

자산매각의 가치창출 효과: 매각기업과 매수기업의 비교분석

이상래¹, 오현탁^{1*}
¹전북대학교 경영학부

A Study on the Wealth of Seller and Buyer in Asset Sales

Sang-Lae Lee¹ and Hyun-Tak Oh^{1*}

¹Department of Business Administration, Chonbuk National University

요약 본 연구는 2000년부터 2007년 말까지 일본의 상장제조기업 중에서 자산을 매각한 기업과 그것을 구입한 기업을 대상으로 자산매각의 경제적 성과를 측정하고 이에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. 사건연구 방법에 의한 분석결과, 자산매각 공시전후의 단기간에는 매각기업의 경우 양(+)¹의 초과 수익률을 얻었지만, 매수기업의 주주의 손익에는 변화가 없었다. 하지만, 같은 자산을 매각한 기업과 매수한 기업만을 분석한 결과 매각기업과 매수기업의 초과 수익률은 유의한 양(+)¹이며 합동 초과수익률 또한 유의한 양(+)¹으로 나타났으므로 자산매각은 기업가치를 증가시키는 거래라고 결론지을 수 있다. 기업성과와 재무적 특성과의 횡단면회귀분석의 결과를 보면, 매각기업의 공시효과와 ROA, 부채는 유의적인 양(+)¹의 관계를 갖고 있고, 매수기업의 공시효과는 부채, 외국인 주주비율과 유의적인 양(+)¹을 보였지만 기업규모와는 유의적인 양(-)¹의 관계를 나타냈다. 그 외의 토빈의 q와 임원주주비율, 은행주주비율은 중요한 요인이 되지 못하고 있다.

Abstract The purpose of this study is to analyze whether asset sales contributed to increase of the shareholder value of the seller and the buyer in Japan. The period of analysis is 2000-2007. As a result of event study, Although the stockholder of the seller earn positive abnormal returns at the announcement of a asset sales, most stockholders of the buyer were break even. However, the buyer which purchase related asset get positive abnormal returns. Furthermore, when using a matched seller-buyer, we find that asset sales are firm value enhancing for the seller and buyer. Furthermore, we verify whether the excess return depends on the financial condition, and the managerial performance. we find that seller gains are related to the seller's managerial performance, leverage ratio, and buyer gains are related to the leverage ratio, foreigner holdings ratio. we conclude that lender and outside monitoring lead to increase of firm value.

Key Words : Asset sales, Firm value, Synergy, Managerial performance, Financial structure.

1. 서론

기업의 자산매각에 관한 연구는 많이 이루어지고 있지만 대부분의 연구가 자산매각을 하는 기업의 동기와 그 기업의 주주에 미치는 영향을 분석하는데 중점을 두고 있다. 그러므로 자산매각을 실시한 기업과 자산을 매수한 기업 양쪽의 기업가치가 증대되었는지 또는 거래상대 기업 간의 이익과 손실이 어떻게 배분되어 있는지 아직 분

명하게 밝혀지지 않고 있다. 특히, 일본에서는 1990년대 후반의 상법개정과 주식교환제도 및 주식이전제도의 도입 등에 의해 이전에 비해 인수합병(M&A)이 급등하였고 자발적인 자산매각도 빈번히 발생하였다. M&A전문지인 (주)레코프의 「MARR」에 따르면 1990년대 전반에는 연평균 약 500건에 지나지 않았던 M&A가 후반이후 계속 증가하여 2006년에는 2,725건으로 가장 많은 건수에 달하고 있다. 일본에서 기업전체를 인수합병하는 M&A

이 논문은 2011년도 전북대학교 연구기반 조성비 지원에 의하여 연구되었음.

*Corresponding Author : Hyun-Tak Oh

Tel: +82-10-2606-2997 email: oht@jbnu.ac.kr

접수일 12년 03월 14일

수정일 12년 04월 11일

게재확정일 12년 04월 12일

의 경우 매수기업이 피매수기업을 흡수하여 평가하는 반면에, 자산매각은 기업의 일부 사업부만이 거래되고 양쪽 기업이 독립기업으로 현존하게 되므로 자산매각의 경제적 효과는 기업 M&A와 다를 수 있다. 자산매각을 실시한 기업은 매각공시에 의해 양(+)의 효과가 발생한다고 선행연구는 보고하고 있다[1-3]. 매각기업에 관한 연구와 달리 매각된 자산을 구입한 기업에 대한 연구는 미비하고 매수기업의 효과는 일률적이지 않다[4]. 그리고 이전 연구는 매각되는 자산에 대한 구입과 매각의 효과를 별도로 분석하고 있기 때문에 자산매각의 전체적인 성과를 파악하기는 어렵다. 따라서 본 연구는 거래 당사자 양쪽의 이익을 분석하여 자산매각으로 얻어진 효과가 거래 당사자 간에 시너지 이익을 가져오는지, 아니면 단순한 제로섬 거래인지 밝히고자 한다. 또한, 횡단면분석을 통하여 경영성과와 지배구조가 기업가치 증가의 결정요인이 되는지를 분석 하고자 한다.

