

매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구*

A Study on the Effect of Sales and Leaseback on Corporate Value

황 선 규 (Hwang, Sunkyu)**
최 영 상 (Choi, Youngsang)***
노 승 한 (Ro, Seunghan)****

< Abstract >

This study examines the effect of sales and leasebacks on corporate value. Empirically, we find that sales and leaseback events have a positive impact on corporate value. In addition, this study classifies and analyzes the market reactions to sales and leaseback events with different purposes including liquidity enhancement, financial restructuring, and debt repayment. In addition, market reactions to sales and leasebacks show differing magnitudes according to event windows. In particular, the market shows the most significant positive reaction to sales and leasebacks for the purpose of debt repayment. In the case of sales and leasebacks for liquidity enhancement, the market only shows a significant positive reaction for longer event windows.

This study also examines the effect of corporate characteristics on market reactions to sales and leaseback events. We find that corporate financial characteristics have a significant effect on market reactions. In particular, the debt-to-asset and return-on-asset ratios are negatively correlated to market reactions to sales and leasebacks. However, general corporate or governance characteristics were not found to have a significant effect on market reactions to sales and leasebacks.

주 제 어: 매각 후 재임대, 기업 부동산, 처분효과, 기업가치, 이벤트스터디
key word: Sales and Leaseback, Corporate Real Estate, Sales Effect, Corporate Value, Event Study

I. 서론

기업부동산은 기업의 생산활동을 위한 물리적 공간이자 기업의 중요한 고정자산으로서 기업유형자산 중 그 규모가 가장 크며, 실제로 국내의 경우 상장기업의 부동산 자산보유비율은 평균 약 25%를 상회한다(강원철·고성수, 2015). 따라서 기업부동산의 활용은 그 방식에 따라 시장의 상황과 맞물려 기업가치에 큰 영향

을 미친다. 대부분의 기업은 금융기관에서 차입, 사채 발행 등 부채를 지니고 경영활동을 진행한다. 이때 기업부동산은 대출에 대한 담보적 기능도 수행함으로써 기업이 유동성을 확보하여 자금난을 해소하는 데 도움을 주는 역할을 하기도 한다. 하지만 기업은 사업확장 및 다양한 이유로 무리한 대출을 일으켜 재무건전성이 악화되고 운영자본이 부족하여 어려움을 겪게 되는 상황에 직면할 수도 있다. 이러한 상황에서 기업이 선택

* 이 논문은 황선규(2016)의 석사학위 논문을 수정·보완한 것임
** 건국대학교 부동산학과 석사, hskskk@naver.com, 공동주저자
*** 건국대학교 부동산학과 박사수료, accys36@gmail.com, 공동주저자
**** 건국대학교 부동산학과 조교수, shro@konkuk.ac.kr, 교신저자

할 수 있는 대안 중 하나가 기업부동산의 매각 후 재임대(Sales and Leaseback, SLB)이다.

불황이 길어지면서 급격한 경제 상황의 변화에 대처하는 기업의 기업부동산 활용에 대한 전략은 이전보다 중요해졌다. 즉, 기업부동산을 통해 운영자본을 확보하고 활용하는 것이 과거에 비해 훨씬 중요하게 된 것이다. 불확실한 경제 상황에서 운영자본이 충분하지 않은 기업은 자금경색을 경험할 수 있으며, 때로는 재무상태가 건실한 기업 또한 흑자 도산할 가능성이 있다. 이러한 상황을 대비하고 극복하기 위한 기업부동산의 적극적 활용의 한 형태로서 매각 후 재임대 방식이 주목받고 있다.

시장에는 기업의 매각 후 재임대를 바라보는 두 가지 상반된 관점이 존재한다. 첫번째는 매각 후 재임대를 구조조정이 필요한 기업이 선택하는 불가피한 수단이라고 보는 부정적인 관점이다. 한국의 경우 많은 기업들이 1990년대 외환위기로 인한 유동성확보의 어려움을 극복하기 위해 매각 후 재임대 방식을 적극 활용하였다. 당시 기업경영의 위기를 타개하기 위해 사용된 매각 후 재임대 방식은 구조조정이 필요한 기업이 어쩔 수 없이 선택해야 했던 재무구조 개선 수단으로 여겨졌다. 이 때문에 매각 후 재임대 방식을 해당 기업에 대한 부정적인 시그널로 인식하는 경향이 있어온 것도 사실이다. 두 번째는 매각 후 재임대를 긍정적인 기업활동으로 인식하는 관점이다. 이는 대부분 해외 선행연구에서 밝혀진 내용으로, 매각 후 재임대를 기업의 자산처분의 합리적인 방식 중 하나로 인식하고 효율적인 자금 확보 또는 선진화된 금융기법으로 바라보고 있다(Myron and Polonchek, 1990; Fisher, 2004; Grönlund, Louko and Vaiheloski, 2008).

2000년 대 들어서며 국내 기업이 매각 후 재임대 방식을 활용하는 사례가 점차 늘고 있고 이러한 사례가 기업의 재무구조 개선과 무관한 경우들이 대부분이지만 일부 시장참여자들은 여전히 구조조정 수단과 연계하여 매각 후 재임대에 대한 부정적인 시각을 고수하고 있다. 더불어 매각 후 재임대가 과연 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 또한 이러한 영향이 해당 기업의 특성에 따라 어떠한 효과가 있는지에 대해서는 국내의 관련연구가 미흡한 실정이다. 따라서 본 연구

는 한국에서 기업이 매각 후 재임대 방식을 이용하여 기업부동산을 활용했을 때 이러한 정보의 공시¹⁾가 기업의 시장가치에 미치는 영향을 파악하고자 한다. 또한 이에 대한 시장의 반응과 기업특성간의 관계에 대해 분석해보고자 한다.

본 연구의 전체적인 구성은 다음과 같이 이루어져 있다. 먼저 제1장인 서론에서는 본 연구의 배경 및 목적이 무엇인지 알아보고 이를 검증하기 위한 연구의 당위성에 대해 기술하였다. 제 2장에서는 본 연구에 대한 이론 고찰과 함께 여러 선행연구를 검토하고 본 연구가 지닌 선행연구와의 차별성을 제시하고자 하였다. 제 3장에서는 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향에 실증하기 위한 이벤트 스터디 모형과 이를 바탕으로 다중회귀분석에 관한 모형을 살펴보았다. 제4장에서는 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고 목적별로 세분화된 실증결과를 분석하였다. 또한, 이를 바탕으로 기업특성에 따른 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 마지막으로 제5장 결론에서는 본 연구의 결론을 도출하고 향후 연구의 방향에 대하여 제시하였다.

