

분리공모를 통한 구조조정의 성과

김석진* · 변현수**

〈요 약〉

본 연구는 1986년에서 1996까지 76개의 분리공모(ECO) 기업을 대상으로 분리공모를 통한 구조조정의 성과를 분석하였다. 기업규모와 장부가/시가 비율(BE/ME)을 통제한 결과, ECO 후 모회사의 24, 36개월간 누적 비정상수익률(CAR)은 각각 -0.79%와 -10.31%, 평균 보유기간 비정상수익률은 각각 -1.94%와 -7.08%이었다. 반면, ECO 후 자회사의 24, 36개월간 CAR은 각각 33.31%와 27.49%, 평균 보유기간 비정상수익률은 각각 41.36%와 34.43%이었다. 또한, 24, 36개월간 모회사의 상대적 부(WR)는 각각 0.98과 0.94, 자회사의 WR은 1.39와 1.33이었다.

한국시장에서도 ECO 모회사는 유의하지 않는 장기 저성과를, ECO 자회사는 최초공모나 유상증자가 장기 저성과를 보이는 것과는 달리 장기 고성과를 보여 분리공모를 통한 구조조정은 자회사의 주주 부를 증가시키는 것으로 나타났다.

I. 서 론

분리공모(equity carve-outs ; ECO)는 기업 구조조정을 위한 기업분리(sell-offs)의 한 형태로 자회사에 대한 통제권을 유지하면서 완전히 소유하고 있던 자회사의 보통주 일부를 일반 투자자에게 최초공모(initial public offering ; IPO)하는 것이다. 그리고, 주식을 일반대중에게 매각함으로써 자금을 조달한다는 측면에서는 모회사의 유상증자(seasoned equity offering ; SEO)와 비슷하다. 기업분리를 통한 구조조정 방법으로는 ECO 외에 분리설립(spin-offs)과 분리매각(divestitures)이 있다. 자회사에 대한 지분 청구권이 모회사에 대한 지분 청구권과 분리된다는 점에서 ECO는 분리설립과 비슷하다. 분리설립은 모회사 주주들의 지분에 비례하여 주식의 배분이 이루어지는 일종의 배당 형태로 모회사가 더 이상 자회사 자산에 대한 통제권을 가지지 못한다. 그런데, ECO를 실시하면 모회사는 자회사의 주식을 시장에 매도하는 대가로 현금을 획득하게 되며, 일

* 경북대학교 경영학부 교수(sckim@knu.ac.kr)

** 경북대학교 경영학과 박사과정

*** 유익한 조언을 주신 익명의 심사위원들께 감사드립니다.

반적으로 자회사 지분 중 일부만을 매도함으로써 자회사 자산과 운영에 대하여 통제권을 유지할 수 있다. 또한, 현금이 들어온다는 점에서 ECO는 분리매각과 비슷하지만 분리매각의 경우에는 자회사 주식이 거래되지 않는다. 이와 같이 ECO는 분리설립과 분리매각의 성격도 가지고 있을 뿐 아니라, 최초공모와 유상증자의 성격이 복합되어 있다.

지금까지의 ECO 연구는 주로 공시효과에 관한 것이었다. Schipper and Smith(1986)는 일반적인 유상증자의 공시효과와는 다르게 ECO를 실시한 모회사가 평균적으로 1.8%의 초과 공시기간 수익률을 보임을 보고하였다. Nanda(1991)는 Myers and Majluf(1984)의 모형을 확장하여 모회사의 자산이 과소평가되고 자회사 자산은 과대평가되었을 때 ECO를 실시함을 보였다. Slovin, Sushka, and Ferraro(1995)는 Nanda의 설명과 일치되게 ECO 공시에 대해서 모회사는 양(+의 반응, 자회사의 라이벌 기업들은 음(-)의 반응을 보임을 발견하였다. Allen and McConnell(1998)은 조달된 자금을 유보하느냐, 부채상환에 쓰느냐에 따라 ECO가 모회사에 미치는 영향이 다르다고 보고하였다. 한편, Vijh(2001)는 ECO 공시가 시장에서 양(+의 효과를 가지는 것은 Nanda가 주장한 비대칭 정보로 인한 것이 아니라 분리매각 이득에서 비롯된 것이라고 주장하였다.

비교적 최근에 들어서야 ECO 후 모회사와 자회사의 장기 수익률을 분석한 연구들이 이루어졌다. Hand and Skantz(1997)는 ECO 후 6개월 동안 모회사는 음(-)의 초과수익률을, 자회사는 유의하지는 않지만 양(+의 초과수익률을 나타냄을 보고하였다. Allen(1998)은 1983년부터 1995년까지 11개의 자회사를 ECO한 Thermo Electron사의 경우를 분석한 결과, 모회사와 자회사 모두 초과수익을 보임을 발견하였다. Vijh(1999)는 1981~1995년 동안 628개의 ECO를 대상으로 36개월간 장기성과를 분석한 결과, 모회사는 유의하지 않는 저성과를 보인 반면, 자회사는 저성과를 보이지 않았다.

일반적으로 최초공모나 유상증자는 장기 저성과를 보인다(Ritter, 1991 ; Loughran and Ritter, 1995 ; Spiess and Affleck-Graves, 1995 ; Lee, Taylor, and Walter, 1996 ; 임웅기, 이성규, 1995 ; 임병균, 1997 ; 김석진, 변현수, 1998 ; 윤평식, 1999 ; 고봉찬, 박래수, 2000 ; 김병기, 공명재, 2000 등). 반면, 벤처자본가의 지원, 간사회사의 평판, 기관투자자의 소유지분 등이 최초공모의 성과에 긍정적 영향을 미친다는 연구결과도 제시되고 있다(Brav and Gompers, 1997 ; Carter, Dark, and Singh, 1997 ; Field, 1997 ; 이기환, 임병균, 최해술, 1998 등). ECO는 모회사와의 관계로 인해 벤처자본가의 지원을 받는 최초공모와 비슷한 면이 있다. 그리고, ECO를 통한 신주발행은 모회사와 자회사 모두 기업집중(corporate focus)을 향상시킬 수 있게 한다. 또한, 모회사의 기업규모가 최초공모 기업보다 규모가 크다는 평판효과가 존재한다(Vijh, 1999). 이와 같이, ECO는

다양한 특성을 가지고 있다.

