

부동산 취득 및 처분이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구

A Study on the Effect of Real Estate Acquisitions and Sales on Firm Value

임병권*, 김천규**
한국주택금융공사*, 충남대학교**

Byungkwon Lim(bk81.lim@gmail.com)*, Chun-Kyu Kim(chunkyuk@cnu.ac.kr)**

요약

본 연구는 부동산 취득 및 처분에 따른 공시효과와 장기성파에 대해 분석하고, 부동산 취득 및 처분금액과 주요 목적별(경영활동, 재무활동, 기타)로 차별적인 장기성파가 나타나는지를 검증하였다.

본 연구의 주요 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 취득표본은 공시일에 유의적인 주가반응이 없지만, 처분표본은 공시일에 (+)양의 주가성파를 보여 부동산 처분에 따른 공시효과는 긍정적으로 나타난다. 둘째, 부동산 취득 및 처분공시 이후 장기성파는 음(-)으로 나타나며, 취득 및 처분 목적별로 구분한 경우에도 동일한 결과를 보인다. 셋째, 부동산 취득의 경우 취득금액과 장기성파는 유의적인 음(-)으로 나타나지만, 부동산 처분표본의 경우에는 경영활동에 국한하여 처분금액이 증가할수록 기업가치는 상승한다.

전체적으로 기업의 부동산 취득 및 처분 이후에 공통적으로 장기성파는 하락한다. 따라서 부동산 취득에 따른 장기성파 하락은 대리인 이론으로 설명 가능하다. 또한, 부동산 처분 이후의 주가하락은 기업의 재무적 곤경을 시장에 알리는 신호 역할을 수행함으로써 장기성파가 악화된 것으로 해석해 볼 수 있다.

■ 중심어 : | 기업 부동산 | 기업가치 | 공시효과 | 신호가설 | 재무곤경 |

Abstract

This study examines both the announcement effect of corporate real estate acquisitions and sales and long-term stock performance. Also, we analyze long-term stock returns on the basis of the amount and the purpose (business activities, financial activities, etc.) of real estate acquisitions and sales.

The major findings are as follow. First, we find that there is no significant announcement effect on the real estate acquisitions. However, the announcement day of real estate sales shows significantly positive abnormal stock returns. Second, we find that both the real estate acquisitions and sales show negative long-term stock performance. We also find the same results from the case where we classify our sample on the basis of the amount and the purpose of real estate acquisitions and sales. Third, the amount of real estate acquisitions is significantly negatively related to long-term stock returns, whereas the relation between firm value and the amount of real estate sales is positive only under the business activities.

Overall, long-term stock performance decreases after the announcement day of the real estate acquisitions and sales. This results can be explained by agency theory. Also, we conclude that a decline in stock performance after the real estate sales explain an information signal on financial distress.

■ keyword : | Corporate Real Estate | Firm Value | Announcement Effect | Information Signal | Financial Distress |

I. 서론

기업은 생산 활동 증대나 사업영역 다각화, 재무구조 개선 및 유동성 확보 등 다양한 목적을 위해 부동산을 취득·처분한다. 기업의 경영활동에 있어 토지나 건물 등의 부동산 취득과 처분은 필수적인 요소이며, 중요한 자산으로 활용된다. 따라서 부동산 취득 및 처분과 관련된 의사결정은 기업의 자본구조(capital structure)나 기업의 성장에 영향을 미칠 수 있으므로, 장기적으로 기업가치에 영향을 미칠 수 있다.

기존 연구에서 부동산 취득 및 처분에 따른 기업가치는 상이한 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 황선규 외 2인(2016)은 기업의 부동산 매각 후 재임대 사건을 대상으로 공시일의 시장반응을 분석하였는데, 양(+의 초과수익을 실현하여 투자자들은 해당 사건을 긍정적으로 인지한다는 결과를 제시하고 있다[1]. 또한 이혜영, 조명호(2009)는 기업의 부동산 중에서 투자부동산과 달리 소유목적의 부동산은 기업가치에 양(+의 영향을 미치며[2], 최영상(2013)은 부동산 취득 공시의 경우에 유의적인 시장반응이 없지만, 부동산 처분은 양(+의 초과수익이 나타난다는 결과를 제시하고 있다[3]. 반면, 김지수, 최정호(1995)는 부동산 취득뿐만 아니라 처분도 기업가치가 증대된다는 실증결과를 제시하고 있는 상황이다[4].

그런데 기존연구에서 부동산 취득과 처분에 따른 기업가치의 관련성은 공시일 전·후의 주가반응이나 회계적 이익을 토대로 분석하고 있다. 이와 같은 사건연구(event study)에 있어 자본시장의 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)이 성립한다면, 기업과 관련한 특정 정보가 시장에 공시된 직후에 해당 정보가 주가에 신속·정확하게 반영되어야 한다.¹⁾ 그러나 자본시장 참여자들의 비합리성이나 시장 비효율성으로 인해 특정 정보가 공시시점의 주가에 완전히 반영되지 않

을 가능성이 있다. 따라서 관련정보가 주가에 시차를 두고 반영될 수 있으므로 특정사건으로 인한 본질적인 기업가치의 관련성을 검증하기 위해서는 단기적인 주가성과 검증뿐만 아니라 장기적인 관점에서의 분석이 필요하다.

특히 기업의 부동산이 유형 자산임을 감안할 때, 영업활동 확장(사업영역 확장 또는 사업다각화 등)을 위한 부동산 취득이나, 신사업 진출 또는 사업영역 다각화를 위한 재원조달 측면에서의 부동산 처분 효과는 장기에 걸쳐 실현될 수 있다. 따라서 부동산 취득뿐만 아니라 재무구조 개선 목적의 부동산 처분의 경우에도 향후 기업가치가 변동될 가능성이 있으므로 부동산 취득 및 처분이 기업가치에 어떻게 영향을 미치는지 검증하기 위해서는 장기적 관점에서 기업가치가 어떠한 방향으로 변화하는지를 고찰해 볼 필요가 있다.

본 연구는 기업의 부동산 취득 및 처분 공시표본을 이용하여 해당사건이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 관련 시사점을 제시하고자 한다. 구체적으로 첫째, 부동산 취득 및 처분 공시일의 시장반응(주가반응)을 목적별로 세분화하여 분석하고자 한다. 이를 위해 부동산 취득의 경우에는 목적별로 각각 경영활동 관련(공장 증설, 신규제품 생산 등) 사유와 기타(사옥이전 등)사유로 구분하여 분석한다. 또한 부동산 처분의 경우에는 목적에 따라 재무구조개선과 신사업 진출 등을 위한 유동성확보 그리고 기타(공장이전 등)사유로 각각 구분하여 분석한다. 둘째, 부동산 취득 및 처분의 장기성과를 분석하기 위해 공시일 이후 1년 및 2년 동안의 주가성과를 검증하고자 한다. 이를 위해 재무 분야에서 장기 주가성과 분석을 위해 통용되는 CAPM(Capital Asset Pricing Model)모형 및 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용하여 분석하고 관련 시사점을 제시하고자 한다[5].

본 연구의 구성은 다음과 같다. 먼저 제 2장에서는 부동산 취득 및 처분과 기업가치의 관련성에 대한 기존연구를 살펴보고, 제 3장에서는 연구내용 및 분석방법에 대해 제시한다. 그리고 제 4장은 실증분석 결과를 제시하고 마지막 제 5장 결론에서는 연구결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

1) 효율적 시장가설은 정보효율성과 관련이 있는 것으로, 주가는 이용 가능한 정보를 충분히 즉각적으로 반영한다는 가설이다. 여기서 정보효율성은 과거정보를 토대로 한 약형과 현재 시장에서 이용가능한 정보인 준강형 그리고 기업 내부자들만이 보유한 강형효율성으로 분류하며, 일반적인 사건연구의 경우 준강형 효율성을 주로 검증하는데 사용된다.

II. 기존연구

기존연구에 의하면, 부동산 취득 및 처분 이후는 기업가치에 상이한 영향을 미칠 수 있다는 결과를 제시하고 있다. 하지만, 본 연구와 같이 부동산 취득 및 처분에 따른 장기적인 주가반응을 분석함으로써 기업가치의 관련성을 검증한 연구는 전무한 상황이다. 본 연구와 관련된 기존연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

우선 김지수, 최정호(1995)는 부동산 처분과 취득이 주가에 미치는 영향에 대한 이론적 정리 및 실증분석을 실시하였다[4]. 부동산 취득 및 처분에 따른 공시일의 분석결과에 의하면, 국내의 경우 부동산 취득 공시일에 양(+)의 초과수익이 나타나지만 처분의 경우에는 유의적인 결과가 나타나지 않아 상이한 분석결과를 제시하고 있다. 한편, 기간을 약 1개월로 확장하는 경우에는 취득 및 처분 모두에서 양(+)의 초과수익률이 나타나 국내의 경우 부동산 취득과 처분은 기업가치를 증대시킨다는 결과를 제시하고 있다. 또한, 조지호, 김용현(1996)은 부동산 처분 공시 기업을 대상으로 공시일 전·후 61일 동안의 주가반응을 분석하였다. 분석결과에 의하면 부동산 매각 공시일에 양(+)의 주가반응이 나타나며, 특히 투자나 운영자금 목적을 위해 부동산을 매각하는 경우가 재무구조 개선 목적의 경우보다 단기적으로 더 큰 초과수익을 실현한다는 결과를 제시하고 있다[6].

