

# 기업합병매수후 자산매각에 대한 실증분석

金明均\*

## 〈요 약〉

본연구는 기업합병매수후 資產賣却이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 분석한다. 특히, 기업합병매수후에 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향과 기업합병매수와 관련이 없이 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향을 비교하여 어떠한 차이가 있는지를 파악하고자 한다. 이러한 분석을 위해 본연구는 Shleifer와 Vishny(1991)가 정의한 資產賣却의 流動性費用(Liquidity Cost of Asset Sale)이라는 개념을 원용하였다. 그들은 자산매각의 유동성비용을 어떤 자산의 急賣價値와 最適活用時 그 자산이 가져다주는 현금흐름의 순현재가치와의 差異라고 정의하고 있다. 또한 그들은 어떤 기업이 財務的 困境에 처해 있을 때 자산매각의 유동성비용이 매우 높다는 것을 보였다. 이러한 개념하에 자산매각이 기업합병매수후 발생할 때 자산매각의 유동성비용이 보다 높은지 여부를 분석하였다. 이를 위해 1982년부터 1989년까지 1,185개의 자산매각 사건들을 합병매수후 자산매각 사건과 합병매수와 관련이 없는 자산매각 사건으로 분류하여 市場危險調整收益率 模型과 市場模型을 이용하여 두표본집단간의 주가변화의 차이를 분석하였다. 그 결과 두집단모두 자산매각에 의해 통계적으로 유의한 正의 超過收益을 보이지만, 기업합병매수후 자산이 매각될 경우가 기업합병매수와 관련이 없는 경우에 비해 통계적으로 낮은 초과수익을 보이고 있다. 이러한 차이를 본연구에서는 기업이 합병매수후 겪고 있는 재무적 곤경을 피하기 위해 자산을 신속히 매각하였기 때문에 발생한 유동성비용이라 해석하고 있다.

## I. 머리말

기업합병매수를 통해 구입된 자산의 많은 부분이 일정기간후 제 3자에게 매각된다는 사실을 보여 주는 연구가 많이 있다. W. T. Grimm사의 자료에 의하면, 1978년부터 1987년까지 每 100개의 기업합병매수거래에 대해 평균적으로 약 40개의 資產賣却(sell-off)이 있었다. 또한 Ravenscraft와 Sherer(1987)는 이러한 현상을 보다 체계적으로 분석하여, 기업합병매수의 약 30%에 해당하는 부분이 再賣却된다고 주장하고 있다. 더 나아가 Porter(1987)에

\* 國民大學校 經營學科 專任講師

\*\* 본 논문은 1994년도 한국재무관리학회 춘계학술발표회에서 발표된 영문본을 번역하고 일부수정한 논문임. 학회에서 유익한 토론을 해주신 김지수교수님께 감사드린다.

의하면 어느 기업이 현재 사업분야와 다른 사업분야에 있는 기업을 매수할 경우 재매각률은 74%로 증가된다는 사실을 1950년부터 1986년까지 있었던 33개 복합기업의 매수합병 사례를 통해 밝혀 냈다. Kim(1992)역시 1963년부터 1986년까지 있었던 266개의 성공적 공개매수 사례중 131건(49.2%)이 공개매수 공시후 5년이내에 부분적이거나 재매각되었다는 사실을 보이고 있다. 또한 그는 피매수기업 재매각률은 공개매수시 경쟁도와 공개매수발생년도에 따라 다르다는 사실을 보였다. 즉 공개매수들이 1980년 이후에 발생한 경우가 그 이전에 발생한 경우보다, 피매수기업에 대해 복수기업이 매수에 참가한 경우가 단일기업만 참여한 경우보다 피매수기업의 재매각률이 높다는 것을 보였다.<sup>1)</sup>

기업합병매수 및 자산매각의 원인, 그들의 기업가치에 미치는 영향, 그리고 가치변화에 영향을 주는 요인들에 대한 연구는 꾸준히 지속되어 왔다.<sup>2)</sup> 그러나 기업합병매수후 자산매각과 기업합병과 관련이 없는 자산매각을 구분하여 연구를 수행한 연구는 거의 없다.<sup>3)</sup>

본연구는 기업합병매수후에 자산이 매각될 때 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하고자 한다. 특히, 기업합병매수후에 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향과 기업합병매수와 관련이 없이 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향을 비교하여 어떠한 차이가 있는지를 파악하고자 한다.

