

국내 기업분할의 제도와 연구에 관한 고찰

황재호* · 조장연** · 홍동현***

Review or Spin-offs System and Researches in Korea

Abstract

We reviewed the usefulness of spinoffs as a restructuring tool. As a result, first we found an increase in spinoffs and a positive record as a restructuring tool.

Second, the effectiveness of spinoffs is established through numerous studies showing spinoffs leading to higher stock returns following the announcement of spinoffs, and corporate value following the execution of spinoffs. Third, previous researches on spinoffs are extended to include business administration and case studies to analyze the factors that improve corporate value. Spinoffs are an important theme in the field of management, corporate finance and accounting. Thus its theories must be developed to increase the corporate value achieved through the restructuring method of spinoffs.

I. 서론

기업은 급변하는 시장환경 속에서 경쟁력을 확보해야 한다. 경쟁력을 강화하기 위해서 합병, 기업분할, 사업양수도, 신규 사업추진, 사업철수 같은 다양한 구조조정전략을 수립하고 실행한다. 외환

위기 이전에는 매출과 자산 극대화라는 양적인 성장에 치중했던 한국기업들은 합병과 사업양수에 집중했다. 그러나 외환위기 이후 거대기업들이 낮은 수익성과 높은 부채비율로 인해 와해되면서 규모의 경제에 대한 의구심이 높아졌다. 또한 인터넷으로 세계시장의 변화속도와 반응속도가 빨라지면서 환경변화에 기민하게 반응하도록 기업조직을 변화시킬 필요성이 증가하였다. 변화와 혁신

* 한국외국어대학교 글로벌경영대학 교수
** 세종사이버대학교 부동산경영대학 교수
*** 한국외국어대학교 글로벌경영연구소 초빙 연구원

에 대한 요구는 기업의 구조조정의 방향을 규모중심에서 가치중심으로 변화하게 만들었다. 그래서 성과평가의 기준이 매출과 자산에서 이익으로 또 이익에서 경제적 부가가치(EVA: Economic Value Added)로 진화하였다. 또한 기업구조조정 전략 역시 합병 등을 통한 규모지향적 전략에서 분할과 분사 등을 통한 가치지향적 전략으로 전환하게 되었다.

이런 경제환경의 변화 속에서 기업분할은 2000년 이후 보편화된 기업가치증진을 위한 구조조정 전략이다. 기업분할을 실행하는 기업은 양적으로나 질적으로 크게 늘어나고 있다. 또한 향후에도 가치중심의 경영을 지향하는 많은 기업들이 기업구조 조정 전략으로 기업분할을 선택할 것이다.

이런 관점에서 현재까지 그리고 향후 기업구조조정 전략으로써 기업분할의 역할을 검토할 필요성이 크다. 본 연구는 국내에서의 기업분할의 현황을 검토하고 국내 자본시장에서 나타난 기업분할에 관한 연구를 고찰함으로써 기업분할의 기업구조조정전략으로써의 목적을 다하고 있는지 확인하고자 한다.

연구의 목적은 다음과 같다.

첫째 국내에서의 실행한 기업분할의 현황을 살펴본다. 국내에서 기업분할제도가 실시된 1998년 이후 10년 이상이 지난 현 시점 기업분할의 현황을 살펴볼 필요가 있다. 기업분할 제도와 기업분할 기

업의 현황을 검토하고자 한다.

둘째 이론적 관점에서 국내 학계에서 기업분할에 관해 얼마나 광범위하고 깊이 있게 연구하고 있는지 검토할 필요가 있다. 기업분할에 관한 다양한 연구가 진행되었으며 이를 체계적으로 정리할 필요가 있다.

셋째 다양한 해외 연구와 비교하여 국내 연구의 방향을 제시하고자 한다. 기업분할 표본수가 많지 않은 상황에서의 연구는 제한적일 수 밖에 없다. 기업분할의 표본수가 증가함에 따라 다양한 연구가 가능하다. 향후 연구에 도움이 될 방향을 제시하고자 한다.

본 연구의 의의는 다음과 같다.

첫째 기업분할이 도입된 지 10년이 된 시점에서 기업분할의 정착여부를 확인할 수 있다. 기업분할 현황과 기업분할에 관한 국내 연구를 검토함으로써 지금까지 기업분할이 기업구조조정이라는 소기의 목적을 달성했는지 확인할 수 있다.

둘째 이를 통해 앞으로도 기업구조조정전략으로 활용 여부에 대한 시사점을 도출할 수 있다. 기업분할의 전략적 수단으로써의 성공적인 정착은 향후 기업구조조정 수단으로써 기업분할의 활성화에 주는 시사점이 크다.

셋째 기업분할 연구의 향후 방향을 제시함으로써 기업분할에 관한 새로운 연구의 활성화에 기여할 수 있다. 기업분

할을 실행한 기업의 누적적 증가는 기업 분할에 대한 다양한 연구기회를 제공한다. 이에 대한 지속적인 연구주제를 환기시켜 연구의 활성화에 기여한다.

본 연구는 제 II장 기업분할의 이론에서는 해외에서의 기업분할에 대한 제도와 이론을 검토하고 제 III장에서 국내 기업분할제도의 방법, 절차에 대해 살펴본다. 제 IV장에서는 국내 연구 동향을 검토하며 새로운 연구의 방향에 대해 언급하고 제 V장에서는 결론을 맺는다.

II. 기업분할이론

1. 기업분할의 개념

기업분할은 상법에 규정된 절차에 따라 한 회사의 권리의무의 전부 또는 일부를 분리하여, 하나 이상의 신설회사 또는 기존회사에 포괄승계하고 그 대가로서 신설회사 또는 기존회사의 주식을 부여 받는 단체법상의 제도를 의미한다(박경진 외 2인, 2005).

기업분할은 합병과는 상반되는 개념으로 규모의 경제로부터 야기되는 비효율을 제거하고 특정 사업에 집중함으로써 기업의 효율성을 제고시키고 경쟁력을 강화하여 기업가치를 증진시키는 구조조정 전략으로 활용되고 있다(황재호,

2009).

기업분할은 모기업과의 관계에 따라 독립적 해체형과 종속적 모-자 관계형으로 구분된다. 독립적 해체형은 Spin-Off, Spilt-Off 그리고 Spilt-Up로 나뉘며, 종속적 모-자 관계형인 신규자회사 설립과 기존자회사 이전으로 구분된다.¹⁾ 독립적 해체형과 모-자 관계형의 중요한 차이는 기존 모기업의 주주에게 자회사의 주식을 배분하느냐의 문제이다. 독립적 해체형은 분할전 모기업의 주주에게 자회사의 주식이 배정되는 반면, 모-자 관계형은 분할전 모기업의 주주에게 자회사의 주식이 배정되지 않고 모기업에 종속되는 방법으로 기업분할이 진행된다.

2. 기업분할의 목적

기업분할을 실시하는 동기를 크게 4가지 관점에서 정리할 수 있다. 자산의 최적화를 통한 사업성과를 높이기 위한 재무상태표의 차변 관점, 자금조달과 지배구조의 문제를 최적화하기 위한 재무상태표의 대변 관점, 경영진과 조직의 책임경영과 성과보상을 위한 경영관점 그리고 세금문제 등의 제도적 문제를 해결하기 위해 기업분할을 진행한다.

각각의 관점에서 살펴보면 다음과 같다.

1) 우리나라 기업분할과 비교하면 Spin-Off는 인적분할과 유사하며 신규 자회사 설립은 물적분할과 유사하다.

<표 1> 기업분할의 제도

모기업과의 관계	종류	분할방법	우리나라 적용방법
독립적 해체형	Spin-Off	<ul style="list-style-type: none"> • 배당형 기업분할. • 신규로 자회사를 설립하고 기존 주주의 지분에 비례하여 주식을 배정함. • 결과적으로 주주의 동일성을 가진 두 개의 분리된 기업이 설립됨. 	인적분할과 유사함.
	Spilt-Off	<ul style="list-style-type: none"> • 주식상환형 기업분할. • 모기업이 유상감자방식으로 일부 주주들에게 자회사 주식을 분배하는 한편, 모기업 주식을 취득하여 소각하거나, 모기업과 그 주주간에 각각 가지고 있는 자회사의 주식과 모기업의 주식을 상호 교환함. • 결과적으로 두 기업의 주주가 분리되는 형태가 됨. 	
	Spilt-Up	<ul style="list-style-type: none"> • 모기업 소멸형 기업분할 • 앞의 두 방식은 분할 이후에도 모기업이 존속하지만 이 방식은 분할이 성립된 후에 모기업은 소멸함. • 모기업이 자회사 주식을 주주들에게 배분하고 모기업 청산 형태임. 	
종속형 모-자 관계형	신규 자회사 설립	<ul style="list-style-type: none"> • 자회사 설립, 기업 물적요소인 영업(혹은 사업) 일부분을 분리 양도함. • 이전 우리나라에서 주로 시행하던 방식으로 분할기업의 주식을 분할 후에도 피분할기업이 계속 소유, 양 기업간에는 모-자 관계가 성립됨. 	물적분할과 유사함.
	기존 자회사 이전	<ul style="list-style-type: none"> • 신규자회사를 설립하는 대신에 기존 자회사에 영업 일부분을 양도하는 방식. 양도차익에 대한 세금부담 때문에 자산임대 형식을 취함. 	

