영자의 근시안적 기대가 반영된 주주가치 증진에 위배되는 투자의사결정인지 아니면 순현재가치가 양의 방향으로 수렴하는 의사결정으로 기업가치극대화에 부합하게 되는 결과를 가져오는지를 분석하게 될 것이다. 한편, 개별기업의 상황에 따라 기업의 가치에 미치는 영향이 상이할 수 있기 때문에 세부적으로 개별기업의 보유현금 규모, 투자규모, 매출성장 등의 요인에 따라 차별적 반응이 나타나는지를 살펴봄으로써 사육신축기업의 기업가치 결정요인에 대하여 분석할 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제1장 서론에 이어서 제2장에서는 선행연구의 검토를, 제3장에서는 연구 방법 및 모형을 제시한다. 제4장에서는 실증분석결과를 제시하고 마지막으로 제5장에서는 결론을 제시한다.

II. 선행연구의 검토

먼저 관련된 국내연구를 살펴보면 Sim(1995)는 1993년부터 1993년까지의 2년간의 시설투자공시가 이루어진 81개 기업을 대상으로 공시일 전후 30일간의 초과수익률 추이를 살펴보았다. 분석결과 비정상초과수익률의 평균값은 0.0045%에 그치고 유의성 또한 나타나지 않음으로써 유의미한 공시효과와 결과를 도출하지 못하였다. Choi and Kim(1996)는 1998년부터 1992년까지의 표본기간 동안 시설투자결정을 공시한 상장기업을 대상으로 분석한 결과 시설투자결정 공시시점을 전후하여 양(+)의 주가반응이 나타나고 있음을 확인하였으며, 이를 통해 시설투자가 기업가치를 증진을 위한 가치극대화 동기에 따라 이루어지고 있음을 피력하였다. 나아가 경영자 소유비율과 주가수익률간에 양(+)의 관련성이 있음을 발견함으로써 경영자소유비율이 높은 기업일수록 시설투자 이후에 더욱 긍정적인 주가반응이 나타나고 있음을 보고하였다. Ki and Choe(2006)은 코스닥 상장기업 367개 표본기업을 대상으로 분석한 결과 시설투자공시일 전후 10일 동안 미미한 일별 비정상수익률이 일부 관찰되었으나 초과수익률의 통계적 유의성이 체계적으로 나타나지는 않았다. 초과수익률 결정요인으로는 자기자본대비 투자금액이 음(-)의 방향, 수익성은 정(+)의 관련성이 있는 것으로 보고하였다. 한편, Kim et al.(2012)는 시설투자 자원개발결정이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였고, Cho and Lee(2016)는 시설투자의 목적에 따른 공시효과를 분석하였다.

해외연구를 살펴보면 McConnell and Muscarella(1985)가 시설투자공시와 기업가치에 관련한 초기연구로 제시되고 있다. 1975년부터 1981년까지 7년의 표본기간 동안 시설투자공시가 발생한 658개 기업을 대상으로 시설투자공시효과를 분석하였는데, 제조기업 표본의 경우 전년대비 투자금액이 증가하거나 감소한 경우에는 통계적으로 유의미한 양(+), 음(-)의 공시효과가 나타났지만, 공기업 표본에서는 유의미한 초과수익률 반응이 나타나지 않고 있음을 보고 하였다. Chan et al.(1995)는 447개 표본기업을 대상으로 투자결정에 따른 주가반응을 분석하였는데 사업확장 및 생산성향상동기 표본에서는 통제적으로 유의한 양(+)의 초과수익률이 관찰되었고, 생산 및 설비축소 동기표본에서는 통제적으로 유의한 음(-)의 결과를 도출하였다. Kerstein and Kim(1995)는 1976년부터 1989년까지의 기간동안 153개의 제조업기업을 대상으로 부동산 및 기계 등의 자본투자가 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 투자금액의 변화가 초과수익률과 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 발견하였으며, 자본지출이 기업의 주가에 미치는 영향을 분석한 Chan et al.(1990)에서도 투자증감과 초과수익

를 간의 관계가 동일하게 나타났다.

