

기업분할의 장기성과에 대한 실증연구

홍동현* · 이덕훈** · 황재호***

<목 차>	
I. 서론	1. 기업규모에 따른 장기성과 차이의 분석
II. 선행연구	
III. 연구방법	5. 장부가 대비 시장가비율(BV/MV)에 따른 장기성과 차이의 분석
1. 표본의 구성	6. 사업집중도의 정도에 따른 장기성과 차이의 분석
2. 장기성과의 측정방법	7. 현금흐름의 정도에 따른 장기성과 차이의 분석
IV. 연구가설의 설정	
V. 실증연구결과	VI. 결론
1. 기술통계량	참고문헌
2. 분할기업의 장기성과에 관한 분석	Abstract
3. 분할방법에 따른 장기성과 차이에 관한 분석	

I. 서론

외형성장 중심의 기업경영은 인수합병전략을 발전시켰지만 IMF의 영향으로 나타난 가치중심의 기업경영은 기업분할전략을 발전시켰다. 최근 정비된 기업분할관련법안(1998년 상법개정)의 영향으로 기업은 전략적으로 기업분할을 시도하고 있다. 기업분할은 1개의 회사가 2개 이상의 회사로 나누어져 분할 전 회사의 권리와 의무가 분할 후 회사에 포괄 승계되고 분할 전 회사가 소멸하는 경우에는 청산절차 없이 소멸되며 원칙적으로 분할 전 회사의 주주가 분할 후 회사의 부부가 되는 회사상의 법률요건 또는 회사법 상의 행위 내지 제도를 의미한다. 정리하면 일반적으로 통용되는 기업분할의 개념은 한 회사가 일부 사업부문을 분리하여 둘 이상의 회사로 나누어지는 것으로 이는 기업에게 실질적인 현금흐

* 세종사이버대학교 부동산경영학부 부교수
** 부천대학 세무회계과 조교수
*** 한국의국어대 경영학과 대학원 박사과정

름을 수반하지는 않는다는 면에서 영업의 일부분을 다른 경제실체에게 매각하는 영업양도 또는 분리매각이나 사업부문의 지분을 공모시장에서 일반에게 매각하는 방식으로 이루어지는 지분공개(Carve-outs)와는 다르다.

그렇다면 재무적 곤경에 처한 기업들이 현금흐름을 얻기 위한 분리매각이나 지분공개와는 달리 현금흐름이 수반되지 않는 기업분할이 발생하고 제도적으로 뒷받침되며 분할의 시점 또는 분할 이후에 걸쳐 주주 또는 채권자의 富에 영향을 미치는 이유는 무엇인가에 대한 논의가 필요하게 된다.

실제 기업분할의 목적은 전문화를 통한 효율성 추구, 경영자보상 인센티브제도의 강화, 정보의 비대칭성 제거를 통한 기업가치 제고, 채권자로의 주주부 이전, 절세 목적으로 구분된다[김정애, 2003]. 이 중 기업분할의 가장 원론적인 목적은 전문화를 통한 효율성 극대화에 있다. 다양한 사업부문이 한 개의 기업에 혼재해 있는 경우 의사결정과정에서 지연되고 자원배분을 둘러싼 이해충돌의 문제가 발생하고 자원관리상의 책임소재가 모호해지며 경영성과에 대한 분석과 보상이 불분명해지는 경우가 발생한다. 이러한 문제를 일소하는 최선책은 기업을 분할하여 별개의 법인으로 관리를 하는 것이다. 별개의 법인으로써 핵심사업에 대한 의사결정도 신속해지고 자원 역시 핵심사업에 집중하며 자원관리와 경영성과에 대한 책임이 명확해지므로 더욱 더 철저한 관리에 집중하게 된다. 그러나 이러한 경영성과는 단기간에 실현되는 것이 아니라 중장기적 관점에서 관찰될 문제이다.

