

기업분할 정보가 주주의 부에 미치는 영향[†]

강효석* · 서재웅**

Effects of Divestitures Announcements on Shareholder Wealth

Abstract

This paper investigates the effects of divestitures announcements on shareholder wealth. Analyzing a sample of 208 divestitures during 1999~2008, we find that ordinary divestitures earn significant positive CARs than divestitures subsequent to backdoor listings. Divestitures to become holding companies have significantly higher CARs than divestitures with different purposes. It is also evidenced the abnormal announcement returns of focusing-divestitures higher than those of non-focusing divestitures. However, we could not support the hypothesis that the announcement effects of spin-offs are different from those of non spin-offs.

I. 서론

우리나라는 외환위기 직후인 1998년 기업구조조정을 촉진하기 위해 기업분할 제도를 새로 도입하였다. 이에 따라 기업규모를 축소하는 방법으로 분사와 분할 가운데 유리한 것을 선택할 수 있게

되었으며 분할도 인적분할과 물적분할로 구분되어 그 선택의 폭이 넓어졌다. 기업분할에 따른 중요한 주제 가운데 하나는 기업분할이 주주의 부에 어떠한 영향을 미치는가에 관한 것이다. 기업분할의 주요동기로는 음(-)의 시너지 제거를 통한 기업가치 극대화를 들 수 있다. 다수의 사업부문을 동시에 수행하고 있는 기업이 경영관리의 비효율성을 제거하기 위해 이종사업부문을 독립시킴으로써 사업부문의 집중화와 음의 시너지

[†] 본 연구는 2009학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의해 이루어진 것임.

* 한국외국어대학교 글로벌경영대학 교수

** 한국외국어대학교 박사과정

를 제거하여 기업가치를 창출한다는 것이다(Daley et al., 1997; Desai and Jain, 1999). 이러한 기업분할을 통해 각 경영 자원이나 능력에 맞게 비교우위를 가지는 업무분야를 집중적으로 성장시켜 나갈 수 있다.

그러나 사업집중화는 기업분할 이외에 자산매각 등의 방법으로도 가능하기 때문에 사업집중화에 의한 음(-)의 시너지 제거가 기업분할의 유일한 경제적 동기가 될 수 없고, 그 대안으로 정보비대칭 완화 동기가 제기되었다. 기업 내에 사업부문이 혼재되어 있을 경우 내부자는 각 부문별 경영상황을 알지만 외부자에게는 해당정보가 공개되지 않는 정보비대칭 문제가 발생한다. 따라서 기업분할로 인하여 투자자가 각 사업부문의 경영 성과와 미래전망을 보다 정확히 파악할 수 있게 된다면 기업가치가 증가한다는 것이다(Nanda and Narayanan, 1997, Krishnaswami and Subramaniam, 1999).

다시 말해서, 기업분할은 인수합병과 대칭되는 개념으로 인수합병이 기업간 결합으로 시너지 창출을 목표로 하는 반면 기업분할은 규모축소를 통한 전문성을 추구하는 것이라 할 수 있다. 이에 따라 국내에서 2000년대 중반부터 기업분할을 실시하는 기업들이 증가하는 추세에 있다. 그러므로 기업분할의 본래 취지가 실현된다면 기업가치와 경영성과는 개선되어야 할 것이다. 외국의 선행

연구에 따르면 기업분할은 대체로 양(+)의 공시효과를 보인다고 하는데, 우리나라는 그동안 기업분할제도의 역사가 짧고 사례도 충분치 않아 관련연구가 활발하지 못한 편이었다. 이에 본 연구에서는 기업분할 정보의 공시시점 주변에 기존 주주의 부가 어떻게 영향 받는지를 분석함으로써 기업분할의 경제적 효과를 실증적으로 검증하고자 한다. 이를 위해, 1999년부터 2008년까지 거래소와 코스닥 시장에서 완료된 239개의 기업분할 표본을 대상으로 일반적 기업분할인지, 아니면 우회상장의 후속처리 차원에서 진행된 기업분할인지를 구분하여 공시효과를 비교한다. 또한 우회상장관련 표본을 제외한 일반기업분할 표본을 대상으로 분할목적(지주사전환 vs 비지주사전환), 분할방법(동종분할 vs 이종분할), 분할유형(물적분할 vs 인적분할) 별로 구분한 후 기업분할 정보의 공시가 주주의 부에 어떠한 영향을 미치는가를 사건연구방법으로 분석하고자 한다.

II. 선행연구

1. 국외 연구

그동안 기업분할로 인한 양(+)의 성과의 원천과 기업분할의 추진 동기가 무엇인가 하는 점이 많은 관심의 대상이었

다. 관련이론으로는 채권자로부터 주주로의 부의 이전(wealth transfer), 규제 회피나 세금절약의 이득, 인센티브 계약의 재구성, 사업의 집중화와 음(-)의 시너지(synergy) 제거, 정보비대칭(information asymmetry)의 완화 등이 있다. 가설별로 연구들을 분류하면 다음과 같다.

채권자로부터 주주로의 부의 이전 효과는 기업분할의 과정을 거치면서 분할 대상 기업의 자산과 부채가 재구성됨으로써 채권자 및 다른 기타 기업의 이해관계자로부터 주주에게 부(wealth)가 이전 되는 현상을 말한다. Parrino(1997)는 기업분할의 사례를 통하여 부의 이전의 예를 보였다. 그러나 Hite and Owers(1983)와 Shipper and Smith(1983)의 연구에 의하면 기업분할의 여러 사례를 분석한 결과, 평균적으로 부의 이전 효과는 관찰되지 않은 것으로 나타났고, 분할기업의 채권수익률이 공시시점에 0과 다르지 않았다.

규제의 회피나 세금절약의 이득 가설은 규제의 제약 상태에 놓여 있는 기업이 자회사의 분리를 통하여 모회사와 자회사 모두 외부 규제로부터 회피 가능해짐으로써 이득이 발생한다는 가설이다. 특히, 기업이 국외에 분할 자회사를 설립하거나, 기업의 이익을 분할된 기업으로 분산시키면 절세효과를 볼 수 있을 것이다. 그러나 Shipper and Smith(1983)의 연구에 의하면 이 가설도 성립하지 못

하는 것으로 나타났다.

인센티브 계약의 재구성 가설은 기업분할로 명확한 경영자 보상 인센티브가 이루어져 경영효율성을 증가시킨다는 가설이다. 다양한 제품을 생산하는 기업에서 주가는 부문별 생산성을 명확하게 반영하기 어렵다. 따라서 기업분할을 통해 부문별 생산성이나 효율성을 기초로 하여 경영자 보상 인센티브 체제를 구축하면 성과를 개선할 수 있을 것이다. Seward and Walsh(1996)는 기업분할 이후에 기업지배구조와 통제구조가 개선되고 분할기업 최고경영자의 보상이 성과에 의존된다는 사실을 발견하였다. 그러나 누적평균초과 수익률로 측정된 기업분할의 성과와 계약 효율성 관계를 실증 분석한 결과, 이들 변수 간에 큰 관계가 없는 것으로 나타났다.

위의 가설들과는 달리 사업집중화 및 음(-)의 시너지 제거 가설과 정보비대칭 완화 가설은 타당한 가설로 받아들여지고 있다. 사업집중화와 음(-)의 시너지 제거 가설은 기업분할이 기업의 다각화에서 비롯되는 비효율성을 제거하거나, 이종 사업부문을 독립시켜 전문화함으로써 효율성을 높인다는 가설이다. 이 가설은 Hite and Owers(1983), Shipper and Smith(1983), Daley, Mehrotra and Sivakumar(1997), Desai and Jain(1999) 등 많은 연구자들이 지지를 받고 있다.

최근에는 정보비대칭 완화에 대한 가

설이 그 지지세력을 넓혀가고 있다. 이 가설에 의하면 사업부문이 다각화된 기업에서는 성과를 평가하기가 어렵지만, 각 사업부문을 개별적으로 운영되는 거래단위로 분리를 하면 각 부문의 수익성이나 영업효율성을 쉽게 평가할 수 있다고 본다. 따라서 기업분할 이후 투자자가 분할회사의 성과와 미래전망을 더욱 명확히 파악할 수 있기 때문에 기업가치가 증가할 수 있다고 보고 있다. 더구나 사업집중화는 기업분할 뿐만 아니라 사업부문의 분리매각을 통해서도 달성할 수 있다(John and Ofek, 1995; Powers, 2001; Vijh, 1999 등). 따라서 이 가설에서 사업집중화가 기업분할의 유일무이한 동기로 보기는 어렵다고 말하고 있다. Krishnaswami and Subramaniam(1999)은 기업분할의 공시시점을 중심으로 단기성과를 분석하였는데 사업집중화 및 음(-)의 시너지 제거 가설 외에도 정보비대칭의 완화가설이 기업분할의 추진동기를 상당 부분 설명한다고 제시하였다.