Chung et al.(1998)은 자본지출에 따른 시장반응을 투자기회를 고려해 분석한 결과 좋은 투자기회의 투자증감은 주가수익률과 정(+)의 관계를, 나쁜 투자기회에 대한 투자증감은 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. Jones(2004)는 영국시장에서 1991년부터 1996년 까지 시설투자공시 기업 402개 표본을 분석한 결과 대규모 기업에 비하여 소규모 기업의 경우에 투자공시에 대한 반응이 더욱 크게 나타나고, 투자규모는 비정상초과수익률과 양(+)의 관계를 나타냄을 발견하였다. Titman et al.(2004)는 1973년부터 1996년까지의 표본기간 동안 미국기업의 시설투자와 주가수익률 사이의 장기적 관계를 분석함으로써 상호 음(-)의 관계가 있음을 발견하였고, 이를 대리인문제에 의한 경영자들의 과잉투자 가능성으로 인한 주가수익률 하락으로 해석하였다. 이와 마찬가지로 미국의 주식시장을 대상으로 연구분석한 Anderson and Garcia-Feijoo(2006)과 Cooper et al.(2008)에서도 시설투자 이후 음(-)의 주가수익률이 관찰되고 있음을 보고하였다. 한편, Titman et al.(2009)는 일본시장의 1978년부터 2000년까지의 표본을 대상으로 분석하였는데 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않음으로써 일관된 결과를 얻지 못하였다.

III. 연구자료의 구성 및 연구방법론

1. 연구자료의 구성

본 연구는 2007년부터 2017년까지 11년 동안 한국주식시장에서 사옥신축을 위해 투자공시를 한 기업의 정보효과 및 기업가치에 미치는 결정요인을 분석한다. 한국거래소(KRX)의 유가증권(Mainboard)과 코스닥(Kosdaq)시장에 상장(listing)된 기업들 중 해당 사안의 공시가 발생한 기업을 표본으로 한다. 표본의 기초통계자료는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)과 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 열람하여 수집하였다. 동기간 동안 사옥신축을 목적으로 투자공시가 이루어진 기업은 총 97건으로 파악되었으며, 개별기업의 공시시점을 사건일로 하는 사건연구방법론을 활용하여 실증분석한다. 본 연구에서는 개별기업의 주가자료를 활용한 초과수익률과 회계자료를 활용한 독립변수의 산출이 이루어져야 하므로 주가자료 및 회계수치를 얻을 수 없는 기업 27개는 최종표본에서 제외되었다. 이에 따라 <Table 1>에서 살펴볼 수 있듯이 11개년동안 총 70개 표본기업이 최종분석대상이 된다.

Table 1. Sample Composition

YEAR	Initial raw sample	Sample excluded	Final sample
2007	8	2	6
2008	11	5	6
2009	14	5	9
2010	10	1	9
2011	9	3	6
2012	5	1	4
2013	8	2	6
2014	9	2	7
2015	11	3	8
2016	7	3	4
2017	5	0	5
Total	97	27	70

Note : Firms missing stock information and financial data were excluded. Final # of the sample consists of 70 firms, which announced with introduction investment information for the eleven-years period between January 2007 and December 2017.

2. 연구방법론

본 연구에서는 일반적인 사건연구(event study)에서 활용되고 있는 사건연구방법론과 다중회귀모형(multiple regression model)을 이용하여 실증분석한다. 주요 분석대상인 사옥신축 투자결정 사안이 공적인 정보의 형태로 기업외부로 알려지게 된 시점을 해당 사건일(Day=0)로 하여 사건일 전후의 일별 평균초과수익률(AAR: average abnormal return)을 계산하고, 시계열 상의 누적된 평균값을 계산한 누적평균초과수익률(CAAR: cumulative average abnormal return)을 산출하여 분석에 활용한다. 예를들어 개별기업 i 로 구성된 표본기업 n 개의 t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적평균초과수익률은 아래의 식(1)과 식(2)와 같이 산출되며, 초과수익률의 계산은 시장조정모형(market adjusted model)을 이용하여 실증분석에 활용하고 있다.