그런데, ECO에 대한 국내 연구는 ECO의 공시가 모회사 주가에 미치는 효과를 분석한 김석진, 노경석(2000) 외에는 거의 없는 실정이다. 따라서, 본 연구는 김석진, 노경석의 연구를 확장하여 ECO의 장기성과를 분석함으로써 ECO를 통한 구조조정 성과를 살펴보고자 한다. 표본은 1986년부터 1996년까지 발생한 76개의 ECO이다. 장기성과 측정을 위하여 기업규모와 장부가/시가 비율(book equity/market equity ; BE/ME)이 가장 비슷한 통제기업을 선정한다. 그리고, 강건성(robustness)을 위해 기업규모와 산업, 기업규모와 이익주가비율(earnings/price ; E/P) 및 한국종합주가지수(KOSPI)를 통제기준으로 추가하여 분석한다. 이러한 분석을 통해 기존의 최초공모나 유상증자의 장기성과 결과와 비교할 수 있으며, ECO가 구조조정 수단으로써 어떠한 효과가 있는지를 살펴볼 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 자료와 방법론에 대해 살펴본다. 제 III 장에서는 본 연구의 실증분석 결과를 나타내고, 제 IV 장 결론에서는 본 연구의 결과를 간략히 서술하고 한계점과 연구방향을 제시한다.

II. 자료와 방법론

1. 자 료

본 연구는 1986년부터 1996년까지 11년 동안 기업공개를 실시한 기업 중에서 모회사가 상장되어 있는 기업을 대상으로 하였다. 금융이나 보험산업은 제외되었으며, 총 76개의 자회사 표본이 선정되었다¹⁾. 주가와 주식수익률 자료는 한국증권연구원에서 제공하는 KSRI 데이터베이스를 이용하였고, 통제기업을 선정하기 위해 필요한 재무제표는 한국신용평가(주)에서 제공되는 KIS-FAS 데이터베이스를 이용하였다.

ECO 후 36개월간 장기성과 분석을 위해 주식수익률 자료는 월별 주식수익률 자료를 이용하였다²⁾. <표 1>은 ECO 자회사의 기술적 통계를 나타낸다³⁾. 자회사의 기업규

1) 본 연구는 김석진, 노경석(2000)과 동일한 표본을 사용하였다. 그런데, 자회사 중 금성부품이 1992년 6월 17일 상장폐지 되었기에, 모회사 중 흥아해운은 음(-)의 BE/ME 를 가지기에 각각 제외되었다.

2) 본 연구의 장기성과측정 기간은 평균 35.1개월 정도였다. Vijh(1999)의 평균 장기성과측정 기간은 대략 32개월이었다.

3) 연도별 ECO 개수가 김석진, 노경석과 차이가 나는 것은 상장 다음 월부터 36개월간 장기성과를 분석하므로 자회사 상장일 기준으로 기술적 통계를 제시하였기 때문이다. 모회사와 자회사의 업종별 분포, 모회사가 보유한 자회사의 지분, 공모금액 등에 대해서는 김석진, 노경석의 <표 1> 참조.

<표 1> 분리공모 자회사의 기술적 통계

(단위 : 백만원)

연 도	ECO 개 수	기업규모	장부가/시가 (BE/ME)	평 균 공모금액	모회사 규모에 대한 공모금액의 평균 비율
1986	2	121,900	0.112	1,070	0.029
1987	11	93,448	0.510	6,513	0.025
1988	9	63,089	0.645	7,748	0.034
1989	15	119,868	0.555	21,814	0.035
1990	8	68,118	0.695	15,618	0.095
1991	3	78,413	1.187	12,133	0.102
1992	1	19,200	1.352	4,350	0.094
1993	4	67,485	0.979	8,040	0.063
1994	5	526,533	0.391	45,230	0.047
1995	5	478,508	0.390	41,312	0.078
1996	13	441,297	0.900	55,280	0.153
합 계	76	15,468,931 (203,539)	0.657	1,841,745 (24,233)	0.023

주) 1. 자회사의 기업규모는 상장년도 기준 모회사 주식의 시장가치이며 모회사 기업규모는 분 리공모 이전 회계년도의 모회사 주식의 시장가치임.

2. 주식의 시장가치는 발행주식수에다 주가를 곱하여 산출되며 ()안의 값은 평균임.

모는 평균 2,040억원 정도였고 평균 공모금액은 240억원 정도였다. 모회사의 기업규모에서 공모금액이 차지하는 비율은 평균 2.3%이었다⁴⁾.

2. 연구 방법

최근 연구결과에 따르면 아무런 문제없이 장기 비정상수익률(long-term abnormal return ; *LAR*)을 측정하는 방법은 없는 것으로 밝혀졌다(Barber and Lyon, 1997 ; Kothari and Warner, 1997 ; Lyon, Barber and Tsai, 1999 등). 일반적으로 비정상수익률(abnormal return ; *AR*)을 측정하기 위해서는 일정한 기준(benchmark)이 필요하다. 장기 사건연구에서 *AR* 측정을 위해 고려되는 기준으로는 첫째, 기대 수익률 모형(expected return model)을 사용하는 방법과 둘째, 통제기업 접근법(control firm approach)과 셋째, 준거 포트폴리오(reference portfolio)를 사용하는 방법과 마지막으로 월력 포트폴리오 방법(calendar-time portfolio method)이 있다.

4) Vijh(1999)에서는 모회사의 기업규모에 대해 차지하는 공모금액의 비율이 평균 15.9%이었다.

Kothari and Warner(1997)에 따르면 시장모형, 시장조정 모형, 자본자산가격결정 모형, Fama and French(1993)의 3요인 모형 등의 기대 수익률 모형을 이용하여 LAR 을 측정하는 것은 설정오류가 매우 심각한 것으로 나타났다. 이러한 이유 때문에 Kothari and Warner(1997)은 비모수(nonparametric) 방법이나 부트스트랩(bootstrap) 검정이 설정오류를 줄여준다고 주장하였다. 그러나, 부트스트랩 검정은 시뮬레이션을 통해 도출된 pseudo-portfolio의 분포가 과연 표본기업의 AR 분포와 얼마나 근접할 수 있는가 하는 문제가 있다. 또한, 기업규모, BE/ME 등을 기준으로 형성된 포트폴리오나 시장 지수를 준거 포트폴리오로 이용하는 방법도 신규상장편의(new listing bias), 재구성편의(rebalancing bias) 및 왜도편의(skewness bias)의 영향을 피할 수 없다(Barber and Lyon, 1997). 월력 포트폴리오 방법은 표본기업 간에 존재하는 횡단면 종속성 문제는 제거할 수 있으나 시간에 따라서 포트폴리오 구성이 변한다는 문제점을 가진다(Mitchell and Stafford, 1999). 또한, 투자자의 투자성과를 정확하게 측정하지 못한다는 단점을 갖고 있다.

