

사업구조조정을 위한 資産賣却 (Sell-Offs)과 Tobin's Q

김원기* · 박춘광**

〈요 약〉

본 연구는 사업구조조정을 위하여 기업이 자발적으로 자산을 매각할 때, 부채변제 목적으로 자산을 매각하는 경우를 제외한 채투자 목적으로 자산을 매각한 경우에 있어 자산매각에 따른 주가변동인 공시효과를 살펴보고 또한 이런 공시효과가 매각기업의 매각직전 경영성과인 Tobin's Q에 따라 달리 나타날 수 있으므로 이에 따른 공시효과의 차이를 비교해 본다. 그 다음에, 기업이 자산매각을 통하여 확보한 유동성을 새로 채투자할 기회를 갖는 자산매각의 경우에 있어, 이런 기회가 사업을 집중화할 목적인지 혹은 아닌지에 따라 장기간의 경영성과인 Tobin's Q와 어떤 영향관계를 갖는 지와, 또 매각자산의 상대적 매각규모가 장기간의 경영성과와 어떤 영향관계를 갖는 지를 분석한다.

분석결과, 자산매각에 대한 공시효과는 통계적으로 유의한 정의 비정상수익률을 실현하였으며, 자산매각직전의 경영성과를 나타내는 Tobin's Q값의 우열에 따라 분류한 4사분위별 집단의 비정상수익률은 Tobin's Q값이 낮거나 높은 기업일수록 정의 비정상수익률을 크게 실현하였다. 그리고 사업을 집중화할 목적으로 자산매각을 실시한 경우와 그렇지 않은 경우에 있어서 경영성과는 두 집단간에 유의적인 차이를 나타냈으나, 매각이후 각 연도기말의 Tobin's Q값들 사이에 대한 전년도와의 차이는 통계적인 유의성을 찾을 수가 없었다. 그렇지만 기업의 경영성과인 Tobin's Q는 집중화 집단이 비집중화 집단보다 크게 나타났었다. 또한 자산매각 이후에 있어, Tobin's Q와 집중화동기 및 상대적 매각규모는 유의적인 정의 관계를 나타냈다.

I. 서 론

최근 기업의 경영환경은 급변하고 있다. 이런 환경변화에 대응하고 생존하기 위하여 기업들은 기업구조조정을 실시하고 있다. 기업구조조정이란 기업가치의 극대화라는 궁극적 목표를 가장 효율적으로 달성하기 위하여 경영의 각 부분에 대한 혁신을 이룰 수 있는 모든 방법들을 내포한다. 기업은 이런 경영혁신 방법들 중에서 기업의 자산을

* 계명대학교 경영학부 교수

** 동명대학 조교수

자발적으로 매각하는 사업구조조정을 실시하고 있다.

여기서 자발적 자산매각이란 기업의 경쟁력강화를 위한 사업구조조정 노력의 수단으로써 기업가치의 극대화를 위한 목적으로 기업 스스로 자산을 제3자에게 매각하는 현상으로 정의되고 있다. 그리고 국내기업들의 자산매각에 대한 유형들로서는 고정자산매각, 출자지분매각, 영업양도 등이 있다.

지금까지 이에 대한 연구는 기업이 자산을 매각했을 때, 이런 자산매각공시가 기업의 주가에 영향을 미친다는 그 공시효과를 주로 연구해 오고 있다. 즉 자산매각에 대한 공시효과가 매각기업에 정의 비정상수익률인 이득을 발생시킨다고 주장하고 있으며, 이와 관련된 여러 요인들을 분석하고 있다. 또 최근에는 이런 기업의 노력이 장기간의 경영성과에도 미치는 영향을 찾으려고 노력하고 있다.

그러므로 기업이 이와 같은 목표를 달성하기 위하여 사업구조를 조정하는 경우에 실시하는 자발적 자산매각을 연구대상으로 하며, 기업의 자산매각 중에서 정부의 규제에 의하여 강요됨으로써 기업가치를 시장에서 적절히 평가받지 못하는 비자발적 자산매각¹⁾은 분석대상에서 제외한다. 또한 자발적 자산매각을 실시한 기업들 중에서 부채변제를 통한 재무구조개선을 목적으로 기업의 자산을 매각하는 기업, 즉 이 동기에 의한 자산매각은 사업을 축소하는 구조조정이므로 본 연구에서는 제외한다. 왜냐하면 기업이 재투자하려는 동기에 의하여 자발적으로 자산을 매각할 때, 그 목적이 사업집중화를 도모하는 경우에 있어서 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석하고자 하는 것이 본 연구의 초점이기 때문이다.

따라서 이와 같은 자산매각 기업에 대하여, 먼저 주가변동인 그 공시효과를 찾기 위하여 사건연구를 실시한다. 또한 이런 기업의 공시효과는 자산매각 직전의 경영성과에 따라 달리 나타날 수 있으므로 자산매각공시 이전의 경영성과인 공시직전기말의 매각기업에 대한 Tobin's Q를 토대로, 그 성과에 따라 4사분위로 분류하여 자산매각에 대한 영향을 측정한다. 그 다음에, 이런 기업의 장기간 경영성과에 미치는 영향을 찾기 위하여, 자산매각이후 기업의 경영성과에 대한 대용지표인 Tobin's Q를 사용하여 자산을 매각한 기업의 매각목적이 사업을 집중화할 의도로 자산을 매각한 기업과 또다른 의도로 자산을 매각한 기업에 대한 그 영향관계를 분석하며, 그리고 기업이 자산을 매

1) 국내에 있어 기업의 비자발적 자산매각의 경우는 정부에 의한 비업무용 자산 판정에 따른 매각, 도시계획상 공공용지 지정에 따른 매각, 환경보전법에 의한 이전 명령에 따른 매각, 산업합리화 지정에 따른 부채상환 및 비주력업종 정리에 따른 매각, 독점규제 및 공정거래에 관한 출자한도 초과액 해소에 따른 매각, 유가증권 상장규정상의 주식분산요건 충족 등이 있다.

각할 때, 매각하는 자산의 상대적 매각규모 요인이 경영성과에 미치는 영향관계도 분석한다.

II. 선행연구

기존의 선행연구들은 기업이 자산을 매각하는 주요 이유로서 재무구조를 개선하거나, 저성장 및 비수익성 사업부문을 제거하거나, 핵심사업으로 집중화하거나, 사업확장을 위한 자금조달이라고 제시하였으며, 이외에도 Weston(1989)은 기업합병, 취득, 인수 이후에 잘못된 결합으로 인한 비효율성을 제거하기 위해 자산을 매각하거나, 기업환경 변화에 따라 주력사업을 포기할 목적으로 자산을 매각하거나, 기업인수 및 취득을 할 때, 보장받지 못하는 사업을 사전에 매각하거나, 기업매수를 당하기 전에 자산매각을 통하여 자금을 확보하여 인수위협에 대한 방어수단으로서 자산을 매각하거나, 정부의 규제 등에 의하여 비자발적으로 자산을 매각한다고 주장하였다.

그러므로 이런 여러 가지 이유들 때문에 기업이 자산을 매각할 때, 이런 기업의 자산 매각공시에 따른 주가변동에 대한 연구들을 살펴보면, 먼저 Alexander, Bensen, Kampmeyer(1984)는 기업이 자산을 매각하더라도 주가에는 미미한 영향을 미친다고 주장하였지만, Rosenfeld(1984), Linn, Rozeff(1984), Zaima, Hearth(1985), Jain(1985), Klein(1986), Sichernan, Pettway(1992) 등은 매각기업에 있어서 정의 비정상수익률이 발생한다고 주장하였다. 이들은 이런 결과에 대하여 기업에 내재된 자산매각에 대한 여러 가지 이유들인 역의 시너지가 제거되기 때문에 발생한 것이라고 주장하였다.

