

자산매각이 기업가치에 미치는 영향*

이상래** · 고병욱*** · 김한광****

요 약

본 연구는 자산매각이 기업가치의 증대에 공헌 하였는가를 사건연구의 방법을 통하여 분석하였다. 자산매각은 매각기업과 매수기업 상방의 기업가치의 경제성에 잠재적으로 큰 영향을 주는 거래로, 재무연구에 있어서 중요한 연구대상이다. 기업의 자산매각에 관한 연구는 많이 이루어지고 있지만, 많은 연구가 자산매각을 하는 동기와 그 기업의 주주에 미치는 영향이 중심이었다. 그래서 자산매각을 실시한 기업과 그 자산을 매수한 기업 양쪽의 기업가치가 증대 하였는가, 이 기업 간의 이익과 손실은 어떻게 배분되어 있는가는 명확하지 않았다.

사건연구 분석결과, 자산매각 공시전후의 단기간에는 매각기업의 주주가 양의 초과수익률을 얻었지만, 매수기업의 주주의 손익은 변화가 없었다. 이는 M&A를 연구한 기존의 미국 연구와 같은 결과이나, 매각기업과 매수기업 둘 다 정의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있는 자산매각의 기존연구와는 조금 다른 결과이다. 하지만, 매각기업과 매수기업 합동으로 보면, 평균적 초과수익률은 양으로 결과적으로 자산매각은 기업가치를 증가시키는 거래라고 결론지을 수 있다. 매각기업은 효율적으로 자산을 운영할 수 있는 상대기업에 지배권을 넘겨 부의 시너지를 제거시키고 전략사업에 집중함으로써 이익을 얻을 수 있다. 또한 매수기업의 경우, 수평적 거래에 한하여 이익을 얻고 있으므로, 시장은 자산매각이 창조하는 시너지 효과에 대하여 일정한 기대를 보이고 있다고 해석할 수 있다. 또한 합동 초과수익률을 기반으로 한 기업가치 증대금액의 측정에서도 비슷한 결과를 얻을 수 있었다.

기업가치와 경영성과와 재무적 특성과의 분석에서는 매각기업에 있어서 내부주주와 부채에 의한 감시활동이 유효하게 기능하고 있고, 매수기업에 있어서 비관련사업의 다각화와 같은 자유현금흐름을 낭비하는 거래에 대하여 시장은 관리규율을 하고 있다는 결과를 얻었다.

핵심주제어 : 자산매각, 기업가치, 시너지 효과, 경영성과, 부채비율

* 논문접수일 2011년 11월 28일, 게재확정일 2011년 12월 22일

본 연구는 학술진흥재단과 한국산업경제저널에서 정한 연구윤리규정을 준수함

** 제1저자, 전북대학교 경영학부 시간강사

*** 공동저자, 전북대학교 박사과정

**** 공동저자, 전북대학교 박사과정

I. 서론

기업의 자산매각에 관한 연구는 많이 이루어지고 있지만, 많은 연구가 자산매각을 하는 동기와 그 기업의 주주에 미치는 영향이 중심이었다. 그래서 자산매각을 실시한 기업과 그 자산을 매수한 기업 양쪽의 기업가치가 증대 하였는가, 이 기업 간의 이익과 손실은 어떻게 배분되어 있는가는 아직 분명하지 않다. 특히, 일본에서는 1990년대 후반의 상법개정과 주식교환제도 및 주식이전제도의 도입 등에 의해 M&A가 급등하였지만, 구미에 비해 그 연구는 많지 않다. 또한 자산매각에 관한 연구는 현저하게 적다. M&A의 경우 매수기업이 피매수기업을 흡수하여 평가하는 반면에, 자산매각은 일부 자산만이 거래되기 때문에 양쪽기업에 현존하게 되므로, 자산매각의 경제적 효과는 M&A와 다를 수 있다. 자산매각을 실시한 기업은 매각공시에 의해 정의 효과를 가져 온다고 몇몇의 연구가 밝히고 있다. 이 정의 효과는 투자효율이 낮거나 낮을 것으로 예상되어 전략적으로 중요성이 적어진 사업을 매각하여, 그 매각자금으로 투자효율이 높은 사업부분에 대하여 투자를 하거나, 또는 그와 같은 투자안건이 없을 경우는 차입금을 변제하여 재무구조를 개선하거나, 여유자금을 주주에게 환원함으로써 얻어 질 수 있다¹⁾. 하지만, 그 것을 구입한 기업에 대한 연구는 미비하다. 각각의 연구를 통하여 자산매각을 실시한 기업은 이익을 얻고, 그것을 구입한 기업은 손실을 가져 왔다는 것만으로, 자산매각의 전체적인 성과를 파악하기는 어렵다. 따라서 우리는 거래 당사자 양쪽의 이익을 분석하여, 자산매각으로 얻어진 효과가 거래 당사자 간에 종합적으로 이익을 가져오는지, 아니면 단순한 제로섬거래인지 밝히고자 한다. 또한, 경영자의 경영성과와 재무적 환경이 기업가치 증가의 결정요인 되는가를 분석 하고자 한다.