II. 선행연구 검토

1. 매각 후 재임대

매각 후 재임대란 기업 혹은 개인이 부동산, 설비 등을 매각하여 현금화 한 후 해당 자산을 다시 장기간 임차하여 이용하는 것을 말한다. 기업의 입장에서는 공간의 초과보유 및 자금 조달의 문제, 기업의 신사업 진출등의 여러 가지 문제로 인해 기업부동산의 활용에 대한 의사결정 문제가 발생한다. 이때 기업이 선택할 수 있는 기업부동산 활용 전략은 매각, 보유, 매각 후 재임대 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 그 중 매각 후 재임대는 일반적으로 유동성 확보, 재무구조개선, 차입금 상환, 운영자금 확충, 신사옥 이전²⁾ 등을 목적으로 의사결정이 이루어진다. 그러나 2000년 이후의 기

1) 기업의 부동산 매각에 대한 공시는 거래에 대한 정보가 이미 알려져 있는 상태에서 거래의 집행을 확인하는 것을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 사전 연구를 통해 이러한 거래의 집행 확인에 따른 주식시장의 반응을 분석하는 것이다.

2) 기업의 규모가 성장하면서 이전의 사옥이 사업부의 공간사용수요를 충족하지 못할 때 신사옥으로 이전하고 일부 사업부는 매각 후 재임대의 방식으로 구 사옥에 남는 경우이다.

업을 대상으로 조사해본 결과 유동성 확보, 재무구조 개선, 차입금 상환 등의 목적이 대부분을 차지했다.

한편 보유와 매각 후 재임대간의 효용을 비교 하면, 자산을 보유 할 때는 그 가치변화에 대한 손익율이 기업가치에 직접적으로 반영된다. 반면 매각 후 재임대를 실시할 경우 기업은 신용도에 비해 상대적으로 유리한 조건으로 자본을 조달하여 부채상환 문제를 해결할 수 있고, 새로운 임대공간을 찾아야 하는 리스크 또한 경감시킬 수 있다. 부차적으로 상당한 자금이 소요되는 이사비용도 절감할 수 있다. 그러나 향후 사업성장으로 인한 공간 확장이나 임직원 수 증가에 대해 탄력적으로 반응 할 수 없는 단점을 지닌다. 또한, 매각 후 재임대 방식은 매각 시 세금이 부과되고, 임차료 상승에 대한 리스크를 장기적으로 부담해야 한다. 뿐만 아니라 유동화 방식을 통한 매각 후 재임대의 경우 청산과정에서 절차적인 문제가 발생 할 수도 있다.

2. 매각 후 재임대에 관한 선행연구

매각 후 재임대에 관한 연구는 주로 올해의 사례를 중심으로 진행되어 왔다. 국내의 경우 매각 후 재임대에 관한 자료 부족으로 활발한 연구가 있지는 못했다. 인채권, 여흥구(2013)는 오피스 거래 시 매각 후 재임대가 매매가격에 미치는 영향을 알아보려 하였다. 서울지역의 1998~2013년 까지 15년 동안 551건을 대상으로 실시하여 이 중 매각 후 재임대는 74건이었다. 이 자료를 바탕으로 Sirmans and Slade(2010) 모델을 수정하여 거래면적에 따라 3개의 샘플로 나누고 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과 매각 후 재임대 거래가 비 매각 후 재임대 거래 대비 12.2% 할인된 가격으로 거래되는 것을 밝혀냈다. 이는 Sirmans and Slade(2010)가 미국 상업용 부동산을 대상으로 매각 후 재임대가 13.9%의 가격 프리미엄을 발생시킨 것과 비교하여 상반된 결과이다. 유동성 위기를 겪는 기업은 높은 이자로 대출을 받거나 여의치 않은 상황에서 매각 후 재임대를 선택하는 경우 보다 높은 조달 비용을 지불해야 한다. 높은 조달 비용은 매각 후 높은 임대료를 지불하거나, 매각가격을 낮추는 형태로 지불하는데 유동성 위기를 겪는 기업들은 일반적으로 높은 임대료를 지불하기 보다는 매각가격을 낮추는 방법을 이용한다. 한편 효율적으로 작동하는 시장에서는 자산에 대한 정보가 가격에 효율적으로 반영된다. 가격의 차

이는 이러한 정보의 차이로 설명이 가능하다.

Tipping and Bullard(2007)는 기업의 부동산에 대한 이용을 직접보유, 자회사를 통한 부동산 소유, 매각 후 재임대, Sale and Manageback, 임차의 다섯 가지로 분류하였고 매각 후 재임대는 여러 방식 중에 하나의 대안으로 소개하고 있다. 기업은 매각 후 재임대를 통해서 소유 시 발생하는 세무, 재무, 회계와 관련한 업무와 비용을 지불하지 않으면서 부동산을 소유하여 이용하는 것과 비슷한 이익을 누릴 수 있다. 하지만 전술한 바와 같이 이용 상 제약이 있으며, 지속적인 이용가능성이 약화되는 단점을 가지게 된다. 이를 보완하기 위해서 기업은 장기간 임대차계약을 체결하고, 일정기간 동안의 안정적인 사용 권한을 확보하고자 한다고 분석하였다. 또한, 임대차 계약시 여러 가지 조건들을 활용하여 이용 상 제약을 경감시키려고 노력한다고 보았다.

Myron B. and Polonchek(1990)은 시장의 반응을 통해 매각 후 재임대가 임대기업과 임차기업 중 어느 쪽이 유리한지 밝히고자 하였다. 매각 후 재임대 발표 이후의 주가 반응을 평가하기 위해 1975년부터 1986년까지 언론에서 나온 기사를 토대로 이벤트 스테디 모형을 통해 분석하였고, 그 결과 순이익이 임차기업에게 유일하게 발생하였다는 것을 발견하였다.