그런데 최근 자산매각에 대하여 Hite, Owers, Rogers(1987)는 매각기업에 발생하는 정의 비정상수익률은 단지 취득기업에 의하여 생성될 효익이 사업포기의 대가로 이전될 뿐이라고 주장하였으며, John, Ofek(1995)은 기업이 미래 가치를 개선할 목적으로 기업전략을 변경하고 이에 따라 관련사업을 핵심사업으로 집중화하기 위하여 자산을 매각한다면, 자산매각에 따른 공시효과는 정의 비정상수익률을 나타낸다고 주장하였다. 또 Lang, Poulsen, Stulz(1995)²⁾는 기업이 자산매각을 실시하는 이유는 기업의 재무구조를 개선하기 위한 자금조달 때문이며, 이런 정의 비정상수익률에 대한 원천은 역의

2) 이들은 자산매각 대금의 사용목적에 따라 그 동기를 첫째 매각대금으로 부채를 변제하는 부채변제동기, 둘째 핵심사업으로 사업을 집중화하는 집중화동기, 셋째 비수익성 및 저성장사업을 매각하여 자금을 내부에 유보하는 자금유보동기, 넷째 기업취득 및 확장을 위해 자금을 조달하는 확장동기로 분류하였다. 여기서 이들은 부채변제동기를 제외한, 사업집중화동기, 자금유보동기, 사업확장동기 등을 재투자동기로 재분류하였다.

시너지를 제거하는 함으로서 발생하는 것이 아니라 비대칭적 정보 및 경영자 재량권과 관련된 비용이 감소함으로서 발생하는 것으로 이는 단지 일회적인 이득만 얻을 수 있다고 주장하였다. 그리고 국내기업에 대한 연구로서 김명균(1994)은 기업이 자산매각을 공시할 때, 정의 비정상수익률이 발생한다고 주장하였으며, 이런 정의 비정상수익률은 실물자산을 매각하는 경우가 금융자산을 매각하는 경우보다 더 크게 나타났고 또한 경영합리화를 목적으로 자산을 매각하는 경우가 기타 다른 목적으로 자산을 매각하는 경우보다 더 큰 정의 비정상수익률을 나타낸다고 하였다.

다음으로 선행연구들은 이런 정의 비정상수익률에 대하여 매각기업의 여러 가지 요인에 따라 그 영향의 정도가 달리 나타날 수 있다고 하였다. 즉 이들은 이를 설명하기 위하여 이 정의 비정상수익률과 이런 요인들과의 관계를 분석하였다. 이런 요인들로서는 Linn, Rozeff(1984), Zaima, Hearth(1984), Klein(1986), 김명균(1994), Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등은 매각자산의 상대적 크기 요인을, Jain(1985), Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등은 매각이전 장기간의 누적비정상수익률 요인을, Zaima, Hearth(1985), Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등은 기업의 부채사용 정도 및 수익성과 관련된 영업현금흐름을, 그리고 Lang, Poulsen, Stulz(1995), Hanson, Song(1997) 등은 매각직전의 경영성과를 나타내는 매각직전의 Tobin's Q 및 경영자소유지분률 등을 사용하였다.

마지막으로 Hanson, Song(1997)은 만약 기업이 역의 시너지를 제거할 목적으로 자산을 매각한다면, 장기간에 걸쳐 기업의 경영성과에 영향을 미칠 것이라고 가정하고, 이들은 이를 분석하기 위하여 기업의 경영성과에 대한 척도로서 Tobin's Q를 대용지표로 사용하여 자산매각기업의 가치변화를 분석하였다. 그 결과, 이들은 역의 시너지를 제거하기 위해 다른 기업으로 기업의 자산을 매각한다면, 이는 매각기업의 장기간 경영성과에 통계적으로 유의한 정의 영향을 미친다고 주장하였다.

Ⅲ. 연구설계

1. 분석대상

기업자산매각에 대한 공시자료는 한국증권거래소의 공시자료를 사용하였다. 이 자료의 대상기간은 1986년 1월부터 1994년 12월까지이며, 이 공시사항 중에서 본 연구의 목적을 위하여 사용한 자료는 다음의 제약조건에 따라서 추출하였다.

- 1) 1986년 1월 1일부터 1994년 12월 31일까지 증권거래소에 자산매각을 행한 기업이 공시한 공시사항을 기초로 한다.
- 2) 1994년 12월 말일에 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 한다.
- 3) 자산매각대금을 공시하지 않은 매각관련 기업공시자료는 제외한다.
- 4) 사업의 특성상 재무상태의 공시내용이 일반 업종과 상이한 금융업종은 제외한다.
- 5) 관리종목은 제외한다.
- 6) 공시기업중 사업보고서를 제출치 않아 재무자료를 찾을 수 없는 것은 제외한다.
- 7) 분석을 위한 대상기간에 추가자료가 없는 기업은 제외한다.
- 8) 자산매각을 실시한 기업의 공시사항내용 중에서 매각사유를 공시하지 아니한 사건과 부채변제를 위한 경우는 제외한다.³⁾

위 제약조건에 따라 추출한 자산매각 관련 공시자료를 연도별로 분류하여 구분한 결과, 총 관측치 수는 <표 3-1>로 나타났다.

<표 3-1> 재투자를 위한 자산매각에 대한 공시건수(1986년-1994년)

공시년도	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	합계
총공시수	10	6	12	15	19	21	19	36	36	174
집 중 화	1	1	2	3	2	2	2	6	8	27
비집중화	9	6	10	12	17	19	17	30	28	147

위 <표 3-1>에 의하면, 자산매각에 대한 총 공시건수는 174개였으며, 이 중에서 집중화 동기에 의한 사건 수는 27개, 비집중화 동기로 분류된 사건 수는 147개였다.

여기서 기업이 자산을 매각할 때, 추가변동을 측정하기 위한 주식수익률자료는 한국증권거래소의 산업지수수익률자료 및 일별수익률자료⁴⁾를 사용하였다.

3) 국내기업은 자산을 매각할 때, 자산매각을 실시하는 이유를 공시하고 있으며, 이런 이유들로서는 재무구조개선, 경영합리화, 차입금상환, 주력업종, 업종 및 사업전문화, 전력화도모, 계열분리, 신규사업 및 시설투자 재원마련, 공장이전에 따른 업무용 토지, 건물매각 등이 있었다. 본 연구에서는 국내기업의 이런 자산매각 이유들을 Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등의 분류를 바탕으로 (1)차입금 상환, 재무구조개선 등의 이유들을 부채변제동기, (2)주력업종, 업종 및 사업전문화, 전력화도모 등의 이유들을 사업집중화동기, (3) 경영합리화, 유희부동산매각, 공장이전에 따른 업무용 토지, 건물매각 등과 같은 사업의 비수익성 및 저성장을 이유로 자산을 매각하는 경우에 대하여는 자금유보동기, (4)신규사업 및 시설투자 재원마련 등과 같은 이유들을 사업확장동기 등으로 구분하였다. 여기서 기업이 부채변제를 목적으로 자산매각을 실시하는 경우는 사업축소전략이므로 분석대상에서 이를 제외한다.

4) 한국증권경제연구원 데이터 베이스는 심각한 생존오류(survivorship bias)가 있다. 즉 1996년 데이터베이스는 1995년 말 현재 생존해 있는 기업의 자료만 있기 때문에 이러한 자료를 사용한 연구 결과는 중간에

그리고 기업의 경영성과를 나타내는 가치척도로서는 Tobin's Q를 사용하였다. Tobin's Q의 측정대상기간은 자산매각 직전년도 기말, 자산매각이후 매각년도 기말, 매각 1년후 기말, 매각 2년후 기말의 4개년을 측정하였다. 이를 추정하기 위하여, 한국 상장회사협의회의 상장기업자료 및 기타 기업관련자료를 사용하였다. 이 자료의 대상기간은 1985년 1월부터 1996년 12월까지이다.

2. 가설설정

Rosenfeld(1984), Linn, Rozeff(1984), Zaima, Hearth(1985), Jain(1985), Klein (1986), Sichernan, Pettway(1992) 등의 연구에 의하면, 기업은 여러 가지 이유로 자산을 매각한다고 하였으며, 이는 주로 기업에 내재된 역의 시너지를 제거할 목적으로 실시한다고 하였다.

먼저 국내기업도 여러 가지 이유로 자산매각을 공시하고 있으며, 이런 자산매각공시가 기업의 추가변동인 공시효과에 어떤 영향을 미치는 지를 살펴보기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

<가설 1> 자산매각기업은 매각공시전후 정의 비정상수익률을 얻을 것이다.