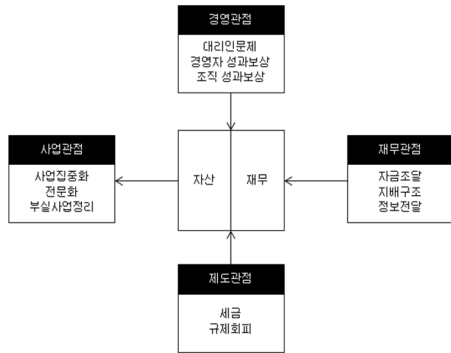
자료: 김태홍, 기업분할과 사업구조조정, 현대경제연구소, 1997.

2.1 사업관점(자산관점)

기업구조조정전략을 실행하는 기업은 기업분할을 실행함으로써 자산구조를 재편할 수 있다. Desai and Jain(1999)은 집중화목적과 그렇지 않은 경우를 공시

효과, 중장기 기업가치 그리고 경영성파로 나눠 고찰하였는데 집중화목적의 표본이 그렇지 않은 경우보다 공시효과, 중장기 기업가치 그리고 경영성과 모두 향상되었다.

이질적인 사업부문을 분리하여 기업



자료: 황재호, 기업분할 전 후로 한 회계정보 가치설명력 비교, 2009.

[그림 1] 기업분할의 목적

분할 함으로써 사업집중화와 전문화를 도모하여 경쟁력을 강화할 수 있다. 기업은 성장을 위해 다양한 신규 사업을 내부적으로 실행한다. 또한 합병이나 사업부문의 인수 등으로 이질적인 사업부문이 내부적으로 공존하는 경우가 존재한다. 그러나 신규 사업부문이 성공적으로 성장하거나 합병 등으로 인한 이질적 사업부문이 확장되는 경우 다양한 문제가 발생한다. 시장대응, 내부관리, 의사결정 등의 차이로 비효율이 야기되기 때문이다. 시시각각으로 변화하는 소비자의 다양한 욕구와 경쟁사의 기민한 전략에 적절하게 대응할 수 없게 된다. 또한 사업부문 조직과 문화의 차이로 인한 비효율도 발생한다. 상이한 의사결정체계로 인해 기회를 상실할 수 있다. 이질적인 사업부문이 가진 문제점을 해결하기 위해 기업분할이라는 기업구조조정 전략

을 실행할 수 있다. 기업분할을 통해 이질적 사업부문이 독자적인 기업으로써 경영전략과 자산투자전략을 실행함으로써 기업가치창출을 도모할 수 있다.

또한 부실사업부문의 자산을 분리함으로써 경쟁력을 강화할 수 있다. 사업부문 중 부실사업부문을 기업분할을 통해 분리함으로써 기업의 재무상태를 건전화하고 경쟁력을 제고할 수 있다.

2.2 재무관점

재무상태표의 대변의 역할은 자금의 조달이다. 기업분할을 실행함에 따라 자금조달과 주주구조의 변화를 모색할 수 있다. 기업은 저평가정도에 따라 기업의 자금조달선택 방법이 달라지며 저평가된 기업은 기업분할을 통해 정보의 비대칭을 해소하여 주가를 높인 뒤 자금을 조달한다(Nanda and Naryanam, 1999).

자금조달비용의 합리화를 도모할 수 있다. 성장산업의 경우 타인자본과 자기자본을 확보해서 사업확장을 도모해야 한다. 그러나 부실한 사업부문 혹은 저성장 사업부문이 혼재한 기업의 경우 성장사업부문에 대한 신규 투자에 대해 합리적인 자본조달비용보다 높은 자본비용을 부담하는 경우가 발생한다. 성장사업부문을 기업분할 함으로써 기업분할 전보다 낮은 자본비용으로 사업을 확장할 수 있다.

주주구조의 변화를 통해 지배구조의

개선을 도모할 수 있다. 인적분할의 경우 기업분할을 실행할 경우 주주구성은 유지되는 것이 일반적이다. 그러나 대주주가 기업분할을 통해 회사를 분리한 후 특정회사의 주식을 매수하고 회사간 자산을 교환함으로써 지배구조의 변화를 기획할 수 있다. 또한 물적분할의 경우 기존주주들의 영향력을 배제하고 회사를 분리하여 간접적으로 지배하는 것이 가능하다.

주식시장에 정보를 전달하는 기능을 강화하여 신규 투자자의 참여를 활성화할 수 있다. 주식시장에 기업에 대한 정보를 정확하고 신속하게 전달하여 적정 가치를 평가 받게 하는 것도 기업의 중요한 활동 중에 하나이다. 기업의 내재 가치에 비해 적정주가를 유지하지 못하면 주주들에 재산권 행사에 제약을 주는 것이 될 뿐만 아니라, 자본비용이 높아 지므로 신규 사업을 위한 자금확보 어려움이 따른다. 이러한 문제를 해소하기 위해 기업은 지속적으로 주식시장에 기업에 관한 정보를 전달함으로써 주가를 상승시키려는 IR(Investor Relation)을 중시한다. 그러나 다양한 사업부문이 혼재한 경우 부실한 사업부문 혹은 저성장 사업부문의 정보와 우량한 사업부문 혹은 고성장 사업부문의 정보가 혼재하여 전달됨으로써 투자자들에게 정확한 정보전달의 어려움이 따르고 이로 인해 저평가되는 문제가 발생한다. 기업분할을

함으로써 세분화된 정보를 제공하여 정보의 비대칭을 해소함으로써 기업가치 증진을 도모할 수 있다.

2.3 경영관점

기업분할을 통해 경영진과 종업원에게 새로운 기회가 주어질 수 있으며 이를 통해 대리인 문제의 해법을 모색할 수 있다. Sevard and Walsh의 연구(1996)에 의하면 통계적 유의성을 갖지는 못했지만 기업분할이 내부지배 및 통제구조의 효율성에 긍정적인 영향을 미치며 분할된 기업의 경영자 보상이 성과지향적이라는 사실을 제시하여 대리인 문제와 경영자 성과보상의 문제를 해결하기 위한 방안으로써 기업분할의 역할에 대한 시사점을 제시하였다.

기업구조가 복잡함에 따라 발생하는 대리인 문제를 보다 명확하게 접근할 수 있다. 기업구조가 복잡해지고 규모가 커지면 통제 불가능한 요소들이 증가하게 된다. 또한 비용의 방만한 사용과 책임 소재가 불명확해지는 문제가 발생하게 된다. 기업분할을 함으로써 비용과 책임에 대한 인과관계가 명확해짐에 따라 경영진의 대리인문제가 감소하게 된다.

명확하고 합리적인 경영진의 성과평가가 가능하게 된다. 명확하고 합리적인 성과보상은 경영진을 독려하여 경영성과를 향상시킨다. 그러나 사업부문이 혼재한 경우 사업부문 경영진들의 성과평

가는 다른 사업부문의 성과와 직간접적으로 영향을 받게 된다. 이익이나 초과이익을 성과평가의 기준으로 하는 경우 공통비 배분 방식에 따라 부분별 성과가 크게 차이가 발생하기 때문이다. 이러한 경우 명확한 손익계산이 불분명해지므로 경영진과 사업부문간의 불화가 야기되기도 하며 동기부여를 저해한다. 기업분할을 통해 분할하는 사업부문이 하나의 완전한 회계단위가 됨으로써 회계정보에 근거한 사업부문 평가가 명료하고 합리적으로 정리된다.

공정하고 합리적인 조직원 성과평가도 가능하게 된다. 이질적인 사업부문이 혼재한 경우 조직원들의 성과평가와 보상에 문제가 발생할 수 있다. 성장산업과 사양산업이 혼재한 기업의 경우 급여체계의 차이와 산업의 문화의 차이로 인해 갈등이 발생할 여지가 상존한다. 또한 이익에 근거한 성과보상을 실시하는 경우 공통비 배분 등의 문제로 인해 반목이 발생할 여지가 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 기업분할을 실시할 수 있다.

또한 경영자 시장 관점의 연구결과는 새로운 시각을 제공한다. 다양한 사업부문을 가지고 있는 기업의 경영자는 각각의 사업부문에 대한 서로 다른 경영능력을 보유하고 있을 것이라고 가정하였다. 만약 현경영진이 어느 사업부문에서 자신보다 경영능력이 뛰어난 경쟁자에게

지배권을 상실하는 경우 현경영진을 포함한 주주들을 주식가치가 올라갈 것이므로 이익을 보게 되지만, 현경영진 자신은 지배를 통한 사적 이익을 상실하게 될 것이다. 따라서 인적분할 제도는 현경영진으로 하여금 지배권 상실을 피하기 위하여 보다 열심히 일하도록 유인책으로서의 효과를 가진다. 만약 열심히 경영을 하지 않을 경우 인적분할을 통해 결국 지배권을 상실하게 될 것이기 때문이다(Chemmanur and Yan, 2003).

2.4 제도관점

제도적인 문제를 해결하기 위한 방안으로 기업분할을 이용할 수 있다. 규제대상 사업부문과 비규제대상 사업부문이 혼재한 경우 규제대상 사업부문을 기업분할하는 전략을 실행함으로써 문제를 해결할 수 있다. 또한 동일한 사업부문이라도 규모의 경제가 주는 폐해로 인해 기업분할을 이용하기도 한다.²⁾

3. 기업분할의 성과

실무적뿐만 아니라 학문적으로도 기업분할은 우수한 기업구조조정 방법으로 효과가 있음으로 검증하였다.

2) 1984년 AT&T는 독점적 통신 사업 운영 체제의 해체를 명령한 법원의 판결에 따라 7개의 회사로 기업분할을 실시하였다.