이러한 분석을 위해 본연구는 Shleifer와 Vishny(1991)가 정의한 자산매각의 流動性費用(Liquidity Cost)이라는 개념을 원용한다. 그들은 자산매각의 유동성비용을 어떤 자산의 급매가가치와 최적활용시 그 자산이 가져다주는 현금흐름의 순현재가치와의 差異라고 정의하고 있다. 또한 그연구에 의하면 어떤 기업이 財務的 困境(Financial Difficulties)에 처해 있을 때 자산매각의 유동성비용이 매우 높다고 한다.

1) 1980년 이후 발생한 108건의 공개매수중 69건(63.9%)이 재매각을 경험한 반면, 그 이전에 발생한 공개매수 158건중 단지 62건(39.2%)만이 재매각을 경험하였다. 또한 복수기업이 경쟁한 97건의 공개매수중 56건(57.7%)이 재매각한 반면, 단일기업만이 참여한 169건의 공개매수중 75건(44.4%)이 재매각을 경험하였다.

2) 기업경영권 이전으로 발생하는 기업가치변화에 대한 관련연구들을 잘 요약한 논문은 Jesen과 Ruback(1983)과 Jesen(1988) 등임. 지금까지의 연구에 의하면 피매수기업의 기업가치는 합병매수를 통해 유의적으로 증가하지만, 매수기업의 기업가치에 대해서는 의견의 불일치를 보이고 있음. 공개매수에 대해서는 Dodd와 Ruback(1977), Bradley(1980), Jarell과 Bradley(1980), Bradley, Desai, 그리고 Kim(1983, 1988)의 연구, 합병의 경우는 Dodd(1980), Eckbo(1980), Asquith, Bruner 그리고 Mullins(1983) 등의 연구를 참조바람. 자산매각에 대한 실증분석으로는 Shipper와 Smith(1983), Hite와 Owers(1983), Alexander, Benson, 그리고 Kampmeyer(1984), Linn과 Roseff(1984), Miles와 Rosenfeld(1984), Jain(1985), Klein(1986), Hite, Owers와 Rogers(1987) 등이 있는바, 대체적으로 자산매각이 매각기업의 가치를, 작지만 통계적으로 유의한 증가를 초래한다고 보이고 있음.

3) 기업합병후 피매수기업의 매각원인에 대해서는 Kim(1992), Mitchell과 Lehn(1990), Weston(1990) 등의 연구 참조바람.

1980년대에 있었던 많은 기업합병매수들의 특징의 하나는 부채, 특히 정크본드 및 다른 부채성 채무증권에 크게 의존하였다는 것이다.<sup>4)</sup> 따라서 그 기간에 합병매수를 행한 기업들은 합병매수를 행하지 않은 기업보다 재무적 곤경에 처했을 가능성은 높다고 할 수 있다. 따라서 그 처리방안의 하나로 기업은 소유자산을 할인한 가격으로 매각할 것을 선택할 수가 있을 것이다. 만일 그렇다고 한다면, Shleifer와 Vishny(1991)가 정의한 자산매각의 유동성 비용은 기업합병매수후 소유자산을 매각하는 경우가 기업합병매수와 관련없이 자산을 매각하는 경우보다 클 수가 있다. 본 연구는 이러한 추론하에 자산매각의 유동성비용이 자산매각전에 그 기업이 기업합병매수거래에 참여할 경우에 더욱 높은지 여부를 분석한다.

이를 위해서 다음 장에서는 본연구에서 사용되는 표본자료 및 그 선정기준을 살펴 보고, III장에서는 연구방법을 간략히 설명한다. 그리고 IV장에서는 자산매각에 대한 실증분석결과를 정리하였으며, 끝으로 V장에서는 연구요약 및 향후 연구과제에 대해 논의한다.