그리고 선행연구들은 이런 이득, 즉 정의 비정상수익률에 대하여 매각기업의 여러 가지 요인에 따라 그 영향의 정도가 다르게 나타난다고 하였다. 특히 Lang, Poulsen, Stulz(1995), Hanson, Song(1997) 등은 매각직전의 경영성과를 나타내는 매각직전의 Tobin's Q가 정의 비정상수익률과 영향관계를 갖는다고 주장하였다. 이에 대해 Lang, Poulsen, Stulz(1995)에 의하면, Tobin's Q가 높은 기업이 자산을 매각했을 때, 경영자 재량권과 관련된 더 낮은 대리인 비용 때문에, 매각자산의 가치를 더 적게 할인 받게 되므로 더 많은 매각대금을 받을 것이라고 기대할 수 있다고 하였으며, 또한 Hanson, Song(1997)은 자산매각이 대리인 비용을 감소시키므로 주주는 추가적인 이득을 얻는다고 하였다.

또한 기업합병 및 인수에 대한 연구에서 기업인수로부터 발생하는 인수기업 및 피인수기업의 이득을 설명하기 위하여, Lang, Stulz, Walkling(1989), Servaes(1991), 오현탁(1998) 등의 연구에서 피인수 대상기업의 합병전 경영성과인 매각직전년도의 Tobin's

파산이나 합병으로 상장에서 제외된 기업을 포함하는 모든 기업의 결과로 보기는 어렵다. 그리고 연구대상기간 중에서 상장폐지기업 수는 1986년도 4개(1.11%), 1987년도 1개(0.26%), 1988년도 2개(0.40%), 1991년도 5개(0.72%), 1992년도 2개(0.29%), 1993년도 3개(0.43%), 1994년도 25개(3.45%)였다.

Q를 이용하여 이 이득을 설명하였다.

여기서는 이런 영향을 분석하기 위하여, 오현탁(1998)이 이용한 분석방법을 사용하였다. 즉 이에 대한 영향을 세분하기 위하여 경영성과가 양호한 기업과 그렇지 못한 기업으로 구분하였으며, 이 구분방법은 자산매각 직전년도 기말의 Tobin's Q값을 기준으로 Q값이 가장 높은 집단과 가장 낮은 집단으로 4등분하여 4집단의 공시효과를 측정하였다.

<가설 2> 자산매각기업의 매각직전 Tobin's Q가 높을수록 더 큰 정의 비정상 수익률을 나타낼 것이다.

다음으로 Hanson, Song(1997)은 기업이 역의 시너지를 제거하기 위하여 자산매각을 실시할 때, 기업 경영성과인 Tobin's Q를 이용하여 장기간의 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그는 기업의 자산이 다른 기업으로 매각될 때, 매각기업의 장기간 경영성과는 개선된다고 주장하였다. 또한 John, Ofek(1995)은 기업이 미래 가치를 개선할 목적으로 기업전략을 변경하고 이에 따라 핵심사업으로 사업을 집중화하기 위하여 자산을 매각한다면, 매각기업의 공시효과에 정의 영향을 미친다고 하였다.

여기서는 이런 연구를 바탕으로 만약 기업의 자산매각이 장기간 경영성과에 영향을 미칠 수 있을 것이라고 가정하고, 기업의 장기간 경영성과와 사업을 집중화할 목적으로 자산매각을 실시한 기업과 그렇지 않은 기업에 대한 그 영향관계를 분석하기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

<가설 3> 자산매각이후 매각기업의 Tobin's Q와 집중화동기는 정의 관계가 있을 것이다.

마지막으로 Linn, Rozeff(1984), Zaima, Hearth(1984), Klein(1986), 김명균(1994), Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등에 의하면, 매각자산의 상대적 크기 요인이 기업의 자산매각 공시효과에 정의 영향관계를 갖는다고 하였다. 그 이유로 Klein(1986)은 자산매각 규모가 클수록 시장에서 경영자의 자산매각 신호에 대한 불확실성이 작아지기 때문이라 하였으며, 국내기업을 분석한 김명균(1994)은 경영합리화를 목적으로 자산을 매각한다면, 매각기업의 상대적 매각규모에 따른 영향이 존재한다고 하였다.

여기서는 기업의 자산매각이 장기간 경영성과에 영향을 미친다고 가정하고, 기업의 장기간 경영성과와 매각기업의 상대적 매각규모와의 그 영향관계를 분석하기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

<가설 4> 자산매각이후 매각기업의 Tobin's Q와 매각자산의 상대적 크기는 정의 관계가 있을 것이다.

3. 분석모형과 방법

1) 공시효과의 측정

먼저 전체표본의 공시효과를 측정하기 위하여 다음의 수식들을 사용하여 자산매각기업의 비정상수익률 및 누적비정상수익률과 이에 대한 유의성을 추정하였다. 그 다음에 자산매각 기업의 매각직전년도에 경영성과인 Tobin's Q에 따라 자산매각 공시효과가 달리 나타날 수 있으므로, 이를 바탕으로 Q가 가장 높은 기업부터 가장 낮은 기업까지 순서대로 4등분하여 각 집단을 분류하였다. 이 분류된 네 집단에 대한 비정상수익률 및 누적비정상수익률과 이에 대한 유의성을 추정하고 비교하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{Ijt} \quad (\text{식 3-1})$$

여기서 AR_{jt} : 기간 t의 j기업 비정상수익률

R_{jt} : 기간 t의 j기업 실현수익률, R_{Ijt} : 기간 t의 j기업이 속한 I산업의 지수수익률

$$CAR_{j,(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{jt} \quad (\text{식 3-2})$$

여기서 $CAR_{j,(t_1,t_2)}$: 기간 t의 j기업 누적비정상수익률(단 t_1 , t_2 는 기간 t의 시점을 의미함.)

이를 측정하기 위하여 사건연구를 실시하였으며, 비정상수익률을 추정하기 위하여 산업지수조정수익률 접근법을 사용하였다. 이 비정상수익률은 공시일 전 5일부터 공시일 후 5일까지 11일 동안을 그 분석대상기간으로 한다.

그리고 (식 3-1)로 측정한 비정상수익률은 사건기업들 사이에 있어 이분산성이 존재하기 때문에, 이 문제를 해결하기 위하여 표준화한 비정상수익률(standardized abnormal return)과 표준화한 누적비정상수익률(standardized cumulative abnormal return)을 구한다.⁵⁾ 이를 측정하기 위하여 사건기간의 비정상수익률에 대한 평균 및 표준편차는 다음의 (식 3-3), (식 3-4)과 같다.

5) Bradley, Desai, Kim(1988), 김명균(1994)은 잔차의 분산을 어떻게 추정하느냐에 따라 두가지 방법을 제시하였다. 하나는 사건기간의 분산을 추정하여 표준화하는 방법과 다른 하나는 추정기간의 분산을 추정하여 표준화하는 방법이다. 여기서는 후자에 의해 표준화된 누적초과수익률을 구하여 사용한다. 그리고 이 측정치의 값은 사건으로 인한 변화에 진정한 의미를 제공하지는 못하지만 변화에 대한 유의성을 판단하는 자료로서는 중요한 의미를 가진다.

$$\overline{AR}_j = \frac{1}{-t_1 + t_2 + 1} \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{jt} \quad (\text{식 3-3})$$

$$\hat{\sigma}(AR_j) = \left\{ \frac{1}{-t_1 + t_2 + 1} \sum_{t=t_1}^{t_2} (AR_{jt} - \overline{AR}_j)^2 \right\}^{1/2} \quad (\text{식 3-4})$$

여기서 사건기간인 t_1 은 공시일 전 5일, t_2 는 공시일 후 5일 이다.

위 (식 3-4)에서 구한 표준편차를 사용하여 개별기업에 대한 사건기간 동안의 표준화한 비정상수익률(SAR_{jt})은 다음과 같다.

$$SAR_{jt} = \frac{(AR_{jt} - \overline{AR}_j)}{\hat{\sigma}(AR_j)} \quad (\text{식 3-5})$$

위 (식 3-5)를 사용하여 사건기간의 표준화한 비정상수익률(SAR_j)과 표준화한 누적 비정상수익률($SCAR_{(t_1, t_2)}$)을 계산한다.

$$SAR_j = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N SAR_{jt} \quad (\text{식 3-6})$$

N: 분석대상기업의 수

$$SCAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} SAR_j \quad (\text{식 3-7})$$

그리고 이 표준화한 비정상수익률 및 누적비정상수익률에 대한 통계적 유의성을 검정하기 위하여 T 통계량을 사용하였다. 본 연구에서는 이를 위하여 사건기간 동안에 영향을 받지 않는 기간인 공시일 전 250일(τ_1)부터 공시일 전 6일(τ_2)까지 245일 동안 을 추정기간으로 한다.