실무적으로 맥킨지에서 조사한 결과 기업분할 이후 기업가치의 증가폭이 일반기업보다 높음을 확인할 수 있었다. 1988년부터 1996년까지 미국에서 기업분할을 실행한 79개 기업들의 기업분할 이후 2년 간 주가상승률을 비교한 표이다. 기업분할을 실행한 79개 모회사의 경우 18.2%의 수익률을 달성하여 시장수익률인 S&P 500지수 수익률인 17.6%를 상회하였다. 기업분할된 78개 자회사의 경우 27.1%의 수익률을 실현하여 시장수익률보다 10% 정도 높은 수익률을 실현한 것으로 나타났다. 모회사보다는 분할된 자회사의 기업가치 증진이 높다는 점을 확인할 수 있었다. 다른 형태의 기업분할 역시 기업분할한 기업의 성과가 높았다.³⁾

학술적으로 기업분할의 장기성과를 연구한 Cusatis, Miles and Wooidridge(1993)의 연구 역시 기업분할기업의 장기성고가 높다는 점을 확인시켜준다. 1965년부터 1988년까지 발생한 815건의 기업분할 표본을 이용하여 36개월 간의 기업가치를 관찰한 연구결과⁴⁾ 분할된 기업⁵⁾

의 36개월 보유수익률이 76%로 나타났고 대응기업 조정수익률⁶⁾은 33.6%로 나타나 월등히 높은 수익률을 확인할 수 있었다.

기업구조조정의 목적이 경쟁력 강화이며 경쟁력 강화는 이익을 증가시키며 장기적으로 기업가치를 높여 주가상승과 밀접하게 연관된다. 실무적 연구결과나 학술적 연구결과 모두 기업가치의 증가를 확인시켜 기업분할이 효과적인 기업구조조정 전략임을 확인할 수 있다.

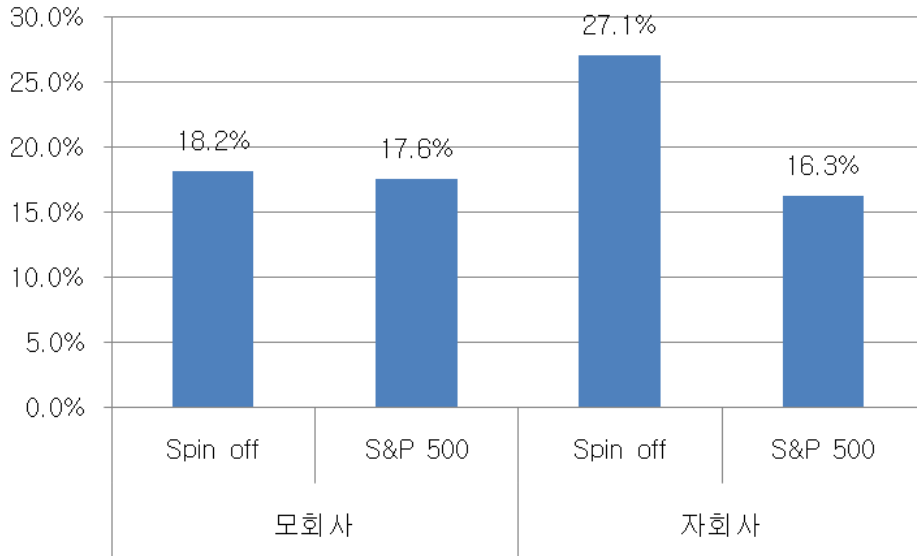
4. 기업분할의 연구방향

해외 연구결과 기업분할이 기업가치를 증가시킨다는 점에서는 큰 이의가 없다 (Hite and Owers, 1983; Miles and Rosenfeld, 1983; Shipper and Smith, 1983; Cusatis, Miles and Wooidridge, 1993; Desai and Jain, 1999). 연구의 주요주제는 기업분할이 기업가치를 증진시키는 결정요인을 검증하는 것이다. 기업분할 이후 기업가치가 증가한다면 어떤 과정을 거쳐서 어떤 요인에 의해서 기업가치가 증가하는지를 증명하는 것이 연구현안이다.

연구 가설은 크게 두 가지 관점에서 정리가 된다. 첫 번째가 부의 시너지 제

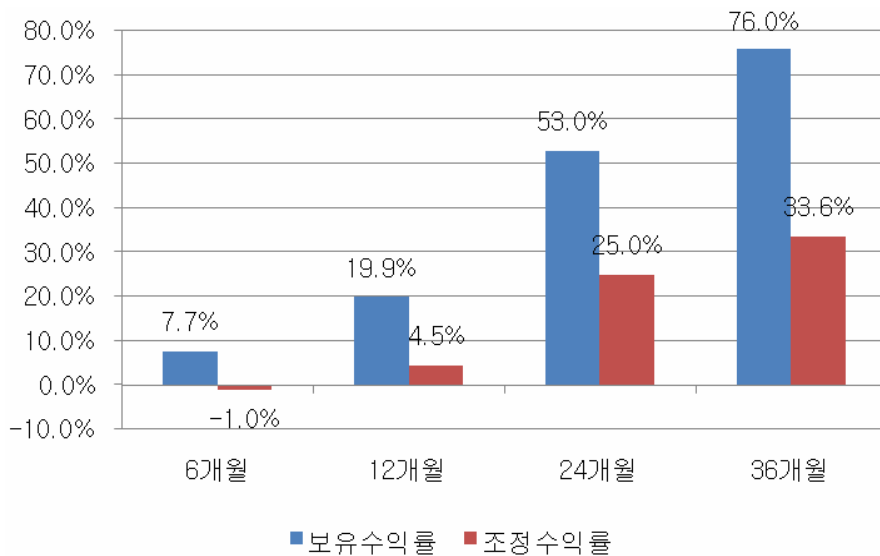
- 3) 우리나라의 물적분할과 유사한 Carve-Out 역시 모회사의 수익률이 22.1%로 시장수익률인 16.5%보다 높았다. Carve-Out한 자회사의 수익률 23.8%로 시장수익률인 11.0%보다 높았다.
- 4) 전체 표본 중 분할된 기업의 표본수는 146개 이다.
- 5) 분할한 모회사 역시 높은 수익률을 나타냈다. 36개월 수익률이 67.2%이며 대응기업 조정수익률이 18.2%로 나타났다.

- 6) 대응기업 조정수익률은 산업코드와 시가총액으로 대응기업을 선택한 후 기업분할 기업의 보유 수익률에서 대응기업의 보유수익률을 차감하는 방법으로 산출하였다.

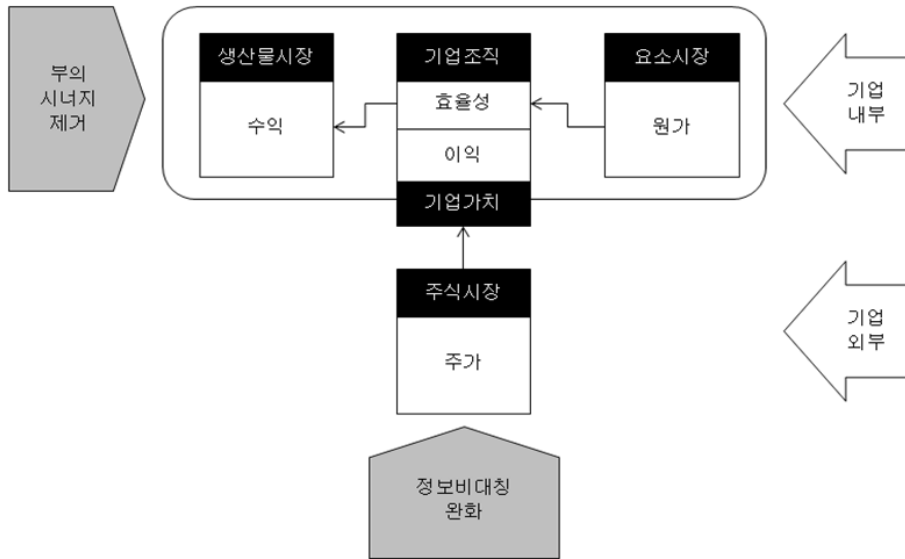


자료: Mckinsey Quarterly 2000, 윤보운(2001) 재인용.

[그림 2] 기업분할 후 2년 간 모기업 성과



[그림 3] Cusatis et al(1993)의 기업분할 기업의 장기성과 연구 결과



[그림 4] 기업분할의 가치증진연구 관점

거 가설이며 두 번째가 정보의 비대칭 완화 가설이다. 부의 시너지 제거 가설은 기업의 내부적인 효율성이 제고되어 기업가치가 상승하고 이로 인해 기업가치가 상승한다는 견해인 반면 정보비대칭 가설은 기업분할을 통해 기업에 대한 정보전달의 명확하고 신속하게 전달되는 외부적인 시장의 시각변화로 인해 기업가치가 증가한다는 가설이다. 정리하면 부의 시너지 제거 가설은 내부적 요인에 의한 가치증가를 정보비대칭 완화 가설은 외부적 요인에 의한 가치증가를 원인으로 보고 있다.

4.1 음의 시너지 제거 가설

음의 시너지 제거 가설은 기업분할을 통해 내부적으로 경영 효율성이 증가하고 생산물시장과 요소시장에 대한 협상력과 통제력이 강화되어 이익이 증가한다는 견해이다. 내부적 경영효율성의 증가의 원인으로 부실사업부문 제거, 관리능력의 향상 그리고 보상체계의 개선을 매개변수로 설정할 수 있다(Daley, Mehrotra and Sivalkumar, 1997).