M&A의 공시효과에 관한 일본의 선행연구에서는 매수기업과 피매수기업 모두 양(+)의 초과수익률을 나타내고 있다[5,6]. 반면에 미국의 선행연구에서는 피매수기업은 유의한 초과수익률을 보이고 있지만 매수기업에 대해서는 일치된 결과를 얻지 못하고 있다. 특히 피매수기업의 경영효율이 낮고 매수기업의 경영효율이 높은 거래일수록 초과 수익률이 높다고 보고하고 있다[7]. M&A의 경우 경영효율이 높은 기업이 경영효율이 낮은 기업을 매수하여 효율성을 향상시킬 수 있다면 이익을 가져올 수 있지만, 자산매각의 경우 기업 자체가 아니라 일부 사업부분의 매각으로 매각기업은 독립기업으로 존재하기 때문에 반드시 똑같은 결과를 얻을 것이라고 단정 지을 수 없다.

거래가 활발히 이루어지는 시장에서 자산매각은 매각기업이 자산을 계속 유지하는 것보다 시장에서 비싸게 거래되어질 때 발생할 것이다. 또한 매각을 원하는 기업은 투자효율이 낮거나 낮을 것으로 예상되어 전략적으로 중요성이 낮아진 사업을 매각하여 경영 효율성을 향상시킬 수 있고 얻어진 매각자금으로 투자효율이 높은 사업 부분에 투자를 하거나, 또는 그와 같은 투자안건이 없을 경우에는 차입금을 변제하여 재무구조를 개선함으로써 기업가치를 증가시킬 수 있다. 그러나 불완전 시장에서 대리인(Agency) 경영자는 주주의 가치를 훼손하더라도 자신의 편익을 위해 기꺼이 자산을 매각할 동기를 가지게 된다. 예를 들어, 경영자는 적대적 매수를 당하지 않기 위해서 유력사업을 매각하거나, 도산을 막기 위한 자금조달을 위해서 또는 인원감원을 회피하기 위하여 자발적으로 자산매각을 할 수도 있다. 이럴 경우 자산매각회사의 협상능력이 판매자와 구매자사이의 부(富)의 배분에 영

향을 미칠 것이다. 그리고 자발적인 매각기업이 거래비용을 부담해야 하고 심지어 할인 된 가격으로 거래를 해야 할 지도 모른다. 이러한 상황에서 시장은 자산매각 공시에 대하여 부의 반응을 보일 것이다.

과거 일본 국내기업의 경우 메인뱅크시스템과 주식상호보유로 인해 경영자는 안정적으로 장기의 효율을 도모할 수 있고, 외부에서의 규율압력은 행하여 지지 않았다고 보고되고 있다[8-10]. 하지만 1990년대에 들어 은행의 감시효과는 크게 나타나지 않고 있으며 주식상호보유제도의 폐지와 상법개정 등으로 2000년 이후의 기업환경은 크게 변화되었기 때문에 지배구조에 의한 감시기능을 검증할 필요가 있다. 또한 은행을 대신하여 외국인 투자자들이 주식의 보유를 증가시켜 왔으므로 외국인 투자자가 그동안의 안정적인 주주를 대신하여 기업의 경영에 대하여 감시의 역할을 수행하고 있는지도 확인하고자 한다.

2. 선행연구

자산매각에 관한 선행연구는 대부분 자산매각은 매각기업의 주주에게 양(+)의 효과를 가져 온다고 보고하고 있다. 하지만, 자산매각의 상대기업인 매수기업의 성과는 일관된 결과를 보여주지 못하고 있다. Hite, Owers, and Rogers[11]는 매수기업이 통계적으로 유의한 양(+)의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있는 반면에, Sichernan and Pettway[12]는 유의한 결과를 얻지 못하였다. 또한 Datta, Isakandar-Datta and Raman[13]은 자산매각 공시에 의해 매각기업은 이익을 얻고 매수기업의 가치는 변함이 없지만, 거래 전체적인 가치는 변함이 없다고 보고하고 있다. 이 결과는 기업매수 거래와 비슷하다. Andrade, Mitchell, and Stafford [4]가 매수기업 주주의 손익은 변함이 없지만, 피매수기업의 주주는 통계적으로도 유의한 초과 수익률을 얻고 있고 주식시장총액에 의한 가중평균에서도 유의하게 양(+)이라고 주장하였다.