## II. 표본자료 선정

기업매수합병후 자산매각이 이루어질 때 자산매각의 유동성비용이 보다 높은지 여부를 검증하기 위해서는 두개의 표본집단이 요구된다. 즉 기업합병매수후 자산매각의 표본집단과 기업합병과 관련이 없는 자산매각의 표본집단이 필요하다. 또한 이를 위해 자산매각 사건뿐만 아니라 기업합병매수사건도 조사되어야 한다.

본연구의 기업합병매수 사건들에 대한 기본적인 데이터베이스는 1958년 10월부터 1986년 12월까지 발생했던 781개의 성공적인 기업공개매수사건들로 구성되어 있다. 이 데이터베이스는 두개의 자료원으로부터 구성된 것이다. 그 첫번째는 1958년 10월부터 1984년 12월까지 Bradley, Desai, 그리고 Kim(BDK database)가 작성한 자료이다. 그리고 두번째는 1985년 1월부터 1986년 12월까지 Dow Jones News Text Search Service의 주제목란에 'Tender Offer'라고 기록된 것으로부터 기본적인 자료를 구한 후, Wall Street Journal Barron's Index를 탐색하여 BDK 데이터베이스와 유사한 정보를 가지도록 하였다. 즉 BDK 데이터베이스는 공개매수 공시일, 피매수기업, 성공여부, 자금조달원 등에 대한 정보를 포함하고 있다. 이러한 두자료원으로부터 781개의 성공적으로 마무리된 기업공개매

4) Chung(1982)은 36건의 순수복합기업의 합병사례를 분석하여 매수전 부채비율보다 매수후 부채비율이 높다는 실증적 증거를 제시하였다. 또한 Shrivess와 Pashly(1984) 역시 기업규모와 산업간의 차이를 조정 한 후에도 합병으로 인해 부채비율이 증가하였다고 주장하고 있다.

〈표 1〉 자산매각 사건 분류(1982~1989)

	총 자산매각 사건	합병매수 후 매각 사건	합병매수와 관련없는 자산매각 사건
건수(개)	1,185	1,037	148
(구성비, %)	(100.0)	(87.5)	(12.5)

수 자료들을 가지게 되었다.

한편 자산매각 사건에 대해서는 자산매각전에 기업합병매수사건의 존재여부를 가릴 필요가 있기때문에 보다 복잡한 절차를 밟아 탐색해 나갔다. 이 자산매각 사건의 표본은 아래와 같이 구하여졌다. 1) 1982년부터 1989년까지 Dow Jones News Text Search Service를 이용하여 Wall Street Journal의 주제목란에 'Divest, Sell, Sold, Restructure, Buy, 또는 Bought'가 기록된 모든 사건들을 검색해 냈다.<sup>5)</sup> 2) 위자료 중 New York Stock Exchange (NYSE) 또는 American Stock Exchange(AMEX)에서 거래되지 않는 사건들은 제외시켰다. 3) 단지 자발적으로 자산매각을 수행한 경우만을 대상으로 하였다.<sup>6)</sup> 4) 한 기업이 12일 이내에 두번이상 자산매각을 시행한 경우는 후에 발생한 자산매각 사건들은 제외하였다. 이는 두 사건이 상호 인접하여 발생한 경우 시계열 종속성 문제가 발생하는 바, 이를 회피하기 위한 것이었다. 그리고 12일이내라고 정한 것은 임의적임을 밝혀 둔다. 이결과 총 1,185건의 자산매각사건의 표본을 가지게 되었다. 그리고 5) 자산매각전 기업합병매수가 있는지를 파악하기 위해 위에서 언급한 761개의 기업공개매수 사건 표본을 이용하였다. 즉 이 기업공개매수 사건표본을 이용하여 자산을 매각한 기업이 기업공개매수를 행했는지를 분석하였다. 만일 자산매각전 기업공개매수를 행했으면 이 자산매각 사건을 '합병매수후 자산매각 사건' 표본으로 분류하였고, 그렇지 않은 자산매각 사건은 '합병매수와 관련없는 자산매각 사건' 표본으로 분류하였다. 이러한 과정을 거쳐 총 1,185 자산매각 사건은 〈표 1〉에서 볼 수 있는 바와 같이, 1,037개의 합병매수후 자산매각 사건과 148개의 합병매수와 관련없는 자산매각사건으로 분류되었다. 이표에서 볼 수 있는 바와 같이 전체 자산매각 사건의 87.5%에 해당하는 사건들이 기업합병매수와 관련되어 있다. 따라서 자산매각의 절대부분이 기업합병매수후에 행해진다는 것을 이표를 통해서 알 수 있다.