반면, 기업규모와 BE/ME 대응 통제기업 접근법은 장기성과 측정과 관련된 여러 가지 편의문제에 노출되어 있지 않다(Barber and Lyon, 1997). 뿐만 아니라, 통제기업 접근법은 기대 수익률과 표본특정적 패턴에서 발생하는 기업간 차이(cross-firm variation)를 통제함으로써 표본 외(out-of-sample) 모수추정이 필요하지 않아 모형문제를 완화시키는 장점이 있다(Fama, 1998). 이러한 최근의 연구결과를 바탕으로 하여 본 연구는 Barber and Lyon이 추천하고 Lyon, Barber, and Tsai(1999)에서도 비교적 설정오류가 적은 것으로 재차 확인된 통제기업 접근법을 사용하여 장기성과를 분석한다⁵⁾. 그리고, LAR 은 전통적 사건연구 방법론에서 사용하는 누적 비정상수익률(cumulative abnormal return ; CAR)과 단기 수익률을 복리로 계산하여 장기간의 투자성과를 정확하게 측정할 수 있는 보유기간 비정상수익률(buy-and-hold abnormal return ; $BHAR$)로 측정한다⁶⁾.

따라서, 본 연구는 기업규모와 BE/ME 가 가장 비슷한 통제기업을 선정하여 모회사와 자회사의 36개월간 장기성과를 CAR 과 $BHAR$ 로 분석한다. 모회사는 자회사 상장

5) Lyon, Barber, and Tsai는 통제기업 접근법 외에 신규상장편의와 재구성편의의 영향을 받지 않는 준거 포트폴리오를 구성할 경우 검정 통계량의 설정오류가 감소함을 발견하였으나 여전히 왜도편의 문제는 해결되지 않았다. 또한, 왜도편의 문제 해결을 위해 사용된 부트스트랩 왜도조정 t 통계량과 실증적 p 값의 경우도, 표본기업의 AR 분포와 동일한 pseud-portfolio의 분포를 도출할 수 있는가 하는 문제가 있다 (Brav, 2000).

6) CAR 과 $BHAR$ 의 장·단점에 대해서는 김석진, 김정우(2000) 참조.

전 마지막 회계년도 기준으로 모회사 규모의 70~130%에 해당되는 기업들을 선정한 후 이 중에서 BE/ME 가 가장 비슷한 기업을 통제기업으로 선정한다. 반면, 자회사의 경우 상장 전에는 추가자료를 구할 수 없으므로 상장년도를 기준으로 하여 통제기업을 선정한다. 뿐만 아니라, 결과의 강건성을 위해 기업규모와 BE/ME 외에 추가적으로 기업규모와 산업, 기업규모와 E/P 및 $KOSPI$ 를 매칭기준으로 고려하여 AR 을 측정한다.

그리고, 보유기간 수익률(holding period return ; HPR)의 분포 상의 문제를 감안하여 비모수검정인 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed-ranks test)을 실시하고 중위수(median) HPR 을 비교·분석한다. 또한, Ritter(1991)처럼 HPR 을 해석하기 위해 상대적 부(wealth relative ; WR)를 계산하여 장기성과를 분석한다⁷⁾. 이러한 분석을 통해 분리공모를 통한 구조조정 성과를 살펴보고자 한다.

Ⅲ. 실증분석 결과

1. 분리공모 후 누적 비정상수익률

ECO 후 36개월간 모회사와 자회사의 월별 AR 과 CAR 은 <표 2>에 나타나 있다. 모회사의 CAR 은 양(+)의 값을 가지다가 ECO 후 21개월째부터 음(-)의 값을 나타내었으며 36개월간 CAR 이 -10.31%이었다. ECO가 모회사 측면에서 유상증자의 성격을 지니고 있음을 감안할 때, 36개월간 CAR 이 음(-)의 값을 보였다는 측면에서는 유상증자에 관한 기존의 국내 연구결과와 유사하다고 할 수 있으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 또한, AR 의 부호도 일관성 있게 음(-)의 값을 보여주지는 않았다⁸⁾.

자회사의 경우 ECO 후 첫 번째 월에 AR 이 30.22%로 1% 수준에서 유의하였다. 또한, <표 2>에서 보듯이 모회사의 CAR 과는 달리 자회사의 CAR 은 처음부터 36개월간 지속적으로 양(+)의 값을 가졌으며, 36개월간 CAR 은 27.49%이었다. Vijh(1999)는 이러한 결과를 ECO가 모회사와의 관계로 인해 벤처자본가의 지원을 받은 최초공모와 유사

7) CAR , HPR 및 $BHAR$ 의 구체적인 계산방법에 대해서는 김석진, 변현수(2001) 참조.

8) 김석진, 변현수(1998)의 연구결과, 유상증자 공시 후 36개월간 CAR 이 규모 조정의 경우 -18.10%, 시장 조정의 경우 -6.31%이었으며, AR 의 부호가 대략 16개월째까지 일관되게 음(-)이었다. 윤평식(1999)도 36개월 동안의 CAR 이 -14.71%이며 AR 의 부호가 23개월까지 일관되게 음(-)이라고 보고하였다. 김병기, 공명재(2000)에서도 36개월 동안의 $BHAR$ 이 -27.66%를 보였으며 영업성과도 유의한 저성과를 나타내었다. 반면, 고봉찬(1997)은 유상증자 실시기업의 36개월간 장기성과가 12~17% 정도 높다고 보고하였다.