미국의 다양한 분석과 달리, 자산매각에 관한 연구가 거의 이루어지지 않고 있다. Kang and Shivdasani[8]가 1986년부터 1990년의 기간 중에 영업 성적이 현저하게 약화된 기업의 인원삭감과 자산매각을 조사하여 유의한 양(+)의 초과 수익률이 있다고 보고하고 있다. 1991년부터 1998년 사이의 부분매각을 연구한 Muramatsu and Miyamoto[14]는 매각기업은 음(-)의 초과수익률을 얻고 있고 매수기업은 양(+)의 초과수익률을 얻고 있으며 전체적으로는 자산매각이 주주의 부에 음(-)의 효과를 발생시킨다고 보고하고 있다. 이것은 미국의 연구와 반대되는 결과이다. 기업매수 연구에서도 미국과 다른 결과를 보이

고 있다. Inoue[15]는 1990년부터 1998년의 기간 중에 매수기업과 피매수기업 둘 다 유의한 초과 수익률을 얻지 못하였지만, 1999년부터 2002년의 기간 중에 매수기업과 피매수기업 둘 다 양(+)의 초과 수익률을 얻었다고 주장하였다. 하지만, 이상의 선행연구는 1999년 상법개정 이전의 연구로 그 후 본격적인 M&A붐의 발생과 더불어 자산매각이 활발하게 이루어 졌고 기업지배구조가 크게 변화 되었기 때문에 이 시기를 분석대상으로 자산매각이 주주의 부에 미치는 영향을 조사하여 비교 분석하는 것은 중요하다. 또한 매각기업과 매수기업의 각각의 연구가 아닌 동일한 자산을 거래한 기업 간의 이익의 배분과 전체적인 효과의 분석은 일본시장에서 본 연구가 처음이다.

국내의 경우 박진우, 백재승[17]은 축소형 구조조정은 장·단기적으로 기업가치에 매우 긍정적인 영향을 미치는 반면에, 확장형 구조조정은 단기성과에 아무런 도움이 되지 못하고 있다고 주장하고 있다. 하지만 이 연구 또한 매각기업과 상대기업을 대상으로 한 것이 아니라 각각 별도의 기업을 대상으로 하고 있다. 그리고 변진호, 안소림[16]은 소규모 합병기업이 대규모 합병기업에 비해 유의적으로 높은 공시효과를 보이고 있어 규모의 효과가 퍼즐로 남게 됨으로 피매수기업에 대한 연구가 필요하다고 제기하고 있으므로 본 연구의 결과는 향후 국내의 기업을 대상으로 한 연구에도 도움이 될 것으로 보인다.

3. 실증연구방법

3.1 표본의 선택

본 연구는 2000년부터 2007년 말까지 도쿄증권(東京證券) 거래소에 상장되어 있는 기업 중에서 자산매각을 실시한 기업과 그 자산을 구매한 기업을 대상으로 하였다. 1999년 상법개정으로 그 후 자산매각의 거래가 빈번하게 발생하였기 때문에 이 전 연구와 비교 분석을 위하여 이 기간을 연구기간으로 선정하였다. 표본 기업은 (주) 레코프의 「MARR」에 게재되어 있는 자료로부터 자산매각 거래의 내용을 확인하고 선별하였다. 본 연구에서 자산매각이란 영업양도를 의미하며, 거래일 전후 3개월 내에 다른 형태의 구조조정이 있는 경우 이러한 공시는 표본에서 제외하였다. 각각의 매각 공시일을 일본경제신문(日本經濟新聞) 또는 회사의 홈페이지에서 확인하고 이 표본 중에서 주가 데이터를 얻을 수 없는 기업을 제외하였다. 또한 토빈q가 10이상인 기업을 이상값으로 하여 표본에서 제외하였다. 이 결과 최종적으로 매각기업 580사, 매수기업 256사가 선택되었다. 기업의 재무 데이터는

「NIKKEI NEEDS CD-ROM」에서 수집하였다. 주가는 동양경제신문(東洋經濟新報社)에서 얻었다. 시장모형의 초과수익률 산정에 필요한 모수추정을 위해서 각 표본 기업의 자산매각이 공시된 날로부터 120일전까지의 주가 데이터를 채집하였다.

【표 1】 기본통계량
[Table 1] Descriptive statistics

기업규모는 총자산으로 단위는 백만엔이다. 토빈q는 자산매각 당시 직전연도의 장부가치대 시장가치비율을 나타낸다. 부채비율은 부채합계를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 각각의 주식보유비율의 분모는 총주식수다. ROA는 EBITDA를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 현금흐름비율은 당기이익에서 보통 주식배당금과 임원상여금을 빼고 감가상각액을 합계한 값과 총자산과의 비율이다. 각 변수는 평균(중위값)을 나타낸다. Seller는 매각기업, Buyer는 매수기업, March_S와 March_B는 각각 같은 자산을 매각하고 매수한 기업을 나타내고 있다.