5) Dow Jones News Search Service가 1982년부터 자료를 제공하기 때문에 그 시점부터 검색을 실시하였다.

6) 법원 등의 결정에 의해 강제적으로 기업을 매각하는 경우는 본 연구의 목적과 상이하여 제외하였다.

### III. 연구방법

자산매각으로 인한 이득을 측정하는 방법으로 본연구에서는 事件研究(Event Study)에 기초한 非正常超過收益率(Abnormal Return) 측정방법을 이용하였고 자료로는 주식시장자료(CRSP가 제공하는 주가수익률)를 이용하였다. 사건연구방법은 주식시장이 효율적이어서 기업이 발표하는 정보 및 그에 기인한 기대이익변화에 대한 투자자의 다양한 평가가 주가변동을 통해 효율적으로 반영되고 있다고 하는 가정에서 행하는 것이다. 그리고 자산매각과 같은 특수사건으로 인한 비정상초과수익률을 추정하기 위해서는 기대주가수익률을 형성하는 基準模型(Bench Model)이 선택되어야 한다. 즉 자산매각과 같은 특수사건으로 인한 비정상초과수익률은 이러한 특수사건이 있을 때 실제수익률에서 그러한 특수사건이 없었다고 가정할 경우 기대되는 정상수익률의 차로 측정되는 데, 이때의 정상수익률을 추정하는데 어떠한 기준모형을 이용할 것인가를 결정하여야 한다. 이를 수식화하면

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

$AR_{jt}$ :  $j$ 기업의  $t$ 期에서의 비정상초과수익률

$R_{jt}$ :  $j$ 기업의  $t$ 期에서의 실제수익률

$E(R_{jt})$ :  $j$ 기업의  $t$ 期에서의 기대정상수익률

이 된다. 본연구에서는 기대정상수익률을 구하는 기준모형으로 市場危險調整收益率模型(Market-Risk Adjusted Model)과 市場模型(Market Model)을 이용하였다.<sup>7)</sup> 시장위험조정 수익률 모형에 의하면 기대정상수익률은 아래와 같다.

$$E(R_{jt}) = R_{mt}$$

$R_{mt}$ : 시장포트폴리오의  $t$ 期 수익률

이 모형은 事件以前 期間에 있을 수 있는 다른 사건의 영향을 그리 크게 받지 않을뿐만 아니라 시장포트폴리오 수익률 자체가 일정기업의 기대정상수익률을 추정하는 하나의 적절한 통제포트폴리오라는 장점을 가지고 있다. 또한 본표본집단은 동일기업이 다수의 자산매각을 행할뿐만 아니라 합병매수후 자산매각사건의 표본집단의 경우; 그집단 정의상 자산매각전에 기업공개매수라는 사건이 존재한다. 그리고 아래에서 지적하는 바와 같이 자산매각에 따른 비정상수익률 추정을 위해 시장모형을 이용할 경우 事前的으로 회귀모형

7) 두모형간의 차이는 Brown과 Warner(1980, 1985)를 참조 바람.

의 추정을 하여야만 한다. 그런데 합병매수후 자산매각사건의 경우 이러한 회귀모형 추정 기간속에 그 이전에 발생한 기업공개매수라는 사건이 존재하게 된다. 이처럼 추정기간이 다른 중요한 사건과 겹쳐있는 경우 회귀계수 추정치에 偏異(Bias)가 존재할 수 있다는 것을 여러 연구들이 지적하고 있다.<sup>8)</sup> 따라서 본연구는 시장위험조정수익률 모형을 중심으로 논의를 전개한다. 다만 자산매각의 효과에 대한 다른 연구들과 비교하기 위해 시장모형도 이용한다.