매수에 관한 선행연구에서는 매수기업과 피매수기업 둘 다 정의 효과를 얻고 있고, 특히 피매수기업의 경영효율이 낮고, 매수기업의 경영효율이 높을수록 이익이 높다고 보고하고 있다. 경영효율이 좋은 기업이 경영효율이 낮은 기업을 매수하여 효율성을 향상시킬 수 있으므로 이와 같은 결과를 얻을 수 있지만, 자산매각의 경우 기업 자체가 아니라, 사업부분의 매각이고 매각기업은 존재하기 때문에 반드시 똑같은 결과를 얻는다고 볼 수는 없다.

마찰이 없는 시장에서, 자산매각은 자산을 계속 유지하는 것보다 비싸게 팔릴 때 발생할 것이다. 그러나 불완전 시장에서는, 자기만족의 경영자는 주주의 부를 훼손하더라도 기꺼이 자산을 매각할 동기를 가지고 있을 것이다. 예를 들면, 경영자는 적대적 매수를 당하지 않기 위해 자산을 매각할 수도 있고, 자산 매각을 통하여 부채를 상환하기 위한 자금을 조달하거나 인원감원을 회피할 수 있다. 그러므로 자산매각회사의 협상능력은 판매자와 구매자사이

1) Lang et al(1995)은 자산매각으로부터 얻은 수익의 사용에 따라 매각기업의 주가의 반응이 다르다는 것을 보고하고 있다.

의 부의 배분에 영향을 줄 것이다. 물론, 완전경쟁시장에서는 협상능력은 무의미 할 것이다. 그러나 불완전 시장에서 기업은 거래비용을 부담해야 하고 디스카운트 된 가격에 거래를 해야 할 지도 모른다.

이전 연구는 다이베스트 되는 자산을 판매하는 회사와 그 것을 구매하는 회사를 매치시켜 그 효과를 분석하는 것이 아니라, 판매자와 구매자를 각각 구분하여 조사하였다. 하지만, 여기에서는 같은 자산의 판매자와 구매자 사이에 부의 이전이 있는가를 분석하여 자산매각에 따른 전체적인 부의 효과를 측정하였다. 사건연구 방법에 의한 분석결과, 자산매각 공시전후의 단기간에는 매각기업의 주주가 양의 초과수익률을 얻었지만, 매수기업의 주주의 손익은 변화가 없었다. 이는 M&A를 연구한 기존의 미국 연구와 같은 결과이나, 매각기업과 매수기업 둘 다 정의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있는 자산매각의 기존연구와는 조금 다른 결과이다. 하지만, 매각기업과 매수기업 합동으로 보면, 평균적 초과수익률은 양으로 결과적으로 자산매각은 기업가치를 증가시키는 거래라고 결론지을 수 있다. 매각기업은 효율적으로 자산을 운영할 수 있는 상대기업에 지배권을 넘겨 부의 시너지를 제거시키고 전략사업에 집중함으로써 이익을 얻을 수 있다. 또한 매각기업의 경우, 수평적 거래에 한하여 이익을 얻고 있으므로, 시장은 자산매각이 창조하는 시너지 효과에 대하여 일정한 기대를 보이고 있다고 해석할 수 있다. 또한 합동 초과수익률을 기반으로 한 기업가치 증대금액의 측정에서도 비슷한 결과를 얻을 수 있었다.

기업가치와 경영성과와 재무적 특성과의 분석에서는 매각기업에 있어서 내부주주와 부채에 의한 감시활동이 유효하게 기능하고 있고, 매수기업에 있어서 비관련사업의 다각화와 같은 자유현금흐름을 낭비하는 거래에 대하여 시장은 관리규율을 하고 있다고 볼 수 있다.

본연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 사건연구 관련 미국과 일본의 선행 연구를 조사하고, 제3장에 있어서 분석이 대상이 되는 표본과 주요한 변수의 기본통계량을 설명한다. 제4장에서 자산매각 공시에 대한 주식시장의 반응의 측정하고 재무지표와의 회귀분석 결과를 제시하고, 제5장에서 본 연구의 결론을 서술한다.

II. 선행연구 조사

1. 미국의 선행연구

단기 주가효과는 중요한 정보는 처음 공시되는 시점에 기대되는 경제효과에 따라 주가에 신속하게 반영된다는 효율적 시장가설을 전제로 하고 있다. 주식시장은 M&A을 실시하는

기업의 경영자가 가지고 있는 내부정보에 접근하는 것이 어렵지만, M&A를 포함한 여러 가지 경제행동이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 학습하고 있고, 이러한 학습을 통하여 발표된 M&A의 성과에 대하여 최적의 예측을 하고 있다고 생각할 수 있다.