Sirmans and Slade(2010)는 매각 후 재임대가 기업의 주가뿐만 아니라 실제 매매가격에 미치는 영향을 회귀분석을 하였다. 1993년도부터 2007년까지 미국의 7개 도시의 기업부동산 거래사례를 분석한 결과 매각 후 재임대 거래가 일반거래에 비하여 약 13.9% 비싸게 거래됨을 확인하였다. 이러한 프리미엄에 대해 두 가지 해석의 가능성을 밝히고 있는데, 첫째는 매각 후 재임대가 일반매각과 비교하여 임차인 교체 시 발생하는 시간을 줄일 수 있어 상대적으로 높은 순영업이익을 유지할 수 있기 때문이라고 보았다. 둘째는, 매각 후 재임대의 매도자 신용도가 대체적으로 높고, 이로 인해 거래 이후에 발생할 수 있는 계약 해지와 임차인 변경 등의 임대 위험이 상대적으로 낮다는 점을 주목하였다. 이러한 매각 후 재임대 거래의 가격 프리미엄은 시장 대비 높은 순운영소득(Net Operating Income, NOI)으로 설명 가능하다는 점을 실증적으로 밝혀냈다. 반대의 경우도 설명이 가능하여 매각 후 재임대와 연계된 기업부동산의 NOI가 시장대비 낮은 경우는 일반매각에 비해서 할인된 가격에 거래된다는

사실을 밝혔다.

Grönlund, Louko and Vaiheloski(2008)는 매각 후 재임대가 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 매각 후 재임대는 소유 부동산을 통해 자본을 조달하여, 대출을 대신하는 자금조달의 방법이지만, 매각 후 재임대는 대출과 달라 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 1998-2004년 유럽에서 발표된 매각 후 재임대의 거래 142건을 분석한 결과, 매각 후 재임대 발표는 기업가치에 발표 당일 평균 0.877%의 긍정적 영향을 미쳤다. 이는 대출 발표 시 일반적으로 기업가치에 부정적 영향을 미치는 대출 발표와는 상이한 결과이다. 또한 이러한 결과들은 긍정적인 매각 후 재임대 발표 효과가 회사의 숨겨진 가치를 드러내는 결과의 가정을 지지하기도 하는 것이다. 따라서 매각 후 재임대는 시장에 기업부동산의 가치를 평가 받고 드러내는 메카니즘으로 볼 수도 있다고 주장하였다.

본 연구는 2000~2015년의 기간 동안 발생한 한국 상장기업의 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향을 규명한 최초의 연구로서 의미가 있다. 이를 위해 매각 후 재임대를 공시한 기업의 공시근접일 누적초과 수익률을 분석하고 목적에 따라 세분화 하여 그 결과도 함께 도출하였다. 그리고 추가적으로 기업특성과의 관계를 실증분석함으로써, 매각 후 재임대에 관한 좀 더 유용한 정보를 투자자들에게 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 본 연구는 기업부동산 활용의 한 방식인 매각 후 재임대에 관해 국내 상장기업을 대상으로 한 최초의 실증분석이자, 기업특성에 따른 기업 가치 변화를 검증한다는 측면에서 기존연구와의 차별성을 가진다.

III. 표본 및 연구방법

1. 이벤트 스터디

본 연구는 기업이 부동산을 매각 후 재임대 할 때 그 이벤트(event)가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 부동산 매각 후 재임대의 공시시점을 전후한 초과 수익률을 사건연구방법(Event study methodology)을 이용하여 실증분석 하였다.

사건 연구(event study)는 특정사건(event)의 발생에 따라 기업이 해당사항을 공시할 때, 기업공시가 그 기업의 주가에 미치는 영향을 측정하는 방법이다. 경영학이나 재무학, 회계학 등의 다양한 주제에서 활용되는 방법으로써, 간단한 모형으로 기업특성의 분석이 가능하다는 장점을 가지고 있다. 상장기업의 기업부동산 매각 후 재임대, 매입, 매각 또는 유형자산의 재평가 및 인수합병 등의 다양한 주제에서 광범위하게 활용되고 있다(Barlev, Haddad and Livnat, 2007; Franck, 2007; Grönlund, Louko and Vaiheloski, 2008; 송치승, 2010). 부동산투자회사(REITs)의 부동산 매입, 매각, Joint Venture, M&A 등의 사건과 기업가치에 관한 연구에서 널리 활용되고 있는 방식이다 (Campbell, Ghosh and Sirmans, 2001; Campbell, Petrova and Sirmans, 2003; Campbell, Petrova and Sirmans, 2006; Campbell, White and Sirmans, 2006; Ro, 2011; Ro and Ziobrowski, 2012).

본 논문에서 분석을 위하여 선정된 표본 집단의 기업을 구성하는 조건은 다음과 같다. (1) 2000-2015 상반기 중 증권거래소에 부동산처분을 신고하여 공시한 상장업체. (2) 조사 대상기간 중 합병이나 관리종목으로 지정되지 않은 업체. (3) 공시시점을 전후한 일정 기간 동안 재무제표와 추가자료가 제공되는 업체. (4) 사건연구에 의한 조사결과 비사건 기간 동안 극히 비정상적인 초과수익률의 움직임을 보여 온 업체는 제외하였음.

매각 후 재임대에 대한 자료는 전자공시시스템, 종합부동산회사, 신문, 잡지 등의 언론을 통한 발표 자료를 바탕으로 이루어 졌다. 이렇게 해서 매각 후 재임대 발표자료 중 실시하는 기업 중에 위의 기준에 부합한 95개의 데이터를 추출 하였으며, 다중회귀분석을 위한 자료는 전자공시시스템의 재무제표를 토대로 만들어 졌다.

기업 가치를 객관적으로 분석하기 위해서 전자공시시스템에서 매각 후 재임대가 이루어진 과거 기업의 시세자료를 활용하였다. 부동산 매각의 공시시점을 전후한 일별시세의 종가를 이용하여 일별초과수익률과 누적초과수익률을 측정하였다. 초과수익률을 측정하기 위해서 이벤트스터디(Event study)중 가장 기본적인 방법인 시장모형(Market model)을 선택하였다. 시장모형의 초과수익률은 아래와 같이 정의된다.

$$A_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \times R_{m,t} \quad \text{식 (1)}$$

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ 는 추정기간 중에서 OLS에 의해 계산된 회귀 계수들이다. 시장모형은 정상적인 기대수익률을 과거 추정기간 중의 실제 수익률의 산술 평균으로 측정한다. 시장모형에 의한 초과수익률은 위와 같이 정의된다. 일별수익률을 이용한 단기적 주가변동의 분석을 위해서 본 연구는 공시 일을 중심으로 전-후 10일을 사건기간 기준으로, (-10,10), (-1,0), (0,1), (-4,4)을 사건기간을 정했으며, 공시일 전 250일과 11일 (-250,-11)을 비사건 기간으로 정의하였다. 또한, 사건기간동안의 초과수익률의 변동을 좀 더 뚜렷이 관찰하기 위하여 사건기간 동안의 누적초과수익률(CAR_t)은 다음과 같이 구하였다.