시장모형에 의하면 기대정상수익률은 아래와 같다.

$$E(R_{it}) = a_j + b_j \cdot R_{mt}$$

$R_{mt}$ : 시장포트폴리오의  $t$ 期 수익률

$a_j, b_j$ 는  $\alpha_j, \beta_j$ 의 통계추정치

특히 이 모형은 어느 기업의 수익률이 다음과 같은 투자수익형성과정을 거친다고 가정하고 있다.

$$R_{it} = \alpha_j + \beta_j \cdot R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$\epsilon_{it}$ : 선형회귀모형의 가정을 충족시키는 확률적 잔차항

따라서 시장모형에 의하면 위의 선형회귀모형을 추정해야만 한다. 본연구는 위의 선형회귀모형을 추정하기 위해 資產賣却公示日 300일이전에서 240일간의 日別 株價收益率을 이용하였다.

이상에서 설명한 두가지 모형과 시계열자료를 이용하여 개별기업의 기간별 비정상초과수익률( $AR_{jt}$ )이 구해지면, 자산매각의 주가수익률 변화효과를 측정하기 위하여 비정상초과수익률을 자산매각공시일을 중심으로 일정기간동안 비정상초과수익률을 누적하여 累積非正常超過收益率(Cumulative Abnormal Return)을 구한다. 즉,

$$CAR_j = \sum_{t=k}^T AR_{jt}$$

이 된다. 여기서  $k, T$ 를 어느 정도로 하느냐가 또하나의 관심사이다.<sup>9)</sup> 그 기간이 길면 사건

8) Eades, Hess 그리고 Kim(1984, 1985)과 Patell(1977) 참조 바람.

9) 사건발생일에 대한 불확실성이 존재할 경우 가격변화를 파악하는 연구방법에 대해서는 Ball과 Torous (1988)와 Nimalendran(1990)를 참조하기 바람.

에 대한 효과를 포착할 기회는 커지는 반면, 다른 사건에 의해 영향을 받을 가능성 역시 커지게 되어 특정사건에 대한 순수한 효과를 측정하는데 오차를 가지게 된다. 본연구에서는 자산매각공시일을 중심으로 공시 하루전부터 공시 하루후까지 3일간의 단기간동안만을 누적한다. 즉  $k = -1$ ,  $T = 1$ 이다. 또한 이처럼 단기간만을 누적한 것은 상대적으로 짧은 기간동안에 동일기업에 의한 다수의 자산매각사건들이 포함되어 있기 때문이기도 하다.

한편 두 모델로부터 측정된 누적비정상초과수익률을 구분하기 위해, 시장위험조정수익률 모형에 의해 측정된 누적비정상초과수익률은 **MCAR**로 표시하고, 그리고 시장모형에 의해 측정된 누적비정상초과수익률은 **CAR**로 표시한다.

## IV. 실증분석 결과

〈표 2〉는 전체 자산매각 표본집단과 각 부표본집단, 즉 합병매수후 자산매각사건과 합병매수와 관련없는 자산매각사건에 대해 두모형으로 추정된 누적비정상초과수익률을 보여주고 있다. 전체 자산매각 표본집단에 대한 **MCAR**은 유의적으로 정(正)의 값을 가지고 있다. 즉 자산매각 공시일과 그 전후기간동안 자산매각을 행한 기업의 주주들은 약 0.66%의 비정상초과수익률을 얻고 있다. 그리고 이 값의 통계적 유의성을 검증하는 t통계값은 4.90으로 1% 유의수준에서 유의함을 보여주고 있다. 이러한 결과는 자산매각이 주주의富力 증가시킨다는 기존연구들의 결과와 일치한다. 그리고 시장모형으로 추정된 누적비정상초과수익률도 같은 결과를 보여주고 있다.