2) Tobin's Q의 측정⁶⁾

기업의 경영성과인 Tobin's Q를 추정하기 위하여 매각기업의 총자산에 대한 시장가

6) 본 연구에서는 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수(1996)의 algorithm을 사용하여 토빈 Q를 구하였다. 그리고 개별기업의 연도별 토빈 Q를 계산하기 위하여, 개별기업의 재무제표 자료는 상장회사협의회 상장회사 데이터베이스(1996)를 사용하였으며, 각종 물가지수는 통계청의 통계 데이터베이스 및 한국은행 데이터베이스를 사용하였다. 지가상승율은 삼성경제연구소의 데이터베이스를 사용하였다. 할인율로 사용된 이자율은 3년만기 회사채수익률, CD금리, 중개어음금리 등이며, 이는 기본적으로 한국은행과 통계청의 데이터베이스를 사용하였고 여기서 구할 수 없는 자료들은 매일경제신문의 통계자료를 사용하였다.

치를 총자산의 대체원가로 나누었으며, 이는 다음의 수식으로 설명한다. 그리고 이 모형에 따라 계산한 표본기업의 결과는 <부록>에 제시한다.

$$Q_{jt} = \frac{MV_{jt}}{RC_{jt}} \quad (\text{식 3-8})$$

여기서 Q_{jt} : 기간 t의 j기업 Tobin's Q

MV_{jt} : 기간 t의 j기업 총자산의 시장가치, RC_{jt} : 기간 t의 j기업 총자산의 대체원가

$$MV = M_{eq} + M_{sn} + M_{sd} + M_{dld} + M_{bond} + M_{fld}$$

M_{eq} : 자기자본의 시장가치, M_{sn} : 이자를 지불하지 않는 부채

M_{sd} : 단기부채의 시장가치, M_{dld} : 장기국내부채의 시장가치

M_{bond} : 사채의 시장가치, M_{fld} : 장기국외부채의 시장가치

$$RC = M_{Cash} + M_{Intan} + M_{Invest} + M_{inv} + M_{build} + M_{fix} + M_{land}$$

여기서 기호는 순서대로, 현금, 무형고정자산, 투자자산, 재고자산, 건물과 구축물, 기타 유형고정자산, 토지이다.

3) Tobin's Q와 집중화동기 및 상대적 매각규모와의 관계모형

기존의 연구에서 집중화 동기 및 상대적 매각규모가 기업이 자산을 매각할 때, 주가 변동인 공시효과에 정의 영향관계를 갖는다고 주장하였다.

여기서는 자산매각이후 기업의 경영성과인 Tobin's Q에도 이런 요인들이 영향을 미칠 것이라고 가정하고, 이의 영향관계를 찾기 위하여 다음의 모형을 설정한다.

$$Q_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RSIZ_j + \beta_2 D_j + \varepsilon_j \quad (\text{식 3-9})$$

여기서 Q_{jt} : 자산매각 t년후 기업 j의 기말 Tobin's Q

$RSIZ_j$: 기업 j의 상대적 매각규모⁷⁾

D_j : 기업 j의 집중화 동기에 따른 더미변수, 집중화=1 비집중화=0

7) Linn, Rozeff(1984), Zaima, Hearth(1984), Klein(1986), Lang, Poulsen, Stulz(1995) 등은 매각대금에 대한 상대적 매각규모가 영향을 미친다고 주장하였다. 이 상대적 매각규모는 매각자산대금을 보통주 자기자본 크기로 나눈 Klein(1986)의 산출방법을 사용한다. 그런데 Klein(1986)이 주장한 산출방법에서는 보통주 자기자본을 공시직전 월의 마지막 거래 일에 있어 매각기업의 보통주 시장가격을 사용하였지만, 여기서는 이 가격대신에 매각기업의 매각공시직전 월의 보통주 평균시장가격을 사용한다.

IV. 실증분석

1. <가설 1>의 검증을 위한 자산매각에 따른 공시효과

전체표본에 대한 자산매각의 공시효과를 나타내는 <표 1>의 분석결과를 살펴보면, 공시 -1일, 당일, 1일에 있어 비정상수익률이 매우 통계적으로 유의한 반응을 나타냈으며, 그 영향도 0.465%, 0.239%, 0.549%로 매우 큰 영향을 미쳤다. 또한 누적비정상수익률은 공시 -1일부터 공시 후 5일까지 통계적으로 매우 큰 유의적인 반응을 지속적으로 나타냈다. 이런 결과는 이전의 다른 자산매각에 대한 연구에서 나타난 결과들과 일치한다.

<표 1> 자산매각에 대한 비정상수익률 및 누적비정상수익률

일	AR	SAR	t-값	CAR	SCAR	t-값
-5	-0.000571	-0.021019	-0.273126	-0.000571	-0.021019	-0.273126
-4	0.002177	0.106467	1.383457	0.001606	0.085448	0.785122
-3	0.000375	-0.009050	-0.117591	0.001981	0.076399	0.573158
-2	0.001575	0.124912	1.623136	0.003556	0.201311	1.307938
-1	0.004651	0.250888	3.260085*	0.008208	0.452199	2.627809*
0	0.002387	0.147648	1.918571***	0.010594	0.599847	3.182104*
1	0.005491	0.247476	3.215753*	0.016085	0.847323	4.161496*
2	0.001303	0.061794	0.802960	0.017388	0.909117	4.176612*
3	0.000749	0.113944	1.480611	0.018137	1.023061	4.431285*
4	0.002021	0.128310	1.667287***	0.020158	1.151371	4.731129*
5	-0.000357	0.021900	0.284570	0.019801	1.173271	4.596756*

* 표시는 통계수준 1%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

2. <가설 2>의 검증을 위한 Tobin's Q에 따른 공시효과

<가설 2>의 검증을 위하여, 먼저 자산매각 기업의 매각직전연도의 Tobin's Q를 바탕으로 Q값이 가장 높은 기업부터 가장 낮은 기업까지 순서대로 4등분하여 4사분위별로 집단을 분류하였다.

<표 2>는 Tobin's Q가 가장 높은 집단인 제 1사분위 집단의 자산매각에 따른 공시효과를 나타낸다. 분석결과를 보면, 공시 -1일, 1일, 3일에 있어서 비정상수익률이 통계적으로 유의한 반응을 나타냈으며, 그 영향인 비정상수익률은 공시 -1일과 1일에 1.048, 1.173%로 매우 큰 영향을 미쳤다. 그리고 누적비정상수익률은 공시일부터 계속해서 공

시 5일까지 통계적으로 유의하였다.

<표 2> 제 1사분위 집단의 비정상수익률 및 누적비정상수익률

일	AR	SAR	t-값	CAR	SCAR	t-값
-5	-0.002608	-0.110345	-0.758008	-0.002608	-0.110345	-0.758008
-4	0.000069	-0.002773	-0.019050	-0.002539	-0.113118	-0.549463
-3	0.003662	0.091076	0.625642	0.001122	-0.022042	-0.087420
-2	-0.000229	0.022214	0.152598	0.000893	0.000172	0.000591
-1	0.010485	0.531752	3.652838*	0.011378	0.531924	1.634128
0	0.004940	0.239267	1.643632	0.016318	0.771191	2.162758**
1	0.011728	0.509644	3.500970*	0.028046	1.280836	3.325567*
2	0.003329	0.115260	0.791770	0.031376	1.396095	3.390716*
3	-0.008670	-0.336379	-2.310732**	0.022706	1.059717	2.426553**
4	0.003789	0.132156	0.907839	0.026495	1.191873	2.589114**
5	0.002604	0.182041	1.250522	0.029099	1.373914	2.845670*

* 표시는 통계수준 1%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

** 표시는 통계수준 5%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

<표 3> 제 2사분위 집단의 비정상수익률 및 누적비정상수익률

일	AR	SAR	t-값	CAR	SCAR	t-값
-5	0.001463	0.038379	0.250815	0.001463	0.038379	0.250815
-4	0.000269	0.030061	0.196453	0.001732	0.068440	0.316266
-3	-0.003837	-0.229858	-1.502177	-0.002105	-0.161419	-0.609052
-2	0.002900	0.282803	1.848179***	0.000795	0.121384	0.396635
-1	0.003141	0.116732	0.762870	0.003937	0.238116	0.695927
0	0.000138	-0.018862	-0.123267	0.004074	0.219254	0.584968
1	0.000075	0.031118	0.203362	0.004149	0.250372	0.618439
2	-0.001125	-0.054313	-0.354946	0.003024	0.196059	0.453005
3	0.001718	0.177870	1.162422	0.004741	0.373929	0.814571
4	-0.002431	-0.014020	-0.091624	0.002311	0.359909	0.743796
5	0.001895	0.171489	1.120718	0.004206	0.531398	1.047091

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

앞의 Tobin's Q가 평균보다 큰 제 2사분위 집단의 자산매각에 따른 공시효과를 나타내는 <표 3>의 분석결과를 보면, 공시 -2일에 있어 비정상수익률이 통계적으로 유의한 반응을 나타냈으며, 그 영향은 0.290%였다. 누적비정상수익률에 있어서는 통계적으로 유의한 반응을 찾을 수가 없었다.