1980년대 초까지의 사건연구를 조사한 Jensen and Ruback (1983)은, 미국에서 M&A 발표 전후의 단기간에 피매수기업의 주주는 큰 초과 수익률을 얻고 있지만, 매수기업은 통계적으로 유의한 초과수익률은 나타나지 않으며, 결과적으로 2사 합동으로 본 경우, 기업 가치를 증대시키는 거래라고 하고 있다. 그 후 1980년대부터 1990년의 M&A에 관하여, Andrade, Mitchell, and Stafford (2001)가 매수기업 주주의 손익은 대략 0이지만, 피매수기업의 주주는 M&A 발표전후 3일간 약 16%로 크고 통계적으로도 유의한 초과수익률을 얻고 있고, 주식시장총액에 의한 가중평균베이스에서도 1.8%로 작지만, 유의하게 정이라고 보고하고 있다. 이처럼 M&A에 의한 기업가치증가의 대부분을 피매수기업의 주주가 획득하는 것에 대하여 Asquith (1983)은 미국에서는 복수의 매수기업이 매수대상기업의 경영지배권을 둘러싸고 경쟁한 결과, 효과적인 회사지배권시장이 형성되어, 피매수기업의 주주는 M&A에 의한 기대 시너지효과를 매수 프리미엄으로 받지만, 매수기업은 M&A실시에 의해 기업가치를 크게 증대시키기는 어렵다고 해석하고 있다. 하지만, 자산매각 시장은 매수기업의 경쟁이 없고, 오히려 매각기업에서 적극적으로 상대기업을 찾아 거래비용을 감수 하면서 까지 거래를 하는 시장이며, 특히 재무적으로 어려움을 겪고 있는 매각기업의 경우 디스카운트 된 가격으로 매각할 수 밖에 없기 때문에 M&A시장과 다른 결과를 가져 올 수 있다.

자산매각의 동기에 관한 연구로는 첫째, 가장 효율적으로 자산을 운용할 수 있는 회사나 경영자에게 이전 하는 효율성가설[Hite (1987), Alexander, Benson, and Kampmeyer (1984)], 둘째, 비효율적인 다각화로부터 적자의 사업부를 분리해서 코어 산업에 재집중하는 리포카스가설[John and Ofek (1995), Berger and Ofek (1999)], 마지막으로 부채의 제한을 완화하기 위한 자금조달인 파이낸스 가설[Schleifer and Vishny (1992), Lang, Poulsen, and stluz (1995)] 등이 대표적이다. 이들 모두 매각기업에서 유의한 초과수익률을 발견하였다.

2. 일본 M&A의 주가효과의 선행연구

일본에서는, 미국의 분석결과와 달리, 매수기업의 있어서 크지는 않지만, 양의 초과수익률이 보고되고 있다. Kang et al. (2000)은 1977년부터 1993년의 일본국내 합병을 표본으로 한 연구에서, 매수기업의 단기주가효과는 유의한 양의 초과수익률이 되어 있는 것을 발견하였다. 하지만, 매수기업의 주가효과를 분석한 Yeh and Hoshino (2001)는 1981년부터 1991년의

2) Pulvino (1998) 참조.

기간에는 양의 초과수익률을 얻고 있지만, 1992년부터 1998년의 기간 중에는 음의 초과수익률을 얻었으며, 전 기간에도 유의하게 음의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있다. 이와 달리, 이노우에(井上)(2002)는 1990년부터 1998년의 기간 중에 매수기업과 피매수기업 둘 다 유의한 초과수익률을 얻지는 못하였지만, 1999-2002년의 기간 중에 매수기업과 피매수기업 둘 다 양의 초과수익률이 있다고 보고하고 있다. 그리고 우스이(薄井) (2001)는 부분매수 등 부분적 매수를 포함한 M&A의 추가효과를 분석하여, 양의 추가효과를 보고하고 있다. 한편, Kruse et al. (2007)은 기업합병 후의 장기성과를 분석하여 합병 후 경영효과가 개선되었고, 동종기업보다 이종기업간의 합병에서 경영성과가 높다고 보고하였다. 이상의 선행연구는, 대부분 1999년의 상법개정후의 본격적인 M&A붐의 시기를 분석대상으로 하고 있지 않다. 그 후, 오카베와 세키(岡部·關)(2006)가 2001부터 2004년에 이루어진 M&A를 대상으로 경영의 안정성과 효율성에 미치는 영향을 분석하여 경영의 안정성보다 효율성이 더 높다고 밝히고 있다.

자산매각에 관한 연구에서는, Kang and Shivdasani (1997)가 1986년부터 1990년의 기간 중에 영업 성적이 현저하게 악화된 기업의 인원삭감과 자산매각을 조사하여 유의한 양의 초과수익률을 보고하고 있다. 이후 일본에서는 자산매각보다 인원삭감의 공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구가 대부분이다³⁾. 이와 같이 매각기업을 대상으로 한 분석은 극히 적을 뿐만 아니라, 표본의 수도 한정되어, 주주간의 부의 분배를 명확하게 알 수가 없다.

III. 표본의 선택

본 연구는 2000년부터 2004년 말 사이에, 도쿄증권(東京證券) 거래소에 상장되어 있는 기업중에서 자산매각을 실시한 기업과 그 자산을 구매한 기업을 대상으로 했다⁴⁾. 표본 기업은 (주)레코프의 「MARR」에 게재되어 있는 자료로부터, 자산매각 거래의 내용을 확인하고 선별하였다. 「MARR」에서 최초 1500여 건이 선별되어, 각각의 매각뉴스 공시일이 닷새이 경제신문 또는 회사의 홈페이지에서 확인되었던 것에 한해서 425사의 표본을 얻을 수 있었다. 이 표본 중에서, 추가 데이터를 얻을 수 없는 기업을 제외하고, 전년도와 금년도의 총자산 장부가치와 부채총액의 비율이 1이상인 기업을 재정 악화(financial distress) 기업으로 정

3) 大竹·谷坂 (2002), 清水·山崎 (2007) 참조.