$$AAR_{(t)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (1)$$

$$CAAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (2)$$

이와같이 공시일 전후의 주가수익률 반응을 통하여 한국주식시장에서 외부투자자들이 사옥신축에 대한 경영자의 의도를 긍정적으로 해석하여 양의 공시효과가 나타나는지, 아니면 기업의 수익성 증진에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상하는지 혹은 기업 본연의 영업활동과의 관련성이 떨어지기 때문에 별다른 주가 반응이 나타나지 않는지를 확인함으로써 사옥신축의 정보효과를 분석할 수 있을 것이다. 나아가 본 연구에서는 사옥신축 투자공시가 이루어진 기업의 상황에 따라 향후 기업가치의 변화에 유의미한 차별적 반응이 나타나는지를 살펴보기 위하여 아래의 다중회귀모형식(3)을 활용하여 분석한다. 누적평균초과수익률을 종속변수로하는 회귀모형에는 투자규모(investment size), 현금보유수준(cash holding), 매출성장(sales growth) 등의 주요변수 이외에 기업의 가치에 영향을 줄 수 있는 것으로 알려진 통제변수(control variable)를 포함하여 분석할 것이다. 기업내부 현금흐름이 충분하지 않을 경우 과소투자문제가 발생할 수 있고, 추가적인 자본조달을 실시해야 하는 경우가 발생할 수 있다. 따라서 보유현금수준(CASH)은 공시효과에 영향을 줄 수 있다. 한편, 매출성장(GROWTH)은 기업의 성장추이를 보여주는 것으로 외연확장 등을 통한 영업성과의 증진에 영향을 미칠 수 있음으로써 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있다. 그 밖에 일반적으로 기업의 공시 및 주가반응에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업규모(SIZE), 부채비율(debt ratio), 수익성(ROA), 시장더미(MD) 등의 변수들이 통제변수로 활용될 것이다.

$$CAR_{t_1,t_2} = \beta_0 + \beta_1 Inv_SIZE + \beta_2 CASH + \beta_3 GROWTH + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 ROA + \beta_7 MK_D + \epsilon \quad (3)$$

Dependent variable

CAR_{t_1,t_2} : is time period (t1,t2) cumulative abnormal returns using adjusted abnormal return.

Independent variables and control variables

<i>Inv_Size</i>	:	is the capital expenditure amount of firm for new office (using the log of the sum of the investment)
<i>CASH</i>	:	is cash amount of firm i in year t-1 (using the log of the sum of the cash holding)
<i>GROWTH</i>	:	is growth rate of revenues of firm in year t-1 compared to year t-2
<i>SIZE</i>	:	is firm size of firm i in year t-1 (using the log of the sum of the market values of the common stock).
<i>DEBT</i>	:	is debt ratio of firm i in year t-1 by dividing the total debt by the total assets.
<i>ROA</i>	:	is firm i's return on asset in year t-1, measured as net income divided by total assets.
<i>MK_D</i>	:	equals one if market of firm i is kosdaq, otherwise 0.

IV. 실증분석 결과

본 연구에서는 사옥신축 시설투자 정보의 정보효과와 기업가치에 미치는 영향에 대하여 분석한다. 시설투자 공시에 따른 주가수익률의 변화를 살펴봄으로써 자본시장 내 투자자들이 사옥신축에 대한 정보를 어떻게 해석하고 반응하는지를 살펴보고, 약 1년간의 누적초과수익률의 변화를 통하여 사옥신축이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 논의하고 있다. 아래의 <Table 2>는 사옥신축 투자공시 전후 5일간의 일별초과수익률과 기간별 누적초과수익률을 제시하고 있다. 분석결과 CAR(-1, +1)의 값이 0.0169으로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과값을 나타내고 있다. CAR(0, +120)과 CAR(0, +240)의 값은 각각 0.0712와 0.1378로 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 즉, 사옥신축이 시장에서 평균적으로 긍정적인 신호로 해석되고 있고, 향후 기업가치의 증진으로 이어질 수 있음을 보여주고 있다.