하나의 기업에 다양한 사업부문이 공존하는 것이 일반적이다. 건실한 사업부문의 이익이 부실한 사업부문의 손실을 보전해주는 형태로 기업이 존속한다. 기업분할은 건실한 사업부문과 부실한 사업부문을 분리함으로써 보다 많은 자원

7) 정보비대칭 완화 가설은 기업분할 전 기업에 대해 주식시장이 부정확한 가치평가를 하고 있다는 가정을 한다는 점에서 효율적 시장 가설과 대립하는 측면이 있다.

을 건설한 사업부문의 사업에 집중할 수 있고 낮은 자본비용으로 자금조달을 하여 사업을 확장할 수 있다. 결국 기업분할을 통해 건설한 사업부문의 경쟁력을 향상시켜 전체적인 기업가치 상승에 유효한 결과를 유도할 수 있다.

다양한 사업부문을 경영하는 기업보다 소수의 사업부문을 경영하는 기업은 역량을 한 분야에 집중하므로 산업의 특성을 맞게 조직을 유지하고 관리하므로 효율성이 높아진다. 또한 생산물시장과 요소시장의 특성과 변화를 신속하고 정확하게 분석하여 대응할 수 있다. 의사결정의 신속성과 정확성을 기초로 시장을 확장하는 반면 요소시장에 대한 통제력을 강화하여 원가절감을 유도하며 적정규모의 조직을 유지하여 적절한 관리비용으로 성과를 창출할 수 있다. Daley, Mehrotra and Sivalkumar(1997))는 관리능력 향상으로 기업가치가 증가하는 연구결과를 제시하고 있다.

보상체계의 개선은 기업가치 증가에 영향을 준다. 사업부문이 혼재하면 사업부문의 성과는 외부적인 성과나 내부적인 관리비용 이외에 공통비 등의 대체가격에 의한 협상능력에 따라 사업부문 전체 성과의 차이가 발생하므로 공통비 등의 대체가격을 협상하는 등의 비생산적인 작업에 사업부문의 역량과 관심이 소비될 수 있다. 그러나 기업분할을 통해 성과평가의 결과가 객관적이고 확실하

게 나타남에 따라 경영진과 조직원의 책임소재가 명확해지고 보상체계가 합리적으로 설정된다.

음의 시너지 제거 가설 혹은 사업집중화 가설을 검증하기 위해서는 기업분할의 목적이 사업집중화인지 아닌지를 구분해야 하며 성과측정을 장기적으로 측정해야 한다. 기업분할의 목적이 명시되지 않거나 명시된 내용과 다른 목적으로 분할하는 경우가 있기 때문에 객관적인 조작적정의 문제가 발생할 수 있다. Daley, Mehrotra and Sivalkumar(1997)의 연구는 업종분류를 통해 이종업종 기업분할과 동종업종 기업분할을 나눠서 성과를 측정하였고 Desai and Jain(1999)은 Herfindal계수⁸⁾를 측정하여 집중화와 비집중화 기업분할을 구분하였다.

음의 시너지 제거 가설의 연구결과 Daley, Mehrotra and Sivalkumar(1997)의 연구는 집중화에 해당하는 이종업종 기업분할이 유의적인 성과가 발생함을 확인하였고 Desai and Jain(1999)은 집중화된 기업분할만이 경영성과와 중장기적인 기업가치가 향상됨을 확인시켰다.⁹⁾

-
- 8) Herfindal계수는 사업부문의 매출액의 자승의 합을 전사 매출액의 자승의 합으로 나눈 값이다. 사업부문이 한 개인 경우 Herfindal계수는 1이 되고 전체매출의 50%인 사업부문이 2개로 구성된 기업의 Herfindal계수는 0.5이다. 사업부문이 적고 집중화될수록 herfindal계수는 높게 나타난다(황재호, 2009).
- 9) 매입 후 보유수익률로 측정된 중장기성과는 표본 전체수익률은 19.82%, 집중화 기업분할은 33.36%, 비집중화 기업분할은 -14.34%

음의 시너지 제거 가설에 관한 연구에서 기업분할을 실행한 기업의 중장기적인 성과가 높다는 점은 기업구조조정 전략으로써 효과가 있다는 것을 확인시켜 준다. 또한 이질적인 사업부문을 분리해야 성과가 발생한다는 점을 시사하고 있다. 기업분할로 기업구조조정 전략을 수립하는 기업은 형식적인 기업분할보다는 실질적인 기업분할만이 가치를 창출할 수 있다는 점을 염두해 두어야 할 것이다.

4.2 정보비대칭 완화 가설

주식시장이 비효율적이라면 기업의 내재가치와 주식시장에서 형성되는 주가의 차이가 발생할 수 있다. 주가가 내재가치에 비해 저평가되면 기업은 자산 매각이나 M&A협상에서 불리해지며 자본조달시 높은 자본비용을 지불해야 하므로 기업의 장기적인 성장과 경쟁력에 부정적인 영향을 준다. 결국 기업은 내재가치 수준에 주가가 도달하게 하기 위해 기업가치에 대한 정확한 정보를 제공하는 경영활동을 실행하여 기업과 투자자 간의 정보의 비대칭을 해소하고 주주의 부를 향상시키고 자본조달을 용

이하게 하여 장기적인 기업가치 향상을 도모해야 한다. 기업분할은 구체적인 정보의 제공과 우량한 사업부문의 분리된 정보제공 측면에서 정보의 비대칭을 해소하여 기업가치 증가에 영향을 줄 수 있다.

주식시장에서 기업은 사업보고서와 공시를 통해 기업의 정보를 제공하고 투자자는 제공된 정보를 해석하여 투자 의사결정을 한다. 여러 사업부문이 혼재한 복합기업과 단일한 사업부문으로 구성된 단순기업은 제공되는 정보는 양과 질에서 큰 차이가 나타난다. 단순기업의 경우 자산과 손익에 대한 정보가 명확하게 전달되나 복합기업의 경우 자산과 손익에 대한 정보가 혼재되어 전달되어 분석하여 해석하는 정보 증류 과정을 거쳐야 한다. 더욱이 이질적인 사업부문으로 구성된 복합기업은 이익의 예측과 자산 활용의 효율성을 측정하기 어렵다(황재호, 2009).

복합기업의 경우 우량한 사업부문의 성과와 불량한 사업부문의 성과에 혼재되어 전체적으로 저평가될 가능성이 존재한다. 이런 경우 기업분할을 통해 우량한 사업부문의 정보가 적절하고 충분하게 제공되어 정보의 비대칭이 해소되어 기업가치가 적절하게 평가 받을 수 있게 되어 전체적인 기업가치의 상승이 가능하게 된다(황재호, 2009).

정보의 비대칭을 완화가 기업가치에

로 기업분할이 아닌 집중화된 기업분할만이 성과가 나타나 음의 시너지 가설을 지지하였고, 영업현금흐름을 자산으로 나눈 자산영업현금흐름비율로 측정된 경영성과는 집중화 기업분할이 3.68%로 상승한 반면 비집중화 기업분할은 -0.6%로 부진했다.

영향을 주는지 검증하기 위해서는 정보의 비대칭에 대해 조작적 정의를 하거나 기업분할 전후의 기업의 의사결정으로 분류하여야 한다. Krishnaswami and Subramaniam(1999)는 정보의 비대칭정도에 대해 조작적정의를 하였다. Cusatis, Miles and Wooridge(1993)와 Nanda and Naryanam(1999)는 기업분할 이후 기업의 경영 의사결정에 근거하여 정보의 비대칭 완화를 의도한 기업을 정의하였다.

Krishnaswami and Subramaniam(1999)는 재무분석가의 이익예측오차, 이익예측치의 표준편차, 이익변동성을 통제한 이익예측오차, 분기별 이익 공시일 부근의 초과수익률 변동성 그리고 시장-위험 조정모형에서 시장수익률로 설명되지 않는 잔차항의 표준편차를 정보의 비대칭에 대한 대용치(proxy)로 정의하였다. 반면 Cusatis, Miles and Wooridge(1993)는 기업분할 이후 분할회사와 분할로 신설되는 회사의 인수합병 관련 여부로 측정하였다. 인수합병을 목적으로 하는 기업은 적절한 인수가격을 받기 위해 기업분할을 통해 인수대상 기업과 자산에 대한 충분한 정보를 제공함으로써 기업가치를 증가시킬 유인이 있다는 견해이다. Nanda and Naryanam(1999)는 기업분할 전후의 자금조달 의사결정으로 정보의 비대칭 완화 기업을 정의하였다. 기업이 고평가되었다면 유상증자를 통해 자금을 조달하는 것이 유리하고 저평가되었

을 경우 차입을 통한 의사결정이 유리하다는 점에 착안하여 기업분할 전후 자금조달방식의 변화를 통해 정보의 비대칭을 완화 기업을 정의하였다.

Krishnaswami and Subramaniam(1999)는 정보의 비대칭 완화를 분석한 결과 기업분할 전에 비해 기업분할 후 정보의 비대칭의 대용치들이 상당히 감소하는 양상이 나타남을 검증하였다. Cusatis, Miles and Wooridge(1993)는 기업분할 이후 장기성과가 높음을 확인하였고 특히 분할회사와 분할로 신설되는 회사가 인수 합병을 목적으로 할 때 유의적인 가치증가를 확인할 수 있었다.