4) 본연구로 분석이 대상으로 삼는 자산매각 거래는, 일본에서 말하는 「영업 양도」 가운데, 특히 매각의 대가로서 현금의 지불이 있는 것에 한정하였다.

의하고 표본에서 제외하였다. 또한 토빈q가 10이상인 기업을 이상값으로 하여 표본에서 제외하였다. 이 결과 최종적으로 매각기업 366사, 매수기업 153사가 선택되었다. 기업의 재무 데이터는 「닛케이(日經) NEEDS CD-ROM」에서 수집하였다. 주가는 동양경제신보사(東洋經濟新報社)의 「주가CD-ROM」에서 얻었다. 초과수익률 산정에 필요한 파라미터 추정을 위해서, 각 표본 기업의 자산매각이 공시된 날로부터 120일전까지의 주가 데이터를 채집하였다.

<표1>은 매각기업과 매수기업, 그리고 그 중에서 같은 자산을 매각하고 매수한 매칭기업의 기본통계량이다. 총자산의 크기는 평균에 있어서 매수기업이 매각기업보다 커 보인다.

<표 1> 기본통계량

	매각기업 (N=359)	매수기업 (N=134)	매칭매각기업 (N=121)	매칭매수기업 (N=121)
총자산(단위:백만)	797136 (325587)	917127 (273729)	763957 (370399)	967301 (297863)
토빈q	1.50 (1.19)	1.62 (1.22)	1.46 (1.16)	1.58 (1.21)
부채비율	0.63 (0.67)	0.55 (0.58)	0.64 (0.67)	0.55 (0.58)
내부주주비율	0.02 (0.00)	0.03 (0.00)	0.01 (0.00)	0.03 (0.00)
금융기관주주비율	0.36 (0.38)	0.38 (0.42)	0.40 (0.42)	0.38 (0.42)
외국인주주비율	0.12 (0.09)	0.12 (0.09)	0.11 (0.09)	0.12 (0.09)
ROA	0.06 (0.05)	0.08 (0.07)	0.07 (0.06)	0.08 (0.07)
현금흐름비율	0.01 (0.03)	0.04 (0.04)	0.01 (0.03)	0.04 (0.04)

기업규모는 총자산으로 단위는 백만엔이다. 토빈q는 자산매각 공시 직전년도에 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.

하지만, 평균은 이상값에 의한 영향을 많이 받을 수 있다. 그러므로 중앙값에 의한 분류를 보면, 매각기업이 매수기업보다 큰 것으로 나타나고 있다. 이는 다른 선행연구와 일치하는 결과이지만, 매수기업을 중심으로 하는 M&A연구와는 반대되는 결과이다⁵⁾. 토빈의 q 는 매수기업이 높게 나타나고 있다. 1998년부터 2002년 사이의 M&A를 연구한 井上 (2002)의 표본과 비슷한 결과이다. 매각기업만을 보면, 부채비율과 ROA는 1986년부터 1990년까지 경영실적악화로 리스트럭처링(restructuring)을 실시한 일본기업을 대상에 연구한 Kang and Shivdasani (1997)의 표본과 비슷하다. 이는 2000년 이후에 자산매각을 실시한 기업의 경영성과 또한 악화되어 있다는 것을 암시하고 있다. 매칭을 이루고 있는 매각기업과 매수기업의 기본통계량은 전체표본과 비슷하게 나타나고 있다.

IV. 실증분석

1. 단기주가 분석

자산매각의 공시가 매각기업과 매수기업 주주의 부에 미치는 영향을 조사하였다. 주주의 초과수익률은 시장모형을 이용하여 측정하였다. 시장모형의 파라메타는 공시 전 120일부터 60일까지의 일일주식수익률을 사용하였다. <표2>는 누적평균 초과수익률이다. 매각기업을 보면, 공시전후(-1,+1)는 1.03%, 공시전후(-3,+3)은 0.82%로 각각 통계적으로 유의한 양의 누적 초과수익률을 보이고 있으며, 공시전후(-30,+30)의 기간에서도 통계적으로 유의한 양의 추가효과를 보이고 있다. 하지만, 매수기업에서는 통계적으로 유의한 효과가 나타나지 않고 있다. 같은 자산을 사고 판 기업의 분석에 있어서도, 매각기업은 공시전후(-1,+1)는 1.38%로 통계적으로 유의한 양의 효과를 얻고 있지만, 매수기업에서는 유의한 효과를 얻을 수가 없었다. 다시 말해, 매각공시에 의해 매각기업은 양의 추가효과를 얻지만, 매수기업은 그렇지 않다고 할 수 있다. 이는 M&A 공시전후 매수기업과 피매수기업 양쪽 모두 양의 초과수익률을 얻었다고 보고 한 기존의 선행연구들과 다른 결과이다.

그러므로, 위의 매수기업에 대한 결과가 관련 사업을 매수한 기업과 비관련사업을 매수한 기업이 공존하기 때문에 의한 결과인가를 조사하기 위하여 관련 사업을 매수한 기업과 비관련사업을 매수한 기업으로 분리하여 분석하였다. 사업관련성에 대해서는, 매각기업과 매수기업을 증권거래소가 정하고 있는 산업중분류(33업종)에 근거하여 분류를 하여, 68거래가 관련

5) Kang, Shivdasani and Yamada (2000),井上光太郎·加藤英明 (2003)등에서 확인할 수 있다.