한편, 2000년대 이전과 달리 보다 최근의 연구에서는 혼재된 연구결과를 제시하고 있다. 이해영, 조명호(2009)는 기업이 소유하고 있거나 투자하고 있는 부동산과 기업가치의 관련성에 대해 분석하였다[2]. 분석결과 기업의 소유부동산과 기업가치는 유의적인 양(+)의 관련성이 나타나지만, 기업의 투자부동산과 기업가치는 유의적인 음(-)의 관련성을 보여 영업활동과 관련된 부동산을 많이 보유하는 경우 향후 기업가치는 증대된다는 결과를 제시하고 있다. 그리고 최영상(2013)은 상장기업을 대상으로 부동산 취득 및 처분의 공시효과에 대해 검증하였다[3]. 분석결과에 의하면 부동산 취득의 경우에는 유의적인 공시효과가 없지만, 부동산 처분의 경우에는 양(+)의 유의적인 공시효과가 나타나며 해당 현상은 특히 투자목적의 부동산 처분이 많을수록 투자

자들은 보다 긍정적인 신호로 인식한다는 결과를 제시하고 있다. 또한, 강원철(2016)은 중소기업을 대상으로 기업의 부동산 보유정보와 주가의 관련성에 대해 분석하였는데, 기업의 소유부동산 정보는 주가에 유의한 양(+)을 미치지만, 투자부동산 정보는 유의적인 영향이 없다는 결과를 제시하고 있다[7].

다음으로 해외의 기존연구는 다음과 같다. Gronlund et al.(2008)은 유럽시장을 대상으로 부동산의 매각 후 재임대에 대한 연구를 수행하였는데, 공시일에 양(+)의 초과수익이 나타나 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다[8]. 해당 결과에 대해 그들은 매각 후 재임대 사건은 긍정적인 기업가치에 대한 정보를 투자자들에게 전달해 줌으로써 공시효과가 양(+)으로 나타난다고 제시한다. 또한 Selier et al.(2001)은 미국 시장을 대상으로 부동산 보유비율에 따른 기업가치를 검증하였는데, 소매업과 같은 일부 업종에서 부동산 보유비율이 증가할수록 위험을 감소시켜 기업가치를 증가시킨다는 결과를 제시하고 있다[9]. 그리고 Constand et al.(1991)은 일본시장을 대상으로 부동산 소유와 기업가치의 관련성에 대해 검증하였다[10]. 분석결과 부동산 지가변동은 주가이익비율(Price-Earning Ratio; PER)에 영향을 미치며 유의적인 양(+)의 관련성을 보여, 기업의 부동산 소유는 향후 기업가치에 영향을 미칠 수 있다는 결과를 제시하고 있다.

이상과 같이 국내 및 해외시장을 대상으로 한 기존연구에서 부동산 취득이나 처분 또는 부동산 보유는 기업가치에 일련의 관련성을 미친다는 결과가 제시되고 있다. 하지만, 기존연구에서는 공시일의 시장반응이나 회계적 성과 등을 토대로 기업가치를 검증하고 있을 뿐, 장기적인 주가반응을 토대로 기업가치의 관련성에 대한 분석은 이루어지지 않고 있다. 따라서 부동산 취득 및 처분 이후의 장기적인 주가반응을 검증하여 기업가치에 영향을 미치는지 분석해 볼 필요성이 있다.

III. 연구내용 및 분석방법

1. 표본의 구성

본 연구는 2001년부터 2014년 12월까지의 기간 동안에 유가증권 및 코스닥시장에서 부동산을 취득하거나 처분한 기업을 대상으로 한다. 해당 기간 중 부동산 취득 및 처분을 공시한 기업은 총 1,498건(취득 776건 및 처분 722건)인데 금융업종 및 취득·처분 공시일 전년도 말 자본잠식기업은 분석대상에서 제외한다. 그리고 상장폐지 등의 사유로 인해 부동산 취득·처분 공시일 이후 2년 동안의 주가자료가 없거나 연구에 필요한 재무자료가 없는 기업을 표본에서 제외한 후 총 1,145건(유가증권 시장 440개, 코스닥시장 705개)을 최종 분석 표본으로 선정한다.

분석에 필요한 부동산 취득 및 처분 공시자료는 한국거래소 상장공시시스템(KINDS)에서 추출하는데, 취득 또는 처분 목적이나 금액 등의 상세자료는 개별적인 기업의 공시자료를 수집하여 이용한다. 그리고 재무자료는 상장사협의회 데이터베이스인 TS-2000을 이용하고, 주가자료는 Fnguide의 Dataguide Pro에서 제공하는 자료를 가공하여 사용한다.

[표 1]은 본 연구에서 사용한 표본을 취득·처분과 목적별로 구분한 것이다.²⁾ 부동산 취득 표본의 경우 총 585건 중 경영활동을 위한 취득 건수가 439건(약 75%)로 다수 기업들이 경영활동을 위해 부동산을 취득하고 있다. 반면, 처분 표본은 재무활동을 위한 표본수가 317건(약 57%)로 주로 유동성 확보 또는 재무구조 개선을 위해 부동산을 처분하고 있다.

표 1. 부동산 취득 및 처분현황

	취득	처분	합계
경영활동	439	128	567
재무활동	-	317	317
기타	146	115	261
합계	585	560	1,145

2) 기업은 다양한 사유로 부동산을 취득 또는 처분하는데, 큰 범주에서 볼 때 경영활동 및 재무활동 그리고 기타 사유로 구분해 볼 수 있다. 여기서 경영활동은 공장신축, 사업다각화, 생산설비확충, 경영합리화를 위한 목적으로 부동산을 취득·처분한 경우이고, 재무활동은 유동성 확보, 차입금상환 등을 위해 부동산을 취득·처분한 경우이다. 그리고 계열사현물출자, 사옥이전, 정부매각 등을 공시한 경우는 경영활동 및 재무활동과 직접적인 관련성이 낮으므로 기타유형으로 구분한다.

본 연구대상 표본의 부동산 취득 및 처분 목적별 현황이다.

2. 연구방법

2.1 단기 및 장기성과 측정

부동산 취득 및 처분 공시일 전·후의 공시효과(단기 성과)를 검증하기 위해 식 (1)의 시장모형(market model)을 토대로 분석을 실시한다. 식 (1)에서 $R_{i,t}$ 는 t 일의 i 기업 주식수익률이고, $R_{m,t}$ 는 t 일의 시장수익률로 각각 유가증권(KOSPI) 및 코스닥(KOSDAQ) 지수 수익률을 의미한다. 한편, 시장모형 적용을 위한 식 (1)의 모수(α , β) 추정 기간은 공시일 이전 250일부터 공시일 이전 41일까지의 기간을 이용한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha + \beta R_{m,t}) \quad (1)$$

다음으로 식 (1)을 토대로 부동산 취득 및 처분 공시일 전·후의 일별 초과수익률인 AR (Abnormal Return)을 계산한 후, 식 (2)와 같이 공시일 -10일부터 +10일까지에 대하여 기간을 세분화하여 누적초과수익률 CAR 을 계산한다.

$$CAR(t1, t2)_i = \sum_{t=t1}^{t2} AR_i \quad (2)$$

한편, 본 연구의 주요 목적인 부동산 취득 및 처분 공시일 이후의 장기성과 측정은 분석방법에 따라 상이한 결과가 나타날 가능성이 있다. 따라서 장기성과 분석에 적합한 요인모형(factor model)을 이용하여 분석한다. 이를 위해 $CAPM$ (Capital Asset Pricing Model)과 함께 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용하여 [5] 공시일 이후 1년 및 2년 동안의 장기성과를 분석한다.³⁾

3) 자산가격결정모형(Asset Pricing model)은 시장요인만을 고려한 $CAPM$ 이외에 기업규모 및 장부가/시가요인을 반영한 3요인 모형, 3요인 모형에 모멘텀(momentum) 요인을 추가한 Carhart(1997)의 4요인 모형[13], 유동성(liquidity) 요인을 고려한 4요인 모형, Chen et al.(2011)의 대안 3요인 모형(투자액, 자기자본이익률 고려)[14]