2. 국내 연구

국내의 기업분할에 대한 연구는 1998년 상법 개정을 통해 기업분할제도가 도입된 이후 실증분석이 주로 연구되고 있다. 기현희, 장원경(2004)은 1999년 이후 공시된 32건의 기업분할을 대상으로 분할의 유형과 소속시장 등으로 나누어

분할공시 전후 6주를 기준으로 누적초과수익률을 측정하여 차이를 검증하였는데, 분할공시를 전후하여 양의 누적초과수익률을 발견하였고 분할의 유형, 소속시장, 그리고 양자 간의 결합변수 등이 유의함을 발견하였다.

김정애(2003)는 1998년부터 2003년까지 거래소 및 코스닥 시장에서 이루어진 73건의 기업분할에 대해 분할동기를 분석하고 분할공시 전후 45일간에 걸친 주가반응의 관찰을 통해 분할 공시 후 5일까지는 음(-)의 누적초과수익률을 나타냈으나 공시 후 45일까지의 누적초과수익률은 양(+)의 값을 나타내었다.

한경수(2005)는 코스닥 시장에서 2000년부터 2004년까지 코스닥 시장에서 이루어진 기업분할을 대상으로 분할유형과 동기에 따른 누적초과수익률의 차이를 분석하였는데 물적분할이 부분적으로 인적분할보다 더 높은 수준의 누적초과수익률을 나타내었고 수익성 개선동기와 업종전문화 동기가 상반되는 누적초과수익률의 추세를 보여주었다.

김지수, 조정일(2005)는 기업분할의 장단기 시장성과와 영업성과를 측정하고, 이를 바탕으로 기업분할로 발생하는 이득의 원천과 추진동기를 밝히고자 하였다. 분석결과 장단기 시장성과 모두 양의 보유초과수익률과 누적초과수익률이 나타났으며 영업현금흐름을 바탕으로 한 장기적인 영업성과도 기업분할 이후

개선되는 것으로 나타났다.

이상욱(2007)은 기업분할 전후로 1인당 경영지표, 기업 수익성 그리고 재무구조의 변화를 비교 분석하였다. 분석 결과 기업분할 이후 전반적인 경영성과의 향상을 관찰할 수 있었으며 기업분할이 경영성과 개선에 기여하였다. 또한 이상욱(2007)은 기업분할의 결정요인을 검증하는 연구모형을 개발하여 대규모 기업 혹은 업력이 오래된 기업이 매출부진을 극복하면서 인력 구조조정을 위한 방법으로 기업분할을 활용할 가능성이 높다는 것을 발견하였다.

박성규, 전수영(2008)은 기업분할 공시 전후 35일의 누적초과수익률을 분석한 결과 전체적으로 양의 누적초과수익률을 보였고, 분할유형 따른 누적초과수익률 비교에서 물적분할이, 분할목적 따른 비교에서는 부실사업정리가 누적초과수익률이 높다는 결과를 제시하였다.

Ⅲ. 연구가설과 방법

1. 연구가설

선행연구들에 의하면 기업분할의 동기로는 사업집중화에 의한 음(-)의 시너지 제거, 정보비대칭의 완화, 인센티브 계약의 재조정, 규제회피나 절세혜택, 채권자로부터 부의 이전 등을 꼽을 수 있

다. 그 중에서도 사업집중화를 통한 음(-)의 시너지 제거 가설과 정보비대칭 완화 가설은 실증적으로도 그 타당성을 지니고 있다.

기업이 성장하는 과정에서 영위하는 사업부문의 수가 과다하게 증가하고 사업내용이 다양해질수록 경영자의 관리능력이 한계에 달해서 각종 비효율이 발생할 수 있다. 조직의 비대화로 인해 신속한 의사결정과 원활한 의사소통에 장애가 생기거나 전문성이 확보되지 않은 투자사업 등으로 음(-)의 시너지가 발생하여 기업가치 극대화를 이루지 못하는 경우가 많다. 이럴 경우 성격이 상이한 사업부문을 기업분할로 독립시켜 전문화함으로써 전반적인 효율성을 제고할 수 있다는 것이 사업집중화에 의한 음(-)의 시너지 제거 가설이다(Hite and Owers, 1983; Desai and Jain, 1999; Daley et al., 1997).

한편 사업집중화는 기업분할 이외에 분할매각 등 다른 방식에 의해서도 가능하므로 사업집중화에 의한 음(-)의 시너지 제거가 기업분할의 유일한 동기라고 할 수는 없으며 정보비대칭 완화가 주요 동기일 수 있다는 주장이 제기되었다. 한 기업 내에 다양한 사업부문이 혼재되어 있을 경우 내부자는 각 부문별 영업 성과를 알 수 있어도 외부자에게는 해당 정보가 공개되지 않는 정보비대칭 문제가 발생한다. 정보비대칭 하에서 일반투

자자는 역선택문제 때문에 기업가치를 공정가치보다 낮게 평가하게 된다. 따라서 기업분할로 인하여 투자자가 각 사업 부문의 경영성과와 미래전망을 보다 정확히 파악할 수 있게 된다면 기업가치가 증가한다는 것이다(Nanda and Narayanan, 1997; Krishnaswami and Subramaniam, 1999).

그러므로 본 연구에서는 순수하게 경제적 동기에서 기업분할을 추진하는 경우에는 시장의 투자자들은 기업분할 정보를 기업가치 증가 가능성을 시사하는 호재로 인식하기 때문에 정보공시에 따라 해당기업의 주주에게 초과수익률이 발생할 것으로 기대한다. 한편 기업분할을 추진하는 기업 중에는 사업전문화나 정보비대칭 완화와 같은 경제적 동기 이외의 목적으로 기업분할을 실시하기도 한다. 대표적인 예가 우회상장의 경우이다. 우회상장이란 기업공개(IPO)요건을 충족시키지 못하여 정식으로 기업을 공개하지 못하는 비공개기업이 대개 부실 상장기업을 인수합병 함으로써 상장기업의 지위를 우회적으로 획득하는 방법을 말한다. 우회상장을 추진하는 비공개기업은 주목적이 주권상장 자체이지 피인수기업의 경영에는 관심이 없기 때문에 우회상장이 완료된 후에는 대부분 피인수기업을 기업분할 방식으로 처리하게 된다. 따라서 본 논문에서는 우회상장의 후속처리에 해당하는 기업분할은

그렇지 않은 순수한 의미에서의 기업분할과는 동기나 효과 등에서 본질적으로 차이가 날 것이라는 가설을 검증하고자 한다.

가설 1: 일반 기업분할의 공시효과는 우회상장 기업분할의 공시효과와 차이 난다.

둘째, 국내에서 지주회사 설립이 1999년 법 개정을 통해 허용되었고, 2000년 대 중반 지주회사 활성화를 위한 제도개선에 힘입어 지주회사체제는 증가 추세에 있다. 지주회사란 주식소유를 통해 자회사를 지배하는 것을 주 사업으로 하는 회사로서 실제 사업을 영위하기보다는 그룹의 비전 제시, 전략 수립, 경영자원 배분, 자회사 성과평가 등을 주 업무로 삼는다. 그동안 상호출자나 순환출자로 연결된 국내의 대기업 집단들은 주요 사업부문을 사업자회사로 분할시키고 나머지 관리부문을 지배모회사로 재편하는 방식으로 지주회사체제를 갖추어왔다. 이 같은 맥락에서 ‘지주사 전환’은 기업분할의 주요 동기로 꼽히고 있다. 지주회사제도의 장점으로는 핵심 사업에 집중함으로써 경영효율성 제고, 소유 및 지배구조의 투명화, 진입과 퇴출의 유연성 확보, 법적 책임한도의 명확화 등이 있으며 단점으로는 과도한 경제력 집중, 지주사 내 계열사 간 부당지원 우

려 등을 들 수 있다.1) 이처럼 지주사제도의 효과에는 장단점이 공존하지만 지주사 전환이라는 정보는 최근 주식시장에서 호재로 인식되는 경향이 강하다.2) 그러므로 두 번째 가설은 다음과 같다.