<표 2>기간별 누적초과수익률I

기 간	매각기업	t-stat	매수기업	t-stat	매칭매각	t-stat	매칭매수	t-stat
-10,-1	0.37%	0.80	1.01%	1.56	-0.53%	-0.67	1.12%	1.62
-1,0	0.56%	2.06**	0.38%	1.34	0.98%	2.31**	0.28%	0.98
-1,+1	1.03%	2.81**	0.15%	0.41	1.38%	2.06*	0.12%	0.31
-3,+3	0.82%	1.90*	-0.19%	-0.39	1.24%	1.62	-0.17%	-0.34
+1,+10	-0.69%	-1.37	-0.18%	-0.24	-0.18%	-0.24	0.31%	0.41
-30,+30	2.91%	1.86*	-0.04%	-0.02	-1.65%	-0.62	1.59%	0.68

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

사업간의 거래로 분류되었다. 관련사업의 매수에서는 집중사업의 강화에 의하여 경영자원의 유효활용, 사업간의 협력성 증대 등의 양의 효과를 기대할 수 있다. 결과는 <표3>에 나타나 있다. 예상한 것과 같이, 관련사업의 매수기업에서는 공시전후(-1,+1)는 1.68%, 공시전후(-3,+3)는 1.62%로 통계적으로 유의한 양의 누적초과수익률이 나타난 반면, 비관련사업 매수기업에서는 공시전후(-3,+3)이 -1.57%로 통계적으로 유의한 음의 누적초과수익률을 기록하였다. 따라서 관련사업의 매수는 경영자원의 효율적 사용을 가능하게 하여 시너지 효과를 창출하여 주주의 가치를 증가시킨다고 할 수 있다⁶⁾. 이결과는 매수전체가 주주에게 이익이 없는 것이 아니라, 매수기업에서 양의 효과가 나타나지 않는 것은 비관련사업의 매수하여 의한 것이라고 할 수 있다⁷⁾.

위와 같은 각각의 기업의 분석만으로는 자산매각이 전체적으로 기업가치를 증대시켰는가는 알 수 없다. Roll (1986)은, M&A가 참으로 기업가치를 증대시켰는가를 검증하기 위해서는, 대응하는 매수기업과 피매수기업의 초과수익률을 각각 규모로 가중 평균하여 초과수익률을 검증할 필요가 있다고 지적하고 있다. 따라서 매각공시 전후3일간의 누적초과수익률에 대하여, 매각기업과 매수기업의 자산매각공시 3일전의 시가총액으로 가중 평균한 합동의 초과수익률을 측정하였다. 그 결과가 표 3에 나타나 있다. 합동 누적초과수익률을 보면, 공시전후(-1,+1)는 1.49%로 통계적으로 유의한 양의 효과를 나타내고 있다. 따라서 자산매각은 전체적으로 기업가치를 증가시킨다고 할 수 있다. 1990년대의 M&A를 연구한 井上 (2002)의 연구에서는 공시전후(-1,+1)의 초과수익률이 매수기업은 1.51%이고, 매수기업, 피매수기업의 합동 초과수익률이 1.8%로 통계적으로 유의하다고 보고하고 있다. 본 연구하고 비교하면, 여기에서의 매수기업은 적극적인 매수기업이 아니기 때문에 판단된다. 즉, 비관련사업을

6) 薄井 (2001)는 경영효율이 높은 기업이 사업을 집중시키는 M&A를 실시할수록 매수기업의 추가효과가 양인 것을 보여주고 있다.
 7) Shleifer and Vishny (1989)는 경영자는 주주의 이익을 희생하더라도, 자신의 경영권을 확립 강화하기 위하여 M&A를 실시한다고 하고 있다.

매각한 기업 중에는 거래상의 관계 등으로 구제를 위해 구입한 기업 등이 포함되어 있어 충분한 양의 효과를 얻지 못한 것으로 판단된다.

2. 매수기업과 매각기업의 손익배분

앞에서 누적초과수익률을 이용하여 매각기업과 매수기업의 추가효과를 분석하였으나, 이

<표 3> 기간별 누적초과수익률 II

기 간	비관련사업 매수기업	t-stat	관련사업 매수기업	t-stat	매각·매수 기업합동	t-stat
-10,-1	0.56%	0.59	0.85%	0.76	0.59%	0.54
-1,0	-0.15%	-0.45	1.42%	3.54**	1.27%	2.38**
-1,+1	-0.53%	-1.61	1.68%	2.81**	1.49%	1.91*
-3,+3	-1.57%	-2.62**	1.62%	1.99*	0.82%	1.90*
+1,+10	-0.52%	-0.70	-0.11%	-0.11	-0.69%	-1.37
-30,+30	-1.32%	-0.45	3.17%	0.74	2.91%	1.86*