우선 식 (3)은 CAPM 모형을 실증분석하기 위한 식으로 $R_{f,t}$ 는 1년물 통안증권수익률을 일별로 환산한 것이다.⁴⁾ 또한 시장수익률의 대용치 R_m 은 식 (1)과 동일하게 각각 유가증권 및 코스닥지수 수익률을 이용한다. 식 (3)의 CAPM 모형을 이용한 i 기업의 장기성과는 공시일 이후 250일(1년)과 500일(2년)의 기간에 대해 각각 추정된 절편(α)에 250과 500을 곱하여 계산한다.⁵⁾

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma_i \epsilon_t \quad (3)$$

다음으로 식 (4)는 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용하여 장기성과를 분석하는 방법이다[5]. 여기서 *SMB*는 기업규모 요인에 의한 포트폴리오 수익률 차이이고, *HML*은 장부가/시가 요인에 의한 포트폴리오 수익률 차이를 의미한다. 실증분석을 위해 Fama and French(1993)의 방법론에 따라 기업규모 및 장부가/시가 포트폴리오를 구성하였는데[5], 구체적인 포트폴리오 구성방법은 다음과 같다.⁶⁾

우선 매년 6월 말의 시가총액(market capitalization)을 기준으로 상위 50%(B) 및 하위 50%(S) 2개의 포트폴리오를 구성한다. 그리고 전년도 12월 말의 장부가/시가 비율을 기준으로 상위(H) 30%, 중위(M) 40%, 하위(L) 30%로 구분하여 3개의 포트폴리오를 구성한다. 이후 기업규모 및 장부가/시가 기준으로 구성된 포트폴리오를 상호 교차하여 총 6개의 포트폴리오(S/L, S/M,

S/H, B/L, B/M, B/H)를 구성한다. 이후 기업규모 요인에 의한 포트폴리오 수익률 차이는 소형주 포트폴리오(S/L, S/M, S/H)의 수익률 평균에서 대형주 포트폴리오 수익률(B/L, B/M, B/H) 평균을 차감하여 *SMB*를 계산한다. 또한, 장부가/시가 요인에 의한 포트폴리오 수익률 차이는 높은 장부가/시가 비율 포트폴리오(S/H, B/H)의 평균수익률에서 낮은 장부가/시가 비율 포트폴리오(S/L, B/L)의 평균수익률을 차감하여 *HML*을 계산한다. 그런데 이와 같은 포트폴리오 수익률의 평균은 동일가중평균(equally-weighted) 수익률 및 가치가중평균(value-weighted) 수익률로 계산이 가능하다. 실제, Fama and French(1993)은 기업 규모와 관련된 수익률 변화를 최소화하기 위해 가치가중평균 수익률 계산을 제안하고 있다[11]. 따라서 *SMB* 및 *HML* 계산 시 동일가중평균 뿐만 아니라 일별 시가총액을 이용한 가치가중평균 수익률도 고려하여 연구결과의 신뢰성을 높이고자 한다.

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i (R_{m,t} - R_{f,t}) + \gamma_i SMB_t + \delta_i HML_t + \epsilon_t \quad (4)$$

2.2 회귀분석 모형

여타 변수들을 통제한 상황에서 부동산 취득 및 처분이 기업가치에 영향을 미치는지를 분석하기 위해 다음의 식 (5)와 같은 회귀분석 모형을 설정한다. 부동산 취득이나 처분이 기업가치에 영향을 미친다면, 취득 또는 처분금액 수준에 따라 상이한 영향을 미칠 가능성이 있다. 따라서 식 (5)에서 주요 설명변수는 취득 또는 처분금액을 전년도 말 총 자산으로 나누어 표준화 한 *AMT* 변수를 이용한다. 그리고 식 (5)에서 종속변수는 CAPM 모형과 Fama and French(1993)의 3요인 모형(동일 및 가치가중)을 이용하여[5] 추정된 부동산 취득 및 처분일 이후 2년 동안의 장기성과이다.

한편, 통제변수(control variables)는 이해영, 조명호(2009), 최영상(2013), 강원철, 고성수(2016), 황선규 외 2인(2016)의 연구를 토대로 선정한다[1-3][12]. 식 (5)부터 식 (7)에서 사용한 통제변수는 다음과 같다. *OWNCRE*

등 다양한 모형이 존재한다. 그러나 4요인 모형을 이용한 국내 자본 시장의 장기성과 검증의 경우에는 혼재된 결과가 나타나고 있다. 따라서 장기성과 검증에 주로 활용되는 전통적인 CAPM 모형과 Fama and French(1993)의 3요인 모형을 이용하여 분석한다.

4) 기존연구에서 무위험수익률 대용치(proxy)는 CD91일물 수익률, 364일물 통안증권수익률, 3년 국고채수익률 등을 주로 이용한다.

5) 식 (3)의 CAPM 모형과 식 (4)의 3요인 모형은 일별(daily) 자료를 이용한다. 따라서 해당 모형에서 추정된 절편(α)은 특정기간(1년 또는 2년) 동안의 일별 초과수익률을 의미하므로, 모형에서 추정된 절편에 추정기간의 거래일을 곱하여 장기성과를 추정할 수 있다. 본 연구는 1년은 250 거래일로, 2년은 500 거래일로 가정한다.

6) 포트폴리오 구성 시 생존편의(survival bias)가 발생할 수 있다. 그러나 김석진, 김지영(2000)과 윤상용 외 3인(2009) 연구에서 생존편의 문제는 크지 않음을 보고하여 2016년 7월 기준으로 생존해 있는 기업들을 이용하여 기업규모 요인 및 장부가/시가 요인을 산출한다 [11][15].

는 기업의 소유부동산으로 부동산 중 토지, 건설 중인 자산, 건물 및 부속설비, 구축물의 합계를 총자산으로 나누어 표준화 한 것이다. *INVESTCRE*는 투자부동산으로 투자자산 중 토지 및 건물 그리고 기타 투자부동산의 합계를 총자산으로 나눈 것이다. 또한 기업의 현금흐름 수준을 통제하기 위한 *OCF*는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 것이고, 기업규모 통제를 위한 *ASSET*는 총자산을 의미한다. *MB*는 보통주 발행주식수×전년도 말 주가를 자기자본 장부가치로 나눈 것이고, 수익성 지표인 *ROA*는 영업이익을 총자산으로 나눈 것이다. 그리고 부채비율 *LEV*는 총부채를 총자본으로 나눈 것이고, 연구개발비 수준을 고려하기 위한 *CAPEX*는 연구개발비를 총자산으로 나누어 표준화한 것이다. 또한 지분구조를 고려하기 위한 *OWN*은 최대주주 및 특수관계인 지분율이다. 한편, 기업 업력을 통제하기 위한 *AGE*는 부동산 취득 또는 처분 공시연도에서 설립연도를 차감한 것이다. 그리고 시장상황의 통제를 위한 *KOSPI*는 유가증권시장 소속기업은 '1'의 값을, 코스닥시장 소속기업은 0의 값을 갖는다. 추가적으로 연도효과 및 산업효과를 통제하기 위해 연도(YEAR) 및 산업(INDUSTRY) 더미변수를 이용하는데, 산업더미는 한국표준산업분류(KSIC)의 중분류를 기준으로 한다.

$$CAPM_i = \alpha_i + \beta_1 AMT_i + Control Var. \quad (5)$$

$$(FFEW_i)$$

$$(FFVW_i)$$

다음으로 부동산 취득표본을 대상으로 취득목적과 취득금액이 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하기 위해 식 (6)과 같은 회귀모형을 설정한다. 종속변수는 식 (5)와 같다. 식 (6)에서 *BUSINESS*는 부동산 취득목적이 경영활동과 관련되어 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 '0'의 값을 갖는다. 그리고 식 (5)와 동일하게 *AMT*는 부동산 취득금액이며, 취득목적과 취득금액의 교호작용(interaction effects)을 검증하기 위해 *BUSINESS*×*AMT* 교호항을 추가적으로 이용한다.

$$CAPM_i = \alpha_i + \beta_1 BUSINESS_i + \beta_2 AMT_i \quad (6)$$

$$(FFEW_i) + \beta_3 BUSINESS_i \times AMT_i + Control Var$$

$$(FFVW_i)$$

마지막으로 부동산 처분표본을 대상으로 처분목적과 처분금액이 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석하기 위해 식 (7)의 모형을 설정한다. 종속변수는 식 (5)와 같다. 식 (7)에서 *BUSINESS*는 부동산 처분목적이 경영활동과 관련 있으면 '1'의 값을, 그렇지 않으면 '0'의 값을 갖는다. 그리고 *FINANCIAL*은 부동산 처분목적이 재무활동과 관련 있으면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 또한, 식 (6)과 동일하게 부동산 처분목적과 처분금액의 상호작용 효과를 고려하기 위해 *BUSINESS*×*AMT* 및 *FINANCIAL*×*AMT*의 교호항을 추가적으로 이용한다.

$$CAPM_i = \alpha_i + \beta_1 BUSINESS_i + \beta_2 FINANCIAL_i$$

$$+ \beta_3 AMT_i + \beta_4 BUSINESS_i \times AMT_i$$

$$(FFEW_i) + \beta_5 FINANCIAL_i \times AMT_i$$

$$(FFVW_i) + Control Var \quad (7)$$

만약 기업의 부동산 취득 및 처분금액 수준이 장기성과에 유의미한 영향을 미친다면, 식 (5)의 *AMT*는 유의적인 값을 보일 것이다. 그리고 취득 및 처분목적에 따라 상이한 장기성과를 보인다면 *BUSINESS* 및 *FINANCIAL*은 유의적인 양(+) 또는 음(-)의 값을 기대할 수 있다. 추가적으로 취득 및 처분목적별로 취득·처분 금액이 상이한 영향을 미친다면 관련 교호항 또한 유의적인 값으로 나타날 것이다.