그러나 두 부표본집단에 대한 자산매각에 따른 누적비정상초과수익률은 둘다 통계적으로 유의한 正의 수익률을 보이고 있지만 그 크기가 다르게 나타나고 있다. 즉 합병매수후 자산매각 표본의 경우 **MCAR**은 0.57%인데 반해, 합병매수와 관련없는 자산매각 표본은 1.28%이다. 이는 합병매수후 자산을 매각하는 경우가 합병매수와 관련없이 자산을 매각하는 경우에 비해 0.71%나 낮은 주가변화를 보인다는 것을 의미한다. 이러한 차이가 통계적으로 유의하다는 것은 두집단 평균차이 검증인 t검증을 통해 확인가능하다. 또한 단순 시장모형에 의해 추정된 누적비정상초과수익률도 동일한 결과를 보여주고 있다.

이처럼 기업합병매수후에 자산을 매각할 경우 초과수익이 보다 낮은 이유는 그 기업이 기업합병매수로 인한 재무적 곤경에서 벗어나기 위해 소유자산을 할인된 보다 낮은 가격으로 매각했다는 것을 보여 주는 증거라 할 수 있다. 즉 기업합병매수시 경영자의 자기자신의 과대평가(Hubris) 등에 의해 피매수기업을 과대평가하여 과도하게 높은 가격으로 구입하였다거나<sup>10)</sup> 피매수기업의 매수의사결정시 예상하지 못했던 사업간의 불일치로 인해

〈표 2〉 자산매각에 따른 누적비정상초과수익률(1982~1989)

## A. 평균 누적비정상초과수익률

	전체표본	합병매수후 자 산 매 각	합병매수와 관련 없는 자산매각
MCAR	0.0066 (4.90) <sup>1</sup>	0.0057 (4.04) <sup>1</sup>	0.0128 (3.00) <sup>1</sup>
CAR	0.0069 (5.09) <sup>1</sup>	0.0059 (4.15) <sup>1</sup>	0.0140 (3.23) <sup>1</sup>

## B. 두집단의 평균차이 검증

	t 통계량	p 값
MCAR	-1.76	0.0788
CAR	-1.96	0.0504

- 주) - MCAR은 시장위험조정수익률 모형에 의해 추정된 누적비정상초과수익률임.  
 - CAR은 시장모형에 의해 추정된 누적비정상초과수익률임.  
 - Panel A의 괄호안에 있는 數値는 t통계량을 의미함.  
 - 1은 1% 유의수준에서 유의한 數値임.

썬의 시너지(negative synergy)의 실현<sup>11)</sup> 등으로 인해 재무적 곤경에 처한 기업이 재무적 곤경에서 벗어나기 위한 유동성확보를 위해 소유자산을 할인하여 처분했을 수가 있다. 만일 이런 경우라면, 소유자산을 최적사용함으로써 얻을 수 있는 현금흐름의 순현재가치와 할인되어 매각된 가치와의 차는 유동성확보를 위해 필요한 비용, 즉 Shleifer와 Vishny(1991)가 지적한 유동성비용이라고 할 수 있다. 그런데 만일 기업이 소유자산을 최적사용가치보다 낮은 가격으로 처분하였다면 기업가치는 하락하여야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 자산매각으로 인해 주가는 통계적으로 유의한 증가를 보였다. 이는 소유자산을 최적사용가치보다 낮은 가격으로 처분한 손실이 소유자산을 매각하지 않아 재무적 곤경이 지속될 경우 입게 되는 손실의 현재가치보다 작기때문일 수 있다. 즉 소유자산을 할인가격으로 매각

10) Roll(1986)의 自己自身 過大評價(Hubris) 理論에서는 경영자는 주주를 위해 최선을 다한다고 가정하고 있지만, 經營者主義(Managerilism) 理論에서는 경영자는 주주의 이익보다 경영자 자신의 이익을 우선하여 추구한다는 점에서 차이가 있음. 經營者主義 理論에 대한 실증분석에 대해서는 Mock, Shleifer와 Vishny(1990) 참조.

11) 기업합병매수시 기업이 썬의 시너지인 기업을 매수한 경우 재매각될 수 있다는 사실에 대해서는 Kim(1992) 참조.