기업분할이 장기간에 걸쳐 기업가치를 창출한다면 어떤 특성요인에 의해 가치가 창출되는지 분석하였다. 본 연구에서 분석에 사용된 특성요인으로는 분할 방법, 기업의 규모, 사업의 집중화정도, 주식시장에서의 저평가 정도, 현금흐름의 정도 등이 있고 이들을 변수화하여 기업분할로 인한 가치창출 결정요인을 분석한다.

본 연구에는 다음과 같은 학술적, 실무적 의미가 존재한다.

첫째 단기적인 공시효과가 아닌 장기적인 기업가치 증가 여부에 초점을 둔 연구를 진행함으로써 기업분할의 궁극적인 목적에 부합한 연구를 제시한다. 기업분할의 장기성과에 대한 연구는 국내에 경우 극히 부족한데 이는 기업분할이 시작된 기간이 길지 않은 것이 가장 큰 이유라고 생각된다.

둘째 기업분할의 장기성과의 결과를 분석함으로써 기업 구조조정수단으로써 기업분할의 역할을 검증할 수 있다. 만약 기업분할이 전문화를 통해 장기적으로 주주가치를 증진시킨다는 실증연구를 제시한다면 실무적 차원에서 기업 구조조

정수단으로 재조명받을 수 있을 것이다.

셋째 핵심사업 위주의 가치경영의 중요성을 부각하는 실증연구가 될 수 있다. 즉 분할에 의해 장기적인 기업가치 향상이 도모된다면 핵심사업위주의 가치경영방식이 외형위주의 규모경영방식보다 우월함을 입증하는 증거가 될 수 있을 것이다.

본 논문의 II장에서는 기업분할의 성과 측정과 특성요인의 분석을 주제로 한 주요 선행연구를 검토하고 있다. III장에서는 기업분할의 장기성과와 특성요인을 파악하기 위한 연구가설이 제시된다. 여기에는 분할 후의 장기성과측정 척도에 대한 논의, 특성요인의 모형화과정 등이 포함된다. IV장에서는 설계된 모형의 수익률 추이와 특성요인들이 수익률에 미치는 영향의 통계치와 회귀분석 결과를 확인하고 V장에서는 결론과 연구의 한계점을 언급한다.

II. 선행연구¹⁾

기업분할과 관련한 기존연구들의 주안점을 정리하면 기업분할이라는 사건에 따르는 이득 또는 부(富)의 변동이 단기 또는 장기적으로 존재하는지에 대해 누적초과수익율(CAR)을 위주로 관측하는 검증이 초기 연구부터 주류를 이루어왔고 다음으로는 이런 효과가 존재할 때 효과를 유발하는 원인은 무엇인지에 대한 연구가 지속되어오고 있다.

먼저 기업분할이 무엇인지에 대해 살펴본다면 상법상 기업분할은 “1개의 회사가 2개 이상의 회사로 나누어져 분할 전 회사의 권리와 의무가 분할 후 회사에 포괄 승계되고 분할 전 회사가 소멸하는 경우에는 청산절차 없이 소멸되며 원칙적으로 분할 전 회사의 주주가 분할 후 회사의 부부가 되는 회사상의 법률요건 또는 회사법 상의 행위 내지 제도”를 의미한다. 이를 다시 분할 후 회사주

1) 기업분할의 장기성과와 유사한 논점의 연구주제로써 사업다각화와 인수합병의 장기성과에 관한 연구들이 있다. 기업분할은 하나의 복합기업을 별개의 기업으로 분리하는 전략이고 다각화는 동일한 기업 내에 새로운 사업부문을 추가하는 전략이며 합병은 두 개 이상의 기업이 사업부문으로 통합하는 전략이다. 다각화에 대한 연구는 1990년대 초반까지는 기업가치를 증가시킨다는 결과들이 주류였으나 1990년 중반이후 다각화가 기업가치를 훼손시킬 수 있다는 연구결과들이 제시되고 다각화의 상황(관련다각화인지 비관련다각화인지)에 따라 다른 결과가 나타난다는 결과들이 주류를 이루고 있다. 합병에 관한 연구의 경우 70년대의 연구를 제외하고 50년대, 60년대와 80년대 이후의 연구는 대체로 합병이후 음의 수익률이 발생하는 것으로 나타나고 있으며 특히 비관련기업간의 합병이 더 부정적인 결과를 초래하는 것으로 나타났다.