$$\overline{AR} = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \widehat{AR}_{jt} \quad \text{식 (2)}$$

$$CAR_t(A, B) = \sum_{t=-10}^K \overline{AR}_t \quad \text{식 (3)}$$

시장모형과 이론적 평가모형을 따른다면 기업의 매각 후 재임대 사건(Event)은 기업가치의 대용치(proxy)인 주식초과수익률에 영향을 미칠 것으로 보인다. 기업은 매각 후 재임대를 통해 부채 문제를 해결하고, 유동성을 확보하기 때문에 시장은 이를 긍정적으로 받아들일 것으로 예상된다. 해외논문에서도 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향에 관하여 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보이고 있으므로, 우리나라도 긍정적인 시장반응을 보일 것으로 기대할 수 있다. 또한, 매각 후 재임대 방식을 이벤트 스터디를 통하여 분석할 경우 목적에 따라서 다른 효과를 보일 것으로 예상된다. 최영상 (2013)에 따르면 시장은 기업부동산의 취득과 처분 목적에 따라 다른 시장반응을 보인다. 따라서 매각 목적은 전자공시시스템을 바탕으로 유동성 확보, 재무구조 개선, 차입금 상환, 기타목적으로 나누어 분석을 시도하였다. 이를 통해 본 연구는 “매각 후 재임대를 통한 기업부동산의 활용이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 그 영향의 정도와 반응은 매각 후 재임대의 목적에 따라 차이가 있다.” 라는 가설을 검증 할 수 있을 것으로 보인다.

2. 다중회귀분석

본 연구에서는 일별초과수익률을 이용하여 누적초과수익률을 구하고, 회귀분석을 통하여 기업부동산의 매각 후 재임대가 기업의 어떠한 변수에 영향을 받는지를 알아보려고 하였다. 누적초과수익률 기간은 가장 유의한 것을 토대로 회귀분석을 실시하여 가장 설명력이 높은 것을 기준으로 선정하였다.

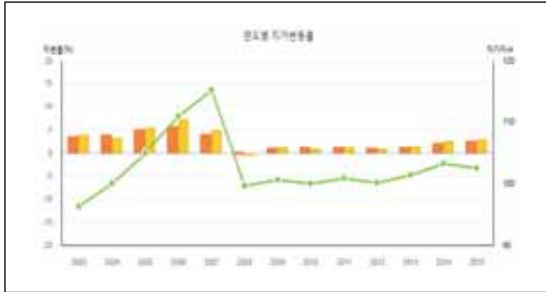
이를 바탕으로 종속변수는 95개 표본을 대상으로 2000년부터 2015년 상반기까지 계산된 누적초과수익률을 선정하였다. 독립변수의 선정은 크게 3가지로 분류하여 기업의 일반적 특성, 재무적 특성, 그리고 기업의 지배구조 특성으로 나누어 분석하였다. 그리고 기업의 일반적 특성으로는 ‘순자산 규모’, ‘시장가치’, ‘주가수익비율(PER)’, ‘부동산경기 상승기’ 변수를 설정하였다. 순자산 규모변수는 기업규모와 내부능력의 축적을 비례한다고 추정하였으며(강원철·고성수 2015), 해당기업의 총자본에서 부채를 뺀 자산을 순자산 규모로 설정하였다. 시장가치변수는 기업의 시가총액으로 그 기업이 발행한 총 주식 수에서 그 시점의 주가를 곱해서 산출하였으며, 두 변수 모두 자연로그 값을 취했다.

주가수익비율은 주가를 주당순이익으로 나눈 값을 뜻하며 이는 주가가 주당순이익³⁾의 몇 배인가를 보여 준다. 마지막으로 부동산경기 상승기변수는 상업용 부동산 및 전체부동산시장에 대한 기대가 기업부동산 활용에 반영되는 정도를 추정하기 위해 설정한 변수이다. <그림 1> 과 같이 우리나라의 부동산경기(지가변동률)는 2007년을 기준으로 상승기와 침체기를 구분할 수 있다. 이에 따라 부동산경기 상승기 변수는 2007년 이전을 1, 2007년 이후를 0으로 하는 더미변수로 설정하였다.

재무적 특성은 ‘총자산순이익률’, ‘매출액 비율’, ‘부채비율’, ‘영업성과’로 구성되어 있다. 총자산순이익률은 수익성을 살펴보는 지표로 총자산에서 당기순이익이 차지하는 비율을 뜻한다. 총자산순이익률이 높다는 것은 자산대비 이익의 정도를 나타내며, 매출액 비율은 총자산에서 매출액이 얼마나 차지하는지를 나타내는 지표이다. 부채비율은 총자본에서 부채가 차지하는 비율을 뜻하며 기업의 건전성 정도를 나타낸다. 보통 기업의 부채비율이 일정 이상 상승하면 기업재무구조

3) 주당 순이익이란 1회계연도에서 발생한 당기순이익을 총 발행 주식수로 나눈 것으로 1주가 1년 동안 벌어들인 수익이다.

<그림 1> 부동산경기(지가변동률) 추이



자료: 국토교통부

의 건전성이 떨어지고 지불능력에 문제가 생긴다. 따라서 부채비율이 높은 기업은 매각 후 재임대를 통해 자금을 확보하여 자신들이 가지고 있는 부채를 상환할 것으로 기대된다. 영업성과 변수는 매각 후 재임대가 발생한 시점 이후 3개 분기의 평균과 영업이익을 매각 후 재임대 전에 발생한 3개 분기 평균으로 나눈 값을 설정 하였다. 이는 기업의 영업성과가 매각 후 재임대에 영향을 미치는지에 대해 판단해보기 위함이다. 영업이익이 낮을수록 기업의 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향은 클 것으로 예상된다.

마지막으로 기업의 지배구조 특성에는 ‘주요주주 3인의 지분율’, ‘주요주주 3인의 지분을 변화율’이 있다. 우리나라의 기업 지배구조는 친인척의 관계에 영향을 많이 받는 것으로 알려져 있다. 따라서 최대 주주 3인의 지분율 및 변동이 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상된다(최영상, 2013).

본 논문은 위와 같이 변수를 구성하여 회귀분석을 실행 하였으며, 변수설정에 대한 요약 및 기초 통계량은 <표 3>에 정리되어 있다.