Table 2. Abnormal return and Cumulative abnormal return

Category	AR_Mean	t-value
AR (Day t = -5)	-0.0027	-0.817
AR (Day t = -4)	-0.0082	-2.537 **
AR (Day t = -3)	-0.0006	-0.197
AR (Day t = -2)	0.0002	0.049
AR (Day t = -1)	0.0040	0.993
AR (Day t = -0)	0.0056	1.240
AR (Day t = +1)	0.0072	1.528
AR (Day t = +2)	0.0016	0.312
AR (Day t = +3)	-0.0006	-0.123
AR (Day t = +4)	-0.0058	-1.388
AR (Day t = +5)	-0.0015	-0.430
CAR (0, +1)	0.0129	1.799 *
CAR (-1, +1)	0.0169	2.046 **
CAR (-3, +3)	0.0175	1.726 *
CAR (0, +120)	0.0712	1.782 *
CAR (0, +240)	0.1378	2.536 **

Note: *, **, and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

한편, 이러한 사옥신축정보가 주가 반응에 미치는 영향은 개별기업의 상태에 따라 다르게 나타날 수 있다. 먼저, <Table 3>는 사옥신축 투자규모에 따른 주가수익률의 변화를 분석한 결과를 제시하고 있다. 공시당일(Day t=0)의 차이분석 결과 투자규모가 큰 기업에서 보다 큰 주가반응을 보이면서 0.0228의 통계적으로 유의한 양(+)의 결과값을 나타내고 있다. 하지만 중장기간에 대한 차이분석에서는 유의성이 관찰되지 않고 있다. 이러한 결과는 시장에서 사옥신축 규모정보에 대하여 투자자들의 기대감이 정(+)의 방향으로 즉각적으로 반응하지만, 사옥신축의 규모자체가 미래현금흐름의 유입을 담보하는 것은 아니기 때문에 영업성과의 차별적 결과를 가져오거나 기업가치에 대조적인 영향을 미치지 않는다고 추론해볼 수 있는 결과로 해석된다.

Table 3. Abnormal returns and Cumulative abnormal returns by Investment Size

Category	Group (A) Invest_Size_BIG	Group (B) Invest_Size_Small	Dif test (A) - (B)
	Mean(t-value)	Mean(t-value)	Mean(t-value)
AR (Day t = -5)	-0.0001 (-0.011)	-0.0053 (-1.120)	0.0053 (0.788)
AR (Day t = -4)	-0.0097 *** (-2.856)	-0.0067 (-1.224)	-0.0030 (-0.466)
AR (Day t = -3)	-0.0017 (-0.454)	0.0004 (0.076)	-0.0021 (-0.324)
AR (Day t = -2)	0.0069 (1.055)	-0.0063 (-1.466)	0.0132 * (1.688)
AR (Day t = -1)	0.0062 (1.175)	0.0019 (0.308)	0.0043 (0.531)
AR (Day t = -0)	0.0172 ** (2.189)	-0.0056 (-1.391)	0.0228 ** (2.582)
AR (Day t = +1)	0.0025 (0.361)	0.0119 * (1.801)	-0.0094 (-0.995)
AR (Day t = +2)	-0.0010 (-0.153)	0.0042 (0.504)	-0.0051 (-0.492)
AR (Day t = +3)	-0.0092 * (-1.758)	0.0078 (1.077)	-0.0170 * (-1.901)
AR (Day t = +4)	-0.0043 (-0.762)	-0.0073 (-1.165)	0.0030 (0.357)
AR (Day t = +5)	0.0049 (0.914)	-0.0078 (-1.680)	0.0126 * (1.791)
CAR (0, +1)	0.0196 (1.629)	0.0063 (0.799)	0.0133 (0.925)
CAR (-1, +1)	0.0258 * (1.982)	0.0082 (0.805)	0.0176 (1.065)
CAR (-3, +3)	0.0209 (1.674)	0.0142 (0.886)	0.0066 (0.326)
CAR (0, +120)	0.1042 * (1.957)	0.0391 (0.655)	0.0652 (0.815)
CAR (0, +240)	0.1427 * (1.928)	0.1331 (1.653)	0.0096 (0.088)