	Seller (N=580)	Buyer (N=256)	March_S (N=167)	March_B (N=167)
총자산(단위: 백만엔)	635,833 (247,991)	781,553 (193,755)	680,550 (298,274)	888,260 (282,249)
토빈q	1.588 (1.217)	1.466 (1.182)	1.530 (1.211)	1.510 (1.230)
ROA	2.899 (2.510)	4.716 (3.307)	3.104 (2.448)	4.617 (3.057)
현금흐름비율	0.013 (0.028)	0.045 (0.043)	0.018 (0.031)	0.047 (0.043)
부채비율	0.605 (0.649)	0.527 (0.541)	0.615 (0.649)	0.552 (0.573)
임원주주비율	0.048 (0.001)	0.042 (0.002)	0.032 (0.001)	0.041 (0.002)
금융기관주주비율	0.313 (0.316)	0.345 (0.377)	0.343 (0.362)	0.353 (0.390)
외국인주주비율	0.127 (0.090)	0.134 (0.097)	0.123 (0.091)	0.137 (0.098)

표 1은 매각기업과 매수기업 그리고 그 중에서 같은 자산을 매각하고 매수한 매칭기업의 기본통계량이다. 총자산의 크기는 평균에 있어서 매수기업이 매각기업보다 커 보인다. 하지만 평균은 이상값에 의한 영향을 많이 받을 수 있다. 그러므로 중앙값에 의한 분류를 보면 매각기업이 매수기업보다 큰 것으로 나타나고 있다. 이는 인수합병기업을 중심으로 하는 M&A연구와는 반대되는 결과이다. 토빈의 q는 매각기업이 매수기업보다 조금 높다. 이것 또한 1998년부터 2002년 사이의 M&A를 연구한 Inoue[15]의 표본과 상반되는 결과이다. ROA는 매수기업이 매각기업보다 높다. 그리고 매수기업의 ROA는 1986년부터 1990년까지 경영실적악화로 구조조정(restructuring)을 실시한 일본기업을 대상으로 연구한 Kang and

Shivdasani[8]의 표본보다 높다. 따라서 2000년 이후에 자산매각을 실시한 기업의 매각 동기는 단순히 경영실적악화가 아님을 알 수 있다. 매칭을 이루고 있는 매각기업과 매수기업의 기본통계량은 전체표본과 비슷하게 나타나고 있다.

3.2 분석모형

자산매각의 공시효과를 측정하기 위하여 시장모형을 사용하여 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 산출하였다. 계산식은 다음과 같다. 본 연구는 시장조정수익률모형도 사용하여 분석하였으나 결과에는 큰 차이가 없었다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - [\alpha_i + \beta_i R_{m,t}]$$

단, $AR_{i,t}$: i기업의 t일의 초과수익률

$R_{i,t}$: i기업의 t일의 주가수익률

$R_{m,t}$: i기업이 속한 산업의 t일의 평균주가수익률

α_i, β_i : 추정모수

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

단, $CAR_{i(t_1, t_2)}$: t_1 에서 t_2 까지의 누적 초과수익률

시장모형의 모수추정은 공시 전 120일부터 60일까지의 일일주가수익률을 사용하였다. 사건기간은 공시일 전 30일부터 공시일 후 30일까지이다.

그리고 매각기업과 매수기업의 합동의 기업초과수익률은 Servaes[7]의 방법을 사용하여 다음과 같이 계산하였다.

$$CCAR = \frac{SMV_i \times CAR_{is}(-1,+1) + BMV_i \times CAR_{ib}(-1,+1)}{SMV_i + BMV_i}$$

단, $CCAR$: 매각기업과 매수기업의 합동초과수익률

SMV_i : 매각기업의 주식자본시가

BMV_i : 매수기업의 주식자본시가

4. 실증분석

4.1 단기주가 분석

자산매각의 공시가 매각기업과 매수기업 주주의 부에 미치는 영향을 조사하였다. 공시효과를 분석하기 위하여 사건연구방법(event study)을 사용하였다. 표 2는 공시일 전후 누적초과수익률을 나타내고 있다. 매각기업을 보면 $CAR(-1,+1)$ 은 1.001%, $CAR(-3,+3)$ 은 1.273%로 통계적으로 유의한 양의 누적초과수익률을 보이고 있으며, $CAR(-30,+30)$ 의 전기간에서도 통계적으로 유의한 양의 누적초과수익률을 보이고 있다. 이러한 결과는 자산매각의 공시가 주주의 부에 양의 영향을 준다고 하는 기존의 선행연구와 일치한다. 매수기업에서는 통계적으로 유의한 효과가 나타나지 않고 있다. 이 결과 또한 매수기업의 인수합병 공시효과는 통계적으로 유의하지 않다는 미국의 선행연구와 일치한다[1,18]. 하지만 인수합병 공시전 후 매수기업과 피매수기업 양쪽 모두 양의 초과수익률을 얻었다고 보고 한 일본의 선행연구와 다르다[15]. Inoue and Kato[19]는 매수기업이 초과수익률을 얻는 이유는 일본에서는 적대적 매수가 거의 이루어지지 않고 매수 프리미엄이 미국과 비교하여 매우 작기 때문이라고 설명하고 있다. 매수기업의 의도가 아닌 매각기업의 제안에 의해 이루어지는 자산매각의 특성을 고려하면 자산매각에 의한 단기간의 주주가치증대는 매각기업이 전부 흡수하고 있다고 할 수 있다.

[표 2] 매각기업과 매수기업의 누적초과수익률

[Table 2] Cumulative abnormal returns(CAR) of seller and buyer

Seller는 매각기업, Buyer는 매수기업, March_S와 March_B는 각각 같은 자산을 매각하고 매수한기업을 나타내고 있다.