IV. 실증분석 결과

[표 2]는 본 연구에서 사용한 주요변수들의 측정방법이다. CAR(-1, +1)은 식 (1)의 시장모형을 이용하여 계산한 부동산 취득 및 처분 공시일 전·후 3일 동안의 누적초과수익률이다. 그리고 *CAPM*은 식 (3)을 이용한 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률이며, *FFEW*

와 *FFVW*는 각각 식 (4)의 3요인 모형을 이용하여 계산한 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률을 의미한다. 한편 본 연구의 주요 변수인 *AMT*는 부동산 취득 및 처분금액을 총 자산으로 나누어 표준화 한 것이며, *CRE*는 부동산 취득기업의 경우 '1'의 값을, 처분기업의 경우 '0'의 값을 갖는다.

표 2. 변수설명
본 연구에서 사용된 변수들의 설명이다.

구분	변수	변수설명
종속 변수	CAR(-1,+1)	부동산 취득·처분 공시일 전·후 3일 동안의 누적초과수익률
	CAPM	CAPM 모형을 이용한 취득·처분 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률
	FFEW	3요인 모형(동일가중) 이용한 취득·처분 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률
	FFVW	3요인 모형(가치가중) 이용한 취득·처분 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률
설명 변수	AMT	부동산 취득 및 처분금액 / 총자산
통제 변수	CRE	부동산 취득기업은 1, 처분기업은 0
	OWNCRE	소유부동산(유형자산 중 토지+건설중인 자산+건물 및 부속설비+구축물) / 총자산
	INVESTCRE	투자부동산(투자자산 중 토지+건물+기타 투자부동산) / 총자산
	OCF	영업현금흐름 / 총자산
	ASSET(억원)	총자산
	MB	(보통주 발행주식수×전년도 말 주가) / 자기자본 장부가치
	ROA	영업이익 / 총자산
	LEV	총부채 / 총자본
	CAPEX	연구개발비 / 총자산
	OWN	최대주주 및 특수관계인 지분율
	AGE	취득 또는 처분 공시연도 - 설립연도
	KOSPI	유가증권시장 기업은 1, 코스닥시장 기업은 0
	YEAR	연도더미변수
	INDUSTRY	산업더미변수

[표 3]은 본 연구에서 사용한 주요변수들의 기초통계량이다. *CAR*(-1, +1)의 평균은 0.0036으로 부동산 취득 및 처분기업은 공시일에 양(+)의 증가반응이 나타난다. 하지만 공시일 이후 2년 동안을 분석한 경우에는 상이한 결과가 나타난다. *CAPM*, *FFEW*, *FFVW* 모두에서 평균은 각각 -0.0541과, -0.1448 그리고 -0.2084로 공시일의 증가반응과 차별적으로 장기적으로는 음(-)의 초과수익이 나타나고 있다.

한편, 기업의 부동산 취득 또는 처분의 평균은 0.1587로 평균적으로 총 자산 대비 15%의 부동산을 취득하거나 처분하고 있다. 그리고 *OWNCRE* 평균은 0.3127,

*INVESTCRE*는 0.0111로 기업의 부동산 보유 중 대다수는 소유부동산을 차지하고 있다.

표 3. 기초통계량

CAR(-1,+1)은 부동산 취득 및 처분 공시일 전·후 3일 동안의 누적초과수익률로 시장모형을 이용한 것이다. *CAPM*은 *FFEW* 그리고 *FFVW*은 부동산 취득 및 처분 공시일 이후 2년 동안의 장기성과로, 각각 *CAPM*모형과 Fama and French(1993)의 동일가중 및 가치가중 3요인모형을 이용한 것이다. *AMT*는 부동산 취득 및 처분 금액을 총자산으로 나눈 것이고, *CRE*는 부동산 취득기업은 1, 처분기업은 0의 값을 갖는다. *OWNCRE*는 소유부동산을 총자산으로 나눈 것이며, *INVESTCRE*는 투자부동산을 총자산으로 나눈 수치이다. *OCF*는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 것이며, *ASSET*은 총자산을 의미한다. *MB*는 보통주 발행주식수×전년도 말 주가를 자기자본 장부가치로 나눈 것이며, *ROA*는 영업이익을 총자산으로 나눈 것이다. 그리고 *LEV*는 총부채를 총자본으로 나눈 것이며, *CAPEX*는 연구개발비를 총자산으로 나눈 것이다. *OWN*은 최대주주 및 특수관계인 지분율을 의미하며, *AGE*는 부동산 취득 또는 처분 공시연도에서 설립연도를 차감한 수치이다. *KOSPI*는 유가증권시장 소속기업은 1의 값을, 코스닥시장 소속기업은 0의 값을 갖는다.

	N	Mean	Median	St. Dev	Max	Min
CAR(-1,+1)	1,145	0.0036	0.0006	0.0361	0.1866	-0.2231
CAPM	1,145	-0.0541	-0.0298	0.7558	2.1355	-4.6557
FFEW	1,145	-0.1448	-0.1227	0.7544	2.3161	-4.6184
FFVW	1,145	-0.2084	-0.1227	0.7544	2.2401	-4.9262
AMT	1,145	0.1587	0.1256	0.1289	0.9365	0.0034
CRE	1,145	0.51	1.00	0.50	1.00	0.00
OWNCRE	1,145	0.3127	0.2936	0.1819	0.8276	0.0045
INVEST-CRE	1,145	0.0111	0.0000	0.0432	0.3616	0.0000
OCF	1,145	0.0427	0.0426	0.0855	0.2518	-0.2228
ASSET(억원)	1,145	5321.96	768.25	37655.41	982499.27	76.33
MB	1,145	1.1791	0.9144	0.9544	5.6458	0.0763
ROA	1,145	0.0407	0.0420	0.0837	0.2936	-0.3146
LEV	1,145	1.0409	0.7116	1.2387	16.1828	0.0455
CAPEX	1,145	0.0225	0.0106	0.0299	0.1587	0.0000
OWN	1,145	0.4029	0.3869	0.1615	0.8000	0.0497
AGE	1,145	25.2751	22.0000	15.0129	89.0000	1.0000
KOSPI	1,145	0.38	0.00	0.49	1.00	0.00

4.1 부동산 취득 및 처분과 공시효과

본 절에서는 부동산 취득 및 처분에 공시에 따른 단기 공시효과에 대해 검증한다. [표 4]는 식 (1)의 시장모형을 이용하여, 공시일 이전 10일과 공시일 이후 10일 동안에 대한 증가반응에 대해 분석한 결과이다. Panel A는 부동산 취득 그리고 Panel B는 부동산 처분의 결과이다.

표 4. 공시일 전·후의 초과수익률
시장모형을 이용한 부동산 취득 및 처분 공시일 전·후의 누적초과수익률 CAR의 분석결과이다. []은 t값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	전체	경영활동	재무활동	기타
Panel A: 취득				
CAR (-10,-1)	0.0024 [0.66]	0.0061 [1.43]		-0.0087 [-1.20]
CAR (-5,-1)	0.0034 [1.21]	0.0061 [1.85]*		-0.0045 [-0.79]
CAR (-1,+1)	0.0010 [0.73]	0.0013 [0.79]	-	0.0002 [0.08]
CAR (+1,5)	0.0014 [0.44]	0.0006 [0.17]		0.0039 [0.55]
CAR (+1,+10)	0.0019 [0.45]	0.0005 [0.10]		0.0064 [0.66]
Panel B: 처분				
CAR (-10,-1)	0.0195 [3.97]***	0.0157 [1.97]**	0.0214 [2.90]***	0.0186 [2.06]**
CAR (-5,-1)	0.0142 [3.87]***	0.0140 [2.09]**	0.0147 [2.74]***	0.0128 [1.95]*
CAR (-1,+1)	0.0052 [3.20]***	0.0049 [1.51]	0.0045 [1.97]**	0.0076 [2.48]**
CAR (+1,5)	-0.0066 [-1.73]*	-0.0104 [-1.56]	-0.0102 [-1.82]*	0.0076 [1.10]
CAR (+1,+10)	-0.0114 [-2.13]**	-0.0114 [-1.21]	-0.0146 [-1.82]*	-0.0024 [-0.27]

우선 Panel A의 취득표본을 대상으로 한 분석결과를 보면, 전체를 대상으로 한 경우와 취득목적 경영활동과 기타로 구분한 경우 모두에서 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 전체표본의 CAR(-1, +1)은 0.0010으로 양(+)으로 나타나지만 유의적이지 않으며, 공시일 이후 기간을 5일이나 10일로 확장하는 경우에도 양(+)의 누적초과수익이 나타나지만 유의적이지는 않다. 따라서 기업의 부동산 취득공시에 따른 차별적인 추가반응은 나타나지 않고 있다.