Note: *, **, and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

다음으로 <Table 4>는 개별기업의 보유현금 수준에 따라 차별적 반응이 나타나는지를 분석한 결과

를 보여주고 있다. 보유현금의 규모가 작을수록 향후 자금조달 비용에 대한 압박으로 인한 불확실성이 크기 때문에 상대적 위험이 큰 반면, 현금보유 여력이 높을수록 자본지출에 대한 비용부담이 작을 것으로 예상되어 대조적 결과가 나타날 수 있다. 하지만 분석결과 통계적 유의성 뿐만 아니라 차이 값에서도 결과값이 체계적으로 뚜렷하게 나타나지 않음으로써, 개별기업의 현금보유수준 자체가 사옥신축기업의 차별적 추가반응에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

Table 4. Abnormal returns and Cumulative abnormal returns by cash holding level

Category	Group (A) Cash_Holding_BIG	Group (B) Cash_Holding_Small	Dif test (A) - (B)
	Mean(t-value)	Mean(t-value)	Mean(t-value)
AR (Day t = -5)	-0.0119 **	0.0025	-0.0143 **
	-2.506	0.575	-2.240
AR (Day t = -4)	-0.0099 **	-0.0072	-0.0028
	-2.475	-1.581	-0.456
AR (Day t = -3)	-0.0009	-0.0005	-0.0004
	-0.195	-0.112	-0.062
AR (Day t = -2)	-0.0024	0.0017	-0.0041
	-0.500	0.298	-0.552
AR (Day t = -1)	0.0048	0.0035	0.0013
	0.737	0.685	0.151
AR (Day t = -0)	0.0079	0.0044	0.0035
	1.064	0.753	0.369
AR (Day t = +1)	0.0069	0.0074	-0.0006
	0.688	1.520	-0.050
AR (Day t = +2)	0.0016	0.0017	-0.0001
	0.285	0.219	-0.010
AR (Day t = +3)	-0.0019	0.0002	-0.0022
	-0.444	0.033	-0.268
AR (Day t = +4)	-0.0030	-0.0074	0.0043
	-0.403	-1.467	0.480
AR (Day t = +5)	0.0023	-0.0037	0.0060
	0.437	-0.772	0.845
CAR (0, +1)	0.0147	0.0118	0.0029
	1.005	1.541	0.176
CAR (-1, +1)	0.0195	0.0154	0.0042
	1.179	1.703	0.221
CAR (-3, +3)	0.0159	0.0184	-0.0025
	0.903	1.472	-0.118
CAR (0, +120)	0.0696	0.0720	-0.0024
	1.229	1.329	-0.031
CAR (0, +240)	0.0758	0.1730 **	-0.0972
	0.944	2.400	-0.901

Note: *, **, and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

이에 반해 개별기업의 매출액 증감의 수준에 따라 구분하여 분석한 아래의 <Table 5>에서는 흥미로운 결과가 나타나고 있다. 연구결과 공시일 전후의 CAR(-1,+1)이 0.0293의 차이값을 보이며 10% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보였다. CAR(0,+240)은 0.2814의 차이값을 보이며 5% 수준에서 통계적인 유의성이 있음이 확인되고 있다. 이러한 결과는 사옥신축 정보가 매출액 성장에 큰 기업에서 보다 긍정적으로 해석되고 있음을 의미한다. 즉, 경영자는 사업운영이 원활히 이루어지면서 매출액 성