***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타내고 있다.

CAR	Seller		Buyer		March_S		March_B	
-10,-1	0.873	2.17**	-0.108	-0.24	-0.529	-0.77	0.384	0.68
-1,+1	1.001	3.58***	0.342	1.29	1.007	1.93*	0.538	1.87*
-2,+2	1.207	3.72***	0.095	0.28	1.098	2.03**	0.412	1.13
-3,+3	1.273	3.43***	-0.500	-0.93	1.124	1.85*	-0.396	-0.59
+1,+10	-0.600	-1.37	-1.050	-1.56	-1.243	-1.60	-1.289	-1.64
-30,+30	2.242	1.76*	-2.926	-1.52	0.073	0.03	-0.901	-0.35

[표 3] 매수기업의 비·관련 누적초과수익률과 합동누적초과수익률

[Table 3] Cumulative abnormal returns(CAR) for buyer in (un)related asset sale transactions, and combined cumulative abnormal returns(CCAR)

Related_B는 관련사업을 매수한 기업, Unrelated_B는 비관련사업을 매수한 기업, Combined는 매각과 매수기업의 합계를 나타낸다. ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타내고 있다.

CAR	Related_B		Unrelated_B		Combined	
-10,-1	0.325	0.50	-0.712	-1.12	0.336	0.63
-1,+1	0.642	1.69*	-0.077	-0.22	0.456	1.87*
-2,+2	0.682	1.42	-0.722	-1.62	0.558	1.81*
-3,+3	0.000	0.00	-1.197	-2.06**	0.284	0.67
+1,+10	-0.626	-0.61	-1.640	-2.28**	-0.624	-1.05
-30,+30	-2.678	-0.90	-3.273	-1.64	1.242	0.70

반면에 같은 자산을 사고 판 매칭기업의 누적수익률을 살펴보면 매수기업에서도 CAR(-1,+1)은 0.538%로 통계적으로 유의한 양의 초과수익률을 얻을 수 있었다. 일반적으로 시장은 기업이 인수합병 후 다각화에 의해 비대해 지는 거래보다 관련 사업의 인수에 의해 많은 시너지 효과를 얻을 수 있는 거래에 높은 반응을 보일 것이다. Kang et al.[9]은 관련 사업을 인수한 기업은 양의 유의한 초과수익률을 얻지만 비관련사업을 인수한 기업은 유의한 결과를 얻지 못하였다고 보고하고 있다. 그러므로 위의 매수기업에 대한 결과가 관련 사업을 매수한 기업과 비관련사업을 매수한 기업이 공존하기 때문인지 보다 심도 깊게 파악하기 위하여 관련 사업을 매수한 기업과 비관련사업을 매수한 기업으로 분리하여 분석하였다. 사업 관련성에 대해서는 매각기업과 매수기업을 도쿄증권거래소가 정하고 있는 산업종분류(33업종)에 근거하여 분류를 하였다. 총 256거래 중 관련사업의 거래가 149건, 비관련사업의 거래가 107건이다. 관련사업의 매수에서는 집중사업의 강화에 의하여 경영자원의 유효활용, 사업 간의 협력성 증대 등의 양의 효과를 기대할 수 있다. 결과는 표 3에 나타나 있다. 관련 사업을 매수한 기업의 CAR(-1,+1)은 0.642%로 통계적으로 유의한 양의 누적초과수익률을 보였다. 반면에 비관련사업을 매수한 기업의 CAR(-1,+1)은 유의하지 않으며 CAR(-3,+3)은 -1.197%로 통계적으로 유의한 음의 누적초과수익률을 기록하였다. 따라서 관련사업의 매수는 경영자원의 효율적 사용을 가능하게 하여 시너지 효과를 창출하여 주주의 가치를 증가시킨다고 할 수 있다. 이결과는 매수전체가 주주에게 이익이 없는 것이 아니라 매수기업에서 양의 효과가 나타나지 않는 것은 비관련사업의 매수에 의한 것이라고 할 수 있다.

상기에서 매각기업과 매수기업 각각의 공시효과를 분석하였지만 이와 같은 방법만으로는 자산매각 거래가 전

체적으로 기업가치를 증대시켰는가는 알 수 없다.

Roll[20]은 기업 인수합병이 기업가치를 증대시켰는지 아닌지를 검증하기 위해서는 대응하는 매수기업과 피매수기업의 누적초과수익률을 각각 규모로 가중 평균하여 초과수익률을 검증할 필요가 있다고 지적하고 있다. 따라서 매각공시 전후3일간의 누적초과수익률을 이용하여 매각기업과 매수기업의 자산매각공시 전년의 시가로 가중 평균한 합동누적초과수익률(CCAR)을 측정하였다. 표 3의 마지막 열을 보면, CCAR(-1,+1)은 0.456%로 통계적으로 유의한 양의 효과를 나타내고 있다. 따라서 자산매각은 전체적으로 기업가치를 증가시킨다고 할 수 있다. 1990년대의 인수합병(M&A)을 연구한 Inoue[15]의 연구에서는 CAR(-1,+1)의 초과수익률이 매수기업은 1.51%이고, 매수기업과 피매수기업의 CCAR(-1,+1)은 1.8%로 통계적으로 유의하다고 보고하고 있다. 본 연구에 비하여 높은 누적초과수익률을 얻고 있는데 이는 본 논문의 샘플 중 매수기업은 적극적인 매수기업이 아니기 때문으로 판단된다. 즉, 비관련사업을 매각한 기업 중에는 거래상의 관계 등으로 구제를 위해 구입한 기업 등이 포함되어 있을 뿐만 아니라 다각화에 의한 기업 효율성의 저하 및 대리인 문제가 발생할 가능성이 증대됨에 따라 시장으로부터 충분한 양의 효과를 얻지 못하는 것으로 판단된다.