가설 2: ‘지주사 전환’ 목적의 기업분할의 공시효과는 그렇지 않은 경우와 차이 난다.

셋째, 사업집중화나 정보비대칭 완화로 인한 기업가치 창출 효과는 분할모회사와 분할자회사의 업종이 같을 경우(동종분할)보다 서로 다를 경우에(이종분할) 더 크게 나타날 것이다. 따라서 세 번째 연구가설은 다음과 같다.

가설 3: 기업분할의 공시효과는 동종분할의 경우보다 이종분할의 경우에 더 클 것이다.

끝으로, 기업분할의 유형 중 물적분할은 분할자회사가 모회사의 완전 자회사

체제로 남기 때문에 분할 후에도 여러 모로 이전의 기업집단과 유사할 것이다. 따라서 실제로 특정사업부문을 떼어 내어서 음(-)의 시너지를 제거하려는 동기보다는 실질적으로는 해당부문을 소유 관리 하면서 형식적으로만 별도 법인으로 유지하려는 동기일 가능성이 있다. 이에 비해 인적분할에서는 모회사와 자회사의 지분구조가 시간이 경과할수록 변화하여 장기적으론 별개의 기업체제로 발전할 가능성이 크다. 다시 말해서, 인적분할에는 기업분할 두 가지 주요 동기로 꼽았던 음(-)의 시너지 제거와 정보비대칭 완화가 모두 적용 가능한 반면 물적분할에는 정보비대칭 완화 동기만 적용 가능할 것이다. 네 번째 가설은 다음과 같다.

가설 4: 인적분할 방식의 공시효과는 물적분할의 경우와 차이날 것이다.

2. 연구방법

기업의 주요 의사결정이 주주의 부에 미치는 영향을 파악하는 데는 관련정보의 공시에 따른 시장반응, 즉 공시효과(announcement effects)를 살펴보는 사건연구(event study) 방법이 주로 쓰인다. 대부분의 기존 국내연구에서는 이사회결의일을 사건일로 삼아서 기업분할의 시장반응을 분석하고 있다. 본 연구에서도

- 1) 라채원, 고윤성(2009)은 국내 지주사를 대상으로 지주회사 전환 전후를 비교한 결과 지주사 전환 이후 대규모 구조조정으로 자회사와 손자회사의 재무구조가 건실해지고 신용평가점수가 개선되었다고 하였다.
- 2) 지주회사 전환추진 소문만으로도 주가가 상승하는 경우가 많다. 실제로 농심이나 대상의 경우에서 보듯이, 기업분할을 통해 지주사로 전환한 경우 지주회사와 사업자회사의 시가총액의 합은 기업분할 이전에 비해 증가하였다.

기업분할에 대해서는 이사회결의일을 사건일로 삼았다.

사건일 이후 초과수익률의 측정에는 시장모형(market model)보다는 모수추정의 편의를 최소화할 수 있는 시장조정 모형(market adjusted model)을 이용하였다. 이는 시장모형의 모수추정기간에 또 다른 기업분할공시 발표가 겹쳐 추정결과에 편이가 생길 수 있기 때문이다. 시장조정 모형에서 시장수익률로는 거래소시장과 코스닥 시장 각각의 주가지수 수익률을 사용하였으며 공시일 전 10일부터 공시일 후 10일까지의 기간에 대해 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다.

또한 분할기업의 공시효과에 영향을 미치는 요인들에 대한 단변량분석을 실시하여 유의적 차이를 나타내는 요인들을 가려낸 다음 이들 변수들이 복합적으로 공시효과에 미치는 영향을 고려하기 위하여 다중회귀분석을 수행한다. 회귀모형의 종속변수에는 공시일 주변의 주가반응을 측정하는 CAR를 사용하며, 독립변수로는 유형별, 방법별, 목적별 및 분석에 적합한 변수들을 선정하였다. 변수 측정에는 분할기업의 공시 직전년도 재무제표와 연말 주식정보를 이용하였다.

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 So_D_i + \alpha_2 Spo_D_i \\ & + \alpha_3 Ddv_D_i + \alpha_4 Size + \alpha_5 Asset \\ & + \alpha_6 DebtR + \alpha_7 CashR \\ & + \alpha_8 ProfitR + \alpha_9 PBR + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

여기서,

So_D 분할유형 더미변수:

인적분할이면 0, 물적분할은 1

Spo_D 분할목적 더미변수:

비지주사전환이면 0,

지주사전환은 1

Ddv_D 분할방법 더미변수:

이중분할이면 0, 동종분할은 1

그 밖의 통제변수로 고려된 인수기업의 재무변수는,

Size 분할기업의 시가총액:

평균시가의 자연로그 값

Asset 분할기업의 규모:

자산의 자연로그 값

DebtR 분할기업의 부채비율

CashR 현금매출비율: 현금÷매출액

ProfitR 매출액순이익률:

순이익÷매출액

PBR 주가장부가비율: 주가÷장부가

3. 표본 구성

본 연구를 위한 표본기간은 1999년부터 2008년 말까지로 설정하고 연구표본은 한국거래소(KRX)의 상장공시 시스템(KIND)의 공시자료 상세검색을 통해 수집하였다. 관련공시 검색결과 유가증권시장 및 코스닥 시장을 통 털어 일차로 총 267건의 공시자료를 확인하였다. 이 중에서 해당 공시내용을 일일이 조회하

여 분할공시 전 1년간 우회상장에 관련되었거나 또는 금융기업인 경우를 표본에서 제거하였다. 또한 한국신용평가주식회사의 KIS-VALUE상 사건일 전후 주가수익률 자료가 없는 경우, 재무자료가 없는 경우를 제외시켜 최종적으로 208건의 표본기업을 확보하였다.

<표 1>은 소속시장, 분할유형, 분할목적 분할 방법에 따른 표본기업의 분포를 나타낸다. 기업분할은 소속시장에 상관없이 비교적 고르게 발생하였고, 시기적으로는 2006년부터 기업분할이 급격히 늘어났다. 기업분할의 유형에 있어서는 물적분할이 인적분할보다 평균 3배 넘게 시행되고 있는데, 이는 M&A에 대한

방어나 주가관리 목적보다는 부실기업처리 차원에서 기업분할을 단행하기 때문이라고 할 수 있다(박성규, 전수영, 2008). 분할기업이 공시자료에 명시한 내용에 따라 분할목적은 분류할 경우, ‘비지주사전환’이 ‘지주사전환’보다 7배 이상 많은데 이는 기업이 아직까지 사업전문화, 수익성 개선 등을 통한 기업의 효율성 추구에 역점을 두고 있음을 알 수 있다. 물론 사업전문화, 수익성 개선 등의 목적과 지주사전환 목적이 상호배타적인 것은 아니므로 이러한 분류가 절대적인 것은 아니다. 지주사전환을 표방한 경우는 동시에 사업전문화를 암묵적으로 도모할 수 있지만, 사업전문화만 명

<표 1> 기업분할 표본의 분포(이사회 결의일 기준, 단위: 건수)

연도	전체 표본*	소속시장		분할유형		분할목적		분할방법	
		거래소	코스닥	물적 분할	인적 분할	사업 전문화	지주사 전환	동종 분할	이종 분할
1999	4	1	0	0	1	1	0	1	0
2000	7	6	1	4	3	6	1	2	5
2001	12	7	4	5	6	9	2	4	7
2002	21	11	9	13	7	17	3	9	11
2003	11	9	2	7	4	10	1	3	8
2004	17	9	5	8	6	12	2	4	10
2005	24	15	8	14	9	17	6	5	18
2006	42	15	19	22	12	32	2	9	25
2007	44	17	23	32	8	38	2	16	24
2008	60	25	22	37	10	41	6	15	32
계	239	115	93	142	66	183	25	68	140

주) * 우회상장관련 기업분할 표본 31개를 포함한 것임.

시한 경우를 지주사 전환까지 포함하는 것으로 해석할 수는 없다.