<표 2> 분리공모 후 비정상수익률

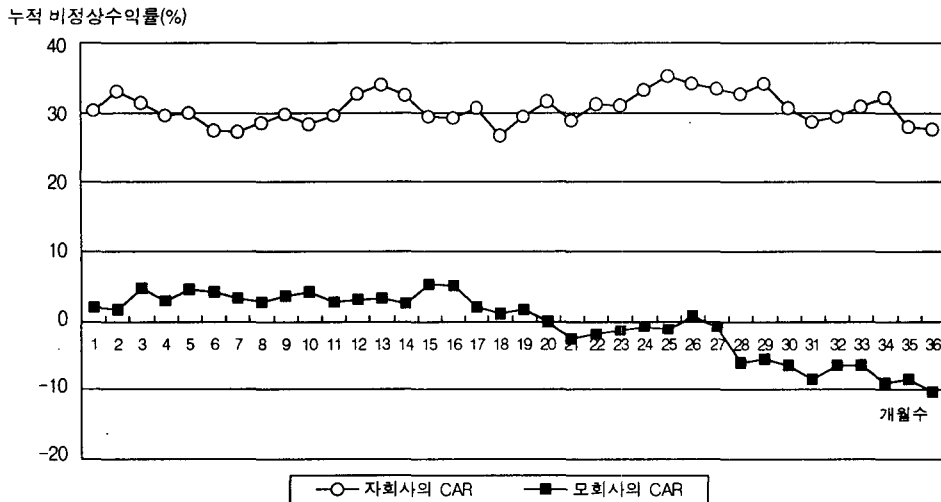
월	모 회사		월	자 회사	
	AR _t (%)	CAR _t (%)		AR _t (%)	CAR _t (%)
1	2.04	2.04	1	30.22***	30.22
2	-0.43	1.61	2	2.90	33.12
3	3.10**	4.71	3	-1.76	31.36
4	-1.76	2.95	4	-1.85	29.51
5	1.57	4.52	5	0.49	30.00
6	-0.32	4.20	6	-2.65*	27.35
7	-1.04	3.16	7	-0.13	27.22
8	-0.52	2.64	8	1.25	28.47
9	0.92	3.56	9	1.21	29.68
10	0.66	4.22	10	-1.33	28.35
11	-1.48	2.74	11	1.20	29.55
12	0.38	3.12	12	3.22	32.77
13	0.08	3.20	13	1.13	33.90
14	-0.65	2.55	14	-1.36	32.54
15	2.77*	5.32	15	-3.09	29.45
16	-0.22	5.10	16	-0.18	29.27
17	-3.21	1.89	17	1.43	30.70
18	-0.78	1.11	18	-3.98	26.72
19	0.55	1.66	19	2.63	29.35
20	-1.66	0.00	20	2.28	31.63
21	-2.65	-2.65	21	-2.79	28.84
22	0.84	-1.81	22	2.35	31.19
23	0.52	-1.29	23	-0.16	31.03
24	0.50	-0.79	24	2.28	33.31
25	-0.45	-1.24	25	1.93	35.24
26	1.86	0.62	26	-1.17	34.07
27	-1.33	-0.71	27	-0.64	33.43
28	-5.39	-6.10	28	-0.79	32.64
29	0.63	-5.47	29	1.54	34.18
30	-0.96	-6.43	30	-3.58	30.60
31	-2.04	-8.47	31	-1.97	28.63
32	2.09	-6.38	32	0.70	29.33
33	-0.04	-6.42	33	1.57	30.90
34	-2.54	-8.96	34	1.32	32.22
35	0.41	-8.55	35	-4.28	27.94
36	-1.76	-10.31	36	-0.45	27.49

주) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의.

한 특성을 가지기 때문이라고 해석하였다⁹⁾. 첫 번째 월 이후 AR 의 부호는 [그림 1]에서 보듯이 일관되지는 않았다.

Vijh(1999)에서 ECO 모회사와 자회사의 CAR 은 기업규모와 BE/ME 조정의 경우 -3.0%와 5.0%, 기업규모와 산업 조정의 경우 -12.6%와 -5.7%, 기업규모와 E/P 조정의 경우 -9.0%와 1.2%이었다. 그리고, 모회사와 자회사 CAR 모두 유의하지는 않았다. 한 가지 통계적으로 유의한 현상으로 매칭기준에 상관없이 모회사의 경우 ECO 후 첫 번째 월에 유의한 음(-)의 초과수익을 거두었다.

[그림 1] 분리공모 후 누적 비정상수익률



2. 분리공모 후 기간별 평균 비정상수익률

여기에서는 ECO 후 모회사와 자회사의 기간별 평균 비정상수익률을 살펴보았다. <표 3>에서 보듯이 모회사의 6, 12개월간 \overline{CAR} 은 각각 4.18%, 3.09%로 유의하지 않은 양(+)의 값을, 24, 36개월간 \overline{CAR} 은 각각 -3.24%, -9.85%로 유의하지 않은 음(-)의 값을 보였다¹⁰⁾. 반면, 자회사의 경우 6, 12 및 24개월간 \overline{CAR} 이 각각 27.35%, 32.76%와 35.47%

9) 최초공모의 장기 저성과를 보고하고 있는 대부분의 국내 연구(임웅기, 이성규, 1995; 임병균, 1997 등)와는 달리, 이기환, 임병균, 최해술, 1998)은 벤처캐피털 지원기업 최초 공모의 경우 상장 후 첫 번째 월의 AR 이 23.34%, 36개월간 시장 조정 CAR 이 90.62%로 유의한 양(+)의 값을 가짐을 보였다.

10) <표 2>의 CAR 은 매월의 AR 을 합산한 값으로 각각 $CAR_t = \sum_{i=1}^t AR_i$ 와 $AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it}$ 이다.

로 1% 수준에서 유의한 고성과를 나타냈다. 36개월간 \overline{CAR} 은 유의하지 않는 19.43%이었다. 모회사의 6, 12, 24 및 36개월간 \overline{BHAR} 은 각각 6.79%, 2.15%, -1.94%와 -7.08%이었다. 자회사의 6, 12개월간 \overline{BHAR} 은 각각 30.71%, 34.82%로 1% 수준에서 유의하였으며, 24, 36개월간 \overline{BHAR} 은 각각 41.36%, 34.43%로 5%, 10% 수준에서 유의하였다.

Vijh(1999)에 따르면 ECO 자회사의 36개월간 \overline{BHAR} 이 가치가중 시장수익률 조정의 경우 -2.9%, 규모와 BE/ME 조정의 경우 8.0%, 규모와 산업 조정의 경우 4.4%, 규모와 E/P 조정의 경우 5.7%이었다. 반면, 모회사의 36개월간 \overline{BHAR} 은 가치가중 시장수익률 조정의 경우 -4.3%, 규모와 BE/ME 조정의 경우 -0.7%, 규모와 산업 조정의 경우 -12.7%, 규모와 E/P 조정의 경우 -3.3%로 본 연구처럼 유의하지 않은 음(-)의 값을 나타내었다.

이를 종합하면, ECO 모회사는 시간이 지날수록 성과가 악화되어 결국 유의하지는 않지만 장기 저성과를 나타낸 반면, ECO 자회사는 저성과를 보이는 일반적인 최초공모나 유사증자와는 달리 장기 고성과를 보임을 알 수 있다.

<표 3> 분리공모 후 기간별 평균 비정상수익률

구 분	모 회 사		자 회 사	
	CAR_t (%)	$BHAR_t$ (%)	CAR_t (%)	$BHAR_t$ (%)
1~ 6개월	4.18(1.29)	6.79(1.31)	27.35(3.63)***	30.71(2.80)***
1~12개월	3.09(0.76)	2.15(0.50)	32.76(4.24)***	34.82(3.59)***
1~24개월	-3.24(-0.52)	-1.94(-0.28)	35.47(3.29)***	41.36(2.48)**
1~36개월	-9.85(-1.29)	-7.08(-1.02)	19.43(1.64)	34.43(1.85)*

주) ()안은 t 값. *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의.