4.2 횡단면 회귀분석결과

자산매각 공시효과가 경영성과와 재무성격에 의존하는 것인지를 검토하기 위해 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 공시전후 3일간의 누적초과수익률을 종속변수로 하고 독립변수로는 기업규모, 토빈의 q, ROA, 현금흐름을 고려했다. 표 4의 상관관계 분석을 보면 전체적으로 일부 독립변수들 간에 유의적인 상관관계가 존재하지만 상관계수 값이 크지 않아 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 보인다.

[표 4] 매각기업과 매수기업의 상관분석

[Table 4] Correlation analysis

CAR은 (-1,+1)간 초과수익률, SIZE는 총자산, 토빈 q는 산매각 공시 직전년도도의 장부가치대 시장가치비율, ROA는 EBITDA를 총자산으로 나눈 값, DEBT는 부채합계를 총자산으로 나눈 값, OWN는 임원지분율, BANK는 은행 지분율, FOR는 외국인 지분율을 나타낸다.***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타낸다.

		매각기업							
	CAR	SIZE	토빈q	ROA	DEBT	OWN	BANK	FOR	
CAR	1								
SIZE	0.075	1							
토빈q	0.061	-0.152	1						
ROA	0.148	-0.128	0.440***	1					
DEBT	0.084	0.224	-0.144	-0.236**	1				
OWN	-0.018	-0.241**	0.202**	0.077	-0.101	1			
BANK	0.066	0.349***	-0.17	0.072	0.023	-0.285***	1		
FOR	-0.015	0.345***	0.214***	0.300***	-0.287***	0.010	0.184*	1	
		매수기업							
CAR	1								
SIZE	-0.013	1							
토빈q	0.033	0.082	1						
ROA	-0.013	-0.180	0.451***	1					
DEBT	0.149	0.150	-0.107	0.003	1				
OWN	0.132	-0.247**	0.156	0.215**	0.057	1			
BANK	-0.119	0.275***	-0.102	-0.27**	0.097	-0.241***	1		
FOR	-0.011	0.375***	0.285***	-0.023	-0.198	-0.044	0.162*	1	

[표 5] 누적초과수익률과 재무구조와의 회귀분석

[Table 5] Cumulative abnormal returns(CAR) and financial characteristics - multiple regression analysis

종속변수는 공시전후 3일간의 누적초과수익률이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 나타내고 있다.

	매각기업CAR		매수기업CAR	
	계수	t통계량	계수	t통계량
상수항	-0.066	-1.61	0.051	1.81*
ln(기업규모)	0.007	0.76	-0.013	-2.18**
토빈 q	-0.001	-0.18	0.001	0.16
ROA	0.003	2.88**	-0.001	-1.56
부채비율	0.048	2.03**	0.042	2.89**
임원주주비율	0.027	0.34	0.032	0.80
은행주주비율	0.008	0.26	-0.014	-0.63
외국인주주비율	-0.028	-0.58	0.070	1.96*
F-value	2.28		2.41	
Adj. R ²	0.08		0.10	

횡단면 분석의 결과는 표 5에 나타나 있다. 기업규모는 매수기업에서 통계적으로 유의하게 음(-)이다. 기업의 규모가 클수록 대리인비용이 크고 거대화에 따른 경영자의 전문성의 저하 및 경영자원의 분산이 발생할 가능성이 있으므로 시장은 자산매수를 경영자의 사적편익을 얻기 위한 행위로 인식하고 있다고 할 수 있다. Berger and