반면, Panel B의 부동산 처분표본을 대상으로 한 경우에는 차별적인 결과를 보인다. 전체 표본의 CAR(-1, +1)은 0.0052로 유의적인 양(+)이 나타나며, 해당 결과는 특히 처분 목적으로 구분한 경우에서 재무활동과 기타의 경우에 유의적인 결과를 보인다.

또한, 해당 결과는 공시일 이전 5일과 공시일 이전 10일의 결과에서도 유의적인 양(+)의 결과를 보인다. 따라서 부동산 처분 표본의 경우에는 공시일 뿐만 아니라 공시일 이전부터 유의적인 추가반응이 나타나고 있다.

이는 김지수, 최정호(1995)의 연구와 유사한데, 그들의 연구에 의하면 부동산 처분의 공시일 이전에도 유의적인 추가반응이 나타나며 이는 정보의 사전유출로 인해 발생한다는 결과를 제시하고 있다. 한편, 전체 표본에서 공시일 이후 5일과 10일로 기간을 확장하는 경우 음(-)의 추가반응이 나타난다. 따라서 공시일 이전부터 발생한 양(+)의 추가반응이 반락하고 있으며 부동산 처분에 따른 공시효과는 공시일 이후에도 지속되어, 향후 부동산 처분에 따른 장기성과는 하락할 가능성이 있다.

4.2 공시일 이후의 장기성과 분석

[표 5]는 식 (3)과 식 (4)의 CAPM 및 Fama and French(1993) 3요인 모형을 이용하여[5], 부동산 취득 및 처분 공시일 이후의 장기 추가성과를 분석한 결과이다. Panel A는 취득표본에 대한 1년 동안의 누적초과수익을 분석한 결과이고, Panel B는 취득표본의 2년 동안의 추가성과를 분석한 것이다. 그리고 Panel C와 Panel D는 처분표본을 대상으로 한 공시일 이후 1년과 2년의 누적초과수익률을 분석한 결과이다.

우선 Panel A의 분석결과를 보면, 부동산을 취득한 전체표본의 경우 CAPM이나 FFEW에서 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 반면 FFEW로 계산한 공시일 이후 1년 동안의 누적초과수익은 -0.0479로 유의적인 음(-)의 값으로 나타난다. 한편 취득 목적을 각각 경영활동과 기타로 구분하는 경우에도 유사한 결과를 보인다. 전체적으로 FFEW는 유의적이긴 하지만, 다른 모형을 이용한 경우 유의적이지 않아 부동산 취득 공시일 이후 1년 동안에 유의적인 추가 반응이 있다고 해석하기에 한계가 있다. 반면 Panel B의 분석에서는 상이한 결과가 나타난다. 취득공시일 이후 2년을 대상으로 한 경우 전체표본에서 FFEW는 -0.0788, FFEW는 -0.1196으로 유의적인 음(-)의 값을 보이며, 경영활동과 기타 취득목적 모두에서 일관된 결과가 나타난다. 따라서 기업의 부동산 취득 이후 장기성과는 하락하고 있다. 해당 결과는 부동산 취득에 따른 가치증대 보다는 기업가치 하락으로 해석 가능하며, 이는 전통적인 대리인이론(agency problem)이나 잉여현금흐름가설(free cash flow)로 설명 가능하다. 기업 경영자는 주주

의 이익보다는 본인의 이익을 위해 행동하게 되며, 기업가치 극대화 보다는 단순히 기업규모 확장 등 본인의 보수나 명성을 위해 의사결정을 행하므로 장기적으로 기업가치는 하락할 수 있다. 또한 잉여현금흐름 가설 하에, 부동산 투자의 순현재가치(net present value)가 음(-)이라 할지라도, 경영자의 이해에 부합하는 투자의 사결정을 행함으로써 향후 기업가치에 부정적인 영향을 주게 된다. 따라서 부동산 취득 이후 음(-)의 장기성과는 관련 가설로 설명 가능하다.

다음으로 부동산 처분을 보면 Panel C 에서, 전체표본의 경우 *CAPM*이나 *FFEW*, *FFVW* 모두 일관적인 결과를 보인다. 부동산 처분 공시일 이후 1년 동안의 누적초과수익은 각각 -0.0606, -0.0907, -0.1417로 유의적인 음(-)의 값을 보인다. 취득 목적별로 구분한 경우 해당 결과는 주로 경영활동, 재무활동으로 부동산을 처분한 표본에서 유의적인 결과를 보인다. 기타 목적의 처분을 제외한 표본 모두에서 유의적인 음(-)의 값으로 나타나, 기업의 부동산 처분 이후 1년 동안의 주가는 하락하고 있다. 이는 Panel D의 공시일 이후 1년을 대상으로 한 분석에서도 유사한 결과를 보인다. 전체 표본에서 *CAPM*은 -0.1033, *FFEW*는 -0.2138 그리고, *FFVW*는 -0.3012로 유의적인 음(-)으로 나타나며, 경영활동과 재무활동 그리고 기타 취득목적 표본 모두에서 동일한 결과를 보이고 있다. 따라서 [표 4]와 같이 기업의 부동산 처분 공시에 따른 공시효과는 유의적인 양(+)으로 나타나지만, 장기적으로 볼 때 기업가치는 하락하고 있다.

부동산 처분에 따른 음(-)의 효과는 기업의 재무적 곤경 또는 신호효과(signaling effect)로 설명해 볼 수 있다[4]. 기업의 보유 자산을 매각하는 경우 해당 자산의 본질가치보다 할인된 가격에 처분할 가능성이 있으므로, 기업의 현금수지가 악화되어 재무적 곤경에 처할 수 있음을 의미한다. 또한, 부동산 처분으로 인해 기업의 생산 활동은 축소될 수 있으므로 부동산 처분 의사결정은 기업의 사적정보가 악화된다는 신호 역할을 수행하게 된다. 따라서 부동산 처분에 따른 기업가치의 감소는 해당 가설에 기인하여 발생한 것으로 추론해 볼 수 있다.

표 5. 공시일 이후의 장기성과
부동산 취득 및 처분 공시일 이후의 장기성과를 분석한 결과이다. *CAPM*과 *FFEW* 그리고 *FFVW*은 각각 *CAPM*모형과 Fama and French(1993)의 동일가중 및 가치가중 3요인 모형을 이용한 것이다. []은 t값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	전체	경영활동	재무활동	기타
Panel A: 취득(공시일 이후 1년)				
CAPM	0.0033 [0.15]	0.0081 [0.33]		-0.0112 [-0.27]
FFEW	-0.0198 [-0.95]	-0.0146 [-0.60]	-	-0.0356 [-0.87]
FFVW	-0.0479 [-2.28]**	-0.0391 [-1.60]		-0.0744 [-1.82]*
Panel B: 취득(공시일 이후 2년)				
CAPM	-0.0069 [-0.24]	0.0007 [0.02]		-0.0298 [-0.58]
FFEW	-0.0788 [-2.73]***	-0.0727 [-2.10]**	-	-0.0971 [-1.92]*
FFVW	-0.1196 [-4.12]***	-0.1088 [-3.13]***		-0.1522 [-2.98]***
Panel C: 처분(공시일 이후 1년)				
CAPM	-0.0606 [-2.71]***	-0.0638 [-1.61]	-0.064 [-2.01]**	-0.0474 [-1.02]
FFEW	-0.0997 [-4.67]***	-0.0837 [-2.15]**	-0.1186 [-3.96]***	-0.0655 [-1.40]
FFVW	-0.1417 [-6.62]***	-0.1284 [-3.26]***	-0.1673 [-5.58]***	-0.0862 [-1.88]*
Panel D: 처분(공시일 이후 2년)				
CAPM	-0.1033 [-3.00]***	-0.1306 [-2.10]**	-0.1173 [-2.32]**	-0.0346 [-0.55]
FFEW	-0.2138 [-6.29]***	-0.2383 [-4.10]***	-0.2378 [-4.77]***	-0.1202 [-1.83]*
FFVW	-0.3012 [-8.69]***	-0.3298 [-5.40]***	-0.3405 [-6.76]***	-0.1608 [-2.40]**

4.3 부동산 취득 및 처분 금액과 장기성과의 관련성

본 절에서는 부동산 취득 및 처분 표본을 대상으로 취득 또는 처분 금액에 따라 향후 장기성과에 영향을 미치는지 검증한다. 분석을 위한 모형은 식 (5)와 같다. 종속변수는 각각 *CAPM*과 *FFEW* 그리고 *FFVW*로 추정된 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률을 이용한 것이다.⁷⁾

분석결과를 보면, 우선 모형 (1)~모형 (3)의 취득표본을 대상으로 한 *ATM* 계수는 모두 유의적인 음(-)으로 나타난다. *CAPM*을 이용한 경우에 *AMT* 계수

7) 회귀분석에 있어 변수 간 상관관계가 높으면 다중공선성(multicollinearity) 문제가 발생할 수 있다. 따라서 변수들의 상관관계를 분석하였는데 전체적으로 상관계수가 낮게 나타나 다중공선성 문제는 미미한 것으로 판단된다.