3. 분리공모 후 보유기간 수익률과 연도별 장기성과

<표 4>는 모회사, 자회사 및 통제기업의 24, 36개월간 HPR 에 대한 기술적 통계를 나타내고 있다. 모회사의 24, 36개월간 HPR 의 평균은 각각 -1.31%와 -10.61%, 모회사 통제기업의 경우 각각 0.63%와 -4.40%이었다. 반면, 자회사의 24, 36개월간 HPR 의 평균은 각각 47.00%와 34.00%, 자회사 통제기업의 경우 각각 5.64%와 0.56%이었다. 이러한 결과는 앞 절의 결과와 일관된다. 한편, HPR 은 월별 주식수익률을 복리로 계산함으

반면, <표 3>의 \overline{CAR} 은 표본기업 CAR 의 횡단면 평균을 나타내며 $\overline{CAR}_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} CAR_{it}$ 이다.

여기서, N_t , AR_{it} 및 CAR_{it} 은 각각 t 월의 표본기업 개수, 개별 표본기업의 AR 및 CAR 을 나타낸다.

로써 극치값의 영향을 받기 쉽다. 모회사, 자회사 및 통제기업 모두 24, 36개월간 *HPR*의 분포가 양(+)의 왜도를 보였다. 특히, 자회사의 경우 상장 후 첫 번째 월의 초과수익이 매우 컸음을 감안할 때 극치값의 영향을 배제할 수 없다. 따라서, 추가적으로 중위수 *HPR*을 분석하였다¹¹⁾.

<표 4> 분리공모 후 보유기간 수익률의 기술적 통계

구 분	모 회 사				자 회 사			
	24개월 <i>HPR</i>		36개월 <i>HPR</i>		24개월 <i>HPR</i>		36개월 <i>HPR</i>	
	표본기업	통제기업	표본기업	통제기업	표본기업	통제기업	표본기업	통제기업
최소값(%)	-91.54	-95.78	-87.98	-97.58	-86.87	-91.53	-82.51	-98.96
최대값(%)	161.32	210.83	194.84	166.11	788.64	327.17	680.57	440.07
평 균(%)	-1.31	0.63	-10.61	-4.40	47.00	5.64	34.00	0.56
왜 도	1.27	1.23	1.52	1.03	2.87	1.63	3.01	2.63
첨 도	1.76	1.78	2.97	0.68	9.93	3.76	9.41	11.53

주) 정규분포를 따를 경우 왜도(skewness)는 0의 값을 갖고 첨도(kurtosis)는 3의 값을 가짐.

<표 5>는 표본기업의 24, 36개월간 *HPR*과 *HPR* 차이를 크기 순으로 배열한 분포를 보여주고 있다. 차이 항목은 모회사와 자회사의 ECO 후 24, 36개월간 *HPR*에서 각각 해당 통제기업의 24, 36개월간 *HPR*을 차감한 값들을 순서대로 나열한 것이다. ECO 후 모회사의 24, 36개월간 중위수 *HPR*이 각각 -17.05%와 -25.74%이었다. 자회사의 24, 36개월간 중위수 *HPR*은 각각 -7.54%와 -18.77%이었다¹²⁾.

24, 36개월간 *HPR*을 순위별로 보면, 모회사의 경우 총 21개 순위 중 각각 13개와 16개 순위에서 통제기업의 성과가 더 좋았다. 그러나, 자회사는 각각 20개와 16개 순위에서 통제기업에 비해 성과가 좋아 전반적으로 고성공과를 보였다. 또한, 모회사의 24, 36개월간 *HPR*의 중위수 차이는 각각 -5.20%와 -8.88%로 모두 음(-)의 값을 보인 반면, 자회사의 24, 36개월간 *HPR*의 중위수 차이는 각각 15.48%와 3.44%로 모두 양(+)의 값을 보였다¹³⁾.

11) ECO 모회사는 기간별로 유의한 성과를 보여주지 않았으나 모회사 입장에서 볼 때 ECO는 일종의 유상증자이므로 기존의 유상증자의 장기성과와 비교하기 위해 모회사에 대해서도 분석을 실시하였다.

12) 모회사 통제기업의 24, 36개월간 중위수 *HPR*은 각각 -14.84%와 -22.73%이었으며, 자회사 통제기업의 24, 36개월간 중위수 *HPR*은 각각 -7.59%와 -13.49%이었다.

13) 김석진, 변현수(1998)의 유상증자 결과에서는 모든 순위에서 저성과를 나타냈으며 중위수 차이는 유의하였다.

24개월간 HPR의 중위수 차이에 대해 비모수검정인 윌콕슨 부호순위 검정을 실시한 결과, 모회사의 경우 검정통계량 Z값이 -0.27(p값 : 0.79)로 유의하지 않았다. 자회사의 경우는 Z값이 2.28(p값 : 0.02)로 5% 수준에서 유의하여 24개월간 CAR 과 BHAR 이 모두 유의한 양(+)의 값을 보인 <표 3>의 결과와 일치하였다. 36개월간 HPR의 중위수 차이는 모회사와 자회사 모두 유의하지 않았다.

<표 5> 분리공모 후 순위별 보유기간 수익률

순 위	모 회 사				자 회 사			
	24개월 HPR(%)		36개월 HPR(%)		24개월 HPR(%)		36개월 HPR(%)	
	표본기업	차 이	표본기업	차 이	표본기업	차 이	표본기업	차 이
최 저	-91.54	-188.45	-87.98	-191.48	-86.87	-162.05	-82.51	-231.18
5번째	-72.89	-112.71	-69.06	-129.68	-76.48	-127.17	-63.04	-108.14
10번째	-61.61	-84.07	-65.29	-74.03	-64.89	-86.94	-60.56	-71.79
15번째	-41.28	-40.38	-60.80	-66.67	-57.73	-50.79	-58.83	-46.75
20번째	-38.19	-28.65	-58.33	-42.61	-40.54	-36.76	-46.35	-35.84
25번째	-34.76	-22.60	-51.56	-31.08	-32.89	-26.25	-42.27	-26.66
30번째	-31.77	-14.95	-41.44	-26.64	-26.61	-12.08	-37.72	-21.04
35번째	-26.85	-11.95	-35.45	-20.69	-22.35	-1.96	-33.61	-12.98
40번째	-25.95	-10.70	-32.05	-15.39	-19.73	4.12	-31.51	-8.74
45번째	-19.64	-7.01	-26.82	-13.84	-14.42	9.26	-26.69	-0.32
중위수	-17.05	-5.20	-25.74	-8.88	-7.54	15.48	-18.77	3.44
55번째	-14.78	1.62	-18.19	-5.40	2.06	19.31	-14.41	9.26
60번째	-1.97	6.13	-11.74	1.16	11.69	21.47	-10.00	20.54
65번째	5.07	10.14	-1.85	12.97	24.04	27.28	0.00	24.57
70번째	7.95	14.11	4.15	17.30	32.63	38.67	26.92	31.97
75번째	24.35	17.06	7.67	26.83	62.13	69.03	44.26	47.82
80번째	31.48	28.77	17.46	38.89	101.02	85.58	69.91	53.07
85번째	44.51	38.86	38.33	53.30	169.02	104.81	84.21	72.81
90번째	59.09	47.04	50.29	61.19	200.00	119.38	177.50	111.66
95번째	93.18	91.09	85.22	70.56	308.06	248.69	220.96	191.21
최 고	161.32	202.36	194.84	144.10	788.64	799.88	680.57	714.00