IV. 실증분석

1. 매각 후 재임대의 효과

<표 1>은 2000년과 2015년 사이의 국내 상장기업 중 매각 후 재임대를 실시한 95개의 기업의 가격분포를 보여준다. 매각 후 재임대를 실시한 기업부동산의

평균가격은 약 1070억 정도이며, 중간 가격은 635억 이었다. 거래 가격의 분포는 101~500억 원의 가격대가 37건, 501~1000억 원의 가격대가 22건으로 총 거래횟수의 약 56%를 차지하였다.

<표 2>의 이벤트 스터디 결과는 매각 후 재임대 공시일을 중심으로 한기업의 누적초과수익률을 보여주고 있다. <표 2>를 살펴보면 전체기업의 경우 공시일을 중심으로 (-1, 0), (0, -1), (-1, +1), (-4, +4), (-10, +10)의 각기 다른 누적일수의 누적초과수익률이 양(+)의 방향으로 통계적으로 유의미함을 알 수 있다. 이를 통해 매각 후 재임대를 통한 기업부동산의 활용이 기업부동산의 처분효과와 비슷한 양상을 보이는 것을 알 수 있다. 이는 국내를 대상으로 한 기존연구(최영상, 2013)⁴⁾와 마찬가지로, 매각 후 재임대의 경우도 매각이라는 이벤트와 재임대로 이어지는 기업의 의사 결정이 시장에서 긍정적으로 받아들여지고 있음을 실증분석을 통해 보여주고 있다.

기업부동산과 기업가치에 관한 선행연구들을 살펴 보면 기업부동산의 활용에 대한 목적을 구분하고 그에 따라 미치는 영향이 어떻게 다른지 분석하였다(최영상, 2013). 따라서 본 연구 또한 매각 후 재임대를 목적별로 구분하고, 목적별 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 공시사항을 통해 확인 가능한 매각 후 재임대의 목적은 유동성확보, 재무구조 개선, 차입금 상환이었으며, 목적을 구분하기 어려운

<표 1> 매각 후 재임대 실시 회사의 가격분포

매각후재임대 실시 회사의 시장거래금액 (단위: 백만원)	
평균금액	107,014
중간값	63,500
표준편차	122,914
거래 가격의 구분	
가격(단위: 억원)	건수
0-100	5
101-500	37
501-1000	22
1001-2000	17
2001-3000	6
3001-4000	3
4001-5000	2
>5000	3
합계	95

4) 최영상(2013)은 기업부동산의 처분이 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다고 분석하였다.

<표 2> 매각 후 재임대를 활용한 기업의 목적별 누적초과수익률

매각 후 재임대 목적별 누적초과수익률					
구분	CAR (-1,0)	CAR (0,1)	CAR (-1,1)	CAR (-4,4)	CAR (-10,10)
전체 기업	0.0076* (1.6891)	0.0049 (0.9684)	0.0143*** (2.3805)	0.0149* (1.9726)	0.0317*** (2.519)
유동성 확보 목적 기업	-0.0024 (-0.1847)	-0.0236 (-1.4271)	0.0000 (0.0009)	0.0232 (0.8933)	0.1135*** (2.5624)
재무구조개선 목적 기업	0.0155** (1.9792)	0.0129 (1.4765)	0.0205* (1.7128)	0.0124 (1.018)	0.0206 (1.2691)
차입금 상환 목적 기업	0.0066 (0.5699)	0.0211** (2.0806)	0.025** (2.1406)	0.0396*** (2.451)	0.0479* (1.7076)

***: 1% 유의 ** : 5% 유의 * : 10%유의

경우 기타로 분류하였다⁵⁾. 목적별로 구분한 기업집단의 실증분석결과는 <표 2>에 전체 기업과 같이 병기(並記)하였다. 취득목적별 실증분석결과를 살펴보면, 취득목적에 따라 시장이 다른 반응을 보이고 있음을 알 수 있다.

전체기업의 누적초과수익률은 대부분의 누적일수에서 유의한 값을 갖고 있으나, 목적별로 구분한 기업의 누적초과 수익률은 각각 기간과 통계적 유의성의 정도에 있어서 차이를 보였다. 또한, 목적별 누적초과 수익률(CAR)에 미치는 영향력의 크기 또한 다르게 나타났다. 먼저 유동성확보 목적기업의 경우 다른 목적에 비해 상대적으로 긴 누적일수인 (-10, +10)의 기간에서 양(+)의 영향을 확인할 수 있었으며, 누적초과수익률도 0.1135로 가장 큰 시장반응을 보였다. 이는 유동성확보 목적 기업의 경우 다른 목적의 기업에 비해 상대적으로 긴 누적일수를 통해 기업가치가 강력하게 움직이는 것을 의미한다.

재무구조개선 목적 기업의 경우 비교적 짧은 누적일수인 (-1, 0), (-1,+1)의 기간에서 양(+)의 영향을 보였으며, 세가지 주요 목적 중 가장 낮은 누적초과수익률의 수치를 보였다. 보통의 기업에서 재무구조개선 관련 이벤트가 발생하면 시장이 부정적인 반응을 보일 것이라는 시각이 있지만 기업부동산의 경우에는 매 후 재임대를 통해 유입되는 자금을 이용한 적극적인 재무구조의 개선을 기대하기 때문에 기업가치에 양(+)의 영향을 보이는 것으로 추정된다.