는 -0.623으로 나타나며, *FFVW*을 이용한 경우에도 -0.636으로 나타난다. 따라서 기업의 부동산 취득금액이 증가할수록 향후 장기성과는 감소하고 있다.

이는 [표 5]에서 설명한 바와 같이 대리인 문제 또는 잉여현금흐름을 이용한 과다투자문제에 (overinvestment) 기인하여 발생한 결과일 수 있다. 경영자는 주주보다는 본인의 명성을 높이기 위해 기업규모 확장 차원에서 부동산을 취득할 가능성이 있으며, 기업의 잉여현금흐름을 경제성이 낮은 투자안에 투자함으로써 기업가치는 하락할 수 있다. 즉, [표 4][표 5]

의 결과를 종합하면 기업의 부동산 취득은 대리인 가설로 설명 가능하며 향후 기업가치가 악화되는 결과를 보이고 있다. 반면 부동산 처분의 경우에는 *CAPM*과 *FFEW* 그리고 *FFVW*를 이용한 모든 분석에서 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 따라서 김지수, 최정호 (1995)의 연구결과와 동일하게[4] 부동산 처분의 경우에는 처분사건 자체만이 향후 장기성과에 영향을 미칠 뿐 처분금액 수준은 기업가치와 관련성이 낮게 나타나고 있다.

표 6. 부동산 취득 및 처분 금액과 장기성과

종속변수인 *CAPM*은 *FFEW* 그리고 *FFVW*은 각각 부동산 취득 및 처분 공시일 이후 2년 동안의 장기성과로, *CAPM* 모형과 Fama and French(1993)의 동일가중 및 가치가중 3요인 모형을 이용한 것이다. *AMT*는 부동산 취득 및 처분 금액을 총자산으로 나눈 것이고, *OWNCRE*는 소유부동산을 총자산으로 나눈 것이며, *INVESTCRE*는 투자부동산을 총자산으로 나눈 수치이다. *OCF*는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 것이며, *ASSET*은 총자산을 의미한다. *MB* 보통주 발행주식수×전년도말 주가를 자기 자본 장부가치로 나눈 것이며, *ROA*는 영업이익을 총자산으로 나눈 것이다. 그리고 *LEV*는 총부채를 총자본으로 나눈 것이며, *CAPEX*는 연구개발비를 총자산으로 나눈 것이다. *OWN*은 최대주주 및 특수관계인 지분율을 의미하며, *AGE*는 부동산 취득 또는 처분 공시연도에서 설립연도를 차감한 수치이다. *KOSIP*는 유가증권시장 소속기업은 1을, 코스닥시장 소속기업은 0의 값을 갖는다. []은 t값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	취득			처분		
	(1) CAPM	(2) FFEW	(3) FFVW	(4) CAPM	(5) FFEW	(6) FFVW
INTERCEPT	-0.440 [-0.37]	-2.055 [-1.67] *	-2.133 [-1.77] *	-0.921 [-0.79]	-2.271 [-1.96] *	-2.179 [-1.88] *
AMT	-0.623 [-2.13] **	-0.636 [-2.12] **	-0.542 [-1.85] *	0.355 [1.25]	0.448 [1.59]	0.230 [0.82]
OWNCRE	0.126 [0.54]	0.142 [0.59]	0.077 [0.33]	-0.531 [-2.17] **	-0.511 [-2.10] **	-0.426 [-1.75] *
INVESTCRE	0.906 [0.60]	1.265 [0.82]	0.738 [0.49]	1.557 [1.80] *	1.176 [1.37]	1.084 [1.26]
OCF	-0.463 [-1.06]	-0.751 [-1.68] *	-0.524 [-1.20]	0.711 [1.32]	0.423 [0.79]	0.562 [1.05]
ln(ASSET)	0.022 [0.54]	0.079 [1.88] *	0.082 [1.99] **	0.023 [0.59]	0.066 [1.74] *	0.064 [1.68] *
MB	-0.170 [-4.66] ***	-0.136 [-3.65] ***	-0.146 [-4.00] ***	-0.233 [-4.96] ***	-0.154 [-3.32] ***	-0.200 [-4.29] ***
ROA	0.463 [0.92]	0.731 [1.41]	0.547 [1.08]	0.459 [0.84]	0.689 [1.27]	0.589 [1.08]
LEV	-0.030 [-0.55]	-0.070 [-1.27]	-0.068 [-1.25]	-0.054 [-2.07] **	-0.051 [-1.97] **	-0.047 [-1.82] *
CAPEX	1.630 [1.40]	2.170 [1.81] *	1.878 [1.61]	3.307 [2.02] **	4.974 [3.07] ***	4.273 [2.63] ***
OWN	0.595 [2.69] ***	0.552 [2.43] **	0.592 [2.67] ***	0.707 [3.11] ***	0.817 [3.62] ***	0.739 [3.27] ***
ln(AGE)	-0.006 [-0.11]	-0.033 [-0.52]	-0.028 [-0.45]	0.065 [0.91]	0.038 [0.54]	0.077 [1.10]
KOSPI	-0.096 [-1.04]	-0.164 [-1.72] *	-0.381 [-4.09] ***	-0.114 [-1.12]	-0.182 [-1.79] *	-0.398 [-3.92] ***
YEAR	Include	Include	Include	Include	Include	Include
INDUSTRY	Include	Include	Include	Include	Include	Include
No. of Obs.	585	585	585	560	560	560
F-value	1.56 ***	1.39 ***	1.69 ***	2.21 ***	2.16 ***	2.38 **
Adj. R2	0.1012	0.0724	0.1222	0.2121	0.2048	0.2339

4.4 부동산 취득 및 처분목적과 장기성과의 관련성

본 절에서는 부동산 취득 또는 처분 목적으로 구분하여 장기성과에 관련성이 있는지를 검증한다. 분석을 위한 모형은 식 (6) 및 식 (7)과 같다. 종속변수는 각각 CAPM과 FFEW 그리고 FFVW로 추정된 공시일 이후 2년 동안의 누적초과수익률을 이용한 것이다.

[표 기]는 부동산 취득표본을 대상으로 한 분석결과이다. 분석결과를 보면 모형 (1)~모형 (3) 모두에서 BUSINESS 계수는 유의적인 결과가 나타나지 않고 있다. 따라서 경영활동을 위해 부동산을 취득하는 경우와 기타 목적으로 부동산을 취득하는 경우의 장기성과는 차별적인 결과가 나타나지 않는다. 반면 모형 (4)~모형 (6)의 취득목적과 취득금액의 교호항에서는 유의적인

결과가 나타난다. CAPM과 FFEW 그리고 FFVW 을 이용한 모든 경우에서 BUSINESS×AMT 계수는 각각 -0.602, -0.605, -0.582로 유의적인 음(-)의 값을 보인다. 따라서 경영활동 목적으로 부동산을 취득하는 기업의 경우에 취득금액이 증가할수록 향후 추가성과는 보다 하락하고 있다. 전체적으로 부동산 취득목적별로 구분한 경우에서 경영활동을 위한 취득 목적과 무관하게 향후 기업가치는 하락하며, 경영활동 취득 목적의 경우 취득금액이 증가할수록 추가성과는 더 많이 하락한다. 즉, 부동산 취득에 따른 장기성과는 대리인 관점에서 접근 가능하여, 향후 기업가치가 하락하는 결과가 나타나고 있다.