Ofek[21]은 다각화된 기업은 전문화된 기업보다 상대적으로 낮은 평가를 얻고 있고 이것은 기업내부에서 경영자원이 비효율적으로 이용되기 때문이라고 밝히고 있다. 매각기업과 매수기업 모두 토빈의 q는 유의하지 않다. 토빈q가 높을수록 경영자의 자유재량에 의한 대리인비용이 낮기 때문에 시장에서 양의 반응을 보일 것으로 예상했으나 유의한 값을 보이지 않았다. 인수합병의 경우 경영효율이 높은 기업이 효율이 낮은 기업을 매수하면 효율성 향상을 가져 올 수 있다[7]. 하지만, 자산매각의 거래는 인수가 아닌 사업부분의 매각이고 매각기업은 독립적으로 존재하게 될 뿐만 아니라, 실제적으로 거래되는 사업의 효율성을 투자자가 직접 확인할 수 없기 때문에 다른 결과가 나온 것으로 보인다. Datta et al.[13]은 높은 토빈의 q의 매수자와 낮은 토빈의 q의 매각자간의 거래에서 가장 많은 부를 창출하고 낮은 토빈의 q의 매수자와 낮은 토빈의 q의 매각자간의 거래에서 가치 파괴가 일어난다고 보고하고 있다. 그들과 같은 분석을 해 보았지만 통계적으로 유의한 결과를 얻지 못하였다. 또한 Shleifer and Vishny[3]는 토빈의 q는 경영의 질을 나타내는 지표가 아니라 시장에서의 과대평가나 과소평가를 나타낸다고 보고하고 있다. 분리매각 전 영업성과를 나타내는 ROA는 매각기업에서 통계적으로 유의하게 정이다. ROA가 높은 기업은 현재자산을 효율적으로 이용하고 있다고

판단 할 수 있으므로, 시장에서 ROA가 높을수록 자산매각으로부터 얻은 자금에 대하여 덜 할인 할 것이다. 부채비율은 양으로 매각기업과 매수기업 둘 다 통계적으로도 유의하다. 부채비율이 높아지면 부채에 의한 자금조달이 어려워지거나 혹은 지극히 비용이 높은 자금조달 수단이 되기 때문에 자산매각에 의한 자금조달에 대하여 시장은 양의 반응을 보이고 있다고 판단 할 수 있다. 또한 채권자는 경영자의 투자행동에 대하여 감시활동을 하기 때문에 부채가 많을수록 에이전시 문제는 적을 것이다. 따라서 매각기업에 있어서 부채에 의한 감시활동이 유효하게 기능하고 있다고 말 할 수 있다. 또한 매수기업에 있어서도 채권자는 경영자의 투자행동에 대하여 감시활동을 하기 때문에 부채가 많을수록 대리인문제를 해소할 수 있다는 부채감시기설을 지지하고 있다.

임원주주비율은 매각기업과 매수기업 모두 유의한 결과를 얻지 못하였다. 기업의 경영성도가 악화되면 매수기업의 타겟이 되기 쉽고 최악의 경우 경영권을 박탈당할 위험이 있기 때문에 근본적인 노력을 할 것이다. 따라서 매각기업의 임원주주들은 주주의 부의 증대와 일치하는 의사결정을 하게 되므로 자산매각 공시가 시장에서 좋게 받아들여 질것으로 예상되었지만 여기에서는 관계가 나타나지 않았다. 이사회가 제 기능을 발휘하여 경영자의 사적이익 추구를 감소시킬 경우 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상되지만 일본의 경우 임원주주의 대부분이 내부의 승진에 의한 것임을 고려하면 기업내부 감시기능은 아직 미비하다고 할 수 있다. 은행주주비율도 유의한 결과를 보이지 않고 있다. 은행은 자산매각 공시효과에 별로 영향을 미치지 않는다고 할 수 있다. 과거 은행은 일본의 기업에 대하여 많은 정보를 가지고 감시하여 기업가치에 정의 영향을 주는 것으로 인식되어 왔으나 최근의 연구에서는 그 효과에 대한 회의적인 의견을 보이고 있다[8,10]. 외국인주주비율은 매수기업에서 통계적으로 유의한 양의 결과를 보였다. 1997년 상호주식보유의 해지 이후 은행의 보유주식을 외국인 투자자들이 흡수하기 시작하였다고 전해지고 있다. 그동안의 안정적인 주주를 대신하여 기업의 경영에 대하여 압력을 가하는 외부 투자자들이 등장하여 견제와 감시의 역할을 수행하여 자산매수와 같은 대규모 투자에 영향을 주어서 기업가치의 상승을 가져왔다고 해석 할 수 있다.

5. 결론

본 연구는 2000년부터 2007년 말까지 일본의 상장제조기업 중에서 자산을 매각한 기업과 그것을 구입한 기

업의 성과를 측정하고 이에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. 사건연구 방법을 통한 분석결과, 자산매각 공시 전후의 단기간에는 매각기업의 주주가 양의 초과수익률을 얻었지만 매수기업의 주주의 손익은 변화가 없었다. 이는 M&A를 연구한 기존의 미국연구와 같은 결과이나, 매각기업과 매수기업 둘 다 양의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있는 한국, 일본의 기존연구와는 조금 다른 결과이다. 하지만, 같은 자산을 거래한 매각기업과 매수기업을 보면 CAR(-1,+1)은 통계적으로 유의한 양을 보였다. 또한 매각기업과 매수기업 합동의 CAR(-1,+1)도 통계적으로 유의한 양으로 결과적으로 자산매각은 기업가치를 증가시키는 거래라고 결론지을 수 있다. 매수기업을 관련사업 매수기업과 비관련사업 매수기업으로 분리하여 공시효과를 분석한 결과, 관련사업 매수기업에서만 양의 초과수익률을 얻을 수 있었다. 매각기업은 효율적으로 자산을 운영할 수 있는 상대기업에 지배권을 넘겨 부의 시너지를 제거시키고 전략사업에 집중함으로써 이익을 얻을 수 있고 관련사업을 매수한 기업만이 이익을 얻고 있으므로 시장은 자산매각이 창조하는 시너지 효과에 대하여 일정한 기대를 보이고 있다고 해석할 수 있다.