기업분할은 자산이나 기업의 매각, 신규자금의 조달 그리고 효과적인 기업정보 제공을 위해서 효과적인 방법임을 확인할 수 있었다. 선행연구를 통해 자산이나 기업을 좋은 가격에 매도하려는 기업이나 낮은 자본비용으로 자금조달을 필요로 하는 기업 그리고 주가자체를 효과적으로 부양할 목적으로 하는 기업은 기업분할을 전략적 수단으로 검토해 볼 필요가 있다.

Ⅲ. 국내 기업분할 실무

1. 국내 기업분할 제도

1998년 이전에 국내에서는 기업분할에

<표 2> 우리나라의 기업분할 제도

관점	구분	내용
주식의 귀속여부	물적분할	분할신설회사의 주식의 총수를 분할회사가 취득
	인적분할	분할신설회사의 주식을 분할회사의 기존주주에게 배분
분할회사의 존속여부	소멸분할	분할법인이 분할에 의하여 청산절차 없이 소멸
	존속분할	분할법인이 분할 후 축소된 형태로 존속
합병의 수반여부	단순분할	한 개의 회사가 분할 여러 개의 회사를 설립
	분할합병	한 개의 회사가 분할 존립중인 여러 개의 회사를 합병
	복합분할	단순분할과 분할합병이 복합적으로 이루어짐.

대한 법적 근거가 존재하지 않았다. 1998년 12월 28일 상법(商法 530의 2 내지 530의 12) 개정으로 기업분할에 대한 법적 근거가 도입되어 기업분할을 통한 기업구조조정이 가능하게 되었다. 그러나 상법에서는 기업분할의 개념에 대한 적극적인 정의를 하고 있지 않아 법률 조항을 종합하여 학설로 정의를 내리고 있다. 대체적인 학설에 의한 기업분할은 ‘분할회사의 적극·소극재산의 전부 또는 일부가 분리되어 적어도 하나 이상의 신설 또는 기존의 승계회사에 부분적으로 포괄 승계되고, 그 대가로 승계회사의 주식이 분할회사의 주주 또는 분할회사 자신에게 부여되는 단체법·조직법상의 행위 내지 제도’라고 정의한다. 기업분할은 자산과 자본 관점에서 기업의 구조를 재조정 하는 것으로 기업 자산의 부분적 포괄승계와 그 대가로 자본의 일부인 주식(사원권)을 부여하는 조직법

혹은 단체법상의 행위 내지는 제도로 해석할 수 있다.

국내의 기업분할은 주식의 귀속여부에 따라 물적분할과 인적분할로 구분되며, 분할회사의 존속여부에 따라 소멸분할과 존속분할로 구분되며 합병의 수반여부에 따라 단순분할, 분할합병, 복합분할로 분류할 수 있다. 주식의 귀속여부에 따른 물적분할과 인적분할은 다양하게 나타나나 존속여부에 따라서는 대부분 존속분할을 실행하며 합병의 수반여부에 따른 분류에서는 단순분할의 형태가 일반적이다.

국내 분할제도를 외국의 제도와 비교해 보면 인적분할은 전형적인 Spin-Offs에 해당하며 물적분할은 Carve-Out¹⁰⁾과

10) Carve-Out은 자회사 분리 후 공개 상장 혹은 자회사 상장의 한 형태이다. 모회사가 지배하고 있는 자회사의 보유주식을 일반 공모하여 기업공개할 한 후 주식시장에 상장시키는 것을 말한다. 모기업이 자회사를 상장시킴으로써 모회사 주주들의 주식매매

<표 3> 기업분할의 형태 및 비교

구 분	한 국		미 국
주식의 귀속에 따른 분류	인적분할	비례적	Spin-Offs
		불비례적	Spilt-Offs
	물적분할		Carve-Out
분할회사의 존속여부에 따른 분류	소멸분할		Spilt-Ups
	존속분할		

자료: 박경진 외 2인(2005년), 기업분할과 경영성과.

유사하다고 할 수 있다.

2. 기업분할 방법

국내의 기업분할은 물적분할과 인적분할로 구분한다. 물적분할과 인적분할은 지배구조, 경영권, 자산구조와 수익구조, 자산평가, 신설법인의 상장여부 등에 따라 차이가 발생한다.

인적분할은 분할신설회사의 주식을 분할회사의 기존주주에게 배분하는 방식으로 기업분할이 이루어지는 방법이다. 분할회사의 재무제표에서 채고자산, 토지, 건물, 기계장치 등의 자산이 분리되어 분할신설회사가 되며 기존의 주주들

에게 분할신설회사의 주식을 배정받는다. 인적분할에서는 신설법인의 주식을 기존 모회사의 주주들이 배정받기 때문에 경영권이 모회사와 분리되어 독립적으로 형성될 수 있고 자산과 수익 역시 별도의 법인으로 구분된다. 분할시에는 장부가치에 근거하여 자산을 분리하여 신설법인을 설립하며 분할 이후 대부분 재상장되어 주식시장에서 거래가 가능하다. 인적분할의 경우 기업분할 이후 두 개 이상의 기업으로 재상장되기 때문에 분할 전에 하나의 사업보고서에 보고되었던 재무정보가 둘 이상의 사업보고서를 통해 제공됨에 따라 구체적이고 정확한 정보제공이 가능하게 된다는 점에서 의미가 있다.

물적분할은 분할신설회사의 주식을 분할 모회사가 전부 승계하는 방법이다. 분할 모기업의 주주 입장에서는 지분의 변화가 없으며 분할 모회사 입장에서는 채고자산, 토지, 건물, 기계설비 등의 자산

유동성은 높아지고 그 결과 자회사에 출자한 투자자금의 회사가 쉽게 된다. 또한 기업은 Carve-Out를 통해 위험이 높은 사업부분을 매각함으로써 기업의 위험을 줄일 수 있다(최병현, 방상수, 1998). 미국의 경우 분할된 자회사를 상장하는 반면 우리나라의 물적분할의 경우 비상장기업을 유지하는 경향이 있다.

<표 4> 기업분할 방법 비교

분류	인적분할	물적분할
지배구조	기존주주	모기업
경영권	독립적 경영권 행사	모기업의 경영권에 종속됨
자산구조	분할된 두 개 이상의 기업으로 나뉨	유형자산 등이 투자유가증권으로 전환됨.
수익구조	분할된 두 개 이상의 기업의 매출 구조는 변화 없음.	매출은 감소하고 지분법평가손익으로 반영됨.
자산평가	분할시 장부가치	분할시 공정가치
재상장여부	대부분 재상장	비상장
정보의 논점	구체적 정보 제공 (두 개 이상의 재무제표)	회계처리방법개선 (공정가치 평가정보 제공)
사례	동양고속건설/대상	한국전력/풀무원

이 투자유가증권으로 전환된다. 물적분할로 신설되는 자회사의 주식은 모회사에게 귀속되어 모회사의 경영권의 지배를 받게 된다. 분할시 분할 신설회사로 분할되는 자산과 부채는 공정가치로 평가되어 평가손익을 인식할 수 있다. 그리고 분할 이후 발생하는 자회사의 이익은 지분법평가이익으로 모회사의 손익계산서로 연결된다. 물적분할로 신설된 회사는 비상장으로 남아있는 경우가 일반적이다.

3. 기업분할 절차

기업분할의 일정은 아래와 같다.

기업분할의 일정은 분할설립등기 50일 이전에 가결산 및 분할대차대조표와 분할계획서를 작성하면서 시작된다. 이를 본점에 비치하고 50일 전에 주주총회

를 서면으로 통지한다. 35일 이전에 분할승인 주주총회를 개최하여 주주들로부터 분할을 승인 받는다. 등기 3일전까지 주권제출공고를 한 후 존속법인과 분할신설법인의 등기준비와 창립총회를 진행한 뒤 등기를 함으로써 분할된 기업으로 재편된다.

기업분할을 실행하면 다음의 과정을 거쳐 법률적 효과가 발효된다.

첫째 분할합병계약서 혹은 분할계획서에 정한 바에 따라 적극 및 소극 재산의 부분적 포괄 승계가 이루어진다. 둘째 기업분할이 성립하면 분할회사가 소멸하거나 존속하는데 우리나라는 존속하는 경우가 일반적이다. 셋째 분할 대가로 승계회사의 주식을 배정받은 주주들은 기업분할의 효력 발생과 함께 승계회사의 주주가 된다. 넷째 기업분할의 효력이 발생하면 채무자의 권리가 승계된

<표 5> 기업분할 일정

일 자	절 차	법정소요기간	비고
D-51	가결산 및 분할대차대조표 작성	약 1~2주	회계법인
D-51	분할계획서 작성	약 1주	회계법인
D-50~D+180	분할대차대조표 및 경영참고서류 등의 본점 비치(상법 제 530조의 7)	주주총회 2주전부터 분할 등기 후 6개월 간	
D-50	주주총회소집의 통지와 공고(서면통지)	주주총회 2주 전	
D-35	분할승인 주주총회	1일	
D-34~D-3	주권제출공고 (주권병합에 의한 자본감소의 경우 해당)	1개월 이상의 기간	
D-1~D-3	존속법인의 분할변경 등기와 신설법인이 분할설립등기를 위한 준비 (등기서류 준비~신설법인의 정관 등)		법무사
D-2	신설회사의 창립총회 (또는 이사회 의 공고)	1일	
D+0	존속법인의 분할변경등기와 신설법인의 설립등기	창립총회(또는 존속회사 이사회 공고일 후 2주 이내)	

자료: 금융감독원.

다. 다섯째 기업분할로 영업권을 취득한 경우 영업권을 계상하여 설립등기 이후 5년 내에 결산기에 균등액을 상각해야 한다.