<표 6>은 모회사와 자회사의 연도별 평균 HPR과 WR을 보여주고 있다¹⁴⁾. 24, 36개월간 HPR의 경우 모회사는 모두 총 11개 연도 중 5개 연도의 WR이 1보다 적고 6개

14) WR은 (표본기업의 연도별 평균 HPR + 1) / (통제기업의 연도별 평균 HPR + 1)로 계산된다.

연도의 *WR*이 1보다 컸으며, 자회사는 5개 연도의 *WR*이 1보다 크고 6개 연도의 *WR*이 1보다 적은 것으로 나타났다. 전체적으로는 모회사의 *WR*이 각각 0.98과 0.94로 저성과, 자회사의 *WR*은 1.39와 1.33으로 고성과를 나타냈다¹⁵⁾.

요약컨대, 모회사의 장기성과는 유의하지 않는 음(-)의 값을 가진 반면, 자회사의 장기성과는 유의한 양(+)의 초과수익을 보였다. 또한, *HPR* 분포상의 문제를 고려한 비모수검정에서 자회사의 36개월간 *HPR*의 중위수 차이는 유의하지 않았으나 24개월간 *HPR*의 중위수 차이는 유의하여 기간별 성과분석 결과와 일치하였다.

<표 6> 분리공모 후 연도별 보유기간 수익률과 상대적 부

연도	개수	모 회사				자 회사			
		24개월		36개월		24개월		36개월	
		평균 <i>HPR</i> (%)	<i>WR</i>	평균 <i>HPR</i> (%)	<i>WR</i>	평균 <i>HPR</i> (%)	<i>WR</i>	평균 <i>HPR</i> (%)	<i>WR</i>
		표본기업	<i>WR</i>	표본기업	<i>WR</i>	표본기업	<i>WR</i>	표본기업	<i>WR</i>
1986	2	105.45	1.21	116.59	1.05	189.27	0.90	193.20	0.74
1987	11	49.20	0.89	28.91	0.90	209.27	1.75	186.97	2.04
1988	9	0.48	0.78	-9.16	0.79	3.78	1.12	-11.63	1.02
1989	15	-25.25	0.97	-50.24	0.63	-33.61	0.93	-47.44	0.65
1990	8	-10.22	0.99	10.79	0.97	6.69	0.98	19.59	0.99
1991	3	13.21	1.08	53.99	1.30	-3.24	0.80	-12.72	0.65
1992	1	59.09	0.97	-12.99	0.59	-26.04	0.61	-63.02	0.41
1993	4	52.01	1.01	10.24	1.05	16.39	0.58	-16.97	0.59
1994	5	24.80	1.53	-6.40	1.41	141.77	2.08	125.95	2.18
1995	5	-31.34	1.10	-42.98	1.51	5.16	2.98	-30.12	3.85
1996	13	-51.53	1.01	-42.38	1.08	41.83	2.92	37.80	2.61
전체	76	-1.31	0.98	-10.61	0.94	47.00	1.39	34.00	1.33

4. 강건성

지금까지 기업규모와 *BE/ME*를 매칭기준으로 선정한 통제기업 접근법을 사용하여 *ECO*의 장기성과를 분석하였다. 본 절에서는 분석결과의 강건성을 위해 Vijh(1999)와 같이 기업규모와 산업, 기업규모와 *E/P* 및 *KOSPI*의 세 가지 매칭기준을 추가적으로 고려하여 장기성과를 측정하였다.

15) 임병균(1997)의 최초공모 연구에서는 최초공모의 상장 후 36개월간 가중평균 *WR*이 0.95로 나타나 장기성과가 시장평균 보다 못하였다.

<표 7>은 대체적 매칭기준 사용하였을 경우 ECO 후 기간별 횡단면 \overline{CAR} 과 \overline{BHAR} 을 나타내고 있다. 모회사를 보면 6개월간 \overline{CAR} 과 \overline{BHAR} 이 유의하지 않은 양(+)
 값을 나타내 <표 3>과 일치하였다. 그러나, 24개월간 \overline{CAR} 과 \overline{BHAR} 이 매칭기준에
 상관없이 양(+)
 의 성과를 나타내고 36개월간 성과가 매칭기준에 따라 양(+)
 과 음(-)
 의 값을 보인 것은 24, 36개월간 모두 음(-)
 의 성과를 시현한 <표 3>
 과는 차이가 있다. 따라서, 모회사의 장기성과는 매칭기준에 따라 약간씩 차이를 보여 대체적으로 유의하지
 않은 음(-)
 의 값 또는 양(+)
 의 값을 보임을 알 수 있다. 반면, 자회사의 경우는 매칭기준
 에 상관없이 6, 12, 24 및 36개월간 \overline{CAR} 과 \overline{BHAR} 모두 유의한 양(+)
 의 값을 나타
 내어 일반적인 최초공모와는 달리 장기 고성과를 보여주고 있음이 확인되었다.

<표 7> 대체적 매칭기준 사용시 분리공모 후 기간별 평균 비정상수익률

매칭기준	모 회사			자 회사		
	규모-산업 조정	규모-E/P 조정	KOSPI 조정	규모-산업 조정	규모-E/P 조정	KOSPI 조정
패널 A : \overline{CAR}_t (%)						
1~ 6개월	2.75	1.55	3.52	22.19**	32.27***	33.20***
1~12개월	2.03	-0.40	2.36	21.26**	29.21***	34.28***
1~24개월	7.92	5.65	9.94**	33.92***	36.08***	42.65***
1~36개월	-13.30	-9.61	6.27	24.94*	27.52**	46.60***
패널 B : \overline{BHAR}_t (%)						
1~ 6개월	2.98	0.15	3.29	29.03**	39.17***	39.44***
1~12개월	3.81	-0.10	0.34	28.01**	32.64***	36.37***
1~24개월	8.53	4.65	4.60	49.33***	50.88***	51.57***
1~36개월	-3.93	0.22	1.47	44.21**	39.63**	46.50***

주) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의.