장과 함께 임직원의 수가 증가하고 사업확장이 이루어지면 사업운영을 뒷받침할 수 있는 보다 큰 수용 규모의 사육신축 동기를 가질 수 있게 되는데, 시장에서는 이를 미래성장 가능성에 대한 경영자의 긍정적인 신호로 받아들이고 반응하는 것으로 볼 수 있다. 나아가 매출액 성장의 모멘텀을 지닌 기업의 경우 지속적인 성장을 바탕으로 사업확장이 이루어지게 되면 주요 영업활동으로부터 벌어들일 수 있는 현금흐름의 유입이 원활하게 이루어질 가능성이 크고, 그 성과가 기업가치에 반영되어 나타나는 현상으로 추론해볼 수 있다.

Table 5. Abnormal returns and Cumulative abnormal returns by Growth

Category	Group (A) Growth_rate_BIG	Group (B) Growth_rate_Small	Dif test (A) - (B)
	Mean(t-value)	Mean(t-value)	Mean(t-value)
AR (Day t = -5)	-0.0025 -0.618	-0.0034 -0.605	0.0009 0.128
AR (Day t = -4)	-0.0100 *** -3.251	-0.0024 -0.265	-0.0076 -0.793
AR (Day t = -3)	-0.0026 -0.801	0.0054 0.669	-0.0081 -0.919
AR (Day t = -2)	0.0001 0.029	0.0004 0.039	-0.0003 -0.027
AR (Day t = -1)	0.0084 * 1.837	-0.0095 -1.234	0.0179 * 1.999
AR (Day t = -0)	0.0078 1.464	-0.0009 -0.106	0.0087 0.848
AR (Day t = +1)	0.0079 1.408	0.0052 0.583	0.0027 0.258
AR (Day t = +2)	0.0014 0.254	0.0024 0.177	-0.0010 -0.067
AR (Day t = +3)	-0.0012 -0.306	0.0013 0.092	-0.0025 -0.167
AR (Day t = +4)	-0.0069 -1.316	-0.0026 -0.429	-0.0043 -0.533
AR (Day t = +5)	-0.0032 -0.814	0.0036 0.444	-0.0068 -0.755
CAR (0, +1)	0.0157 * 1.822	0.0043 0.343	0.0114 0.757
CAR (-1, +1)	0.0241 ** 2.435	-0.0052 -0.393	0.0293 * 1.768
CAR (-3, +3)	0.0218 * 1.951	0.0044 0.187	0.0175 0.676
CAR (0, +120)	0.0975 ** 2.331	-0.0093 -0.093	0.1068 0.988
CAR (0, +240)	0.2071 *** 3.432	-0.0743 -0.687	0.2814 ** 2.272

Note: *, **, and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

마지막으로 이러한 단변량 분석을 통한 해석에 한계가 있기때문에 다중회귀분석을 통하여 사육신축 기업의 차별적 주가반응에 영향을 미치는 결정요인들에 대하여 분석한 결과를 아래의 <Table 6>에서

제시하고 있다. 먼저 <Table 6>의 Panel A는 CAR(-1,+1)을 종속변수(dependent variable)로 하여 투자규모, 현금보유, 매출성장 등의 요인이 사옥신축 투자공시효과에 미치는 영향을 살펴본 것이다. 투자규모(Inv_SIZE)와 현금보유(CASH)는 계수값이 각각 0.038과 0.001로 통계적 유의성이 약하거나 유의미한 결과가 나타나고 있지 않다. 매출액성장(GROWTH)의 경우에는 5% 수준에서 0.024의 유의한 계수값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 매출성장이 높은 기업에서는 사옥신축정보가 긍정적인 신호로 작용하지만, 그렇지 않은 기업에서는 경영자의 사적이익 추구 등 부정적 신호로써 받아들일 수 있다는 것을 의미하는 결과이다. 한편, CAR(-1,+240)을 종속변수로 하여 추가흐름에 미치는 요인을 살펴본 Panel B의 분석결과를 살펴보면, 매출성장(GROWTH)의 회귀계수값이 0.611으로 1% 수준에서 통계적 유의성이 나타나고 있음으로써 매출성장이 높은 기업의 추가반응이 보다 긍정적으로 나타나고 있음을 확인 할 수 있다. 이러한 결과를 종합해보면 사옥신축과 같은 새로운 투자가 이루어질 때 매출 성장의 증감수준이 투자자들에게 사옥신축기업의 미래수익성 향상 및 시너지 효과를 가늠할 수 있는 중요한 지표로 활용될 수 있음을 보여주는 결과로 해석된다.