함으로서 입는 손실이 아무런 행동을 취하지 않고 있을때 입게 되는 재무적 곤경으로 인한 손실보다 작다면 그차이만큼 기업가치는 상승할 것이다. 따라서 기업합병매수후 자산매각시 유의적인 正의 초과수익을 보였고, 다만 유동성비용으로 인해 기업합병매수와 관련없는 자산매각보다 낮은 초과수익을 보였다고 생각된다.<sup>12)</sup>

## V. 요약 및 향후 연구과제

본 연구에서는 기업합병매수후에 자산이 매각될 때 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하였다. 특히, 기업합병매수후에 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향과 기업합병매수와 관련이 없이 자산이 매각될 때의 기업가치에 대한 영향을 비교하여 어떠한 차이가 있는지를 파악하고자 하였다.

이러한 분석을 위해 본연구는 Shleifer와 Vishny(1991)가 정의한 자산매각의 유동성비용이라는 개념을 원용하였다. 그들은 자산매각의 유동성비용을 어떤 자산의 急賣價値와 최적활용시 그 자산이 가져다주는 현금흐름의 순현재가치와의 차이라고 정의하고 있다. 또한 그들은 어떤 기업이 재무적 곤경에 처해 있을 때 자산매각의 유동성비용이 매우 높다는 것을 보였다.

이러한 개념하에 자산매각이 기업합병매수후 발생할 때 자산매각의 유동성비용이 보다 높은지 여부를 분석하였다. 이를 위해 1982년부터 1989년까지 1,185개의 자산매각 사건들을 합병매수후 자산매각 사건과 합병매수와 관련이 없는 자산매각 사건으로 분류하였다. 그리고 시장위험조정수익률모형과 시장모형을 이용하여 두표본집단간의 주가변화의 차이를 분석하였다. 그 결과는 두 집단간에 통계적으로 유의한 주가변화차이가 존재함을 밝혀 냈다. 즉 비록 두집단모두 자산매각에 의해 통계적으로 유의한 正의 초과수익을 보이지만, 기업합병매수후 자산이 매각될 경우가 기업합병매수와 관련이 없는 경우에 비해 0.71% 낮은 초과수익을 보이고 있다. 이러한 차이를 본연구에서는 기업이 합병매수후 겪고 있는 재무적 곤경을 피하기 위해 자산을 신속히 매각하였기 때문에 발생하는 유동성비용이라 보고 있다.

본연구는 몇가지의 향후 연구과제를 가지고 있다. 첫째, 기업합병매수후 자산매각이 기업합병매수와 관련없는 자산매각보다 낮은 초과수익에 대해 유동성비용이외에도 다른 설명이 가능하다고 하는 점이다. 즉 만일 시장이 매수합병시점에서 이미 자산의 매각을 기

12) 자산매각은 전문경영자가 주주를 위한 선량한 관리자로서 재무적 곤경을 벗어나기 위해 행동에 대한 신뢰의 하나로 시장이 받아들였을 수도 있다. 이경우에도 역시 주가는 상승할 것이다.

대한 것이라면 기업합병매수후 자산매각의 경우가 당연히 보다 낮아야만 한다. 왜냐하면 시장은 이미 예상한 상황에 대해서는 크게 반응하지 말아야만 하기 때문이다. 그러나 과연 시장이 매수합병시점에서 이미 자산의 추가적인 매각을 기대하였는가는 추후의 과제로 남겨 둔다. 둘째, 만일 어느 기업이 기업합병매수후 재무적 곤경을 벗어 나기 위해 소유자산을 낮은 가격으로 매각한다면, 이를 구매하는 기업에게는 어떠한 영향을 주겠는가도 향후 흥미로운 과제가 될 수 있을 것이다. 세째, 매각자산의 상대적 규모, 매각자산의 구입자와의 사업관련성 정도, 기업합병매수후 매각까지의 기간등이 자산매각에 따른 주식시장변화의 기업간 차이에 어떠한 영향을 미치는가 연구하는 것도 필요하다. 그리고 끝으로 어떤 특성을 가진 기업합병매수 사건들이 자산매각을 초래하는가에 대해서도 연구가 필요하다.