표 7. 부동산 취득목적별 장기성과

종속변수인 CAPM은 FFEW 그리고 FFVW는 각각 부동산 취득 및 처분 공시일 이후 2년 동안의 장기성과로, CAPM 모형과 Fama and French(1993)의 동일가중 및 가치가중 3요인모형을 이용한 것이다. BUSINESS는 부동산 취득목적이 경영활동과 관련되면 1을 아니면 0의 값을 갖는다. AMT는 부동산 취득금액을 총자산으로 나눈 것이고 OWNCRE는 소유부동산을 총자산으로 나눈 것이며, INVESTCRE는 투자부동산을 총자산으로 나눈 수치이다. OCF는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 것이며, ASSET은 총자산을 의미한다. MB는 보통주 발행주식수×전년도 말 주가를 자기자본 장부가치로 나눈 것이며, ROA는 영업이익을 총자산으로 나눈 것이다. 그리고 LEV는 총부채를 총자본으로 나눈 것이며, CAPEX는 연구개발비를 총자산으로 나눈 것이다. OWN은 최대주주 및 특수관계인 지분율을 의미하며, AGE는 부동산 취득 또는 처분 공시연도에서 설립연도를 차감한 수치이다. KOSIP는 유가증권시장 소속기업은 1을, 코스닥시장 소속기업은 0의 값을 갖는다. []은 t값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	(1) CAPM	(2) FFEW	(3) FFVW	(4) CAPM	(5) FFEW	(6) FFVW
INTERCEPT	-1.078 [-0.93]	-2.718 [-2.28] *	-2.698 [-2.32] **	-0.745 [-0.61]	-2.431 [-1.93] *	-2.244 [-1.83] *
BUSINESS	-0.059 [-0.78]	-0.050 [-0.64]	-0.043 [-0.56]	0.034 [0.37]	0.044 [0.46]	0.047 [0.50]
AMT				0.000 [-0.13]	0.000 [-0.28]	0.000 [0.29]
BUSINESS×AMT				-0.602 [-1.72] *	-0.605 [-1.69] *	-0.582 [-1.66] *
OWNCRE	0.148 [0.62]	0.159 [0.65]	0.092 [0.39]	0.162 [0.68]	0.171 [0.70]	0.112 [0.47]
INVESTCRE	1.053 [0.70]	1.405 [0.91]	0.858 [0.57]	0.939 [0.62]	1.286 [0.83]	0.762 [0.50]
OCF	-0.396 [-0.91]	-0.680 [-1.52]	-0.464 [-1.06]	-0.470 [-1.07]	-0.757 [-1.68] *	-0.527 [-1.20]
ln(ASSET)	0.046 [1.15]	0.103 [2.54] **	0.102 [2.59] ***	0.032 [0.75]	0.092 [2.08] **	0.084 [1.95] *
MB	-0.175 [-4.79] ***	-0.142 [-3.79] ***	-0.151 [-4.13] ***	-0.171 [-4.67] ***	-0.138 [-3.67] ***	-0.147 [-4.01] ***
ROA	0.411 [0.81]	0.674 [1.30]	0.499 [0.98]	0.473 [0.93]	0.735 [1.42]	0.562 [1.11]
LEV	-0.023 [-0.43]	-0.064 [-1.15]	-0.063 [-1.15]	-0.026 [-0.48]	-0.068 [-1.21]	-0.063 [-1.16]
CAPEX	1.727 [1.47]	2.287 [1.90] *	1.977 [1.68]	1.619 [1.38]	2.177 [1.81] *	1.874 [1.59]

OWN	0.574 [2.58] ***	0.528 [2.31] **	0.571 [2.56] **	0.587 [2.64] ***	0.540 [2.36] **	0.588 [2.64] ***
ln(AGE)	-0.003 [-0.06]	-0.030 [-0.48]	-0.025 [-0.41]	-0.006 [-0.09]	-0.033 [-0.52]	-0.027 [-0.44]
KOSPI	-0.120 [-1.29]	-0.188 [-1.96] *	-0.402 [-4.31]	-0.111 [-1.18]	-0.178 [-1.86] *	-0.391 [-4.19] ***
YEAR	Include	Include	Include	Include	Include	Include
INDUSTRY	Include	Include	Include	Include	Include	Include
No. of Obs.	585	585	585	585	585	585
F-value	1.51 ***	1.34 **	1.65 ***	1.52 ***	1.35 **	1.65 ***
Adj. R2	0.0936	0.0642	0.1163	0.0957	0.0664	0.1178

[표 8]은 부동산 처분표본을 대상으로 처분목적별로 구분한 분석결과이다. 분석결과를 보면 모형 (1)~모형 (3) 모두에서 *BUSINESS* 계수와 *FINANCIAL*는 유의적인 결과가 나타나지 않는다. 따라서 기업이 경영활동이나, 재무활동을 위해 부동산을 처분하는 경우와 기타 목적으로 부동산을 처분하는 경우의 장기성과는 차별적인 결과가 나타나지 않는다. 즉, 부동산 처분 목적과 무관하게 향후 기업가치는 하락하고 있다.

반면 모형 (4)~모형 (6)의 처분목적과 처분금액의 교호항을 고려한 경우에는 상이한 분석결과가 나타난다. *CAPM*과 *FFEW* 그리고 *FFVW*를 이용한 모든 경우에서 *BUSINESS*×*AMT* 계수는 각각 1.657, 1.553, 1.548로 유의적인 양(+)의 값을 보인다. 따라서 신사업 진출 등의 경영활동을 위한 재원조달 차원에서 부동산을 처분하는 기업의 경우에는 처분금액이 증가

할수록 향후 추가성고가 상승하고 있다. 반면, *FINANCIAL*×*AMT* 계수는 유의적인 결과가 나타나지 않아 기업이 유동성확보나 차입금 상환 등을 위해 부동산을 처분하는 경우에는 처분금액과 향후 기업가치는 관련성이 낮게 나타난다.

전체적으로 부동산 처분목적별로 구분한 경우에는 경영활동을 위한 부동산 처분의 경우에 처분금액이 증가할수록 향후 기업가치는 증가한다. 이는 기업이 새로운 투자기회를 위한 자금조달 시 기존의 경제성이 없는 부동산을 처분함으로써 기업가치가 개선될 수 있으며, 신사업 진출로 인해 영업성고가 증대됨에 따라 기업가치가 상승할 수 있다. 따라서 전반적으로 부동산 처분은 기업가치에 부정적인 영향을 미치지만, 경영활동을 위한 부동산 처분의 경우에는 처분 금액이 증가할수록 기업가치가 증가하고 있다.

표 8. 부동산 처분목적별 장기성고

종속변수인 *CAPM*은 *FFEW* 그리고 *FFVW*은 각각 부동산 취득 및 처분 공시일 이후 2년 동안의 장기성고로, *CAPM* 모형과 Fama and French(1993)의 동일가중 및 가치가중 3요인 모형을 이용한 것이다. *BUSINESS*는 부동산 처분목적에 경영활동과 관련 있으면 1을 아니면 0의 값을 갖는다. 그리고 *FINANCIAL*은 부동산 처분 목적이 재무활동과 관련되면 1의 값을, 아니면 0의 값을 갖는다. *AMT*는 부동산 처분금액을 총자산으로 나눈 것이고 *OWNCRE*는 소유부동산을 총자산으로 나눈 것이며, *INVESTCRE*는 투자부동산을 총자산으로 나눈 수치이다. *OCF*는 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 것이며, *ASSET*은 총자산을 의미한다. *MB* 보통주 발행주식수×전년도말 주가를 자기자본 장부가치로 나눈 것이며, *ROA*는 영업이익을 총자산으로 나눈 것이다. 그리고 *LEV*는 총부채를 총자본으로 나눈 것이며, *CAPEX*는 연구개발비를 총자산으로 나눈 것이다. *OWN*은 최대주주 및 특수관계인 지분율을 의미하며, *AGE*는 부동산 취득 또는 처분 공시연도에서 설립연도를 차감한 수치이다. *KOSIP*는 유가증권시장 소속기업은 1을, 코스닥시장 소속기업은 0의 값을 갖는다. []은 t값이고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

	(1) CAPM	(2) FFEW	(3) FFVW	(4) CAPM	(5) FFEW	(6) FFVW
INTERCEPT	-0.564 [-0.50]	-1.789 [-1.61]	-1.943 [-1.74] *	-0.999 [-0.75]	-2.243 [-1.70] *	-1.975 [-1.50]
BUSINESS	0.002 [0.02]	0.010 [0.09]	-0.008 [-0.07]	-0.240 [-1.72] *	-0.215 [-1.55]	-0.234 [-1.68] *
FINANCIAL	0.127 [1.25]	0.103 [1.02]	0.068 [0.68]	0.131 [1.13]	0.077 [0.67]	0.096 [0.83]