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

변수만으로는 자산매각에 의한 매수기업과 매각기업의 손익의 배분을 완전히 파악할 수 없기 때문에 본 절에서 합동 초과수익률을 기반으로 기업가치 증대금액을 측정하였다. <표 4>는 초과수익금액을 나타내고 있다. 초과수익금액은 공시전후(-1,+1)의 초과수익률에 시가총액을 곱하여 계산하였다. 초과수익률 결과와 같이, 초과수익금액에서도 자산매각의 공시는 매각기업과 매수기업의 주주의 가치는 증가하는 것으로 나타났다. 하지만, 매각기업과 매수기업을 나누어 보면, 매각기업의 초과수익률이 매수기업의 두 배 이상인 것을 알 수 있다. 매각기업은 비효율적인 자산을 매각하여 경영의 효율성을 증진시킬 수 있고, Lang et al. (1995)이 증명한 것과 같이 재무적 곤란을 겪고 있는 기업은 자산 매각을 통하여 자금을 획득할 수 있으므로 시장에서 더 큰 반응을 보인 것으로 보인다. 또한 관련사업거래와 비관련사업거래로 나누어 보면, 관련사업의 거래에서는 매각기업과 매수기업이 비슷한 이익을 얻고 있지만, 비관련사업거래에서 매각기업은 매수기업의 4 배 이상의 이익을 얻고 있으며, 매수기업의 중앙값은 손실을 보고 있음을 나타내고 있다. 이것으로 운영사업에 대하여 완전한 정보를 가지고 있는 매각기업의 경영자는 상대적으로 적은 정보를 가지고 있는 비관련사업의 경영자에게 자산을 매각함으로써, 관련사업에 매각하는 것보다 더 많은 이익을 얻을 수 있다는 것을 보여주고 있다. 실제적으로 Pulvino (1998)은 동종업계에 자산을 매각하는 것이

이종업계에 매각하는 것보다 더 디스카운트된다고 보고하고 있다. 이와 반대로 John and ofek (1995)는 매수기업이 매각되는 사업과 관련되어 있는 경우가 더 많은 프리미엄을 얻을 수 있기 때문에 매각기업의 이익이 높다고 보고하고 있다. 하지만, 일본에 있어서 매수 프리미엄은 평균적으로 5%전후로, 미국의 평균 40%가까운 매수 프리미엄과 비교하면, 매우 작아, 매각기업의 가치에 미치는 효과는 미비하다고 할 수 있다⁸⁾.

결론적으로 누적초과금액의 분석에 의하여, 자산매각 공시는 평균적으로 매각기업이 매수기업보다 많은 편익을 얻고 있고, 시너지 효과가 기대되는 거래에서는 매각기업도 이익을 얻고 있다고 말 할 수 있다.

3. 회귀분석 결과

여기에서는, 자산매각 공시의 누적초과수익률이 거래목적이나 채무내용, 경영 성적에 의존하는 것인지를 검증한다. 이를 위해 공시전후 3일간의 누적초과수익률을 종속변수로 하는

<표 4> 초과수익금액

단위 : 1억

	매각기업초과수익금액	매수기업초과수익금액	합동초과수익금액
매칭기업	5,762.426 (-62.7873)	2,003.129 (186.0693)	7,765.556 (109.9785)
관련사업거래	1,911.008 (-99.059)	1,653.939 (23.54364)	3,564.947 (210.5984)
비관련사업거래	10,703.87 (980.9726)	2,451.147 (-354.379)	1,3155.02 (-30.3218)

초과수익금액은 공시전후(-1,+1)의 초과수익률에 시가총액을 곱하여 계산하였다.

회귀분석을 한다. 독립변수로 관련사업 더미, 토빈의 q, ROA, 현금흐름을 고려했다. 토빈의 q와 ROA는 경영효율과 경영성과의 대리변수로 생각할 수 있다. 또, 외부에서의 모니터링 기능이 추가효과에 주는 영향을 분석하기 위해서, 부채비율과 주주비율을 독립변수에 추가했다. <표4>는 회귀 분석의 결과다. 관련사업 더미는 관련사업간의 거래면1, 그렇지 않으면 0이다. 토빈의 q는, 시가총액과 부채의 합을 자기자본과 부채의 합으로 나눈 값이다. ROA는 EBITDA(법인세 이자 감가상각비 차감 전 영업이익)를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 현금흐름비율은 당기이익에서 보통 주식배당금과 임원상여금을 빼고 감가상각액을 합

8) Sirower (1997) 참조.

한 값과 총자산과의 비율이다. 부채비율은 부채를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 각각의, 주식보유비율의 분모는 총주식수다.

<표5>의 분석결과를 보면, 매각기업, 매수기업 모두 관련사업과 토빈의 q는 유의하지 않다. Morck et al. (1990)은 매수기업과 피매수기업이 동일업종에 종사하는 경우, 매수기업의 수익률이 높다고 보고하고 있고, John and Ofek (1995)는 전문사업에 집중전략은 부의 시너지를 제거시킴으로서 주주의 가치를 증대할 수 있다는 것을 보여주고 있지만, 본 연구에서는 확인되지 않았다. 경영효율과 경영실적은 각각 토빈의 q와 ROA로 측정할 수 있다. M&A의 경우, 경영효율이 높은 기업이 효율이 낮은 기업을 매수하면, 효율성 향상을 가져올 수 있기 때문에 주주의 편익이 증가한다고 보고하고 있다. 하지만, 자산매각의 경우, 사업부분의 매각이고 매각기업은 존재하게 되고, 실제적으로 거래되는 사업의 효율성을 투자자가 직접 확인할 수 없기 때문인 것으로 보인다. Datta, Isakandar-Datta and Raman (2003)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.