분할방법으로 모회사와 자회사의 업종을 기준으로 동종분할과 이종분할로 구분하였다. 동종분할과 이종분할의 기준은 분할하는 모기업과 자기업의 산업분류코드 가운데 소분류 코드의 일치성 여부로 판단하였다. 코드가 일치하면 동종

분할, 다르면 이종분할로 구분하고, 코드가 존재하지 않는 경우는 공시자료의 자회사 사업 내용을 근거로 판단하였다.

<표 2>에서 표본기업의 업종별 분포를 살펴보면, 경영컨설팅 서비스업, 소프트웨어 개발 및 공급업, 영화, 비디오물 등 제작 및 배급업, 컴퓨터 프로그래밍, 시스템 관리업, 통신 및 방송 장비

<표 2> 분할기업 표본의 업종별 분포(단위: 건수)

거래소 산업분류	개수	코스닥 산업분류	개수
1차 철강 제조업	3	1차 철강 제조업	2
고무제품 제조업	3	가정용 기기 제조업	3
곡물가공품, 전분 및 전분제품 제조업	3	가정용품 도매업	3
기초 화학 물질 제조업	5	과학 및 기술 서비스업	2
기타 식품 제조업	2	기계장비 및 관련 물품 도매업	4
기타 화학제품 제조업	3	기타 금속가공제품 제조업	2
나무제품 제조업	3	기타 정보 서비스업	3
마그네틱 및 광학 매체 제조업	3	반도체 및 기타 전자부품제조업	2
봉제의복 제조업	3	봉제의복 제조업	3
상품 종합 도매업	3	소프트웨어 개발 및 공급업	6
소프트웨어 개발 및 공급업	3	여행사 및 기타 여행보조 서비스업	3
시멘트, 석회 등 제품제조업	2	영화, 비디오물 등 제작 및 배급업	6
어로 어업	2	의약품 제조업	5
의약품 제조업	3	일반 교습 학원	4
일반 목적용 기계 제조업	4	자동차 부품 제조업	2
전자부품 제조업	4	전기통신업	4
종합 소매업	3	전동기, 발전기 및 전기장치 제조업	2
통신 및 방송 장비 제조업	4	전자부품 제조업	2
특수 목적용 기계 제조업	2	컴퓨터 프로그래밍, 시스템 관리업	5
합성고무 및 플라스틱 물질 제조업	5	통신 및 방송 장비 제조업	5
경영컨설팅 서비스업	26	특수 목적용 기계 제조업	5
기타	26	기타	20
계	115	계	93

<표 3-1> 변수별 기술 통계량

구 분	우회상장기업 (n = 31)		일반기업분할 ¹⁾ (n = 208)		차이 ²⁾		비지주사전환 (n = 183)		지주사전환 (n = 25)		차이 ³⁾	
	mean	median	mean	median	t-값 Wilcoxon z-값	mean	median	mean	median	t-값 Wilcoxon z-값		
시가총액 (억 원)	45.8	27.2	834	92.3	-1.143(0.254) -5.154(< 0.001)	448	76.2	3060	250	-3.593(< 0.001) -2.471(0.013)		
총자산 (억 원)	93.4	23.6	541	60.0	-1.213(0.226) -3.704(< 0.001)	369	52.0	1360	192	-2.671(0.008) -1.926(0.054)		
부채비율	0.535	0.553	0.547	0.524	-0.176(0.861) -0.345(0.730)	0.562	0.0553	0.412	0.029	2.054(0.041) 2.667(0.008)		
현금매출 비율	0.135	0.0567	0.105	0.032	-0.649(0.517) -1.028(0.304)	0.107	0.034	0.121	0.029	-0.270(0.788) -0.572(0.567)		
매출액 순이익률	-0.283	-0.068	-0.406	0.014	-0.289(0.773) -0.964(0.335)	-0.473	0.007	0.280	0.043	-1.650(0.100) -2.589(0.010)		
PBR	3.547	2.181	2.585	1.274	-0.838(0.403) -1.595(0.111)	2.887	1.301	1.405	1.284	1.295(0.197) 1.014(0.311)		

<표 3-2> 변수별 기술 통계량

구 분	이종분할 (n = 140)		동종분할 (n = 68)		차이 ¹⁾		인적분할 (n = 66)		물적분할 (n = 142)		차이 ²⁾	
	mean	median	mean	median	t-값 Wilcoxon z-값	mean	median	mean	median	t-값 Wilcoxon z-값		
시가총액 (억 원)	645	84.4	891	76.0	-0.506(0.640) -0.421(0.674)	1090	274	592	51.7	0.966(0.335) 5.799(< 0.001)		
총자산 (억 원)	503	52.2	454	52.1	0.195(0.846) 0.836(0.403)	595	97.5	437	40.6	0.600(0.549) 2.958(0.003)		
부채비율	0.539	0.527	0.557	0.524	-0.377(0.707) -0.541(0.589)	0.486	0.462	0.568	0.565	-1.610(0.109) -2.258(0.024)		
현금매출 비율	0.099	0.032	0.126	0.035	-0.822(0.412) -0.472(0.637)	0.082	0.030	0.119	0.036	-1.055(0.293) -1.249(0.212)		
매출액 순이익률	-0.494	0.015	-0.194	0.005	-0.995(0.321) -0.437(0.662)	0.078	0.077	0.037	0.058	0.450(0.653) 3.150(0.002)		
PBR	3.016	1.382	2.162	1.163	1.090(0.277) 1.089(0.276)	1.362	1.044	3.311	1.480	-2.424(0.016) -2.858(0.004)		

주) 각변수의 측정은 분할기업의 공시 직전 년도의 재무제표를 근거로 함, 부채비율 = 총부채/총자산, 현금 매출비율 = 현금및현금등가물/매출액, 매출액순이익률 = 순이익/매출액, PBR = 추가/주당순자산.

¹⁾ 우회상장관련 기업분할을 제외한 표본임.

^{2), 3)} 부분 차이에 대한 t-test와 중앙값 차이에 대한 비모수 통계 검정방식인 Wilcoxon rank sum test에 근거한 z-값임. ()은 p-값임.

제조업, 특수 목적용 기계 제조업, 기초 화학물질 제조업, 합성고무 및 플라스틱 물질 제조업의 순으로 기업분할이 활발하게 이루어졌으며 나머지는 비교적 골고루 분포하고 있다.

<표 3-1>과 <표 3-2>는 변수별 기술동계량을 나타낸 것이다. 각 재무비율과 시장가치 정보는 분할기업의 공시직전년도 말을 기준으로 측정하였다. 먼저 <표 3-1>에서 우회상장된 기업이 분할한 경우와 일반기업을 비교한 부분을 살펴보면, 시가총액과 총자산이 중앙값 검정에서 유의한 차이를 나타내고 있다. 이는 비상장된 기업들이 규모가 작고 부실한 상장기업들을 인수하여 우회상장했을 가능성이 크다. 비지주사전환과 지주사전환의 경우를 비교한 경우를 살펴보면 현금매출비율과 PBR을 제외한 변수들에서 유의한 차이를 보이고 있다. 이는 지주회사의 설립 및 전환을 위한 독점규제 및 공정 거래에 관한 법률 제8조(지주회사 설립전환신고)의 규제에 의한 것이라고 볼 수 있다.³⁾ <표 3-2>에서 이중분할과 동중분할에서는 분석 대상 변수 모두 유의한 결과를 나타내지는 못하고 있다. 이는 기업이 분할을 할 때 재무비율과 기업의 시장가치가 분할방법에 영향을 주지 않는다고 해석할 수 있

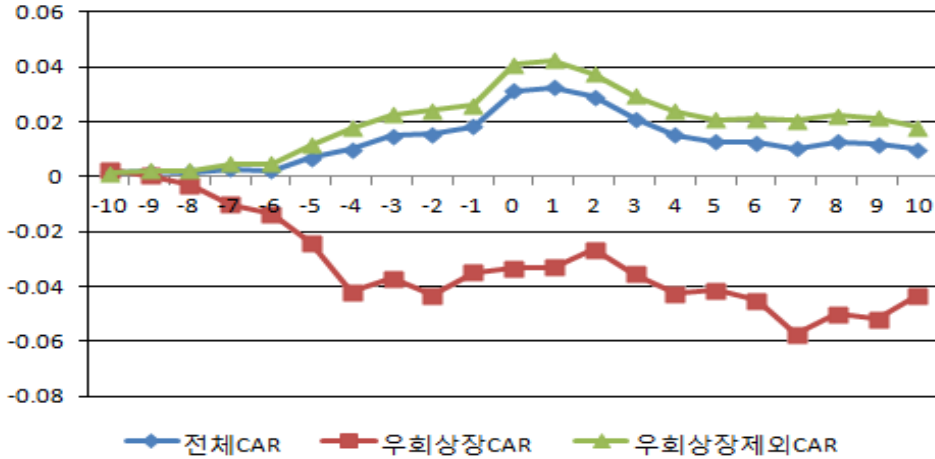
다. 인적분할과 물적분할을 비교한 부분을 보면, 평균차이 검정에서는 PBR 변수만이 유의했고, 중앙값 차이 검정에서는 현금매출비율을 제외한 나머지 변수들에서 유의한 결과를 나타내고 있다. 이를 통하여 인적분할 기업들이 물적분할 기업들보다 기업의 규모가 크고 안정적인 재무구조를 가지고 있지만, 기업의 시장가치는 상대적으로 저평가되고 있다고 볼 수 있다.