식의 귀속에 따라 종전의 주주가 신설회사의 주식을 소유하는 인적분할과 분할회사가 신설회사의 주식을 소유하는 물적 분할로 분류할 수 있으며 분할회사의 존속여부에 따라서 소멸분할과 존속분할로 나눌 수 있다.

정리하면 일반적으로 통용되는 기업분할의 개념은 한 회사가 일부 사업부문을 분리하여 둘 이상의 회사로 나누어지는 것으로 이는 기업에게 실질적인 현금흐름을 수반하지는 않는다는 면에서 영업의 일부분을 다른 경제실체에게 매각하는 영업양도 또는 분리매각이나 사업부문의 지분을 공모시장에서 일반에게 매각하는 방식으로 이루어지는 지분공개(Carve-outs)와는 다르다.

그렇다면 재무적 곤경에 처한 기업들이 현금흐름을 얻기 위한 분리매각이나 지분공개와는 달리 현금흐름이 수반되지 않는 기업분할이 발생하고 제도적으로 뒷받침되며 분할의 시점 또는 분할 이후에 걸쳐 주주 또는 채권자의富力에 영향을 미치는 이유는 무엇인가에 대한 논의가 필요하게 된다.

논의의 진행을 위해 시대적 배경을 살펴본다면 1970년대와 1980년대에는 사업부문의 다각화가 범위의 경제, 내부자본시장의 효율성 등의 차원에서 기업에게 유리한 확장의 수단으로 각광받았다.²⁾ 빠른 시간 안에 소기의 목적을 달성하기 위해 기업 간 합병이 유행하였으나 시간이 경과하면서 사업다각화에 대한 비판적인 시각이 대두되었다. 즉 자본시장이 미성숙했던 개발도상국에서는 다각화로 인해 기업의 성과나 가치가 증진되는 면이 발견되기도 했지만 미국에 있어서는 합병했던 기업들의 성과가 기대만큼 좋지 않거나 운영의 효율성이 떨어지는 등의 문제에 봉착했고³⁾ 기업들은 개별적인 필요에 따라 사업부의 분리매각, 지분공개, 분할 등을 수단으로 하여 다시 본업으로의 회귀를 꾀하게 된다. 즉 현금흐름이 절실한 기업을 위주로 분리매각이나 지분공개 등의 방법을 통해 핵심역량분야가 아니거나 효율성이 떨어지는 사업부를 정리하고 현금흐름을 확보하는 방향으로, 핵심업종 위주의 사업재편을 통해 효율성의 향상을 목표하거나 상대적으로 다사업부기업 내외의 복잡한 의사결정 구조에 존재하는 정보비대칭의 문제를 해소하기 위한 목적으로는 기업분할이 이루어져 온 것이다.

이와 같은 흐름에서 볼 때 기업분할이라는 사건이 기업의 이해관계자에게 수용되는 방향은 이론적으로는 지분으로써 직접적이든 간접적이든 분할, 피분할회사의 청구권을 가지는 주주의 경우富力가 증가하고 분할회사에 대한 청구권만을 가진 채권자는富力가 감소하는 방향으로 예상되는 것이 일반적이라고 할 수 있

2) Porter, 1987.

3) Berger and Ofec, 1995.

다.

Miles와 Rosenfeld(1983)는 자발적인 분할공시일을 전후로 하여 주주의 부에 미치는 영향을 측정 한 최초의 연구이다. 이들은 1960년부터 1980년까지 분할을 공시한 회사 중 55개의 표본을 이용하여 분할공시일 전후의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)을 살펴보고 분할공시기업들이 공시일과 그 다음날 이틀에 걸쳐 유의한 양(+)의 CAR을 보여주고 있음을 밝혔다.