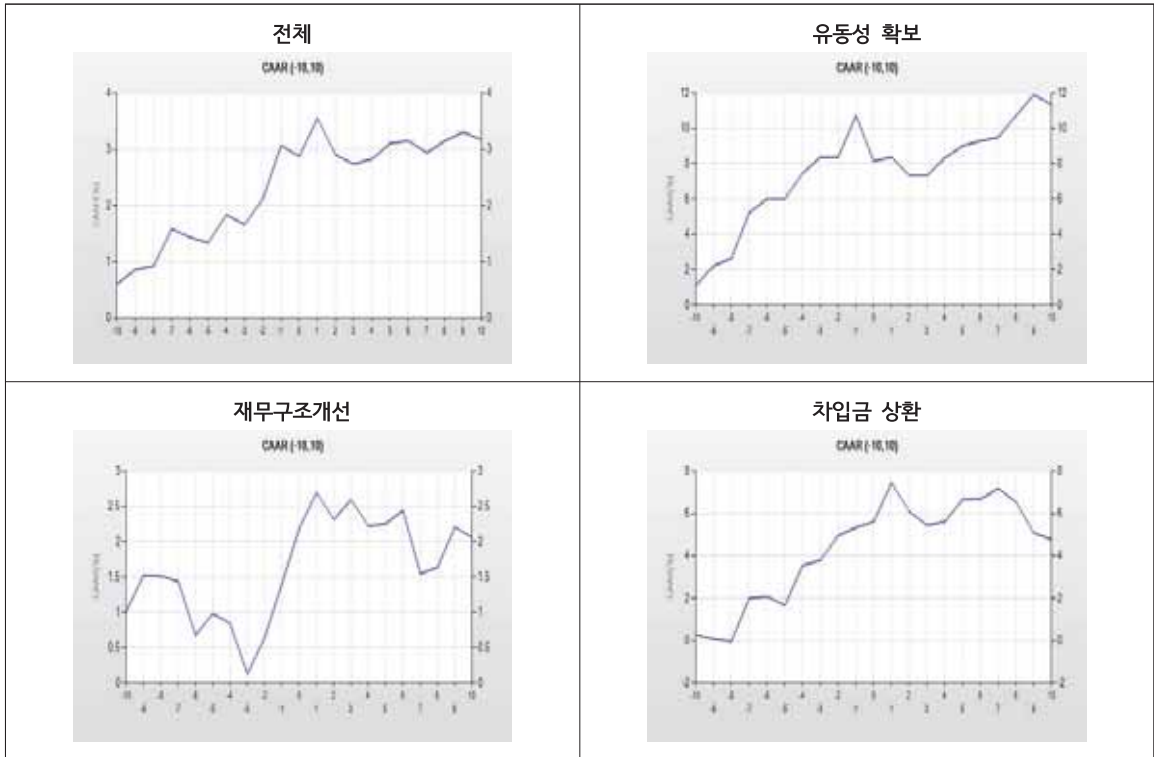
차입금 상환목적 기업의 경우 대부분의 누적일수에서 통계적으로 높은 유의도를 보였다. 또한 누적초과 수익률을 살펴보면, 재무구조개선과 비교해 볼 때 중간수준의 영향력을 보여주고 있다. 차입금 상환목적 기업은 상대적으로 긴 누적일수에 비해 짧은 누적일수 통계적으로 더 높은 유의도를 보였고, 영향력의 크기는 긴 누적일수에서 더 크게 나타나는 상반된 모습을 보여주고 있다.

실증분석 결과 세 가지 목적이 모두 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 시장이 담보대출 또는 회사채를 발행하는 것 보다 기업부동산을 매각하고 다시 임차하는 방법을 통해 유동성을 확보하는 것을 긍정적으로 받아들이는 것으로 해석 할 수 있다. 또한, 재무구조 개선의 경우 투자자들이 기업의 어려움을 타개하는 방법으로 매각 후 재임대를 우호적으로 바라보고 있음을 추정할 수 있다.

전체기업 및 목적별로 구분된 기업의 매각 후 재임대가 기업의 누적초과수익률(CAR)에 미치는 일별 변동은 <그림 2>와 같다. 전체기업 및 목적별 기업의 누적초과수익률의 변동 그래프는 각각 상이한 움직임을

5) 신사옥으로 이전, 신사업으로 진출을 위한 운영자금 확보, 자산수익성의 하락으로 인한 처분 등의 경우는 3가지 목적으로의 구분이 어려워 기타로 따로 분류하였다.

<그림 2> 매각 후 재임대 목적별 누적초과수익률(일별)



보여주고 있다. 전체 기업의 경우 상대적으로 긴 누적일수의 변동과 짧은 누적일수의 변동을 동시에 관찰할 수 있으며, 이는 비슷한 움직임을 보인 차입금상환 목적의 누적초과 수익률도 비슷하다. 또한, 상대적으로 긴 누적일수 변동을 보여준 유동성 확보 목적과 상대적으로 짧은 누적일수의 변동을 보여준 재무구조개선 목적의 경우 그래프의 움직임이 <표 2>에서 나타난 것과 같이 다른 양상을 보이는 것을 알 수 있다⁶⁾.

<그림 2>는 매각 후 재임대 이벤트가 공시 이전부터 기업가치에 양(+)의 영향을 지속적으로 미치다가 공시 일 직후에 일시적으로 하락한 후 재조정을 받는 그래프의 모양을 확인할 수 있다. 이는 매각 후 재임대 효과가 공시 이전에 이미 기업 가치에 일부 반영된 상태에서, 공시 직후에 초과된 부분에 대한 조정을 받고 이후 다시 시장 가치에 따라 움직임을 보이는 것으로 해석할 수 있다.

2. 기업특성에 따른 매각 후 재임대의 효과

매각 후 재임대와 관련하여 기업의 일반적, 재무적, 지배구조 특성이 누적초과수익률에 미치는 영향을 실증하기 위한 회귀분석의 변수 설명 및 기초 통계량은 <표 3>과 같다. 먼저 종속변수인 누적초과수익률(CAR)의 경우 평균은 0.034, 표준편차는 0.121을 보였다. 독립변수는 매각 후 재임대기업의 기업특성을 일반적 특성, 재무적 특성, 지배구조특성 3가지로 구분하여 분석하였다. 먼저, 매각 후 재임대를 활용한 기업의 일반적 특성은 순자산 규모, 주가수익비율, 시장가치, 부동산경기 상승기 변수로 구성되어 있다. 기업의 재무적 특성은 매출액 비율 부채비율, 총자산 순이익률과 영업성과 변수 등으로 이루어져 있다.

마지막으로 매각 후 재임대 기업의 지배구조특성은 주요주주 3인의 지분율과 지분율변화의 평균 변수를 이용하였다. <표 4>는 (-10,+10) 누적일수의 매각 후 재임대 누적초과수익률을 종속변수로⁷⁾, 기업의 특성

6) 추가적으로 지가의 상승기와 침체기를 구분한 이벤트 스터디 또한 실행하였으나 기간의 구분으로 인해 목적별 표본의 수가 줄어들고 전체 표본 또한 적어져 통계적으로 유의미한 결과를 얻지 못하였다.