IV. 실증분석 결과

1. 공시효과분석

[그림 1]에서 전체기업의 누적초과수익률이 공시 6일전부터 서서히 증가하다가 공시 당일 급격히 증가함을 볼 수 있다. 우회상장관련 기업분할의 누적초과수익률은 공시 10일 전부터 계속 감소하다가 공시 4일전을 기점으로 증가와 감소를 반복하고 있다. 일반기업의 누적초과수익률 패턴은 전체기업의 누적초과수익률과 유사한 양상을 보이거나 누적초과수익률이 40% 정도 더 크게 나타나고 있다. 이는 우회상장한 기업들이 분할을 공시할 경우 주주들은 이미 예상하여 공시시점 이전부터 시장에 반응함으로써 공시 당일에는 주가반응이 미미하게 나타난다고 볼 수 있다.

3) 자산총액 1천억 원 이상으로서 소유한 자회사의 주식가액 합계가 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사를 지주회사로 규정함.



[그림 1] 기업분할에 따른 누적초과수익률 그래프

<표 4>는 우회상장 기업분할과 일반 기업분할의 공시일 주변 초과수익률을 나타낸다. 우회상장기업의 분할공시효과는 공시 4일 전에만 유의했고 일반기업분할인 경우 비교 기간 내에서 유의한 결과를 나타내는 일들이 고루 분포하고 있다. 누적초과수익률을 비교에서 우회상장기업의 분할은 전 구간에서 유의한 결과가 나타나지 않았고 일반기업의 분할은 유의한 결과를 나타내고 있다. 그러나 두 표본간 차이검정에서는 대부분 유의한 결과를 나타내고 있다. 이는 우회상장기업의 분할과 일반기업의 분할 사이에는 차이가 있음을 알 수 있다. 따라서 가설 1을 지지할 수 있다.

[그림 2]는 분할목적에 따른 누적초과수익률을 나타낸 그래프이다. 지주사전환 분할이 비지주사전환 분할보다 누적

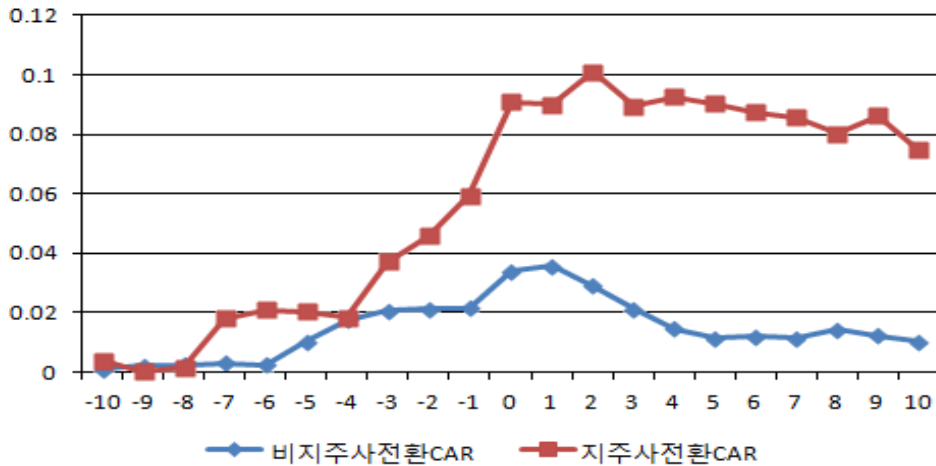
초과수익률이 크게 나타나고 있음을 볼 수 있다. 지주사전환 분할의 경우 공시 8일 전에 상승한 후 정체되다가 공시 4일전부터 상승하여 공시당일 급격히 상승한 후 하락과 상승을 반복한다. 비지주사전환 분할의 경우는 공시 6일 전부터 완만히 상승하여 공시당일 급격히 상승한 후 서서히 하락하는 모양을 띠고 있다. 이는 지주사전환 분할은 투자부문과 제조부문의 구분으로 부문별 전문화를 통해 음의 시너지가 제거되고, 혼재되어 있던 사업부문이 분리로 정보의 비대칭성을 해소할 수 있기 때문에 이를 시장에서 긍정적으로 받아들인 결과이다. 비지주사전환 분할의 경우는 다양한 분할의 목적이 혼재되어 있기 때문에 지주사전환 분할의 경우보다는 시장의 반응이 미미하다.

<표 4> 기업분할 공시일 주변 초과수익률

AR	(1) 일반기업분할 (n = 208)	(2) 우회상장기업분할 (n = 31)	차이 [(1)-(2)]
-10AR	0.0017	0.0006	0.0011
-9AR	0.0006	-0.0015	0.0021
-8AR	0.0001	-0.0023	0.0024
-7AR	0.0031	-0.0102	0.0133
-6AR	-0.0002	-0.0030	0.0027
-5AR	0.0063**	-0.0063	0.0126
-4AR	0.0062*	-0.0165***	0.0227***
-3AR	0.0051	0.0045	0.0006
-2AR	0.0015	-0.0060	0.0076
-1AR	0.0020	0.0071	-0.0051
0AR	0.0148***	0.0016	0.0132
1AR	0.0022	-0.0033	0.0055
2AR	-0.0047	0.0052	-0.0099
3AR	-0.0080***	-0.0094	0.0014
4AR	-0.0053**	-0.0093	0.0040
5AR	-0.0030	0.0014	-0.0044
6AR	0.0008	-0.0067	0.0075
7AR	-0.0005	-0.0131	0.0126
CAR(-10, +3)	0.0308**	-0.0394	0.0702**
CAR(-10, +1)	0.0434***	-0.0353	0.0787**
CAR(-10, 0)	0.0412***	-0.0320	0.0732**
CAR(-7, +7)	0.0204	-0.0639	0.0843**
CAR(-5, +1)	0.0382***	-0.0188	0.0571**
CAR(-5, 0)	0.0361***	-0.0155	0.0512**
CAR(-1, +1)	0.0190***	0.0054	0.0136
CAR(-1, 0)	0.0168***	0.0087	0.0081

주) 초과수익률은 시장조정 모형으로 측정된 것임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(t-검정).



[그림 2] 분할목적에 따른 누적초과수익률 그래프

<표 5>는 분할목적에 따른 기업분할 공시일 주변 초과수익률을 나타낸 표이다. 비지주사전환의 경우 비교 기간 내에서 유의한 결과를 나타내는 일들이 골고루 분포하고 있다. 지주사전환의 경우 공시 7일전과 공시 3일전, 그리고 공시 당일에서 유의했다. 누적초과수익률 비교에서는 비지주사전환의 경우 누적기간이 짧을수록 유의했고, 지주사전환의 경우 누적기간에 상관없이 대부분 유의했다. 두 표본 간 차이검정을 살펴보면 모든 비교구간에서 유의한 결과를 나타내고 있다. 이를 통해, 가설 2를 받아들일 수 있다.

[그림 3]은 분할방법에 따른 누적초과수익률을 나타내는 그래프이다. 이중분할의 누적초과수익률이 동종분할의 누적초과수익률보다 관찰기간 모두에서 우

의를 보이고 있다. 이중분할의 누적초과수익률은 공시 6일 전부터 급격히 상승하여 공시 1일 후까지 상승한 후 서서히 하락한다. 동종분할은 10일 전부터 상승과 하락을 반복한 후 공시 당일 급격히 상승 후 계속 하락하는 모습을 보이고 있다.