AMT				0.000 [0.04]	0.000 [0.17]	0.000 [0.54]
BUSINESS×AMT				1.657 [2.93] ***	1.553 [2.76] ***	1.548 [2.75] ***
FINANCIAL×AMT				0.006 [0.02]	0.187 [0.53]	-0.135 [-0.38]
OWNCRE	-0.463 [-1.91] *	-0.435 [-1.81] *	-0.383 [-1.59]	-0.503 [-2.05] **	-0.490 [-2.01] **	-0.400 [-1.64]
INVESTCRE	1.599 [1.85] *	1.257 [1.47]	1.120 [1.31]	1.667 [1.92] *	1.250 [1.45]	1.240 [1.44]
OCF	0.730 [1.35]	0.434 [0.81]	0.569 [1.06]	0.825 [1.53]	0.524 [0.98]	0.654 [1.22]
ln(ASSET)	0.008 [0.22]	0.048 [1.32]	0.055 [1.50]	0.023 [0.50]	0.064 [1.39]	0.054 [1.18]
MB	-0.229 [-4.87] ***	-0.153 [-3.28] ***	-0.198 [-1.87] *	-0.227 [-4.79] ***	-0.152 [-3.22] ***	-0.200 [-1.83] *
ROA	0.496 [0.90]	0.673 [1.24]	0.603 [1.11]	0.530 [0.97]	0.738 [1.36]	0.637 [1.17]
LEV	-0.057 [-2.15] **	-0.053 [-2.04] **	-0.049 [-1.04] *	-0.058 [-2.18] **	-0.053 [-2.02] **	-0.048 [-1.83] *
CAPEX	3.240 [1.98] **	4.955 [3.05] ***	4.238 [2.61] ***	2.742 [1.68] *	4.553 [2.80] ***	3.763 [2.31] **
OWN	0.731 [3.21] ***	0.844 [3.73] ***	0.756 [3.33] ***	0.746 [3.26] ***	0.842 [3.70] ***	0.782 [3.44] ***
ln(AGE)	0.052 [0.74]	0.024 [0.34]	0.070 [1.00]	0.061 [0.86]	0.038 [0.54]	0.078 [1.11]
KOSPI	-0.083 [-0.83]	-0.144 [-1.45]	-0.378 [-3.81] ***	-0.116 [-1.14]	-0.185 [-1.84] *	-0.406 [-4.02] ***
YEAR	Include	Include	Include	Include	Include	Include
INDUSTRY	Include	Include	Include	Include	Include	Include
No. of Obs.	560	560	560	560	560	560
F-value	2.21 ***	2.13 ***	2.36 ***	2.25 ***	2.17 ***	2.40 ***
Adj. R2	0.2125	0.2014	0.2326	0.2232	0.2107	0.2430

V. 결론

기업의 경영활동에 있어 부동산 취득이나 처분은 필수적인 요소로 기업가치에 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 본 연구는 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 부동산 취득 및 처분 공시에 따른 공시효과 및 장기성과에 대해 분석하였다. 또한, 부동산 취득 및 처분금액과 목적별(경영활동, 재무활동, 기타)로 차별적인 장기성과가 나타나지도 검증하였다.

본 연구의 주요 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 부동산 취득 및 처분에 따른 공시효과는 상이하게 나타난다. 취득표본의 경우 공시일에 유의적인 시장반응이 나타나지 않지만, 처분표본은 공시일에 유의적인 (+)양의 공시효과가 나타나며, 해당 효과는 공시일 이전부터 지속되고 있다. 따라서 부동산 처분에 따른 공시효과는 긍정적인 결과가 나타나고 있다. 둘째, 부동

산 취득 및 처분에 따른 장기성과는 유사한 결과를 보인다. 다양한 분석모형을 이용한 경우 모두에서 일관적으로 부동산 취득공시 이후 장기성과는 음(-)으로 나타나며, 부동산 처분의 경우에도 장기성과가 하락하고 있다. 이는 취득 및 처분목적별로 구분한 경우에도 일관적으로 나타나 부동산 취득과 처분 이후의 장기성과는 하락하고 있다. 셋째, 부동산 취득의 경우 취득금액과 장기성과는 유의적인 음(-)의 관련성을 보이며, 특히 경영활동 목적으로 부동산을 취득하는 경우 취득금액이 증가할수록 장기성과는 보다 하락한다. 반면, 부동산 처분표본의 경우 경영활동 목적에 한해 처분금액이 증가할수록 향후 기업가치는 상승한다.

전반적인 분석결과를 볼 때, 기업의 부동산 취득 및 처분 이후의 장기성과는 하락한다. 따라서 부동산 취득 이후의 장기성과 하락은 주주의 이익보다는 경영자의 이익을 위해 투자의사결정을 행하거나, 순현재가치가

음(-)인 투자안에 투자함으로써 기업가치가 악화된 것으로 판단된다. 또한, 부동산 처분 이후의 주가하락은 다양한 요인이 있을 수 있으나 기업의 재무적 곤경을 시장에 알리는 신호 역할이 하나의 요인으로 작용한 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 장기 증가성과를 토대로 부동산 취득 및 처분 이후의 기업가치를 검증하였다. 따라서 향후 연구에서는 Ohlson(1995) 등의 회계적인 모형을 이용하여 [16] 기업가치에 대해 검증해 볼 필요가 있다. 또한, 기업의 부채비율이 높거나, 현금성 자산을 적게 보유하는 등 기업특성이 상이한 경우에 차별적인 결과가 나타날 수 있으며, 부동산 처분 소재지에 따라서도 처분이익이 상이할 수 있다. 따라서 향후 연구에서는 해당 내용들을 검증해 봄으로써 부동산 취득 및 처분 이후에 주가성과 뿐만 아니라 회계적 성과의 변화에 대해서도 분석해 볼 필요성이 있다.

참 고 문 헌

- [1] 황선규, 최영상, 노승환, “매각 후 재입대가 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구,” 부동산학연구, 제12집, 제3호, pp.49-60, 2016.
- [2] 이해영, 조명호, “기업의 소유 및 투자 부동산이 기업가치에 미치는 영향,” 기업경영연구, 제16권, 제4호, pp.67-81, 2009.
- [3] 최영상, “기업의 부동산 취득 및 처분이 기업가치에 미치는 영향,” 부동산·도시연구, 제5권, 제2호, pp.29-49, 2013.
- [4] 김지수, 최정호, “기업의 부동산 취득 및 처분이 주식수익률에 미치는 영향,” 한국증권학회지, 제18권, pp.283-332, 1995.
- [5] E. F. Fama and K. R. French, “Common risk factors in the returns on stocks and bonds,” *Journal of Financial Economics*, Vol.33, No.1, pp.3-56, 1993.
- [6] 조지호, 김용현, “고정자산 매각공시가 주가에 미치는 영향,” 한국증권학회지, 제19권, 제1호, pp.85-110, 1996.
- [7] 강원철, “중소기업 무형자산 및 기업부동산과 주가와의 가치관련성에 관한 연구,” 중소기업연구, 제38권, 제2호, pp.45-65, 2016.
- [8] T. Gronlund, A. Louko, and M. Vaihekoski, “Corporate real estate sale and leaseback effect: Empirical evidence from Europe,” *European Financial Management*, Vol.14, No.4, pp.820-843, 2008.
- [9] M. Seiler, C. Arjun, and W. James, “Real asset ownership and the risk and return to stockholders,” *Journal of Real Estate Research*, Vol.22, No.1, pp.199-212, 2001.
- [10] R. L. Constand, L. P. Freitas, and M. J. Sullivan, “Factors affecting price earnings ratios and market values of Japanese Ffirms,” *Financial Management*, Vol.20, No.4, pp.68-79, 1991.
- [11] 윤상용, 구본일, 엄영호, 한재훈, “한국 주식시장에서 유동성 요인을 포함한 3요인 모형의 설명력에 관한 연구,” 재무연구, 제22권, 제1호, 2009.
- [12] 강원철, 고성수, “M&A 시장에서 기업부동산의 영향에 관한 연구,” 부동산연구, 제26집, 제2호, pp.23-38, 2016.
- [13] M. M. Carhart, “On persistence in mutual fund performance,” *Journal of Finance*, Vol.52 No.1, pp.57-82, 1997.
- [14] L. Chen, R. Novy-Marx, and L. Zhang, “An alternative three-factor model, Working paper, 2011.
- [15] 김석진, 김지영, “기업규모와 장부가/시가 비율과 주식수익률의 관계,” 재무연구, 제13권, 제2호, pp.21-47, 2000.
- [16] J. Ohlson, “Earnings, book values and dividends in equity valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, pp.661-687, 1995.

저 자 소 개

임 병 권(Byungkwon Lim)

정회원



- 2015년 2월 : 충남대학교 대학원 (경영학박사)
- 현재 : 한국주택금융공사 연구위원

<관심분야> : 재무, 투자 및 자산운용 등

김 천 규(Chun-Kyu Kim)

종신회원



- 2011년 8월 : 충남대학교 대학원 (경영학박사)
- 현재 : 충남대학교 교수

<관심분야> : 기업재무, 금융파생상품, 금융리스크관리, 채권가치평가, 기업 및 기술가치평가, 창업학, 기업가정신, 창직분야