4. 기업분할 현황

기업분할은 시간의 흐름에 따라 증가하고 있다. 유가증권 시장은 인적분할과 물적분할 모두 고르게 증가한 반면 코스닥 시장은 인적분할의 수는 증가하지 않는 반면 물적분할이 크게 증가하였다. 유가증권시장은 건전한 기업구조조정전

략으로 유용하게 이용되는 반면 코스닥 시장에서는 부실사업정리, 우회상장 및 기업 인수 합병 수단으로 이용되며 2007년과 2008년 들어 상장폐지를 모면하기 위해 물적분할을 악용하는 경우가 빈번하였기 때문으로 해석된다.

전체적으로 300개에 가까운 기업이 기업분할을 실행했다는 것은 전체 상장기업의 10% 이상이 기업분할을 구조조정 전략으로 선택했다고 볼 수 있다. 향후에도 기업의 경쟁력 강화를 위해서 많은 기업들이 기업분할을 선택할 것으로 예상할 수 있다.

<표 6> 기업분할 현황¹¹⁾

구분	유가증권			코스닥		
	인적분할	물적분할	전체	인적분할	물적분할	전체
1999년	2	5	7	1	0	1
2000년	5	5	10	1	3	4
2001년	3	5	8	1	4	5
2002년	9	5	14	3	7	10
2003년	2	4	6	4	4	8
2004년	4	7	11	3	6	9
2005년	2	8	10	2	10	12
2006년	10	11	21	7	13	20
2007년	12	14	26	2	22	24
2008년	17	17	34	0	42	42
전체	66	81	147	24	111	135

IV. 국내 기업분할 연구동향

1. 국내 연구동향

국내의 기업분할에 관한 연구는 크게 공시일의 시장반응을 분석한 사건연구, 중장기적인 기업가치의 변화를 검증한 주식시장 장기성과 분석연구, 경영성과의 변화를 분석한 연구로 크게 구분된다. 기업분할이 1998년부터 법제화되었고 2000년 이후 본격적으로 진행되었기

때문에 표본수와 연구기간이 제한되었으나 최근 들어 다양한 관점에서 분석한 연구결과들이 제시되고 있으며 향후 다양한 연구주제로 각광받을 것으로 생각된다.

2. 공시효과

사건연구는 정보가 주가에 미치는 영향을 통해 기업분할의 경제적 영향력을 측정한다. 주식시장이 효율적이라면 공시된 정보가 신속하고 정확하게 주가에 반응한다. 공시전후의 초과수익률을 검토함으로써 기업분할이라는 사건이 기업가치에 전반적인 영향을 주는지 확인할 수 있다.

11) 기업분할의 현황은 금융감독원 전자공시실의 공시정보를 기초로 작성하였다. 상장폐지나 우회상장 등으로 자료의 신뢰성이 의심되는 경우와 자료를 구할 수 없는 경우 누락하였다.

<표 7> 국내 기업분할 사건연구

연구	분석기간	표본수	성과측정방법	결론
박춘광(2002)	1999년 1월~ 2001년 12월	17개	시장모형 산업지수조정모형	10일 전부터 공시일까지 CAR은 2.5%로 나타남. 양의 반응이 나타남.
김정애(2003)	1999년 1월~ 2003년 5월	61개	시장위험 조정모형	45일 전부터 공시일까지는 상승하다가 공시일 이후부터 45일까지는 하락함. 공시 하루 전 1.06% CAR이 발생하며 공시 이후 2일부터 5일까지 평균 CAR이 -2.35%로 유의함.
기현희, 장경원(2004)	1999년 1월~ 2003년 5월	32개	시장조정 위험수익률	30일 전부터 공시일까지 CAR은 0.53%로 나타남. 공시 후 30일까지 CAR는 -1.43%로 나타남. 통계적으로 유의함.
한경수(2005)	2000년 1월~ 2004년 12월	37개	OLS시장모형	20일 전부터 공시일까지 CAR은 3.17%로 나타남. 공시일 이후 10일까지 CAR는 -5.62%로 나타남.
김지수, 조정일(2005)	1999년 1월~ 2002년 12월	50개	시장조정모형	30일 전부터 공시일 이후 2일까지 CAR는 11.07%로 유의하게 나타남. 공시일 2일 이후 15일까지 -5.02%로 유의하게 나타남.
심충진(2006)	1999년 1월~ 2004년 12월	78개	시장모형	10일 전부터 공시일까지 CAR은 3.72%로 유의하게 나타남. 공시일 이후 10일까지 CAR은 -4.24%로 나타남.
박성규, 전수영(2008)	2000년 1월~ 2005년 12월	101개	시장조정모형	35일 전부터 공시일까지 CAR은 8.27%로 유의하게 나타남. 공시일 이후 35일까지 CAR는 -1.63%로 나타남.

주식시장의 공시효과를 검증한 연구는 박춘광(2002), 김정애(2003), 기현희와 장원경(2004), 김지수와 조정일(2005), 심충진(2006) 그리고 박성규와 전수영(2008)의 연구가 있다. 박춘광(2002)은 기업분할의 공시효과가 주식시장에서 양의 영향을 주며 이는 미래가치의 증가에 대한 기대라고 해석했다. 김정애(2003)의 연

구는 기업분할공시까지 상승하다가 공시일 이후 하락하는 현상을 보여주고 정보의 사전누출가능성을 제기했다. 기현희 외 1인(2004)는 분할공시효과는 미세한 양의 수익률을 보일 뿐이며 공시일 이후에는 수익률이 하락하는 경향이 있다는 실증연구 결과를 제시했으며 시장을 세분화하여 분석한 결과 물적분할이

인적분할보다 높은 공시효과가 낮으며 거래소기업이 코스닥기업보다 높은 성과가 발생한다는 연구결과를 제시했다.

김지수와 조정일(2005)은 30일 이전부터 공시일 2일까지 누적초과수익률이 11.07% 나타남을 보여주었다. 또한 공시 2일부터 15일까지는 유의한 수준에서 누적초과수익률이 -5.05% 발생하고 공시 2일부터 30일까지는 -4.69% 발생함을 보여주었다. 사업집중화 표본과 사업비집중화 표본으로 분류하여 검증한 결과 공시일 이후 CAR의 하락은 사업비집중화 표본에서 발생함을 확인하고 국내 증권시장에서 음의 시너지 가설을 지지한다는 연구결과를 제시하였다. 박성규와 전수영(2008)은 기업분할 공시 후 35일까지 8.27%의 양의 누적초과수익률이 발생하였으나 공시일 이후 35일간의 누적초과수익률은 -1.63%로 나타났다. 통제변수로 분할방법과 분할목적 을 검증한 결과 물적분할이 인적분할에 비해 높은 수익률이 나타나며 부실사업 정리를 목적으로 분할하는 경우 누적초과수익률이 높다는 연구결과를 제시하였다.

공시효과에 관한 연구를 정리한 시사점은 다음과 같다. 첫째 공시효과가 존재함을 확인할 수 있다. 표본수가 늘어나고 수익률 측정기간을 늘릴수록 누적초과수익률이 늘어남을 확인할 수 있었다. 주식시장에서 기업분할이 기업가치

를 향상시킬 것으로 기대함을 의미한다. 둘째 공시일 이전에는 전반적으로 상승하나 공시일 이후 하락하는 경향이 있다. 이는 사전 정보누출 가능성과 시장의 과도한 기대치의 조정과정으로 해석할 수 있다.

공시효과에 관한 연구는 보편적인 분석방법이다. 향후 표본수가 늘어남에 따라 추가작업이 필요할 것이다. 그러나 의미 있는 연구를 위해서는 다양한 통제변수를 연구설계에 구체적인 원인을 탐색하는 연구가 필요할 것으로 생각된다. 지금까지는 통제변수로서 분할방법, 분할목적 그리고 사업집중화여부 등이 연구되었다. 자산과 경영성과 관점의 변수¹²⁾, 재무관점의 변수¹³⁾, 경영관점의 변수¹⁴⁾ 등도 통제하여 반영하면 의미 있는 연구가 될 것이다. 특히 Chemmanur and Yan¹⁵⁾ (2003)은 산업의 특성, 대주주의 지분율

12) 자산과 경영성과와 관련된 변수로는 ROA, ROE, 매출액이익률, 관리비용정도 등을 들 수 있다.

13) 재무관점 변수로는 자본비용, 부채비율 등을 들 수 있다.

14) 경영관점 변수로는 대주주지분율, 경영진의 인센티브 제도, 몇 개의 기업으로 분할되는 지를 나타내는 분할정도 등을 들 수 있다.

15) Chemmanur and Yan(2003)은 기업분할 발표에 양의 반응을 모일 것이며 통제변수로서 분할되는 사업부분의 크기, 사업부분의 관련분할 여부, 분할기업의 속한 산업의 인수합병 활성화정도, 환경영건의 보유지분율이 영향을 줄 것으로 예상했다. 분할되는 부분이 클수록, 비관련분할일수록, 산업내 인수합병이 활발할수록, 환경영건의 보유지분율이 적을수록 높은 정(+)의 수익률을 보일 것으로 분석했다.

이 영향을 준다는 결과를 제시하고 있으므로 이런 관점에서 공시효과를 연구하면 유익한 연구가 될 것이다.

3. 장기성과

Cusatis, Miles and Woolridge(1993)는 분할 공시일을 전후하여 분석하는 사건 연구(Event study)를 가지고는 기업분할이 기업가치에 미치는 영향을 충분히 파악할 수 없다고 비판 하고, 분할회사와 분할로 신설된 회사 각각의 2~3년 간의 장기 성과를 Holding period return 을 가지고 분석하는 것이 적절하다고 주장하였다. 기업분할의 효과가 가시화되기 위해서는 2~3년의 시간이 필요하다고 해석된다.