그리고 Tobin's Q가 평균보다 낮은 제 3사분위 집단의 자산매각의 공시효과를 나타

내는 <표 4>의 분석결과를 보면, 공시 -4일, 당일, 3일에 있어서 비정상수익률이 통계적으로 유의한 반응을 나타냈으며, 그 영향은 0.389%, 0.568%, 0.474%을 나타냈다. 또한 누적비정상수익률은 공시 당일부터 공시 5일까지 통계적으로 유의적인 반응이 지속적으로 나타났다.

<표 4> 제 3사분위 집단의 비정상수익률 및 누적비정상수익률

일	AR	SAR	t-값	CAR	SCAR	t-값
-5	-0.000344	-0.015360	-0.113036	-0.000344	-0.015360	-0.113036
-4	0.003889	0.236563	1.740912***	0.003545	0.221204	1.151082
-3	-0.001095	-0.038239	-0.281411	0.002450	0.182964	0.777382
-2	0.002562	0.128943	0.948918	0.005012	0.311908	1.147691
-1	0.002432	0.158787	1.168545	0.007445	0.470695	1.549115
0	0.005678	0.375511	2.763453*	0.013123	0.846206	2.542318**
1	0.000248	0.061289	0.451037	0.013371	0.907495	2.524204**
2	0.000992	0.097700	0.718989	0.014363	1.005195	2.615378**
3	0.004735	0.371001	2.730260*	0.019099	1.376196	3.375889*
4	0.000420	0.116081	0.854262	0.019518	1.492277	3.472790*
5	-0.003026	-0.152768	-1.124248	0.016493	1.339509	2.972202*

* 표시는 통계수준 1%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

** 표시는 통계수준 5%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

<표 5> 제 4사분위 집단의 비정상수익률 및 누적비정상수익률

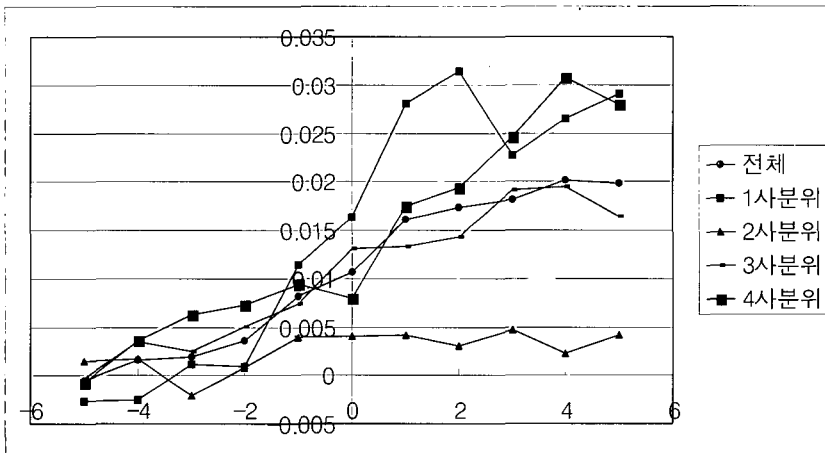
일	AR	SAR	t-값	CAR	SCAR	t-값
-5	-0.000714	0.006584	0.043983	-0.000714	0.006584	0.043983
-4	0.004341	0.154285	1.030654	0.003627	0.160869	0.759883
-3	0.002704	0.139828	0.934078	0.006331	0.300698	1.159733
-2	0.000979	0.059415	0.396904	0.007310	0.360113	1.202810
-1	0.002148	0.174884	1.168258	0.009458	0.534997	1.598287
0	-0.001505	-0.022651	-0.151313	0.007953	0.512346	1.397256
1	0.009515	0.369252	2.466674**	0.017467	0.881598	2.225923**
2	0.001889	0.082284	0.549671	0.019356	0.963882	2.276498**
3	0.005284	0.239907	1.602622	0.024640	1.203789	2.680510**
4	0.006164	0.270465	1.806758***	0.030804	1.474254	3.114302*
5	-0.002884	-0.114326	-0.763716	0.027920	1.359928	2.739101*

* 표시는 통계수준 1%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

** 표시는 통계수준 5%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함(양측검정).

마지막으로 Tobin's Q가 가장 낮은 집단인 제 4사분위 집단의 자산매각에 대한 공시 효과를 나타내는 <표 5>의 분석결과를 보면, 공시 1일, 4일에 있어 비정상수익률이 통계적으로 유의한 반응을 나타냈으며, 그 영향은 0.952%와 0.616%를 나타냈다. 또한 누적비정상수익률은 공시 후 1일부터 5일까지 통계적으로 유의적인 반응이 지속적으로 나타났다.



[그림 1] 전체 및 사분위 집단별 누적비정상수익률

한편 위의 각 분류된 집단에 따른 누적비정상수익률을 나타내는 [그림 1]을 살펴보면, 먼저 제 1사분위에 속하는 Tobin's Q가 가장 높은 집단의 자산매각공시에 대한 시장반응은 공시전 1일부터 공시후 1일까지 3일 동안에 2.715%라는 매우 큰 영향을 나타냈다. 대조적으로 제 2사분위에 속하는 집단의 자산매각공시에 대한 영향은 별로 변화를 나타내지 않았다. 또한 Tobin's Q가 가장 낮은 제 4사분위에 속하는 집단의 자산매각공시에 대한 시장반응은 공시 당일 제외하고 공시전 5일부터 공시후 4일까지 지속적으로 증가하였으며, 그 영향은 9일 동안에 3.009%라는 큰 영향을 나타냈다. 마지막으로 제 3사분위에 속하는 집단의 자산매각공시에 대한 시장반응은 공시전 2일부터 공시일까지 0.811%의 영향을 나타냈다.

3. 자산매각이후 매각기업의 Tobin's Q에 대한 분석

먼저 채투자를 위해 자산을 매각한 기업들 중에서 사업을 집중화할 경우와 그렇지 않을 경우에 있어서, 매각이후 각 연도기말의 경영성과인 Tobin's Q값들 사이에 대한

차이와 두 집단간의 Tobin's Q값들 사이에 대한 차이에 대해 검정을 실시한다. 검정방법으로는 자산매각 직전년도부터 자산매각 이후 2년도까지 경영성과에 대한 전년도와의 차이에 대하여 t-test를 실시하였으며, 집중화와 비집중화 집단간의 차이는 Wilcoxon sign sum test를 실시하였다.

다음의 <표 6>은 자산매각기업의 매각직전 기말부터 자산매각이후 2년 기말까지 측정된 Tobin's Q를 나타낸다. 여기서 기업의 자산매각이 반드시 기업의 경영성과를 증가시키지 않을 수도 있다. 왜냐하면 자산매각이 단지 금융자산과 실물자산을 대체하는 것일 수도 있기 때문이다. 그러나 시너지 이론을 바탕으로 할 때, 기업의 자산매각이 기업에 내재된 역의 시너지를 제거하기 위한 것이라면, 앞의 추가반응과 같이 기업의 경영성과도 개선시킬 수도 있을 것이다. 그런데 <표 6>의 자산매각기업 전체표본인 174개 집단의 경우, 자산매각이후에 매년 Tobin's Q는 자산매각 전년도보다 조금 감소하거나 조금 증가하였다. 이런 국내 자산매각에 대한 결과는 Hanson, Song(1997)의 연구결과인 자산매각 이후에 Tobin's Q가 증가한다는 주장과는 일치하지 않는다.