<표 3> 변수설명 및 기초통계량

구분		변수설명	평균	표준편차
누적초과수익률(CAR)			0.034	0.121
일반 특성	순자산 규모	ln 자산-부채	13.01	2.112
	주가수익비율	주가/주당순이익	18.653	52.559
	시장가치	ln (총 발행주식수*주가)	26.29	2.258
	부동산경기 상승기	2007년 이전=1, 2007년 이후=0	0.33	0.471
재무 특성	매출액비율	매출액/총자산	0.805	3.377
	부채비율	부채/자본	2.706	2.980
	총자산 순이익률	당기순이익/총자산	0.002	0.118
	영업성과	매각 후 재임대 직후 3분기 평균 주당영업이익/ 매각 후 재임대 직전 3분기 평균 주당영업이익	0.554	5.280
지배 구조 특성	주요주주 3인의 지분율	매각 후 재임대 년도 주요주주 3인의 지분율	38.967	17.606
	주요주주 3인의 지분율 변화	매각 후 재임대 년도 주요주주 3인의 지분율- 매각 후 재임대 직전년도의 주요주주 3인의 지분율	0.425	5.855

<표 4> 매각 후 재임대 기업특성별 다중회귀분석 결과

구분	Model 1			Model 2			Model 3			
	β	t-value	VIF	β	t-value	VIF	β	t-value	VIF	
상수항										
일반 특성										
	순자산 규모	0.000	-0.981	1.044	-0.00005	-1.013	1.050	-0.00005	-0.983	1.093
	주가 수익 비율	0.000	0.316	1.003	0.00004	0.246	1.021	0.00004	0.279	1.032
	시장 가치	-0.001	-0.226	1.078	-0.002	-0.370	1.118	-0.002	-0.320	1.140
	부동산 경기 상승기	0.011	0.508	1.056	0.014	0.638	1.120	0.013	0.539	1.208
재무 특성										
	매출액 비율				-0.002	-0.517	1.188	-0.001	-0.465	1.236
	부채 비율				-0.006*	-1.790	1.272	-0.006*	-1.743	1.288
	총자산 이익률				-0.002*	-1.830	1.418	-0.002*	-1.757	1.450
	영업 성과				0.000007	0.038	1.082	0.00003	0.016	1.086
지배 구조 특성										
	주요 주주 지분율							-0.00001	-0.160	1.154
	지분율 변화							0.001	0.361	1.140
N		85			85			85		
R2		0.022			0.081			0.083		
Adjusted R2		0.030			0.022			0.049		
DurbinWatson		2.146			2.142			2.128		

***: 1% 유의 **: 5% 유의 *: 10%유의

7) (-10,+10)기간은 이벤트스터디 결과 가장 높은 통계적 유의성을 보여주었으므로 종속변수로 설정하였다.

변수를 독립변수로 설정한 후 일반, 재무, 기업지배구조 특성으로 구분한 각 모델의 다중회귀분석결과를 보여주고 있다⁸⁾.

모델1은 기업의 일반적 특성이 해당 누적초과수익률에 미치는 영향을 보여주고 있다. 분석결과 유의한 영향력을 보이는 변수가 없었으며 이를 통해 매각 후 재임대를 실시한 기업의 일반적 특성이 기업가치에 미치는 영향이 미약함을 추정할 수 있다.

모델2는 매각 후 재임대를 실시한 기업의 일반적, 재무적 특성을 반영하여 다중회귀분석 결과를 보여주고 있다. 분석 결과 부채비율과 총자산이익률이 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있는데 이를 통해 매각 후 재임대가 일반적인 특성보다는 재무적 특성을 더 유의하게 반영하고 있음을 추정할 수 있다.

통계적으로 유의미한 유의성수준을 보인 기업특성은 재무 특성중 부채비율변수로서 부채비율이 높은 기업일수록 매각 후 재임대전략의 선택이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 이를 통해 부채비율이 높은 기업의 매각 후 재임대 전략이 투자자들에게 기업 내로의 자금유입 효과보다는 기업재무상황에 대한 부정적인 신호를 전달하기 때문인 것으로 추정된다. 또한, 총자산이익률변수는 누적초과수익률과 음(-)의 관계로 서로 반비례하는 것을 알 수 있다. 이는 총자산이익률이 작은 기업은 총자산에서 당기순이익이 적으므로 매각 후 재임대로 인한 자금유입의 효과가 크지만 총자산이익률이 큰 기업 매각 후 재임대로 인한 자금유입의 효과가 작기 때문인 것으로 추정된다. 또한, 당기순이익이 저조한 기업일수록 매각 후 재임대로 인한 영향력이 크기 때문에 저수익의 자산을 매각하여 기업의 재무건전성을 높이는 것으로도 추정할 수 있다. 모델 3은 모델 2와 거의 비슷한 결과를 보였으며, 예상과는 달리 기업지배구조변수인 주요주주 3인의 지분율은 통계적 유의성을 보이지 않았으며, 지분율의 변화 또한 통계적인 유의성이 관찰되지 않았다. 마지막으로 모델1, 2, 3 모두 부동산경기 상승기 변수는 통계적 유의성이 낮은 것으로 나타났다.

V. 결론

본 연구는 상장기업 95개를 중심으로 매각 후 재임대가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 검증하기 위해 이벤트 스터디와 다중회귀분석의 방법을 사용하여 실증분석을 시도하였다. 2000년부터 2015년 상반기 사이에 매각 후 재임대를 실시한 기업들을 분석한 결과, 매각 후 재임대 공시일을 기준으로 누적초과수익률은 양(+) 방향으로 통계적으로 유의하게 나타났다. 이를 통해 기업의 매각 후 재임대가 시장에서 긍정적으로 받아들여지고 있음을 알 수 있었으며, 매각 후 재임대의 효과가 기존 연구의 기업부동산 처분 효과와 비슷한 양상을 보이는 것을 확인할 수 있었다.

또한, 기업부동산의 활용에 대한 목적을 구분하고 그에 따른 영향이 어떻게 다른지 분석하였다. 매각 후 재임대의 목적은 유동성확보 목적, 재무구조 개선 목적, 차입금 상환으로 구분하였으며, 목적이 불분명한 것은 기타로 나누었다. 전체기업의 누적초과수익률과 목적별로 구분한 기업의 누적초과 수익률은 각 기간과 통계적 유의성에 있어서 차이를 보였다. 유동성확보 목적의 경우 다른 목적의 기업에 좀 더 긴 누적일수의 기간에 유의미한 양(+)의 영향을 보였다. 차입금상환목적은 상대적으로 길고, 짧은 누적일수 모두 높은 수준의 영향력을 보였으며, 재무구조개선 목적은 상대적으로 짧은 누적일수에 매각 후 재임대의 효과가 나타났다. 유동성 확보와 차입금 상환 및 재무구조 개선은 기업의 상태와 시장의 상황, 해당기업의 주력 시장 업황, 기업 지배구조에 따라 시장의 반응이 상반되게 나타날 가능성이 존재하는데 실증분석 결과 세 가지 목적이 모두 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 이러한 매각 후 재임대 효과는 이미 공시이전부터 기업가치에 양(+)의 영향을 지속적으로 미치다가 공시근접일이 지남에 따라 그 영향력이 하락하는 것을 볼 수 있는데 이를 통해 기업의 부동산 활용정보가 이미 알려진 상태에서도 계약이 확정되면 추가적으로 해당 이벤트가 기업가치에 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

매각 후 재임대 기업의 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 실증한 회귀분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 매각 후 재임대 기업의 일반적 특성인 기업의

8) 정확한 분석을 위해 기업특성에 관한 자료가 누락되거나, 정확하지 않은 기업 및 규모가 너무 거대한 기업은 제외하고 최종적으로 85개 기업을 대상으로 하였다.