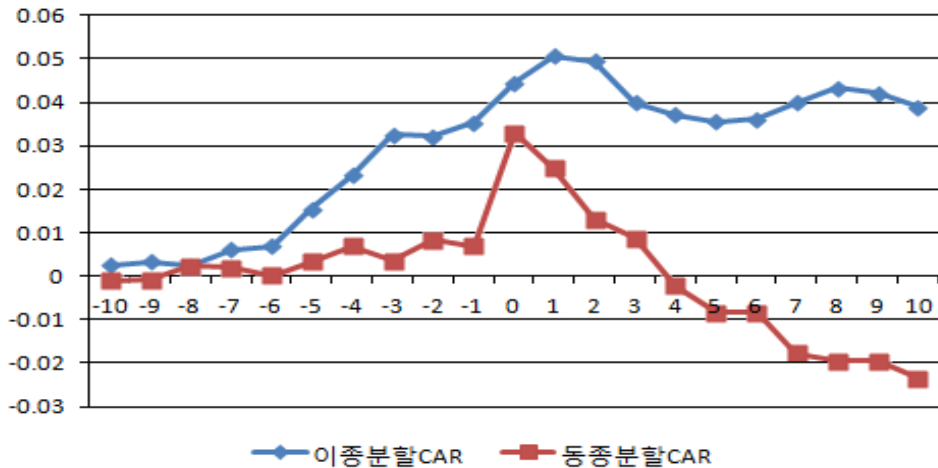
<표 6>은 분할방법에 의한 공시일 주변 초과수익률을 나타내는 표이다. 이중분할의 경우 공시 전부터 유의한 결과를 나타내는 경우가 비교적 많았고, 동종분할의 경우 공시일부터 그 이후에 유의한 결과를 나타냈다. 누적초과수익률을 비교할 경우 이중분할은 비교구간 전체에서 유의한 결과를 나타내었고, 동종분할의 경우 일부에서만 유의한 결과를 나타내었다. 이중분할과 동종분할의 누적초과수익률의 차이검정을 살펴보면, CAR(-7, +7)과 CAR(-7, +5)에서 유의한 결

<표 5> 분할목적에 의한 기업분할 공시일 주변 초과수익률

AR	비지주사전환 ¹⁾ (n = 183)	지주사전환 ²⁾ (n = 25)	차이 [(1)-(2)]
-10AR	0.0010	0.0040	-0.0030
-9AR	0.0013	-0.0038	0.0050
-8AR	0.0000	0.0015	-0.0014
-7AR	0.0006	0.0162*	-0.0157*
-6AR	-0.0006	0.0029	-0.0035
-5AR	0.0079**	-0.0007	0.0085
-4AR	0.0073**	-0.0019	0.0092
-3AR	0.0032	0.0188*	-0.0156*
-2AR	0.0006	0.0086	-0.0081
-1AR	0.0002	0.0136	-0.0134
0AR	0.0124***	0.0316***	-0.0192*
1AR	0.0019	-0.0010	0.0029
2AR	-0.0069*	0.0109	-0.0178*
3AR	-0.0076**	-0.0114	0.0038
4AR	-0.0068**	0.0030	-0.0098
5AR	-0.0031	-0.0021	-0.0011
6AR	0.0007	-0.0030	0.0037
7AR	-0.0005	-0.0019	0.0013
CAR(-10, +3)	0.0213	0.0895**	-0.0682*
CAR(-10, +1)	0.0358***	0.0900**	-0.0542*
CAR(-7, +7)	0.0092	0.0838*	-0.0746*
CAR(-7, +5)	0.0090	0.0887**	-0.0797**
CAR(-5, +5)	0.0090	0.0695	-0.0605**
CAR(-3, +3)	0.0038	0.0712**	-0.0674**
CAR(-3, 0)	0.0164**	0.0726***	-0.0563***
CAR(-1, 0)	0.0126**	0.0452***	-0.0326**

주) 초과수익률은 시장조정 모형으로 추정된 것임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(t-검정).



[그림 3] 분할방법에 따른 누적초과수익률 그래프

과를 보이고 있다. 이러한 결과로 볼 때, 가설 3을 부분적으로 받아들일 수 있다.

[그림 4]는 분할유형에 따른 누적초과 수익률을 나타낸 그래프이다. 그래프의 전반적인 모습에서 인적분할이 물적분할보다 큰 누적초과수익률을 나타내고 있다. 인적분할의 누적초과수익률은 공시 8일 전부터 서서히 상승하다가 공시 당일 급격하게 증가한 후 하락과 상승이 이어진다. 물적분할의 누적초과수익률은 공시 6일 전부터 급격히 상승한 후 정체하다 공시 당일 급격한 증가를 한다. 이후 하락하는 모습을 보이고 있다.

<표 7>는 분할유형에 의한 공시일 주변 초과수익률을 나타낸 표이다. 인적분할의 경우 비교 기간 내에서 유의한 결과를 나타내는 날들이 비교적 골고루 나타나고 있다. 물적분할의 경우 역시 비슷

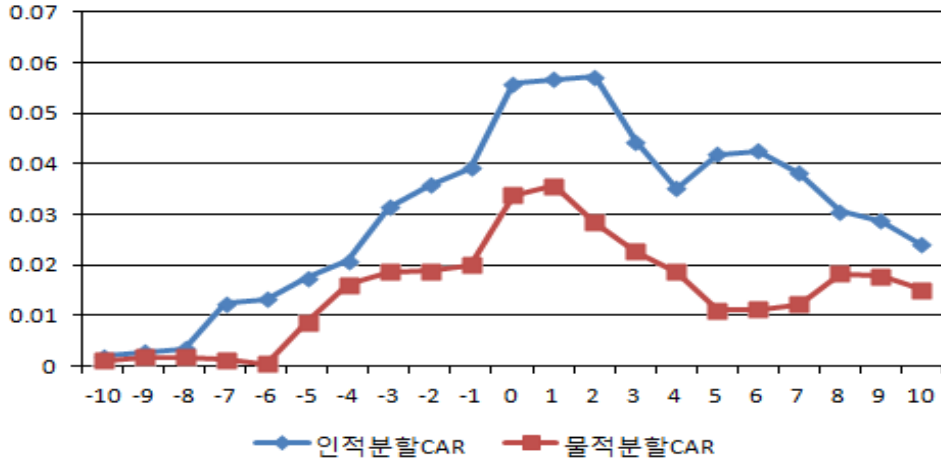
한 모습을 보이고 있다. 인적분할과 물적분할의 누적초과수익률을 비교해 보면 인적분할과 물적분할 모두 유의한 결과가 고르게 나타나고 있다. 그러나 인적분할과 물적분할의 누적초과수익률의 차이검정에서는 유의한 차이가 나타나는 경우는 하나도 없었다. 따라서 가설 4를 받아들일 만한 충분한 근거를 찾을 수 없었다. 이는 기존의 일부 연구결과들과는 일치하지 않는 결론이다. 이러한 결과의 원인으로서는 본 연구에서 사용한 표본의 수는 기존의 연구들보다 최대 8배 이상 많다. 일부 연구들에서는 30개 미만의 표본으로 분할유형에 따른 차이를 분석하였다. 이러한 표본의 수의 문제는 기업분할에 관한 초기의 연구들에서 연구의 한계점으로 스스로 밝히고 있다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 기업분할제도

<표 6> 분할방법에 의한 기업분할 공시일 주변 초과수익률

AR	이종분할 ¹⁾ (n = 140)	동종분할 ²⁾ (n = 68)	차이 [(1)-(2)]
-10AR	0.0025	-0.0010	0.0035
-9AR	0.0008	0.0003	0.0006
-8AR	-0.0011	0.0031	-0.0043
-7AR	0.0038	-0.0004	0.0042
-6AR	0.0008	-0.009	0.0027
-5AR	0.0087**	0.0032	0.0055
-4AR	0.0077*	0.0036	0.0041
-3AR	0.0093**	-0.0035	0.0128*
-2AR	-0.0003	0.0049	-0.0052
-1AR	0.0032	-0.0013	0.0046
0AR	0.0091**	0.0261***	-0.0169**
1AR	0.0062	-0.0082	0.0143
2AR	-0.0013	-0.0118*	0.0105
3AR	-0.0096***	-0.0043	-0.0052
4AR	-0.0027	-0.0111**	0.0084
5AR	-0.0017	-0.0060	0.0044
6AR	0.0006	0.0000	0.0007
7AR	0.0037	-0.0095*	0.0132**
CAR(-10, +3)	0.0399***	0.0088	0.0311
CAR(-10, +1)	0.0507***	0.0249	0.0258
CAR(-7, +7)	0.0376**	-0.0202	0.0578**
CAR(-7, +5)	0.0333**	-0.0107	0.0440*
CAR(-7, 0)	0.0423***	0.0307*	0.0116
CAR(-5, +1)	0.0439***	0.0248*	0.0191
CAR(-5, 0)	0.0377***	0.0329**	0.0048
CAR(-3, +1)	0.0274***	0.0179	0.0095
CAR(-1, +1)	0.0185**	0.0166	0.0020

주) 초과수익률은 시장조정 모형으로 측정된 것임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(t-검정).