다음으로 집중화동기와 비집중화동기로 구분한 두 집단의 Tobin's Q를 살펴보면, 두 집단 사이의 평균에 대한 차이를 검정한 결과는 각 조사기간마다 통계적으로 매우 유의하였으며, 집중화 동기에 속하는 집단이 더 높은 평균적인 Tobin's Q를 유지하였다. 이는 사업을 집중화하려는 동기를 가진 기업들이 더욱더 경영성과가 높다는 것을 의미한다.

그리고 기간별 Tobin's Q에 대한 차이를 검정한 결과, 전체표본 집단에 있어 자산매각기말과 매각후 1년기말과의 차이를 제외하고 통계적으로 유의한 결과를 얻지 못하였다. 이런 국내 자산매각에 대한 결과는 Hanson, Song (1997)의 연구결과인 자산매각에 따른 전기간과의 Tobin's Q의 차이가 통계적으로 유의한 결과를 나타낸 것과는 일치하지 않는다.

<표 6> 자산매각 이후 집중화 및 비집중화 동기에 대한 차이검정

	Tobin's Q_{-1}	Tobin's Q_0	Tobin's Q_1	Tobin's Q_2
전체표본수 (N=174)				
평균	0.69833	0.697175	0.699808	0.696636
중간값	0.708594	0.702304	0.695028	0.693211
	[0.0003]	[0.0055]	[0.0004]	[0.0001]

전기간과 차이평균		-0.00115	0.002633	-0.00317
t-통계량		-0.19363	0.561741	0.6686
sign-rank P-값		0.2562	0.07995***	0.46155
집중화동기 표본수 (N=27)				
평균	0.751529	0.737833	0.743569	0.752249
중간값	0.769708 [0.4573]	0.716414 [0.1416]	0.752898 [0.7491]	0.743096 [0.5444]
전기간과 차이평균		-0.0137	0.005736	0.00868
t-통계량		-1.36848***	0.415717	0.84417
sign-rank P-값		0.1089	0.2407	0.1920
비집중화동기 표본수 (N=147)				
평균	0.688559	0.689708	0.69177	0.686421
중간값	0.696044 [0.0005]	0.699736 [0.0125]	0.692696 [0.0003]	0.690638 [0.0001]
전기간과 차이평균		0.001149	0.002063	-0.00535
t-통계량		0.168793	0.416169	-0.62571
sign-rank P-값		0.1140	0.1129	0.4020
집중화와 비집중화동기 집단간의 차이검정(Wilcoxon 2-Sample Test)				
Z-통계량	2.04088**	1.74161***	2.24871**	2.78075*
P-값	0.0428	0.0834	0.0258	0.0060

표본자료는 1986년부터 1994년까지 9년 동안의 기간이며, 분석자료는 12년간이다.

[]는 샤피로-윌크값 검정에 대한 P-값임.

* 표시는 통계수준 1%내에서 유의함을 의미함.

** 표시는 통계수준 5%내에서 유의함을 의미함.

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함.

4. <가설 3>의 검증을 위한 Tobin's Q와 집중화 동기와의 관계

기업의 경영성과를 측정하는 지표인 Tobin's Q를 사용하여 자산매각기업의 장기간 경영성과에 대한 변화를 <표 6>에서 관찰하였다. 이런 변화에 원인관계를 찾기 위하여 매각기업의 집중화동기 요인을 설명변수로 하여 회귀분석을 하였다. <표 7>은 그 결과를 나타낸다. 여기서 모형1은 자산매각을 실시한 기말, 모형2는 1년후의 기말, 모형3은 2년후 기말에 있어서 자산매각기업의 Tobin's Q와 집중화 동기와의 관계를 나타낸다. 모형1, 모형2, 모형3 모두가 경영성과인 Tobin's Q와 집중화동기는 통계적으로 유의적인 정의 관계를 나타냈다. 그리고 모형을 설명하는 Adj-R² 은 2.89%, 2.13%.

1.88%로 매우 낮았다. 이는 매각기업의 집중화 동기 및 상대적 매각규모 요인보다는 기업의 장기간 경영성과에 더 크게 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들이 존재한다는 사실을 고려할 때, 그 의미가 있다고 볼 수 있다.

<표 7> Tobin's Q와 집중화 동기 및 상대적 매각규모와의 관계분석

모 형	모형 1	모형 2	모형 3
종 속 변 수	토빈 Q_0	토빈 Q_1	토빈 Q_2
절 편	0.674455 [0.0001]	0.678472 [0.0001]	0.675624 [0.0001]
상대적 매각규모	0.045372** [0.0305]	0.039558*** [0.0720]	0.032119 [0.1752]
집 중 화 더 미	0.059949*** [0.0600]	0.062108*** [0.0637]	0.074198** [0.0405]
Adj-R ² {P값}	0.0289 {0.0303}	0.0213 {0.0585}	0.0188 {0.0732}

표본자료는 1986년부터 1994년까지 9년 동안의 기간이며, 표본의 수는 174개이다.

[]는 각 설명변수의 P값을 나타낸다. { }는 각 모형의 P값을 나타낸다.

** 표시는 통계수준 5%내에서 유의함을 의미함.

*** 표시는 통계수준 10%내에서 유의함을 의미함.

5. <가설 4>의 검증을 위한 Tobin's Q와 상대적 매각규모와의 관계

앞의 <표 7>을 살펴보면, 매각이후 경영성과인 Tobin's Q와 상대적 매각규모와의 관계는 매각년도 기말과 매각이후 1년도에 유의적인 정의 관계를 나타내고 있다. 특히 매각년도 기말의 Tobin's Q와 상대적 매각 규모는 3.05%라는 매우 유의적인 정의 상관관계를 나타내고 있다. 그런데 자산매각 2년후 기말의 Tobin's Q와는 유의하지 않은 결과를 나타내고 있다.

6. 검증결과

여기서는 위 검증결과를 바탕으로 제 III장에서 설정한 가설들에 대하여 검정한다. 첫째 사업구조조정을 위하여 자발적으로 자산을 매각한 국내기업들은 그 공시효과가 통계적으로 유의한 정의 영향을 미쳤기 때문에, 이 가설을 지지한다고 볼 수 있다. 이는 선행연구에서 제시된 결과와 일치하며, 국내기업의 자산매각에 대한 공시효과는 정의 비정상수익률, 즉 이득을 발생시킨다고 볼 수 있다.

둘째 <가설 2>에 대하여 검증한다. 실증결과에 의하면, 자산매각을 실시한 기업의 직전년도 경영성과를 나타내는 Tobin's Q가 높은 기업일수록 비정상수익률이 크게 나타났다. 이는 Lang, Poulsen, Stulz(1995)가 주장한 Tobin's Q가 높은 기업이 자산을 매각했을 때, 경영자 재량권과 관련된 더 낮은 대리인 비용 때문에, 매각자산의 가치를 더 적게 할인 받게 되므로 더 많은 매각대금을 받을 것이라는 사실과 또한 Hanson, Song(1997)의 자산매각이 대리인 비용을 감소시키므로 주주는 추가적인 이익을 얻는다는 사실이 국내기업의 자산매각에도 존재한다고 할 수 있다.

그런데 Tobin's Q가 낮은 기업도 높은 기업 못지 않게 높은 비정상수익률을 나타냈다. 이는 경영성과가 높거나 낮은 기업일수록 사업구조조정을 필요로 한다는 사실을 암시하는 것 같다.

셋째 <가설 3>에 대하여 검증한다. <표 6>에 의하면 자산매각이후 집중화동기와 그 외의 동기에 의한 경영성과를 나타내는 Tobin's Q와의 차이는 매각이후 각 기간마다 통계적으로 유의한 차이를 나타냈지만, 전기간과의 Q값에 대한 차이는 유의한 결과를 얻지 못 하였다. 그리고 <표 7>을 보면, 집중화동기에 의한 자산매각은 모든 모형마다 기업의 경영성과인 Tobin's Q와 통계적으로 유의한 정의 관계를 나타냈다. 그러므로 <가설 3>을 지지한다고 볼 수 있다. 이는 사업을 집중화하기 위하여 자산매각을 실시한다면, 경영성과가 높아진다는 사실을 암시한다.

마지막으로, <가설 4>에 대하여 검증한다. <표 7>을 보면, 상대적 매각규모는 자산매각 2년후의 Tobin's Q와는 통계적으로 유의한 관계를 나타내지 못 하였지만, 자산매각년도와 매각 1년후에 유의적인 정의 관계를 나타냈으므로 <가설 4>를 지지한다고 볼 수 있다. 이는 상대적 매각규모가 공시효과에 정의 영향관계를 갖는다는 결과와 마찬가지로 장기간 경영성과에도 정의 영향관계를 갖는다는 사실을 제시한다.