IV. 결 론

본 연구는 1986년에서 1996까지 76개의 분리공모(ECO) 기업을 대상으로 기업규모와 장부가/시가 비율(BE/ME)을 통제하여 분리공모를 통한 구조조정의 성과를 분석하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, ECO 후 모회사의 CAR 은 양(+)¹⁾의 값을 가지다가 21개월째 부터 음(-)의 값을 나타내어 24, 36개월간 CAR 이 각각 -0.79%와 -10.31%이었다. 반면, 자회사의 경우 ECO 후 첫 번째 월에 AR 이 30.22%로 1% 수준에서 유의하였고 CAR 은 36개월간 지속적으로 양(+)²⁾의 값을 보여 24, 36개월간 CAR 이 각각 33.31%와 27.49%이었다.

둘째, 기간별 평균 비정상수익률을 보면, 모회사의 24, 36개월간 \overline{CAR} (\overline{BHAR})은 각각 -3.24%(-1.94%)와 -9.85%(-7.08%)로 유의하지 않은 음(-)의 값을 보였다. 반면, 자회사의 6, 12, 24 및 36개월간 \overline{CAR} (\overline{BHAR})은 각각 27.35%(30.71%), 32.76%(34.82%), 35.47%(41.36%)와 19.43%(34.43%)로 36개월간 \overline{CAR} 만 제외하고 모두 유의한 양(+)³⁾의 값을 보였다.

셋째, 순위별 HPR 을 살펴본 결과, 표본기업과 통제기업의 24, 36개월간 HPR 의 중위수 차이는 모회사가 각각 -5.20%와 -8.88%, 자회사가 각각 15.47%와 3.44%이었으며 자회사의 24개월간 HPR 의 중위수 차이에 대한 비모수검정 결과는 통계적으로 유의하였다.

넷째, 24, 36개월간 HPR 에 대해 WR 을 살펴본 결과, 전체적으로 모회사의 WR 은 각각 0.98과 0.94로 저성과, 자회사의 WR 은 1.39와 1.33으로 고성과를 나타냈다.

다섯째, 규모 - 산업 조정, 규모 - E/P 조정, $KOSPI$ 조정 등 대체적 매칭기준을 사용하여 분석한 결과, ECO 후 모회사의 장기성과는 유의하지 않았으나 자회사의 6, 12, 24 및 36개월간 \overline{CAR} 과 \overline{BHAR} 은 매칭기준에 상관없이 모두 유의한 양(+)⁴⁾의 값을 나타내었다.

요약컨대, 한국시장에서도 ECO 모회사는 유의하지 않는 장기 저성과를, ECO 자회사는 최초공모나 유상증자가 장기 저성과를 보이는 것과는 달리 장기 고성과를 보여 분리공모를 통한 구조조정은 자회사의 주주 부를 증가시키는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업분리 수단 중 하나인 분리공모를 통하여 구조조정을 실시한 기업들의 성과만을 분석하였지만 이러한 성과에 영향을 미치는 요인을 파악하는 것도 중요하다고 할 수 있을 것이다. 특히, 분리공모를 통한 기업집중의 향상이나 모회사와 자회사의 지배관계가 분리공모의 성과에 미치는 영향을 분석할 수 있다면 한국 기업의 구조조정 측면에서 중요한 시사점을 얻을 수도 있을 것이다. 이를 위해서는 모회사와 자회사의 업종관련성, 허핀달지수, 모회사의 사업부문 수 등과 같은 다양한 기업집중 척도나 모회사의 자회사에 대한 지분율 등을 고려할 수 있을 것이다. 또한, 모회사와 자회사의 장기성과가 서로 상반됨을 고려할 때, 모회사 주주 입장에서 ECO 결정이 합리적이었는가에 대한 추가적 연구도 흥미로울 것이다. 나아가, ECO 동기별 성과분석, 합병·매수의 영향을 고려한 분석 및 영업성과 분석도 이루어져야 할 과제이다.

참 고 문 헌

- 고봉찬, “주식 및 채권발행회사의 장기성과에 관한 실증연구”, 금융학회지, 제2권 제2호, (1997), 145-174.
- 고봉찬, 박래수, “증권발행기업의 장단기성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제27집, (2000), 439-476.
- 김병기, 공명재, “유상증자 후의 장기 주가수익률 및 영업성과”, 재무관리연구, 제17권 제1호, (2000), 13-44.
- 김석진, 김정우, “회사재건 채수단의 평가”, 재무연구, 제13권 제1호, (2000), 1-25.
- 김석진, 노경석, “분리공모가 모회사 주가에 미치는 영향”, 경영학연구, 제29권 제2호, (2000), 1-16.
- 김석진, 변현수, “유상증자의 장기성과”, 재무연구, 제16호, (1998), 23-49.
- 김석진, 변현수, “대주주 변경이 구조조정기업의 성과에 미치는 영향”, 증권학회지, 제28집, (2001), 115-148.
- 윤평식, “유상증자의 장기 효과”, 증권학회지, 제25집, (1999), 71-105.
- 이기환, 임병균, 최해술, “벤처기업 IPO의 장·단기 성과와 벤처캐피탈리스트의 역할”, 증권·금융연구, 제4권 제1호, (1998), 49-80.
- 임병균, “IPO 주식의 장단기 성과와 영업성과”, 재무관리연구, 제14권 제2호, (1997), 253-271.
- 임웅기, 이성규, “우리나라 최초공모주의 장기성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제18집, (1995), 333-369.
- Allen, Jeffrey W., “Capital markets and corporate structure : The equity carveouts of Thermo Electron,” *Journal of Financial Economics*, 48, (1998), 99-124.
- Allen, Jeffrey W. and J. McConnell, “Equity carve-outs and managerial discretion,” *Journal of Finance*, 53, (1998), 163-186.
- Barber, Brad M. and John D. Lyon, “How can long-run abnormal stock returns be both positively and negatively biased?,” *Working Paper*, University of California, Davis, 1996.
- Barber, Brad M. and John D. Lyon, “Detecting long-horizon abnormal stock returns : The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, 43, (1997), 341-372.