Hite와 Owers(1983)도 1963년부터 1981년에 기업분할을 공시한 기업 중 116개 기업에 대해 분할공시일 전후 50일 간의 주가반응을 통한 초과수익율을 조사하였고 주식시장에서 이들 기업이 분할공시와 관련하여 양(+)의 초과수익율을 가짐을 밝혔다. 또한 모기업에 대한 분할부문의 상대적인 크기가 초과수익율의 설명하는 유의한 변수임을 검증했다.

주주와 채권자간의 부의 이전효과에 대해 Parrino(1997)는 개별기업(Marriot Coporation)의 사례이기는 하지만 분할에 따르는 채권의 담보가치 하락으로 인한 채권가격변화로 채권자의 부가 주주에게 이전된 것과, 같은 기간 주주는 분할공시로 인한 양의 CAR과 분할자문철회로 인한 음(-)의 CAR을 경험했음을 관찰하였다.

국내에서는 박춘광(2002)이 1999년부터 2002년까지 증권거래소에서 이루어진 총17건의 기업분할공시를 대상으로 주가반응을 살펴보았는데 시장모형과 산업지수조정모형을 이용하여 살펴본 공시일 전후 10일간의 주가반응은 양자 모두 유의한 양(+)의 CAR을 기록하였다.

근래 미국과 유럽 싱가포르 등의 기업분할 사례를 모아서 분할이 개별기업의 CAR에 미치는 영향을 종합한 Veld et al(2004)의 연구에서도 특수한 경우를 제외하면 기업분할은 관측기간에 따라 차이가 있기는 하지만 최소 2.5% 이상의 CAR을 유발하는 것으로 관측되고 있다.

다음으로 분할 이후 자본시장에서 거두는 성과의 원인 또는 기업 내 특성요인에 대해 요약하면 많은 연구에서 공통적으로 발견되는 분할기업의 초과수익율을 설명하는 특성요인으로는 업종의 집중에 따르는 이득, 정보비대칭의 해소, 기업지배구조상의 특성, 절세효과, 지정학적 영향력, 분리의 규모, 가격이 제한된 공공재 여부 등이 등장하고 있는데 이들 특성요인 중에서 시대적 배경에서 서술했듯이 본질적으로는 다각화의 비효율을 해소할 수 있는 사업집중화와 부문경영자와 최고경영자 또는 시장에서 발생하는 정보비대칭의 해소가 기업분할과 관련한 많은 연구에서 주된 설명요인으로 거론되고 있다.

업종의 전문화와 관련해서 Daley, Mehrotra, Sivarkumar(1997)는 1975년부터 1991년 사이에 분할한 85건을 대상으로 산업분류코드를 이용하여 역량을 집중할 수 있는 기업분할(Cross Industry Spin-off)과 그렇지 않은 기업분할(Own Industry Spin-off)로 표본을 구분하고 기업분할의 집중화효과가설에 대한 검증을 시도하였고 이를 위해 이를 통해 역량을 집중할 수 있는 기업분할의 경우 유의한 양의 CAR과 영업실적의 개선을 보이고 있음을 발견했다.

Desai와 Jain(1999)은 1975년부터 1991년 사이의 분할회사 중 155건의 표본을 이용하여 기업분할의 가치를 살펴보고 있는데 이들 연구의 특징은 장기성과의 관측에 있다. 즉 공시전후의 CAR과 더불어 공시 이후 3년간에 걸친 CAR을 살펴봄에 있어 집중도의 척도로 산업분류코드 외에도 Herfindal 지수를 사용하였고 사업집중도가 증가하는 분할이 단기와 장기에 걸쳐 공히 유의한 CAR의 원천이 되고 있음을 검증하였고 이는 Veld et al(2004)의 연구에서도 유럽 지역의 기업분할사례를 통해 집중화를 표방한 기업분할이 그렇지 않은 경우에 비해 유의적으로 큰 CAR을 가지는 것으로 재확인 되었다.