V. 결 론

지금까지 제시한 결과에 의하면, 첫째 국내기업의 자산매각, 특히 사업구조를 조정하기 위하여 자발적으로 자산을 매각하는 기업들 중에서 재무구조를 개선하기 위하여 자산을 매각하는 기업들, 즉 사업을 축소하는 기업들을 제외하고, 단지 기존의 사업을 조정하는 기업들은 단기적인 매각이익의 실현으로 기업가치에 정의 영향이 나타났다.

둘째 자산매각을 실시한 기업들 중에서 자산매각 직전년도의 경영성과가 매우 좋거나 혹은 아주 나쁜 기업일수록 사업구조를 조정할 필요성이 있다는 사실을 암시한다.

셋째 사업구조를 조정하더라도 사업을 집중화하기 위한 목적으로 자산을 매각한 기업들은 장기적으로 경영성과가 증대될 것이라는 것을 암시한다.

넷째 상대적으로 매각규모가 큰 기업들이 장기적으로 경영성과에 정의 영향을 미칠 것이라는 사실을 암시한다.

따라서 자산매각을 통한 사업구조조정은 기업에 잠재된 역의 시너지를 제거함으로써 단기적으로 기업가치를 상승시킬 뿐만 아니라 그 목적이 사업을 집중화하려 하고 또한 상대적 매각규모가 클수록 장기간의 경영성과도 상승시킨다는 사실을 암시한다.

본 연구의 한계로서 Hanson, Song(1997)이 제시한 매각기업의 장기성과인 Tobin's Q의 변화를 추정할 것밖에 없으므로, 기업의 자산매각과 장기간의 경영성과와의 관계에 대하여 추가적인 연구가 매우 필요할 것으로 생각된다.

참 고 문 헌

- 강효석, 권석균, 이원흠, 조장연, 기업구조조정론, 홍문사, 1999.
- 김명균, “기업합병매수후 자산처분에 대한 실증분석”, 재무관리연구, 제11권 제1호, 1994, 273-304.
- 김찬웅, 김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권학회지, 제20권, 1997, 301-328.
- 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수, “한국상장기업을 위한 토빈 Q의 추정”, 한국경제의 분석, 제2권 제2호, 1996, 147-175.
- 오현탁, “토빈 Q를 이용한 합병효과분석”, 재무관리연구, 제15권 제2호, 1998, 163-182.
- Alexander, G. J., P. G. Bensen, and J. M. Kampmeyer, “Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs,” *Journal of Finance* 39(June 1984), 503-517.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms.” *Journal of Financial Economics* 21(May 1988), 183-206.
- Hanson, R. C., and M. H. Song, “Long Term Performance of Divesting Firms and the Effect of Managerial Ownership,” 한국재무학회에서 발표된 논문, 서울, 1997. 5.
- Hite, G. L., J. E. Owers, and R. C. Rogers, “The Market For Interfirm Asset Sales: Partial Sell-offs and Total Liquidations,” *Journal of Financial Economics* 18(June 1987), 229-252.
- Jain, P. C., “The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth,” *Journal of Finance* 40(March 1985), 209-224.
- John, K., and E. Ofek, “Asset Sales and Increase in Focus,” *Journal of Financial Economics* 37(January 1995), 105-126.
- Klein, A., “The Timing and Substance of Divestiture Announcements: Individual, Simultaneous and Cumulative Effects,” *Journal of Finance* 41(July 1986), 685-697.
- Lang, L., A. Poulsen, and R. M. Stulz, “Asset Sales, Firm Performances, and The Agency Costs of Managerial Discretion,” *Journal of Financial Economics* 37(January 1995), 3-37.

- Lang, L., R. M. Stulz, and R. W. Walkling, "Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics* 24(September 1989), 137-154.
- Linn, S. C., and M. S. Rozeff, "The Corporate Sell-off," *Midland Corporate Financial Journal* 2(Summer 1984), 17-26.
- Rosenfeld, J. D., "Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth," *Journal of Finance*, 39 (December 1984), 1437-1448.
- Servaes, H., "Tobin's Q and the Gains from Takeover," *Journal of Finance* 46(March 1991), 409-419.
- Sicherman, N. W., and R. M. Pettway, "Wealth Effects for Buyers and Sellers of the Same Divested Assets," *Financial Management* 21(Winter 1992), 119-128.
- Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit, and Banking* 1(February 1969), 15-29.
- Weston, F. J., "Divestiture: Mistakes or Learning," *Journal of Applied Corporate Finance* 2(Summer 1989), 68-76.
- Zaima, J. K., and D. Hearth, "The Wealth Effects of Voluntary Selloffs: Implications for Divesting and Acquiring Firms," *The Journal of Financial Research* 8(Fall 1985), 227-236.

부 록

<표 1> 제 1사분위의 Tobin's Q 자료

기업CODE	공시일자	공시전년 Q	공시년도 Q	공시 1년후 Q	공시 2년후 Q
18000	890805	0.76388	0.79974	0.68340	0.75914
18720	901207	0.77371	0.80878	0.77556	0.82793
19000	860805	0.76971	0.82450	0.79798	0.79409
19530	881006	0.74329	0.72983	0.74525	0.74024
20000	891012	0.80500	0.78273	0.78670	0.75737
20000	930819	0.77849	0.79964	0.71641	0.76554
20000	940105	0.79964	0.71641	0.76554	0.66296
20000	940107	0.79964	0.71641	0.76554	0.66296
21000	920617	0.80064	0.84514	0.82198	0.80416
25020	890811	0.71798	0.69154	0.69820	0.74102
25020	920327	0.74102	0.72432	0.69025	0.67009
25020	920803	0.74102	0.72432	0.69025	0.67009
27540	920515	0.71121	0.84016	0.87136	0.81457
28500	931223	0.74006	0.73246	0.75727	0.78272
28590	901029	0.71198	0.72926	0.71050	0.69085
30020	940715	0.75132	0.74397	0.78524	0.74152
31090	930628	0.75089	0.72940	0.82242	0.76619
38530	900104	0.71851	0.75686	0.69983	0.72341
39000	930626	0.73514	0.70663	0.69270	0.72023
40000	940208	0.76168	0.72375	0.67202	0.71454
40520	910723	0.72123	0.71621	0.72854	0.75490
40800	931229	0.78402	0.73409	0.78111	0.82920
43000	941203	0.72770	0.71360	0.72319	0.77340
55030	860311	0.71915	0.67500	0.75383	0.76914
62000	931030	0.78945	0.71521	0.76267	0.79796
64050	941217	0.79815	0.67272	0.58531	0.62398
64350	910628	0.71814	0.74450	0.70164	0.75244
64580	860814	0.79960	0.90725	0.79247	0.66855
64590	930908	0.72659	0.69300	0.65311	0.72527
64610	930716	0.76107	0.71729	0.57422	0.64800
66020	931209	0.76790	0.78082	0.81267	0.76715
72500	880719	0.73731	0.67249	0.69002	0.73741
75380	891219	0.72534	0.76101	0.81889	0.90485
75510	930113	0.72905	0.71903	0.61923	0.63641
75510	940730	0.71903	0.61923	0.63641	0.66490
75600	931223	0.75456	0.70991	0.67245	1.16369
78000	910706	0.78868	0.80238	0.89819	0.89703
78060	920618	0.77805	0.77548	0.71620	0.69064
78100	911010	0.78540	0.78621	0.81728	0.79483
78390	940618	0.74147	0.77056	0.77061	0.73909
80010	921021	0.78503	0.77938	0.75290	0.80027
82020	890929	0.71056	0.73268	0.78108	0.78871
82030	910104	0.72967	0.77836	0.80283	0.81189