매수기업의 현금흐름비율은 통계적으로 유의하게 음이다. Jesen (1986)은, 경영자가 자유현금흐름을 낭비하는 위험성을 지적하고 있다. 매수기업의 초과수익률은 자유현금흐름이 높을

<표 5> 누적수익률과 재무구조와의 회귀분석

	매수기업CAR		매각기업CAR		
	계 수	t-statics	계 수	t-statics	
상수	0.014	0.25	-0.018	-0.84	
관련사업더미	0.004	0.25	0.010	1.19	
토빈q	-0.002	-0.11	-0.001	-0.16	
ROA	0.087	0.24	-0.173	-1.19	
현금흐름비율	-0.351	-1.85	0.100	0.46	*
내부주주비율	-0.001	-0.18	0.001	1.89	*
은행주주비율	-0.022	-0.39	-0.010	-0.32	
부채비율	0.020	0.37	0.042	2.08	*
R-squared	0.07		0.10		

종속변수 공시전후 3일간의 누적초과수익률이다. 관련사업 더미는 관련사업간의 거래면1, 그렇지 않으면 0이다. 토빈의 q 는, 시가총액과 부채의 합을 자기자본과 부채의 합으로 나눈 값이다. ROA는 EBITDA(법인세 이자 감가상각비 차감전 영업이익)를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 현금흐름비율은 당기이익에서 보통 주식배당금과 임원상여금을 빼고 감가상각액을 합한 값과 총자산과의 비율이다. 부채비율은 부채를 총자산으로 나누어서 계산하였다. 각각의, 주식보유비율의 분모는 총주식수다.

수록 낮을 것이다. 여기에서 결과는 예상과 일치하고 있다. 내부주주비율은 매각기업에서 정으로 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 기업의 경영효율이 악화되면 매수기업의 목표가 되기 쉽고, 최악의 경우 경영권을 박탈당할 위험이 있기 때문에 근본적인 노력을 할 것으로 예상된다. 따라서 매각기업의 내부주주들은 주주의 부의 증대와 일치하는 의사결정을 할 것이므로 자산매각이 공시가 시장에서 좋게 받아드려 진다고 해석할 수 있다. 부채비율 매각기업에서 유의하게 양이다. 이것은 매각기업의 부채비율이 높을수록 초과수익률이 높다는 것을 나타낸다. 채권자는 경영자의 투자행동에 대하여 감시활동을 하기 때문에, 부채가 많을수록 에이전시 문제는 적을 것이다. 따라서 매각기업에 있어서 부채에 의한 감시활동이 유효하게 기능하고 있다고 말할 수 있다.

이상의 결과, 비관련사업의 다각화와 같은 자유현금흐름을 낭비하는 거래는 주주의 가치를 저하시키고, 부채에 의해 경영자의 투자행동에 대하여 감시활동이 이루어지고 내부주주의 비율이 높은 매각기업의 자산매각이 주주의 가치를 증가시킨다고 할 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 자산매각이 기업가치의 증대에 공헌 하였는가를 사건연구의 방법을 통하여 분석하였다. 기업의 자산매각에 관한 연구는 많이 이루어지고 있지만, 많은 연구가 자산매각을 하는 동기와 그 기업의 주주에 미치는 영향이 중심이었다. 그래서 자산매각을 실시한 기업과 그 자산을 매수한 기업 양쪽의 기업가치가 증대 하였는가, 이 기업 간의 이익과 손실은 어떻게 배분되어 있는가는 명확하지 않았다. 자산매각은 매각기업과 매수기업 상방의 기업가치의 경제성에 잠재적으로 큰 영향을 주는 거래로, 재무연구에 있어서 중요한 연구대상이다. 경제성 분석방법으로 주로 자산매각 전후의 주가효과를 분석하려고 하는 주가에 관한 사건연구의 방법이 많이 쓰이고 있다. 주가의 사건연구는 공시전의 기대되는 성과를 평가할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 주가는 기업의 장래 현금흐름에 기초하여 결정되기 때문에, 장래의 기업성이나 성장성의 예측에서 기업 감시기능까지 다양한 정보가 그 중요성에 따라 반영된다.

사건연구 분석결과, 자산매각 공시전후의 단기간에는 매각기업의 주주가 양의 초과수익률을 얻었지만, 매수기업의 주주의 손익은 변화가 없었다. 이는 M&A를 연구한 기존의 미국연구와 같은 결과이나, 매각기업과 매수기업 둘 다 정의 초과수익률을 얻었다고 보고하고 있는 자산매각의 기존연구와는 조금 다른 결과이다. 하지만, 매각기업과 매수기업 합동으로 보면, 평균적 초과수익률은 양으로 결과적으로 자산매각은 기업가치를 증가시키는 거래라고

결론지을 수 있다. 매각기업은 효율적으로 자산을 운영할 수 있는 상대기업에 지배권을 넘겨 부의 시너지를 제거시키고 전략사업에 집중함으로써 이익을 얻을 수 있다. 또한 매각기업의 경우, 수평적 거래에 한하여 이익을 얻고 있으므로, 시장은 자산매각이 창조하는 시너지 효과에 대하여 일정한 기대를 보이고 있다고 해석할 수 있다. 또한 합동 초과수익률을 기반으로 한 기업가치 증대금액의 측정에서도 비슷한 결과를 얻을 수 있었다.