[그림 4] 분할유형에 따른 누적초과수익률 그래프

의 도입 후 초창기에는 기업분할이 활발히 이루어지지 않았기 때문에 기업분할에 관한 연구는 한계에 직면할 수 밖에 없었다. 둘째, 기존의 연구들에서는 우회상장 후 기업분할을 한 기업들을 표본에 포함하고 있다. [그림 1]과 <표 4>에서 볼 수 있듯이 우회상장을 한 기업들의 분할과 일반기업의 분할에서는 차이가 존재함을 알 수 있다. 따라서 기존의 공시자료만으로 표본들을 분석할 경우 왜곡된 결론을 내릴 가능성이 크다.

2. 회귀분석

<표 8>은 변수 간의 상관관계를 나타낸다. 분할유형 더미변수는 분할목적 더미변수, 자산변수와와의 상관관계가 높은 편이고, 자산변수는 현금 매출비율과 비

교적 높은 상관관계를 보이며, 부채비율은 매출액순이익률과 PBR에서 높은 상관관계를 지닌다. 회귀분석에서는 상관관계가 높은 변수들이 가급적 동시에 투입되지 않도록 함으로써 다중공선성의 문제를 최소화하면 분석하였다.

<표 9>는 일반기업분할 표본을 대상으로 분할공시에 따른 주식의 시장반응에 대한 회귀식 추정결과이다. 식 (1)은 통제변수를 투입하지 않았을 때 결과이다. 공시일 주변 초과수익률의 분석결과에서 유의한 결과를 보였던 지주사전환과 이종분할이 회귀식 추정에서는 지주사전환만 유의한 양(+)의 영향을 미쳤다. 이는 기업분할의 공시정보가 주어졌을 때, 기업분할 목적이 기업분할방법보다 주주 부에 더 큰 영향을 미친다고 해석할 수 있다. 식 (2)는 통제변수를 투입

<표 7> 분할유형에 의한 기업분할 공시일 주변 초과수익률

AR	인적분할 ¹⁾ (n = 66)	물적분할 ²⁾ (n = 142)	차이 [(1)-(2)]
-10AR	0.0019	0.0011	0.0008
-9AR	0.0008	0.0006	0.0002
-8AR	0.0007	0.0000	0.0007
-7AR	0.0089**	-0.0005	0.0094
-6AR	0.0010	-0.0007	0.0017
-5AR	0.0041	0.0081**	-0.0040
-4AR	0.0035	0.0075*	-0.0040
-3AR	0.0105**	0.0025	0.0080
-2AR	0.0044	0.0002	0.0042
-1AR	0.0034	0.0011	0.0023
0AR	0.0167***	0.0138***	0.0029
1AR	0.0008	0.0019	-0.0011
2AR	0.0006	-0.0072	0.0078
3AR	-0.0128***	-0.0058	-0.0070
4AR	-0.0093*	-0.0040	-0.0053
5AR	0.0067	-0.0075**	0.0142**
6AR	0.0006	0.0001	0.0005
7AR	-0.0042	0.0009	-0.0052
CAR(-10, +3)	0.0445**	0.0226	0.0219
CAR(-10, +1)	0.0567***	0.0356**	0.0210
CAR(-7, +1)	0.0533***	0.0339***	0.0193
CAR(-7, 0)	0.0524***	0.0320***	0.0204
CAR(-5, +1)	0.0434***	0.0351***	0.0082
CAR(-5, 0)	0.0425***	0.0332***	0.0093
CAR(-1, +1)	0.0209*	0.0168**	0.0041
CAR(-1, 0)	0.0201***	0.0149**	0.0052

주) 초과수익률은 시장조정 모형으로 측정된 것임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미(t-검정).

<표 8> 변수간 상관관계

이 표에서 표시되어 있는 통계량은 Pearson 상관계수이다. 각 변수의 설명은 다음과 같다. CAR는 공시 전 7일부터 공시 후 7일까지의 누적초과수익률이고 기타변수들은 공시 직전년도를 기준으로 측정하였다. So_D(분할유형 더미)에서 인적분할이면 0, 물적분할이면 1, Spo_D(분할목적 더미)에서 비지주사전환이면 0, 지주사전환이면 1, Ddv_D(분할방법 더미)에서 이종분할이면 0, 동종분할이면 1, Size는 시가총액에 자연로그를 취한 값, Asset은 자산에 자연로그를 취한 값, DebtR(부채비율)은 부채/자산, CashR(현금 매출비율)은 현금/매출액, ProfitR(매출액순이익률)은 순이익/매출액, PBR(주가장부가비율)은 시가/장부가.

	CAR	So_D	Spo_D	Ddv_D	Size	Asset	DebtR	CashR	ProfitR
So_D	-0.084								
Spo_D	0.125	-0.321							
Ddv_D	-0.163	0.128	-0.117						
Size	0.106	-0.194	0.161	-0.076					
Asset	0.027	-0.349	0.182	-0.042	0.781				
DebtR	-0.031	0.104	-0.132	0.025	-0.136	-0.148			
CashR	0.006	0.069	0.018	0.053	-0.072	-0.209	0.141		
ProfitR	0.059	-0.030	0.108	0.065	0.228	0.185	-0.249	-0.055	
PBR	0.040	0.176	-0.095	-0.080	0.111	-0.168	0.312	-0.033	-0.211

한 후 분할유형이 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 인적분할이 누적초과수익률에 영향을 미치지만 유의한 결과를 나타내지는 못하였다. 식 (3)은 통제변수를 투입한 후 분할목적이 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 지주사전환이 누적초과수익률에 유의한 영향을 미치고 있어 재무비율들의 통제에도 불구하고 주주의 부에 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다. 식 (4)에선 독립변수만을 투입하였을 때 유의하지 않았던 이종분할이 분할방법 변수와 통제변수를 투입하였을 때는 유의한 영향을 나타내고 있어 분할방법 또한 주주의 부에 어느 정도 영향을

미치고 있음을 확인할 수 있다. 식 (5)는 모든 독립변수와 통제변수를 투입한 후 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 식 (1)과는 다르게 통제변수 투입 후 분할방법 또한 유의한 결과를 보여주고 있다. 이를 통해 기업분할의 공시 정보 가운데 분할목적과 분할방법이 주주의 부에 영향을 미친다고 볼 수 있으며, 이는 공시일 주변초과수익률 분석과 같은 결과이다.