Table 6. Multiple Regression Table

$$CAR_{t1,t2} = \beta_0 + \beta_1 Inv_SIZE + \beta_2 CASH + \beta_3 GROWTH + \beta_4 SIZE + \beta_5 DEBT + \beta_6 ROA + \beta_7 MK_D + \epsilon$$

Category	Panel A. Dependent variable CAR(-1, +1)		Panel B. Dependent variable CAR(0, +240)	
	Coef	t-value	Coef	t-value
Intercept	0.052	0.711	-0.171	-0.154
Inv_SIZE	0.038	1.904 *	0.067	0.815
CASH	0.001	0.032	-0.106	-0.685
GROWTH	0.024	2.193 **	0.611	4.097 ***
SIZE	-0.003	-0.389	-0.081	-1.363
DEBT	-0.064	-1.334	-0.701	-2.027 **
ROA	-0.145	-1.704 *	-0.308	-0.553
MK	0.001	0.067	0.066	0.472
F-Value	2.282 **		1.867 **	
Adj.R ²	0.117		0.178	

Note: *, **, and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

V. 결론

본 연구는 이해관계자들이 기업가치 극대화 이론에 기반하여 사옥신축에 대한 경영자의 의도를 긍정적으로 해석함으로써 양의 공시효과가 나타나는지, 대리인이론에 따라 기업의 수익성 증진에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상하여 음의 공시효과가 나타나는지, 혹은 기업 본연의 영업활동과 관련성이 떨어지기 때문에 별다른 추가 반응이 나타나지 않는지를 확인함으로써 사옥신축의 정보효과와 기업가치에 미치는 영향 및 결정요인에 대하여 분석하였다.

분석을 위하여 2007년 1월부터 2017년 12월까지 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업들중 사옥신축 투자공시를 한 기업표본을 대상으로 사건연구방법론을 활용하였으며 연구결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 공시일 전후 CAR(-1, +1), CAR(0, +240)이 각각 0.0169와 0.1378으로 통

계적으로 유의한 양(+)의 추가반응이 관찰되었다. 둘째, 투자규모에 따른 공시당일(Day t=0)의 추가반응은 대조적으로 나타나고 있으나, 개별기업의 보유현금 수준에 따른 차별적 추가반응은 관찰되지 않았다. 셋째, 단변량 분석결과 매출액성장률은 추가반응과 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 넷째, 다중회귀분석결과 투자규모(Inv_SIZE), 현금보유(CASH) 등의 요인들은 통계적으로 유의미한 회귀계수값이 관찰되지 않았으나, 매출성장(GROWTH)변수는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 나타내고 있다.

종합해보면, 기업경영자의 사옥신축에 대한 사적 동기가 한국주식시장의 이해관계자들에게 평균적으로 긍정적인 신호로 인지되고 있고, 사옥신축이 향후 기업가치의 증진으로 이어질 수 있음을 시사하고 있다. 이러한 연구결과는 학술적인 관점에서 전통적인 기업가치극대화이론을 뒷받침해주고 있을 뿐만 아니라 사옥신축이 자본시장에서 미칠 수 있는 영향에 관한 연구의 이해 폭을 넓혀 줄 수 있을 것으로 기대된다. 나아가 자본시장 참여자들에게 유용한 투자정보를 제공해줌으로써 향후 투자의사결정에도 도움을 줄 수 있을 것으로 사료된다.