순자산 규모 및 추가수익비용 그리고 기업의 시장가치 및 부동산경기의 상승 하강은 기업가치에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 못했다. 두 번째, 매각 후 재임대 기업의 재무적 특성 중 부채비율과 총자산이익률(ROA)이 기업가치에 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부채비율과 총자산이익률 모두 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이를 통해 부채비율과 총자산이익률이 높은 기업은 매각 후 재임대의 이벤트가 기업가치에 부정적인 영향을 미침을 알 수 있었다. 마지막으로 매각 후 재임대 기업의 기업지배구조인 주요주주 3인의 지분을 및 지분을 변화는 기대와는 달리 기업가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이상의 결과를 종합해 보면 기업이 매각 후 재임대라는 기업부동산 활용 전략을 사용할 때 기업의 재무적특성이 기업가치에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 한계점 및 향후 과제는 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 활용 가능한 분석 자료가 적어 횡단면 분석을 이용하여 가설들을 검증하였으나, 향후 매각 후 재임대 현황에 대한 시계열 또는 패널 자료가 확보된다면 보다 다양하고 세밀한 가설의 검증이 가능할 것으로 보인다. 둘째, 매각 후 재임대 뿐만 아니라 보유 및 처분 등의 다양한 기업부동산 활용에 관한 연구가 미흡하여 각 방식간의 비교와 분석이 어려웠다. 따라서 앞으로 다양한 기업부동산에 관한 연구가 축적되면 보다 깊이 있는 연구를 진행할 수 있을 것이다. 셋째, 기업특성변수를 보다 다양하게 구성하면 기업 재무에 관한 여러 가설들을 보다 세밀하게 검증해 볼 수 있을 것으로 보인다. 마지막으로 본 연구는 사건연구 방법의 한계로 인해 시장의 정보효율성과 기업공시효과사이에 중복검정이 발생할 여지가 존재한다. 앞으로 기업부동산에 관련한 자료가 지속적으로 누적 및 보완되면 이에 대해 보다 발전적인 연구를 기대할 수 있을 것으로 보인다.

논문접수일 : 2016년 6월 7일

논문심사일 : 2016년 6월 15일

게재확정일 : 2016년 9월 6일

참고문헌

1. 강원철 · 고성수, “기업부동산이 기업가치에 미치는 영향”, 「상업교육연구」 제19권 제1호, 한국상업교육학회, 2015, pp. 191-214
2. 송치승, “기업합병의 상대적 규모효과의 존재에 관한 연구”, 「금융공학연구」 제9권 제1호, 한국금융공학회, 2010, pp. 125-156
3. 인채권 · 여홍구, “서울 오피스 거래 특성에 관한 실증연구 ; Sales and Leaseback의 매매가격 영향을 중심으로”, 「한국지역개발학회지」 제25권 제5호, 한국지역개발학회, 2013, pp. 199-218
4. 최영상, “기업의 부동산 취득 및 처분이 기업가치에 미치는 영향”, 「부동산 · 도시연구」 제5권 제2호, 건국대학교 부동산 도시연구원, 2013, pp. 29~49
5. Barlev, B., D. Fried, J. R. Haddad & J. Livnat, “Reevaluation of Revaluations: A Cross-Country Examination of the Motives and Effects on Future Performance,” *Journal of business finance & accounting*, Vol. 34 No. 7, 2007, pp. 1025-1050
6. Campbell, R. D., C. Ghosh and C. F. Sirmans, “The information Content of Method of Payemnt in Mergers: Evidence from Real Estate Investment Trusts (REITs),” *Real Estate Economics*, Vol. 29 No. 3, 2001, pp. 361-387
7. Campbell, R. D., M. Petrova and C. F. Sirmans, “Value Creation in REIT Property SellOffs,” *Real Estate Economics*, VOL. 34 No2, 2006, pp. 329-342
8. Campbell, R. D., M. Petrova and C. F. Sirmans, “Wealth Effects of Diversification and Financial Deal Structuring: Evidence from REIT Property Portfolio Acquisitions,” *Real Estate Economics*, Vol. 31, 2003, pp. 347-366
9. Campbell, R. D., N. White-Huckins and C. F. Sirmans, “Domestic and International Equity REIT Joint Ventures: Structuring corporate Options,” *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 32, 2006, pp. 275-288
10. Fisher, Lynn M., “The Wealth Effect Sale and Leasebacks: New Evidence,” *Real Estate Economics*, Vol. 32 No. 4, 2004, pp. 619-643
11. Franck, Missonier-Piera, “Motives for Fixed-Asset Revaluation: An Empirical Analysis with Swiss Data,” *The International Journal of Accounting*, Vol. 42 No. 2, 2007, pp. 186-205
12. Gronlund, Tomi, Antti Louko, Mika Vaihekoski, “Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect: Empirical Evidence from Europe,” *European Financial Management*, Vol. 14 No. 4, 2008, pp. 820-843
13. Myron B., Marie E. Sushka, and John A. Polonchek. “Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth,” *The journal of finance*, Vol.45 No. 1, 1990, pp. 289-299

14. Ro, S., "Diversification Effects Associated with Economies of Scale and U.S. REITs Mergers," *Journal of the Korea Real Estate Analysts Association*, Vol. 17 No 1, 2011, pp. 135-158
15. Ro, S., and Alan J. Ziobrowskic, "Wealth Effects of REIT Property-Type Focus Changes: Evidence from Property Transactions and Joint Ventures", *Journal of Property Research*, Vol. 29 No. 3, 2012, pp. 177-199
16. Sirmans C, B. Slade, "Sale Leaseback Transaction: Price Premiums and Market Efficiency," *Journal of Real Estate Research*, Vol. 32 No. 2, 2010, pp. 221-243
17. Tipping, M, R. Bullard, "Sale-and-Leaseback as a British Real Estate Model," *Journal of Corporate Real Estate*, Vol.9 No. 4, 2007, pp. 205-217