정보비대칭의 문제와 관련한 논거는 분할 이후에 분할된 개별 사업부의 성과를 더 명확히 시장에 알릴 수 있다는 데서 출발한다. 1차적으로는 분할로 인해 시장에서 분할 전보다 많은 주식이 유통됨으로써 시장의 관심을 받는다는 데 있고 2차적으로는 기업전체의 현금흐름이나 수익성 관련정보보다는 개별사업부의 그것들이 분리되어 발표될 때 투자자들과 기업 간에 존재하는 정보비대칭이 해소될 수 있다는 것이다. 또한 기업 내부에서도 부문별 경영자의 성과평가와 부문간의 성과평가 및 구조조정, 의사결정단계의 복잡성 등과 관련하여 발생하는 기업 내부의 정보비대칭의 문제가 기업분할의 유의한 설명변수가 될 수 있다는 말이기도 하다.

Krishnaswami와 Subramaniam(1999)는 전문가의 기업이익에 대한 예측오차, 기업 특유의 이익변동성을 통제한 상황에서의 이익예측오차, 시장수익률을 통제한 상황에서의 예측오차 등을 정보비대칭의 대용변수로 하여 분할시점의 CAR과 유의한 상관관계를 관측하였고 여기에 더해 정보비대칭의 대용변수와 집중화의 대용변수들이 상관관계를 가지지 않는다는 것을 보임으로써 두 가지 변수가 독립적으로 기업분할의 동기를 설명하고 있음을 주장하고 있다.

그러나 같은 대용변수를 사용하여 유럽지역과 미국에서의 기업분할과 특성요인간의 상관관계를 살펴본 Veld et al(2004)의 연구에서는 두 지역 모두 CAR과의 유의한 상관관계를 관측하지 못하고 있다는 점에서 논의의 여지를 남겨두고

있기도 하다.

국내에서는 정윤모(1999)의 연구에서 특정사업부문의 전문화, 부진한 사업의 정리, 지주회사의 설립, 주주간의 내분 해소, 경영진에 대한 감독기능 강화, 자금조달의 용이, 노무관리의 차별화, 규제사업과 비규제사업의 분리, 공정거래법 적용의 배제, 이익 분산을 통한 절세 등을 기업분할의 유인으로 문헌연구를 통해 열거한 이래 김정애(2003)는 1998년부터 2003년까지 거래소 및 코스닥시장에서 이루어진 73건의 분할공시에 대해 동기를 분석하고 분할 전후 45일간에 걸친 주가반응의 관찰을 통해 단기(분할 공시 후 5일)적으로는 음의 CAR과 장기적으로는 양의 CAR이 나타나고 있음을 보여주고 있다. 또 이런 시장 반응에는 전문화와 구조조정에 대한 필요성 등이 유의한 설명변수임을 회귀분석을 통해 실증하고 있다.

기존 논의와는 좀 다른 방향으로 기현희와 장원경(2004)은 1999년 이후 공시된 32건의 기업분할을 대상으로 CAR의 방향과 크기를 측정하고 이런 분할을 분할의 방법에 따라 인적분할과 물적분할, 분할기업이 속한 시장에 따라 거래소에서의 분할과 코스닥시장에서의 분할 등으로 나누어 분할공시 전후 6주를 기준으로 이들 간에 유의적인 차이가 있는지 검증하고 있는데, 분할공시를 전후하여 양의 CAR을 발견하였고 이의 설명변수로 분할의 방법, 분할기업이 속한 시장, 양자 간의 결합변수 등이 유의하다는 결과를 도출하고 있다.

기업분할과 관련한 또 다른 논의 주제는 분할로 인해 생기는 성과의 정의와 측정방법에 관한 것이다. 분할기업의 성과는 크게 나누어 CAR이나 BHAR(Buy and Hold Abnormal Return: 매입후보유초과수익률)로 대표되는 자본시장에서의 성과와 해당 기업의 이익이나 영업실적 등 측면의 경영성으로 나눌 수 있는데 진정한 의미에서의 성과는 물론 후자에 해당한다. 하지만 후자의 경우 분할이라는 사건을 전후한 단기간에는 관측이 불가능하거나 무의미하다.