기업가치와 경영성과와 재무적 특성과의 분석에서는 매각기업에 있어서 내부주주와 부채에 의한 감시활동이 유효하게 기능하고 있고, 매수기업에 있어서 비관련사업의 다각화와 같은 자유현금흐름을 낭비하는 거래에 대하여 시장은 관리규율을 하고 있다고 볼 수 있다.

참 고 문 헌

- 大竹文雄·谷坂紀子 (2002), “雇用削減行動と株価”, 玄田有史, 田中喜文編 *リストラと転職のメカニズム*, 東洋経済出版社
- 岡部光明·關晋也 (2006), “日本における企業M&A(合併および買収)の効果—経営の安定化と効率化に関する実証分析—”, *総合政策学ワーキングペーパー*, 107, pp.1-58.
- 井上光太郎 (2002), “日本のM&Aにおける取引形態と株価効果”, *経営財務研究*, 22(2), pp.107-120.
- 井上光太郎·加藤英明 (2003), “M&A発表日の株価効果に関する要因分析”, *現代ファイナンス*, 13, pp.3-28.
- 井上光太郎·加藤英明 (2004), “企業買収 (M&A) と株式市場の評価: 日米比較”, *証券アナリストジャーナル*, 10, pp.33-43.
- 薄井彰 (2001), “株主価値とM&A”. *バリュ—経営のM&A 投資* 第3章, 中央経済社.
- 清水一·山崎尙志 (2007), “人員削減と株価パフォーマンス”, *神戸大学大学院経営学研究科 Discussion paper*, 14.
- Andrade, G., Mitchell, M., and Stafford, E. (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers,” *Journal of Economic Perspectives*, 15, pp.103-120.
- Asquith, P. (1983), “Merger bids, uncertainty, and stockholder returns,” *Journal of Financial Economics*, 11(1), pp.51-83.
- Datta. S., Iskandar-Datta. M., and Raman. K. (2003), “Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring,” *Journal of Banking and Finance*, 27, pp.351-375.
- Jensen, M. (1986), “Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeover,” *The American Economic Review*, 76, pp.322-329.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics*, 3. pp.305–360.
- Jensen, M. C. and Ruback, R. (1983), “The Market For Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
- John, K., and Ofek, E. (1995), “Asset sales and increase in focus,” *Journal of Financial Economics*, 37, pp.105-126.
- Kang, J. K., Shivdasani, A. (1997), “Corporate restructuring during performance declines in Japan,” *Journal of Financial Economics*. 46, pp.29-65.

- Kang J. K., Shivdasani, A. and Yamada, T. (2000), "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids," *Journal of Finance*, 55, pp.2197-2218.
- Kruse, T. A., Park, H. Y., Park, K. and Suzuki, K. (2007), "Long-term Performance Following Mergers of Japanese Companies: The Effect of Diversification and Affiliation," *Pacific-Basin Finance Journal* 15, pp. 154-172.
- Lang, L., Poulsen, A. and Stulz, R. M. (1995), "Asset Sales, Firm Performance and the Agency Costs of Managerial Discretion," *Journal of Financial Economics*, 37, pp.3-37.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. (1990), "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?," *Journal of Finance*, American Finance Association, 45(1), pp.31-48,
- Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, 59, pp.97-216.
- Pulvino, T. (1998), "Do Asset Fire-Sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions," *Journal of Finance*, 53(3), pp.939-979.
- Yeh T. and Hoshino, Y. (2001), "Shareholders Wealth, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of Japanese Mergers," 『*經營財務研究*』 21, pp.150-166.

What Happens to Distribution of the Profits of a Seller and a Buyer in Asset Sales?

Sang-Lae LEE* · Byoung-Uk KO** · Han-Kwang KIM***

Abstract

This study analyze whether asset sales contributed to increase of the shareholder value of the seller and the buyer. Asset sales are the dealings which have large influence on the economical efficiency of the shareholder value of a seller and a buyer potentially, and are important subjects of research in finance. Many studies on asset sales was realized, however the motive for them to sell the assets, and the influence on the seller's stockholder were in the mainstream. Then, it was not clear how it was distributed to the profits between seller and buyer, whether the corporate value of the company both sides are increased.

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. this result consist with the M&A study of American, but is different the previous studies of the asset sales reported that both of them obtained positive abnormal returns. However, the average abnormal returns are positive on total abnormal returns, it can be conclude that asset salse make increase a shareholder value. The seller can get profits by passing control to the partner which can manage asset efficiently, removing negative synergy, and concentrating on a strategy business. Moreover, since profits have been obtained only within horizontal dealings in the case of the buyer, it can be interpreted as the market showing expectation to the synergistic effect which asset sales create. The result which measurement of the amount of money for shareholder value based on a total average abnormal returns is also same.

Furthermore, we verify whether the excess return depends on the financial condition, and

* Part time Lecturer, Division of Business Administration, Chonbuk National University

** Doctoral student, Chonbuk National University

*** Doctoral student, Chonbuk National University

the managerial performance. we find that the higher internal stockholder and a debt , the more abnormal returns in seller. It suggests that discipline of the debt is effective. The market discipline for the dealings which waste free cash flow like diversification of non-related business in buyer.

Keyword: asset sales, firm value, synergy, managerial performance, leverage