<표 2> 제 2사분위의 Tobin's Q 자료

기업CODE	공시일자	공시전년 Q	공시년도 Q	공시 1년후 Q	공시 2년후 Q
17500	860214	0.81415	0.89233	0.82037	0.74538
17500	921228	0.99020	1.10519	1.21305	1.18219
17510	930624	0.93380	0.84585	0.84793	0.85592
18000	930614	0.83361	0.84342	0.87305	0.93140
18010	870220	0.80775	0.77561	0.74676	0.74189
18700	920701	0.81452	0.80071	0.77080	0.77964
19210	940308	0.85550	0.76136	0.82622	0.80147
19210	940930	0.85550	0.76136	0.82622	0.80147
21000	890321	0.83377	0.76090	0.81548	0.80064
21000	910617	0.81548	0.80064	0.84514	0.82198
21030	910329	0.82243	0.86141	0.94069	0.88841
21030	920827	0.86141	0.94069	0.88841	0.84764
21030	930105	0.94069	0.88841	0.84764	0.71657
23010	931229	0.94793	0.98408	0.96945	0.70084
23020	910927	0.82557	0.90912	0.97602	0.96694
26540	920803	0.89781	0.93999	0.95852	1.04758
26540	930802	0.93999	0.95852	1.04758	0.57954
26590	940913	0.84097	0.80738	0.80279	1.44873
27520	940624	0.83910	0.87290	0.93638	0.73823
28520	940414	0.93865	0.88586	0.99551	0.81799
31510	880810	0.96415	0.86924	0.77979	0.81675
33010	861115	0.87915	0.86046	0.91688	0.80990
35020	930625	0.86818	0.78760	0.59408	0.57701
40640	931014	0.80699	0.54709	0.60678	0.63128
45530	880316	0.85245	0.71519	0.62638	0.71736
45530	930104	0.82818	0.83437	0.84834	0.86249
45530	940628	0.83437	0.84834	0.86249	0.84895
53020	880810	0.86452	0.69547	0.55654	0.61449
53020	890306	0.86452	0.69547	0.55654	0.61449
53530	941028	0.95047	0.94485	1.02589	1.02027
56060	941010	0.81297	0.68946	0.70754	0.73109
59510	870925	0.89215	0.91333	0.81813	0.69373
59510	880222	0.91333	0.81813	0.69373	0.75975
64050	930621	0.87275	0.79815	0.67272	0.58531
64540	890413	1.64775	1.50182	1.57112	1.55202
75030	910501	0.84429	0.88923	0.89195	0.83164
75240	860228	0.86112	0.85298	0.80705	0.80870
75360	880106	0.90851	0.67338	0.67460	0.79295
75470	871103	1.01303	0.97213	0.91863	0.95905
75620	940205	0.92722	0.84103	0.80734	0.88953
78060	860922	0.85450	0.78981	0.71887	0.65194
78230	901006	0.81212	0.77503	0.81670	0.82583
78230	931103	0.82583	0.80470	0.78463	0.75635
83800	940803	0.86525	0.82969	0.84669	0.80796

<표 3> 제 3사분위의 Tobin's Q 자료

기업CODE	공시일자	공시전년 Q	공시년도 Q	공시 1년후 Q	공시 2년후 Q
10320	930503	0.69962	0.71773	0.64987	0.61466
19540	900131	0.69604	0.70597	0.74892	0.79079
25020	901229	0.69154	0.69820	0.74102	0.72432
25020	910629	0.69820	0.74102	0.72432	0.69025
25020	940202	0.69025	0.67009	0.67489	0.67183
26520	930803	0.68326	0.42405	0.50904	0.46554
27500	940520	0.68288	0.69974	0.69278	0.69245
27500	940718	0.68288	0.69974	0.69278	0.69245
27500	940720	0.68288	0.69974	0.69278	0.69245
27500	941217	0.68288	0.69974	0.69278	0.69245
27520	870514	0.59791	0.59166	0.59445	0.63192
35010	900115	0.61657	0.68165	0.66133	0.65771
35010	930917	0.65771	0.66052	0.67614	0.64543
35160	900104	0.70031	0.50614	0.56141	0.51652
38000	931116	0.64691	0.67709	0.71639	0.62488
38000	931122	0.64691	0.67709	0.71639	0.62488
39000	921007	0.64829	0.73514	0.70663	0.69270
39000	941229	0.70663	0.69270	0.72023	0.71456
40030	901005	0.60353	0.64140	0.64489	0.62259
40510	940127	0.66243	0.65283	0.61290	0.61378
40510	940719	0.66243	0.65283	0.61290	0.61378
40540	870519	0.67671	0.70529	0.62273	0.33294
40560	880601	0.64487	0.56332	0.59124	0.59657
40590	880105	0.62220	0.54985	0.55656	0.58010
40610	920217	0.65872	0.68100	0.74666	0.78320
44510	910429	0.69477	0.63566	0.67186	0.67100
44530	890330	0.67075	0.69632	0.75573	0.74310
47000	940218	0.61513	0.64069	0.67816	0.68053
48060	911114	0.67996	0.65255	0.64584	0.69068
48060	920427	0.65255	0.64584	0.69068	0.73332
48100	930130	0.69296	0.67673	0.69563	0.74771
50540	931229	0.66593	0.65860	0.67310	0.72581
50540	940115	0.65860	0.67310	0.72581	0.72027
50540	940614	0.65860	0.67310	0.72581	0.72027
52010	910603	0.64074	0.62403	0.60892	0.60166
53070	930506	0.67977	0.71579	0.73392	0.83424
53500	941118	0.67989	0.47959	0.52829	0.51701
54000	910617	0.62612	0.65257	0.62437	0.61777
57510	900209	0.61725	0.67099	0.70894	0.73268
66080	920627	0.59838	0.57886	0.54779	0.57577
78060	900419	0.65194	0.70487	0.77805	0.77548
78060	900801	0.70487	0.77805	0.77548	0.71620
82040	900317	0.60252	0.63263	0.66530	0.68199
83030	891101	0.61438	0.50602	0.44384	0.35649

<표 4> 제 4사분위의 Tobin's Q 자료

기업CODE	공시일자	공시전년 Q	공시년도 Q	공시 1년후 Q	공시 2년후 Q
10320	861212	0.39124	0.49302	0.46884	0.43726
13010	920104	0.43786	0.75834	0.73992	0.53756
13010	920702	0.43786	0.75834	0.73992	0.53756
16030	900125	0.59193	0.67849	0.73257	0.62236
17540	931119	0.35648	0.43409	0.44628	0.43557
26510	901113	0.50544	0.54906	0.59150	0.60544
27520	880510	0.59166	0.59445	0.63192	0.69443
27520	890127	0.59445	0.63192	0.69443	0.74406
28520	910328	0.57884	0.66159	0.89402	0.93885
31040	911120	0.47779	0.55997	0.60724	0.49926
31530	860424	0.54620	0.52488	0.47665	0.47362
33030	930120	0.59277	0.63885	0.64182	0.64356
35070	901013	0.47028	0.49042	0.50042	0.34416
35080	940302	0.26948	0.37552	0.37883	0.40268
35160	910312	0.50614	0.56141	0.51652	0.52613
35240	940203	0.50927	0.37043	0.45285	0.25276
37040	920328	0.43943	0.52565	0.54101	0.54405
37060	890819	0.30691	0.32557	0.28966	0.30533
37060	891011	0.30691	0.32557	0.28966	0.30533
38520	910802	0.57478	0.77460	0.49003	0.52327
38540	940908	0.46531	0.52128	0.52235	0.60335
39060	930129	0.49231	0.51543	0.54245	0.55515
40530	880608	0.53598	0.56067	0.51594	0.55256
40580	910329	0.49750	0.58329	0.62834	0.67506
40640	860129	0.51600	0.54414	0.56167	0.58133
43000	891010	0.55343	0.61343	0.61818	0.61512
45540	930510	0.37940	0.48830	0.55535	0.54817
47000	901109	0.54883	0.53578	0.59051	0.58138
52030	881207	0.40541	0.37211	0.44282	0.53081
53530	890427	0.51553	0.49436	0.51947	0.66012
54080	940512	0.59683	0.58823	0.66153	0.61605
62040	910104	0.48424	0.53682	0.55472	0.49972
62040	911105	0.48424	0.53682	0.55472	0.49972
62040	920104	0.53682	0.55472	0.49972	0.54143
62040	930410	0.55472	0.49972	0.54143	0.54175
64550	931224	0.55094	0.55723	0.55236	0.62131
64570	901019	0.58577	0.60677	0.62042	0.68872
64620	920123	0.49609	0.57979	0.60876	0.58529
64750	930622	0.42930	0.49541	0.64154	0.69797
64800	870530	0.51595	0.54135	0.52956	0.53098
66100	940630	0.52746	0.57822	0.53888	0.53789
73010	940915	0.29304	0.31181	0.29147	0.34647
78300	900724	0.42642	0.49533	0.46818	0.48802