자산매각 공시효과가 경영성과와 재무성격에 의존하는 것인지를 검토하기 위한 횡단면분석의 결과를 보면 효율적으로 운영되고 부채에 의해 대리인비용이 작은 매각회사의 가치는 증가하고, 기업규모의 증대에 따른 대리인비용의 증가와 같은 거래는 주주의 가치를 저하시키고 있으며 부채와 외국투자자에 의해 경영자의 투자행동에 대하여 감시활동이 이루어지고 있는 매수기업은 이익을 얻을 수 있다는 것을 알 수 있었다. 이러한 결과는 기업의 재무구조와 지배구조가 자산매각의 성과에 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다.

References

- [1] Alexander, G.P. Benson, G. and Kampmeyer, J., "Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate sell offs," *Journal of Finance*, 39, pp.503-517, 1984.
- [2] John, K. and Ofek, E., "Asset sales and increase in focus," *Journal of Financial Economics*, 37, pp.105-126, 1995.
- [3] Shleifer, A. and Vishny, R., "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, 47, pp.1343-1366, 1992.
- [4] Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E., "New

Evidence and Perspectives on Mergers,” Journal of Economic Perspectives, 15, pp.103-120, 2001.

[5] Inoue, K. and Kato, H., “M&A and Evaluation of a Stock Market : Compare with US and Japan,” Securities analyst journal, 10, pp.33-43, 2004.

[6] Usui A., “the Wealth of shareholder and M&A,” M&A investment of value management, Chuokeizaisha, 2001.

[7] Servaes, H., “Tobin's Q and the Gains from Takeovers,” Journal of Finance, 36, pp.409-420, 1991.

[8] Kang, JK., Shivdasani, A., “Corporate restructuring during performance declines in Japan,” Journal of Financial Economics. 46, pp.29-65, 1997.

[9] Kang JK, Shivdasani, A., and Yamada, T., “The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids,” Journal of Finance, 55, pp.2197-2218, 2000.

[10] Yeh T, and Hoshino, Y., “Shareholders Wealth, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of Japanese Mergers,” Japan journal of finance, 21, pp.150-166, 2001

[11] Hite, G., Owers, J., and Rogers, R., “The Market for Interfirm Asset Sales: Partial. Sell-Offs and Total Liquidations,” Journal of Financial Economics, 18, pp.229-252, 1987.

[12] Sicherman, N. and R. Pettway, “Acquisition of divested assets and shareholder wealth,” Journal of Finance, 42, pp.1261-1273, 1987.

[13] Datta. S., Iskandar-Datta. M., and Raman. K., “Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring,” Journal of Banking and Finance, 27, pp.351-375, 2003.

[14] Muramatsu, T. and Miyamoto, J “Corporate restructuring and M&A,” pp. 152-172, Dobunkan Shuppan, 1999.

[15] Inoue, K., “The dealings form and the stock price effect of M&A in Japan,” Japan journal of finance, 22(2), pp.107-120, 2002.

[16] Byun JH. and Ahn SL., “Acquirer's Firm Size and Stock Market Response to M&A Announcement,” The korean journal of finance, 20(2), pp.37-68, 2007.

[17] Park JW. and Baek JS., “Restructuring Activites and Firm Value : Comparing Contraction and Expansion,” Korean management review, 38(5), pp.1329-1352, 2009.

[18] Jensen, M.C., and Ruback, R.S., “The Market For Corporate Control,” Journal of Financial Economics, 11, pp.5-50, 1983.

[19] Inoue, k. and Kato H., “Analysis about the stock price effect of an M&A announcement,” Gendai finance, 13, pp.3-28, 2003.

[20] Roll, R., “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers,” Journal of Business, 59, pp.97-216, 1986.

[21] Berger, P. G., and E. Ofek, E., “Diversification's Effect on Firm Value,” Journal of Financial Economics, 37, pp.39-65, 1995.

이 상 래(Sang-Lae Lee)

[정회원]



- 2003년 3월 : 일본 와세다대학교 국제금융 (경영학 석사)
- 2010년 3월 : 일본 요코하마국립대학교 경제학 박사
- 2011년 9월 ~ 현재 : 전북대학교 시간강사

<관심분야>
기업재무, 기업통치

오 현 탁(Hyun-Tak, Oh)

[정회원]



- 1986년 2월 : 전북대학교 경영학 박사
- 1979년 3월 ~ 1988년 2월 : 해군사관학교 부교수
- 2005년 1월 : 한국산업경제학회 회장
- 2006년 1월 : 한국재무관리학회 회장
- 2008년 : 공인회계사 책임 출제위원

<관심분야>
재무관리, 투자론