김정애(2004)는 기업분할을 전후로 기업의 가치변화를 시장 전체의 변화로 조정한 뒤 절대가치와 상대가치의 차이를 분석하였다. 공시 전년도와 후년도의 차이를 분석한 결과 전체적으로 191% 상승하였고, 거래소는 255%, 코스닥은 36% 상승하였다. 김지수와 조정일(2005)은 30개 표본으로 분할 기업의 중장기 성과를 고찰하였는데 종합주가지수대비 36개월 전체 표본의 보유초과수익률은 53.64%로 나타났으며, 세부적으로 집중화 기업분할 표본은 69.45%, 비집중화 기업분할 표본은 14.03%로 집중화된 기업분할

표본에 전체수익률이 집중되었음을 확인하였다. 그리고 36개월 누적평균초과수익률로 측정된 전체표본의 수익률은 57.64%이며, 집중화 기업분할 표본은 87.52%이고 비집중화 기업분할 표본은 -2.11%로 나타나 집중화로 인한 표본이 높은 수익률이 발생함을 확인하였다. 홍동현 외 2인(2008)은 시장대비 30개월 누적초과수익률은 25%, 보유초과수익률은 12.72%로 시장을 상회하는 성과를 나타냈다.

장기성과에 관한 연구를 정리한 시사점은 다음과 같다. 첫째 장기적으로 높은 성과가 실현되었다. 기간이 늘어날수록 높은 성과가 나타나는 것으로 확인되었다. 주식시장에서 기업분할이 실제 기업가치를 향상시키는 것을 확인할 수 있었다. 둘째 성과를 나타내는 통제변수에 대한 탐색결과 시장특성(김정애, 2004), 집중화여부(김지수, 조정일, 2005)에 따라 확연하게 차이가 남을 확인하였다. 기업분할 자체가 장기적인 성과를 향상시키는 것이 아니라 특성요인이 기업분할의 장기성과에 영향을 준다는 점을 시사한다.

장기성과에 관한 연구는 분석기간이 늘어나고 표본수가 증가함에 따라 추가 연구가 활성화될 것으로 기대된다. 연구설계시 공시효과 연구에서 제시한 통제변수¹⁶⁾로 활용하면 의미 있는 연구가

16) Chemmanur and Yan(2003)은 분할기업의 장기성과에 관해서 인수합병과 연결되지

<표 8> 국내 기업분할 장기성과 연구

연구	분석기간	표본수	성과측정방법	결론
김정애(2003)	1999년 1월~ 2003년 5월	34개	가치가중시장지수를 고려한 연간 기업가치 변화율	공시 1년 전부터 공시 1년 후까 지의 기업가치변화율은 1.91로 나타남.
김지수, 조정일(2005)	1999년 1월~ 2002년 12월	30개	CAR(시장조정모형) BHAR	종합주가지수 대비 36개월 BHAR 은 41.6%로 나타남. 종합주가지 수 대비 36개월 CAR는 57.64% 로 나타남.
홍동현 외 2인 (2008)	1999년 1월~ 2003년 12월	31개	CAR(시장조정모형) BHAR	종합주가지수 대비 30개월 BHAR 은 12.6%로 나타남. 종합주가지 수 대비 30개월 CAR는 25.6%로 나타남.

될 것이다. 또한 한 단계 진보한 연구모형으로 도약하기 위해서는 부의 시너지 제거가설과 정보비대칭 완화 가설을 지지하거나 새로운 관점의 가설을 설정하는 연구를 진행해야 한다. 이를 위해서는 기업단위의 변수화가 아닌 사업부문 단위의 변수화가 필요하다.

4. 경영성과

주가는 장기적으로 이익과 현금흐름에 수렴한다. 기업분할이 기업가치 향상에 긍정적인 영향을 주는지 확인하기 위해서는 구체적인 재무제표상의 변화를 확인해야 한다.

박경진 외 2인(2005)은 경영성과의 개선

않거나 경영진의 지분율이 높다면 장기성과가 낮을 것으로 분석했다. 또한 산업의 특성, 대주주의 지분율이 영향을 분석했다.

여부를 기업분할 전후의 자산수익률로 측정하여 검토한 결과 전체표본으로는 경영성과의 개선을 확인할 수 없었다. 그러나 이종기업분할 표본과 동종기업분할 표본으로 나눠 분석한 결과 이종기업분할은 자산수익률이 1.79% 증가한 반면 동종기업분할은 자산수익률이 -4.7% 감소하였다. 결국 전문화와 집중화를 목적으로 진행한 기업분할이 경영성과를 높이는 역할을 한다는 점을 시사했다. 기업분할 전후의 경영성과를 영업현금흐름, 총자산 경상 이익률과 총자산 순이익률의 변화를 분석한 김지수와 조정일(2005)의 연구결과 전반적으로 기업분할 이후 재무지표가 향상되었음을 확인하였고 구체적으로 집중화 기업분할 표본은 경영성과의 개선을 관찰할 수 있었으나 비집중화 기업분할 표본은 경영성과가 하락하였다. 집중화된 기업분할이 경영성과를

<표 9> 국내 기업분할 경영성과 연구

연구	분석기간	표본수	성과측정방법	결론
박경진 외 2인 (2005)	2000년 1월~2004년 3월	73개	자산수익률 부채비율	전체 자산수익률 평균은 -0.17% 하락함. 이중기업분할 자산수익률은 1.79% 상승함. 반면 동종기업분할 자산수익률은 -4.7% 하락함. 부채 비율은 모두 감소함.
김지수, 조정일(2005)	1999년 1월~2002년 12월	50개	영업현금흐름 총자산 경상이익률 총자산 순이익률	영업현금흐름, 총자산 경상이익률, 총자산 순이익률 모두 기업분할 이후 대응 산업이나 기업에 비해 향상됨.
이상욱(2008)	1999년 1월~2006년 9월	89개	재무건전성 경영성과 1인당 지표 신규투자	기업분할 이후 1인당 지표와 기업 수익성이 개선됨.

개선하는 목적에 부합한다는 점을 시사한다. 이상욱(2007)은 경영성과를 재무건전성, 경영성과, 1인당 지표, 신규투자로 구분하여 기업분할 전후를 비교 분석하였다. 분석 결과 기업분할 이후 1인당 지표와 기업수익성이 향상됨을 관찰할 수 있었다. 기업분할이 경영성과 향상에 기여한다는 연구결과를 제시하고 있다.

경영성과에 관한 연구 결과 장기적으로 경영성과가 향상됨을 확인할 수 있었으며 특히 기업분할이 집중화를 목적으로 하는 경우 경영성과의 큰 상승이 가능했다. 경영성과에 관한 연구는 분석기간이 늘어나고 표본수가 증가함에 따라 보다 다양하고 일반화된 연구가 확산될 것으로 기대된다. 특히 장기적인 관점에서 경영성과의 향상은 부의 시너지 제거 가설을 뒷받침해줄 연구분야이다.

5. 의사결정연구

기업분할을 선택하게 되는 동기요인과 결정요인에 관한 연구로써 김정애(2003)과 이상욱(2008)의 연구가 있다. 김정애(2003)는 이항종속변수모형을 이용하여 기업분할을 선택하는 기업의 특성을 탐색하였고 이상욱(2008)은 로짓모형을 이용하여 기업분할 결정요인에 관한 연구를 진행하였다.

김정애(2003)의 연구결과 기업분할은 기업전문화의 필요성에 의해 발생할 가능성이 높았다. 이상욱(2007)은 기업규모 혹은 오래된 업력이 기업분할의 결정요인으로 작용함을 분석하였다. 이는 매출부진을 해결하고 인력 구조조정의 방안으로 기업분할을 활용할 가능성이 높다는 점을 시사한다.

기업분할 선택의 결정요인에 관한 연구는 아직 초기 단계이다. 표본수의 증가에 따라 기존의 연구를 확장하는 연구를 시도해 볼 필요가 있다. 변수를 다양화하여 연구를 확장하고 분할의 관점을 확장고 대리인문제의 관점에서 연구를 다양화할 필요가 있다.

기업분할 선택의 결정요인에 관한 Chemmanur and Yan(2003)의 연구는 국내에서 재검토해 볼 필요가 있다. Chemmanur and Yan(2003)는 산업의 특성, 사업부문의 동종 산업의 경쟁기업과의 성과차이, 사업부문간의 이질성 그리고 사업부문의 기술특성이 기업분할 선택하는 결정요인으로 분석하였다.¹⁷⁾ 이러한 연구를 위해서는 기업단위의 변수화에서 사업부문단위의 변수화가 선행되어야 한다.

기업분할 선택 결정요인의 연구를 확장하여 분할방법 선택 결정요인에 관한 연구도 부연되길 바란다. 어떤 기업은 물적분할을 선택하고 다른 기업은 인적분할을 선택하는지에 관한 선택동기요인

에 관한 연구할 필요가 있다. 이론적으로뿐만 아니라 실무관점에서 유용한 연구가 될 것이다.

6. 연구의 시사점

기업분할의 역사가 증가하고 표본수가 증가함에 따라 다양한 연구가 가능하게 되었다. 연구의 방향에 대한 제안을 정리하면 다음과 같다.

첫째 다양한 매개변수와 통제변수가 결합된 공시효과 연구와 장기성과 연구는 기존의 공시효과 연구와 장기성과 연구의 한계를 확장할 수 있을 것이다. 또한 기업분할이 기업가치를 증진시키는 결정요인에 대한 단서를 제공할 것이다.