V. 결 론

본 연구는 1999년 1월부터 2008년 12

<표 9> 일반기업분할 표본의 분할공시에 따른 주가반응에 대한 회귀식 추정결과

독립변수는 공시 직전년도 기준으로 추정하였다. So_D(분할유형 더미)에서 인적분할이면 0, 물적분할이면 1, Spo_D(분할목적 더미)에서 비지주사전환이면 0, 지주사전환이면 1, Ddv_D(분할방법 더미)에서 이중분할이면 0, 동중분할이면 1, Size(M)는 시가총액에 자연로그를 취한 값, Asset은 자산에 자연로그를 취한 값, DebtR(부채비율)은 부채/자산, CashR(현금 매출비율)은 현금/매출액, ProfitR(매출액 순이익률)은 순이익/매출액, PBR(주가장부가비율)은 시가/장부가. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	종속변수 = CAR(-7, 7)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept (상수)	0.030 (1.10)	-0.001 (-0.01)	0.017 (0.06)	0.001 (0.01)	0.044 (0.16)
So_D (분할유형 더미)	-0.003 (-0.10)	-0.024 (-0.71)			-0.002 (-0.06)
Spo_D (분할목적 더미)	0.055** (1.91)		0.065** (1.96)		0.056* (1.67)
Ddv_D (분할방법 더미)	-0.065 (-1.51)			-0.094** (-1.97)	-0.082* (-1.64)
Size(M) (시장가 더미)		0.014 (0.92)	0.010 (0.61)	0.013 (0.81)	0.009 (0.59)
Asset (자산 규모)		-0.012 (-0.70)	-0.007 (-0.43)	-0.011 (-0.69)	-0.008 (-0.51)
DebtR (부채비율)		-0.052 (-0.72)	-0.077 (-1.08)	-0.038 (-0.53)	-0.057 (-0.78)
CashR (현금매출비율)		0.103 (0.95)	0.101 (0.94)	0.074 (0.68)	0.075 (0.69)
ProfitR (매출액순이익률)		0.008 (0.44)	0.011 (0.63)	0.005 (0.28)	0.007 (0.40)
PBR (주가장부가치비율)		0.009 (0.06)	0.024 (0.16)	0.008 (0.05)	0.018 (0.12)
F-값 (p-value)	2.355 (0.74)	2.586 (0.065)	2.692 (0.055)	2.825 (0.040)	3.296 (0.012)
Adj. R ²	0.030	0.033	0.047	0.052	0.065

월까지 발생한 상장기업의 기업분할 공시자료 가운데 우회상장 후 기업분할을 실시한 31개 표본과 일반기업분할 표본 208개, 총 239개의 표본을 대상으로 기업분할 정보공시가 주주의 부에 미치는 영

향을 실증 분석하였다. 공시일 전후 10일씩을 사건기간으로 정하여 우회상장 여부와 우회상장관련 기업분할을 제외한 후 분할목적, 분할방법, 그리고 분할유형별로 나눈 다음, 가설을 설정하여 사

건연구기법과 회귀분석으로 가설을 검증하였다. 분석결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 우회상장을 한 후 분할을 한 기업들은 일반적인 분할을 한 기업들보다 주주의 부에 부(-)의 영향을 미친다는 사실을 확인할 수 있었다. 둘째, 사업진화를 통한 음의 시너지 제거나 정보비대칭 완화와 같은 경제적 동기로 추진되는 일반기업분할은 주주의 부에 정(+)의 영향을 미쳤다. 셋째, 기업분할의 목적에 따라 ‘지주사 전환’ 표본과 ‘비지주사 전환’ 표본으로 구분하여 공시효과를 비교한 결과 ‘지주사 전환’ 목적의 분할은 그렇지 않은 경우보다 유의적인 양의 공시효과를 나타냄으로써 지주사제도는 장단점이 공존하지만 지주사 전환이라는 공시정보는 최근 주식시장에서 호재로 인식되고 있음을 확인할 수 있다. 넷째, 분할모회사와 분할자회사의 업종이 같은 동종분할보다 업종이 서로 다른 이종분할의 공시효과가 더 크게 나타났다. 이는 기업분할의 주요 동기로서 사업집중화를 통한 음(-)의 시너지 제거 가설과 정보비대칭 완화 가설이 타당함을 실증적으로 지지하는 결과로 해석된다. 끝으로 분할유형에 따른 초과수익률분석에서는 인적분할이 물적분할보다 높은 초과수익률을 보이지만 그 차이가 유의적이지는 않았다. 회귀분석에서도 통제변수를 투입하기 전에는 분할목적, 즉 지

주사전환만이 누적초과수익률의 유의한 영향을 미쳤으나 통제변수를 투입한 후에는 분할방법, 즉 이종분할까지도 누적초과수익률에 유의한 영향을 미치는 결과를 나타내었다. 이러한 결과를 통해 기업분할의 주된 경제적 동기인 집중화를 통한 음의 시너지제거와 정보비대칭의 해소가 우리나라에서 타당하게 받아들여질 수 있는 것으로 나타났으며, 기업분할의 공시정보는 주주에게 유의적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있었다.

참고문헌

- [1] 기현희, 장원경, “기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향”, 『대한경영학회지』, 제43권, 제4호(2004), pp.725-749.
- [2] 김석진, 변현수, “유상증자의 장기성과”, 『재무연구』 제16권, 제3호(1998), pp.23-48.
- [3] 김정애, “한국 주식시장에서 기업분할의 동기와 시사점”, 『주식』, 제424권(2003).
- [4] 김지수, 조정일, “분리설립의 기업성과와 성과요인”, 『재무연구』, 제18권, 제3호(2005), pp.139-183.
- [5] 김춘, 박성록 “분할공시가 주가에 미치는 영향에 대한 실증분석”, 상장지(0811).

- [6] 라채원, 고윤성, “지주회사제도 도입 효과 및 사례에 관한 연구”, 『산업경제연구』, 제22권(2009), pp.2231-2248.
- [7] 박경진, 신현한, 장진호, “기업분할과 경영성과”, 『전략경영연구』, 제8권, 제2호, pp.81-104.
- [8] 박성규, 전수영, “기업분할의 공시효과와 기업특성”, 『회계정보연구』, 제26권, 제1호, pp.183-211.
- [9] 심충진, “기업분할 공시효과에 관한 연구”, 한국증권학회 제2차 학술발표논문집, 2004.
- [10] 이상욱, “기업분할 결정요인은 무엇인가?”, 『경영학연구』, 제36권, 제3호, pp.791-821.
- [11] 한경수, “코스닥 시장에서 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향”, 『경영교육논총』, 제38권(2005), pp.401-427.
- [12] Allen, J., S. Lummer, J. McConnel, and D. Reed, “Can take over losses explain spinoff gains?,” *Journal of Financial and Quantitative analysis*, Vol.30(1995), pp.465-485.
- [13] Aron, D., “Using the capital markets as a monitor: corporate spinoffs on an agency framework,” *RAND Journal of Economics*, Vol.22(1991).
- [14] Barber, B.M. and J.D. Lyon, “Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics,” *Journal of Financial Economics*, Vol.43(1997).
- [15] Daley, L., V. Mehrotra, and R. Sivakumar, “Corporate focus and value creation: Evidence from spin offs,” *Journal of Financial Economics*, Vol.45(1997), pp.257-281.
- [16] Hemang, D. and P.C. Jain, “Firm performance and focus: Long run stock market performance following spin offs,” *Journal of Financial Economics*, Vol.54(1999), pp.75-101.
- [17] Hite, G.L. and J.E. Owers, “Security price reactions around corporate spin offs announcements,” *Journal of Financial Economics*, Vol.12(1983).
- [18] Jensen, M.C. and W. Meckling, “Theory of the firm: managerial behavior, Agency costs and ownership structure,” *Journal of financial Economics*, Vol.3(1979).
- [19] Johnson, G.A., R.M. Brown, and D.J. Johnson, “The market reaction to voluntary corporate spin offs,” *Journal of Business and Economics*, Vol.33(1995), pp.16-44.
- [20] Krishnaswami, S., P. Spindt, and V. Subramaniam, “Information Asymmetry, monitoring and the place-

- ment structure of corporate debt,” *Journal of Financial Economics*, Forthcoming, 1998.
- [21] 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.
- [22] Miles, J.A. and J.D. Rosenfeld, “An empirical analysis of the effects of spins offs announcements on shareholder wealth,” *The Journal of Finance*, 1983.
- [23] Nanda, V. and M. Narayanan, “Disentangling value: Misvaluation and the scope of the firm,” Working paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI, 1997.
- [24] Parrino, R., “Spin offs and wealth transfer: The Marriott case,” *Journal of Financial Economics*, Vol.43 (1997), pp.241-274.
- [25] Patrick, J.C., J.A. Miles, and J.R. Woolridge, “Restructuring through spin offs-The market evidence,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 33(1993), pp.293-311.
- [26] Schipper, K. and A Smith, “Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin offs,” *Journal of Financial Economics*, Vol.12(1983).
- [27] Seward, J. and J. Walsh, “The governance and control of voluntary corporate spin offs,” *Strategic Management Journal*, Vol.17(1996), pp.25-40.