## 참고문헌

- Alexander, G. J., G. B. Benson, and J. M. Kampmeyer, "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs," *Journal of Finance* (June 1984), 504~507.
- Asquith, P., R. Bruner, and D. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 121~139.
- Ball, C. A. and W. N. Torous, "Investing Security Price Performance in Presence of Event Date Uncertainty," *Journal of Financial Economics* 22 (1988), 123~154.
- Bradley, M., "Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control," *Journal of Business* 54 (1980), 345~376.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, "The Rational Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 183~206.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, "Synergistic Gains from Corporate Aquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Aquiring Firms," *Journal of Financial Economics* 21 (1988), 3~40.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics* 8 (1980), 205~258.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns: Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 3~31.
- Chung, K. S., "Investment Opportunities, Synergies, and Conglomerate Mergers," *Doctoral Dissertation, AGSM-UCLA*, 1982.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretions and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 8 (1980), 105~138.
- Dodd, P. and R. Ruback, "Tender Offers and Stockholders Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 5 (1977), 351~374.
- Eades, K. M., P. J. Hess, and E. H. Kim, "On Interpreting Security Returns during the Ex-Dividend Period," *Journal of Financial Economics* 13 (1984), 3~34.
- Eades, K. M., P. J. Hess, and E. H. Kim, "Market Rationality and Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 581~604.
- Eckbo, E., "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 241~273.

- Hite, G. and J. E. Owers, "Security Price Reaction around Corporate Spinoff Announcement," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 409~436.
- Hite, G., J. E. Owers, and R. C. Rogers, "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-offs and Total Liquidations," *Journal of Financial Economics* 18 (1987), 229~252.
- Jain, P. C., "The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholders Wealth," *Journal of Finance* (March 1985), 209~224.
- Jarrell, G. A. and M. Bradley, "The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers," *Journal of Law and Economics* 23 (1980), 371~407.
- Jensen, M., "Takeovers: Their Causes and Consequences," *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988), 21~48.
- Jensen, M. and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidences," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 5~50.
- Kim, M. K., "Sell-offs as a Consequence of Takeovers," *Part of Ph. D. Dissertation Proposal, The University of Michigan, 1992.*
- Klein, A., "The Timing and Substance of Divestiture Announcements: Individual, Simultaneous and Cumulative Effects," *Journal of Finance* 41 (1986), 685~697.
- Linn, S. C. and M. C. Rozeff, "The Corporate Sell-off," *Midland Corporate Finance Journal*, (Summer 1984), 17~26.
- Miles, J. A. and J. D. Rosenfeld, "The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth," *Journal of Finance* 38 (December 1983), 1597~1606.
- Mitchell, M. and K. Lehn, "Do Bad Bidders Become Good Target," *Journal of Political Economy* 98 (1990), 372~398.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?," *Journal of Finance* 45 (1990), 31~48.
- Nimalendran, M., "Jump Diffusion Model for Event Tests," *Part of the Dissertation Proposal, The University of Michigan, 1989.*
- Patell, J., "Corporate Forecasts of Earning Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests," *Journal of Accounting Research* 14 (1977), 246~276
- Porter, M. E., "From Competitive Advantage to Corporate Strategy," *Harvard Business Review* (May-June 1987), 43~59.
- Ravenscraft, D. J. and F. M. Scherer, *Merger, Selloffs and Economic Efficiency*, Brookings

Institution, Washington, 1987.

**Roll, R.**, "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business* 59 (April 1986), 197~216.

**Shipper, K. and A. Smith**, "Effects of Recontracting on Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 11 (1983), 85~119.

**Shleifer, A. and R. W. Vishny**, "Asset Liquidity and Debt Capacity," *Working Paper, University of Chicago*, 1991.

**Shrieves, R. E. and M. M. Pashley**, "Evidence on the Association Between Mergers and Capital Structure," *Financial Management* 13 (Autumn 1984), 39~48.

**Weston, J. F.**, "Divestitures: Mistake or Learning," *Journal of Applied Corporate Finance* 2 (1989), 68~76.