둘째 경영학, 인사조직, 경영전략과 결합된 연구가 진행될 수 있다. 사업의 집중도, 성과보상체계 등은 경영학의 일반적인 주제이면서 정성적인 변수들이다. 기업분할의 개념자체도 기업의 조직변화를 의미한다. 결국 재무관리와 회계학의 연구방법론으로 조직의 변화가 기업가치에 주는 영향에 관한 경영학의 주제를 분석하는 것이다.

셋째 기존의 재무관리 주제에 경영학적 주제인 기업구조의 변화를 통제하여 연구할 수 있다. 예를 들어 애널리스트의 이익예측오차는 재무학의 오랜 주제이다. 기업분할 이후 단순해진 기업구조와 산업환경이 애널리스트의 예측력에

17) Chemmanur and Yan(2003)는 산업의 인수 합병이 활발할수록, 사업부문의 동종 산업의 경쟁기업에 비해 낮은 성과를 낼수록, 사업부문이 이질적일수록, 사업부문의 기술이 급격하게 변할수록 기업분할의 동기가 촉발된다고 분석하였다. 특히 Chemmanur and Yan(2003)는 분석의 관점을 경영권과 관련하여 제시함으로써 새로운 시각을 제시했다. 예를 들어 급격하게 변화하는 사업부문은 현 경영진이 급변하는 사업부문을 경영할 능력이 부족하여 전반적인 성과가 낮아질 가능성이 높기 때문에 해석하고 있다.

영향을 주는지 검증하는 연구는 좋은 주제이다.

넷째 연관 기업전략과의 비교분석을 하는 연구도 가능하다. 기업분할과 유사한 주제로써 합병과 기업공개(IPO)가 있다. 기업분할의 장기성과와 합병의 장기 성과를 비교하는 연구나 기업분할의 신규상장과 기업공개를 비교하는 연구주제도 의미가 있다.

다섯째 다양한 사례연구를 개발할 수 있다. 기업분할은 기업전략으로써 재무수치로 결과가 나타난다. 기업전략은 일반화하기 힘든 특수한 기업상황과 의사결정과정의 산물이다. 일반화된 논리보다는 통찰력을 주는 사례연구가 학문적으로뿐만 아니라 실무적으로 필요하다.

V. 결론

기업분할은 1998년 기업구조조정 수단으로 도입되었다. 규모를 통한 성장을 지향하던 우리 기업들이 가치를 통한 성장으로 전환하면서 기업분할이 중요한 기업구조조정전략으로 부상하였다. 실무적으로 국내에서 기업구조조정 수단으로 기업분할이 얼마나 활용되고 효과가 있는지, 학문적으로 얼마나 광범위하고 깊이 있는 연구가 진행되었는지를 검토하여 기업구조조정전략으로써 기업분할의 효과를 확인하기 위해 본 연구를 진행하

였다.

연구결과 다음과 같은 점을 확인할 수 있었다.

첫째 기업분할 도입 이후 기업분할을 실행하는 기업의 수는 꾸준히 증가함을 확인하였다. 이는 실무적으로 기업분할이 기업구조조정 수단으로 적절하게 활용되고 있으며 효과가 있음을 증명하는 증거라고 할 수 있다.

둘째 국내에서 진행된 연구를 검토해본 결과 기업분할의 표본수가 증가함에 따라 다양한 연구들이 진행됨을 확인할 수 있었다. 또한 다양한 기업분할의 연구결과 국내에서도 기업분할이 기업가치를 향상시킨다는 외국의 연구결과를 확인시킴으로써 실무에서의 기업분할의 증가를 학문적으로 뒷받침해주고 있다.

셋째 향후 기업분할에 관한 연구는 다양한 관점에서 진행될 것으로 기대된다. 재무관리적 관점에서 경영학 전반에 걸친 관점으로 연구의 시야를 넓힐 필요성이 있다. 또한 다양한 사례분석을 통해 피상적인 이론의 한계를 확장할 필요가 있다. 또한 기존의 연구들도 보다 다양한 통제변수를 활용하여 기존의 가설뿐만 아니라 새로운 가설을 검증해야 한다.

학문은 현상을 설명하고 원인을 파악하는 과정에서 존재한다. 기업분할이 기업가치를 향상시키는 현상을 설명하고 원인을 구체적으로 분석하는 것은 재무관리와 회계학뿐만 아니라 경영학의 중

요한 주제일 것이다. 또한 검증된 이론은 실무적으로 활성화된다. 기업분할의 성과와 원인을 정확하게 분석하여 실무적으로 기업분할이 기업구조조정 성공적인 전략이 되도록 이론적 연구를 발전시켜야 한다.

참고문헌

- [1] 기현희, 장원경, 기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향, 대한경영학회지, 제43권(2004), pp.725-749.
- [2] 김지수, 조정일, 분리설립의 기업성과와 성과요인, 재무연구 제18권, 제2호(2005), pp.139-183.
- [3] 김정애, 한국주식시장에서 기업분할의 동기와 시사점, 주식, 통권 제424호(2003), pp.3-35.
- [4] 김태홍, 기업분할과 사업구조조정, 현대경제연구소, (1997).
- [5] 박춘광, 기업분할이 기업가치에 미치는 영향, 동명대학 논문집, 제24권(2002).
- [6] 박경진, 신현한, 장진호, 기업분할과 경영성과 전략경영연구, 제8권, 제2호(2005), pp.81-104.
- [7] 박성규, 전수영, 기업분할의 공시효과와 기업특성, 회계정보연구, 제26권, 제1호(2008), pp.183-211.
- [8] 심충진, 기업분할의 공시효과와 내부자본시장, 경영학연구, 제35권, 제4호(2006), pp.1223-1239.
- [9] 윤보윤, “기업분할 전략의 성공요건”, LG주간경제, (2001).
- [10] 이상욱, 기업분할의 결정요인은 무엇인가? -한국의 기업분할을 중심으로-, 경영학연구, 제36권, 제3호(2007), pp.791-871.
- [11] 이상욱, 기업분할의 성과는 무엇인가?, 경영연구, 제2권, 제3호(2007), pp.119-144.
- [12] 정윤모, 회사분할과 기업구조조정, 한국증권연구원, Issue Paper(1999), pp.99-102.
- [13] 조영무, “기업분할, 나누면서 커진다”, LG주간경제, (2002)
- [14] 최병현, 박상수, “사업구조조정의 Win-Win 전략”, LG주간경제, (1998).
- [15] 한경수, 코스닥시장에서 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향, 경영교육논총, 제38집(2005), pp. 401-427.
- [16] 홍동현, 이덕훈, 황재호, 기업분할의 장기성과에 대한 실증연구, 경영정보연구, 제25권(2008), pp.83-114.
- [17] 황재호, 기업분할 전후로 한 회계정보 가치설명력 비교, 한국외국어대학교 박사학위논문, (2009).
- [18] Allen, J., S. Lummer, J. McConnell and D. Reed, “Can take over losses explain spin off gains?,” Journal of Financial and Quantitative analysis

- Vol.30(1995), pp.465-485.
- [19] Aron, D., "Using the capital markets as a monitor: corporate spinoffs on an agency framework," *RAND Journal of Economics*, Vol.22(1991), pp.505-518.
- [20] Chemmanur, Thomas. J, An. Yan, "A Theory of Corporate Spin-offs," *Journal of Financial Economics*, Vol. 72(2003), pp.259-291.
- [21] Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R., "Corporate focus and value creation: Evidence from spin offs," *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (1997), pp.257-281.
- [22] Hemang Desai, Prem C. Jain., Firm performance and focus: Long run stock market performance following spin offs, *Journal of Financial Economics*, Vol.54(1999), pp.75-101.
- [23] Hite, G.L. and Owers, J. E., "Security price reactions around corporate spin offs announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol.12(1983), pp.409-436.
- [24] Jensen, M.C. and W. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3(1976), pp.305-360.
- [25] Johnson, G.A., Brown, R.M., Johnson, D.J., "The market reaction to voluntary corporate spin offs," *Journal of Business and Economics*, Vol.33 (1995), pp.16-44.
- [26] Krishnaswami, P. Spindt, and V. Subramaniam, "Information Asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt," *Journal of Financial Economics*, (1998), pp.407-434.
- [27] Linn, S.C. and M.S. Rozeff, "The effects of voluntary spin offs on stock prices: The agency hypothesis," Working paper series No.84-10, The University of Iowa, Iowa city, I.A., (1984).
- [28] Miles, J.A., and Rosenfeld, J.D., "An empirical analysis of the effects of spin offs announcements on shareholder wealth," *The Journal of Finance*, December, (1983), pp.1597-1606.
- [29] Nanda, V., and M. Narayanan, "Disentangling value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures," *Journal of Financial Intermediation*, Vol.8 (1999), pp.174-204.
- [30] Parrino, R., "Spin offs and wealth transfer: The Marriott case, *Journal of Financial Economics*, Vol.43(1997), pp.241-274.

- [31] Patrick J. Cusatis, James A. Miles and J. Randall Woolridge., "Restructuring through spin offs-The market evidence, Journal of Financial Economics, Vol.33(1993), pp.293-311.
- [32] Schipper, K and Smith, A., "Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin offs," Journal of Financial Economics, Vol. 12(1983), pp.437-467.
- [33] Seward, J., and J. Walsh, "The governance and control of voluntary corporate spin offs," Strategic Management, (1996), pp.25-40.