- Brav, A., "Inference in long-horizon event studies : A bayesian approach with application to initial public offerings," *Journal of Finance*, 55, (2000), 1979-2016.
- Brav, A. and P. Gompers, "Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings : Evidence from venture and nonventure capital backed Companies," *Journal of Finance*, 52, (1997), 1791-1822.
- Carter, R., F. Dark and A. Singh, "Underwriter reputation, initial returns, and the long-term performance of IPO stocks," *Journal of Finance*, 53, (1997), 285-312.
- Fama, Eugene F., "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance," *Journal of Financial Economics*, 49, (1998), 283-306.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of Financial Economics*, 33, (1993), 3-56.
- Field, L., "Is institutional investment in initial public offerings related to the long-run performance of these firms?," *Working Paper*, Pennsylvania State University, 1997.
- Hand, J. and T. Skantz, "The bad news in equity carveouts," *Working Paper*, University of North Carolina, 1997.
- Kothari, S. P. and Jerold B. Warner, "Measuring long-horizon security price performance," *Journal of Financial Economics*, 43, (1997), 301-339.
- Loughran, Tim and Jay R. Ritter, "The new issues puzzle," *Journal of Finance*, 50, (1995), 23-51.
- Lyon, John D., Brad M. Barber and Chih-Ling Tsai, "Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns," *Journal of Finance*, 54, (1999), 165-201.
- Mitchell, M. and E. Stafford, "Managerial decisions and long-term stock price performance," *Working Paper*, Harvard University, 1999.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 187-221.
- Nanda, Vikram, "On the good news in equity carve-outs," *Journal of Finance*, 46, 1991, 1717-1737.
- Ritter, Jay R., "The long-run performance of initial public offerings," *Journal of Finance*, 46, (1991), 3-27.

- Schipper, K. and A. Smith, "A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings : Share price effects and corporate restructuring," *Journal of Financial Economics*, 15, (1986), 153-186.
- Slovin, Myron B., Marie E. Sushka and Steven R. Ferraro, "A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs," *Journal of Financial Economics*, 37, (1995), 89-104.
- Spiess, D. Katherine and John Affleck-Graves, "Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings," *Journal of Financial Economics*, 38, (1995), 243-267.
- Vijh, Anand M., "Long-term returns from equity carveouts," *Journal of Financial Economics*, 51, (1999), 273-308.
- Vijh, Anand M., "The positive announcement-period returns of equity carveouts : asymmetric information or divestiture gains?," *Journal of Business*, 75, (2001), 153-190.

<부 록> 분리공모를 실시한 기업명과 자회사 상장일

구분	모 회사	자 회사	상장일	구분	모 회사	자 회사	상장일
1	해태제과	해태전자	86.11.20.	41	해태제과	해태유통	90. 7.13.
2	삼화콘덴서공업	삼화전기	86.11.24.	42	고 합	고합물산	90. 7.18.
3	현대건설	인천제철	87. 5.26.	43	영 풍	고려아연	90. 7.28.
4	삼화콘덴서공업	삼화전자공업	87. 5.25.	44	쌍용양회공업	쌍용중공업	90. 9.12.
5	쌍용양회공업	쌍용정유	87. 5.27.	45	성신양회공업	부산산업	90. 9.14.
6	삼성전자	삼성항공산업	87. 5.27.	46	신 원	광명전기	90. 9.14.
7	대우중공업	대우통신	87. 5.29.	47	신 동 방	고려산업	91. 1.14.
8	삼 양 사	삼양제넥스	87. 6.26.	48	미 도 파	대 농	91. 1.14.
9	한화종합화학	한화에너지	87. 9.10.	49	기아자동차	기아특수강	91. 3.12.
10	현대건설	대한알루미늄공업	87. 9.25.	50	대림산업	대림요업	92.12.23.
11	동일방직	동일패브릭	87.11.16.	51	동양화학공업	삼광유리공업	93. 1. 6.
12	세방기업	세방전지	87.11.28.	52	동부한농화학	동부정밀화학	93. 1. 6.
13	한 창	한창제지공업	87.12.23.	53	대우중공업	대우정밀공업	93. 1.20.
14	금호산업	금호석유화학	88. 1.22.	54	한일시멘트공업	한일건설	93. 1.30.
15	코 오 룡	코오롱상사	88. 5.25.	55	대성산업	창원기화기공업	94. 1.14.
16	코 오 룡	코오롱유화	88. 7. 6.	56	삼성전자	삼성중공업	94. 1.28.
17	한국제지	계양전기	88. 7. 6.	57	동원산업	성미전자	94. 3.29.
18	동아제약	라미화장품	88. 8. 8.	58	엘지전자	엘지산전	94. 7.11.
19	농 심	울촌화학	88. 8.30.	59	성신양회공업	진성레미콘	94. 9.16.
20	두 산	두산기계	88. 9. 7.	60	엘지전자	엘지정보통신	95. 8.18.
21	기아자동차	아시아자동차공업	88.10.20.	61	대성산업	서울도시가스	95. 8.18.
22	아세아시멘트공업	아세아제지	88.12.15.	62	현대건설	현대상선	95.10. 5.
23	두 산	두산상사	89. 1.26.	63	한국유리공업	한국전기초차	95.12.21.
24	동국무역	동국방직	89. 1.26.	64	에스케이	대한도시가스	95.12.21.
25	기아자동차	기아정기	89. 5.30.	65	현대건설	고려산업개발	96. 1.30.
26	현대건설	현대종합목재	89. 7.26.	66	송원산업	송원칼라	96. 1.30.
27	쌍용자동차	쌍용정공	89. 7.29.	67	삼성물산	에 스 원	96. 1.30.
28	엘지전자	금성부품	89. 8. 5.	68	동양화학공업	유 니 온	96. 7. 3.
29	현대건설	금강개발산업	89. 8.22.	69	현대건설	현대엘리베이터	96. 7. 3.
30	동국무역	동국종합전자	89. 8.22.	70	신무림제지	세림제지	96. 7. 3.
31	대우중공업	대우전자부품	89. 8.25.	71	한라시멘트	한라공조	96. 7.31.
32	효성물산	동 성	89. 9. 5.	72	현대건설	현대산업개발	96.10.16.
33	현대건설	현대정공	89. 9. 5.	73	엘지전자	엘지반도체	96.11. 9.
34	현대건설	현대강관	89. 9.29.	74	고 합	고려석유화학	96.11.22.
35	동국제강	한국철강	89.11.13.	74	대 상(주)	세원화학	96.12.24.
36	삼환기업	삼환기류	89.11.30.	76	삼성물산	삼성엔지니어링	96.12.24.
37	흥아해운	국 보	89.12. 2.	77	현대건설	현대전자산업	96.12.26.
38	기아자동차	기아자동차판매	89.12.18.				
39	대 상(주)	미원통상	90. 1.18.				
40	일 진	일진전기공업	90. 3.22.				