하지만 매출액 성장이 큰 기업의 가치증가가 상대적으로 크게 통계적으로 유의하게 나타나고 있고 사옥신축이 기업의 영업성과에 직접적으로 영향을 미쳐 수익성으로 연결된다는 근거를 찾기 어렵기 때문에 연구결과를 일반화하여 단정하기에는 한계가 있다. 한편, 여러 가지 요인들이 복합적으로 작용한 시너지효과를 고려한다 하더라도 사옥신축이 실질적으로 기업에 미치는 영향은 비교적 장기간에 걸쳐 나타날 가능성이 크기 때문에 향후 이를 보완할 수 있는 추가적인 연구가 필요할 것으로 판단된다.

References

- Ambarish, R., K. John and J. Williams (1987), "Efficient Signaling with Dividends and Investments", *The Journal of Finance*, 42(2), 321-343.
- Anderson, C. W. and L. Garcia-Feijoo (2006), "Empirical Evidence on Capital Investment, Growth Options, and Security Returns", *The Journal of Finance*, 61(1), 171-194.
- Chan, S. H., G. W. Gau and K. Wang (1995), "Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 81-100.
- Chan, S. H., J. D. Martin and J. W. Kensinger (1990), "Corporate Research and Development Expenditures and Share Value", *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255-276.
- Cho, J. Y. and J. H. Lee (2016), "The Effect of Stock Price on the Announcements of Corporate Capital Investment", *Journal of Global Business Research*, 28(1), 149-162.
- Choi, J. H. and J. S. Kim (1996), "An Empirical Study on the Relationship Between Capital Expenditures and Firm Value", *Korean Management Review*, 25(3), 171-203.
- Chung, K. H., P. Wright and C. Charoenwong (1998), "Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions", *Journal of Banking & Finance*, 22(1), 41-60.
- Cooper, M. J., H. Gulen and M. J. Schill (2008), "Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns", *The Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.
- Jones, E., J. Danbolt and I. Hirst (2004), "Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm", *The European Journal of Finance*, 10(5), 437-452.
- Kallapur, S. (1994), "Dividend Payout Ratios as Determinants of Earnings Response Coefficients: A Test of the Free Cash Flow Theory", *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 359-375.
- Kerstein, J. and S. Kim (1995), "The Incremental Information Content of Capital Expenditures", *The Accounting Review*, 70(3), 513-526.
- Ki, H. H. and S. E. Choe (2006), "A Study on the Reaction Stock Price to Announcements of Corporate Capital Investment in KOSDAQ", *Review of Accounting and Policy Studies*, 11(3), 119-142.

- Kim, T. K., J. S. Shin and Y. J. Lim (2012), "Capital Expenditure and Agency Cost", *Journal of the Korean Data Analysis Society*, 14(2), 1051-1062.
- Lang, L. H. and R. H. Litzenberger (1989), "Dividend Announcements: Cash flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181-191.
- Lee, J. H (2017), "The Impact of Financial Reporting Quality on the Announcements of Corporate Capital Investment", *Journal of Industrial Technology Research Institute*, 28, 157-173.
- McConnell, J. J. and C. J. Muscarella (1985), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399-422.
- Sim, D. S. (1995), "A Study on the Reaction of Stock Price to Announcements of Corporate Capital Expenditures", *Korean Journal of Financial Studies*, 18(1), 257-281.
- Titman, S., K. J. Wei and F. Xie (2004), "Capital Investments and Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 677-700.
- Titman, S., K. J. Wei and F. Xie (2009), "Capital Investments and Stock Returns in Japan", *International Review of Finance*, 9(1-2), 111-131.
- Trueman, B. (1986), "The Relationship between the Level of Capital Expenditures and Firm Value", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 115-129.