초기연구의 대부분과 현재까지도 기업분할과 관련한 많은 연구에 있어 종합주가지수수익률 또는 산업지수수익률 등에 의해 조정된 CAR은 분할공시일 또는 제상장일을 전후한 자본시장에서의 성과를 측정하는 수단으로 이용되고 있다.

개념적으로 자본시장에서의 장기성과와 관련해서 일반적으로 이용되는 성과의 대용치는 BHAR이라고 할 수 있는데 대응 포트폴리오 또는 대응기업과의 수익률 비교를 통해 분할에 대한 자본시장의 반응을 측정한다. 대응 포트폴리오의 수익률로는 종합주가지수수익률, 산업지수수익률 등이 이용되는데 기간별 복

리계산방식으로 구해지는 이유로 측정기간이 길어질수록 수익률이 커지는 문제가 있지만(Barber and Lyon, 1997) 측정모형에 CAR 등을 같이 분석하는 등의 방법으로 보완되고 있는 상황이다.

성과의 비교 대상과 관련해서는 산업평균치와 비교하는 방법, 분할 전 회사를 분할비율 등을 이용하여 분할한 것으로 가정하여 분할 후의 회사들과 각각 비교하는 방법, 분할 전의 회사와 분할 후의 모회사만을 비교하는 방법, 분할 후의 회사들을 가중합산하여 분할 전 회사와 비교하는 방법(proforma combined firm) 등이 있는데 모두 인위적인 추정요소가 개입되는 문제가 있다.

분할 후의 모기업, 자기업, 그리고 이 둘의 가중합(proforma combined firms)에 대해 각각 BHAR을 이용하여 대응기업과 비교한 Cusatis, Miles, Woolridge (1993)의 연구는 분할 후의 기업들이 모두(모기업은 1년과 2년, 자기업은 2년과 3년, 합산기업은 2년에 걸쳐 유의했음) 자본시장에서 대응기업보다 우월한 성과를 거두었음을 관측하였고 이는 Desai와 Jain(1999)도 자기업이 3년간에 걸쳐 평균 32.3%에 달하는 유의한 초과수익을 거두고 있는 것으로 관측되고 있다.

이런 결과는 우리나라에서도 유사한 방향으로 나타나고 있는데 1999년부터 2002년에 걸쳐 분할기업의 분할 이후 3년에 걸친 성과를 측정한 김지수와 조정일(2005)의 연구에서는 종합주가지수수익률 또는 산업지수수익률과 비교된 분할기업의 CAR 또는 BHAR이 일부 유의하게 양(+)의 측정치를 보여주었다. 특이한 점은 일반적으로 장기성과의 측정에 있어 CAR보다 더 큰 수치를 가질 것이라고 예상되었던 BHAR이 오히려 더 작은 것으로 관측되었다는 것이며 이는 종합주가지수, 산업지수, 대응기업 등을 이용한 모든 비교에서 일관적이었다는 점인데 후술될 본 연구의 결과에서도 같은 방향의 결과가 도출되고 있다.

Ⅲ. 연구방법

본 연구는 전략적으로 기업분할이 이루어졌을 때 장기적으로 기존 주주의 부(wealth)에 미치는 영향을 살펴보는 연구이다. 일반적으로 주주 부의 변화는 주식의 초과수익률 변화를 통해 분석하므로 본 연구에서도 기업분할이 이루어진 후 장기적인 초과수익률의 변화를 통하여 주주 부의 변화를 살펴본다. 기존의 기업분할 연구는 대부분 사건공시일 전후 며칠간의 주가수익률에만 초점을 두고 있으므로 기업분할 속에 담겨있는 전략적 의사결정에 관한 정보가 공시일

전후 며칠간에 모두 주가에 반영된다고 보는 것이었다. 그러나 기업분할이 갖고 있는 전략적 정보는 사건공시일을 전후로 주가에 모두 반영된다고 하기는 어렵고, 분할된 이후 밝혀지게 될 기업이익의 증감과 같은 후속적인 정보에 의해 계속적으로 시장의 재평가가 이루어진다고 보아야 할 것이다.

1. 표본의 구성

본 연구의 분석대상은 1999년부터 2003년까지 기업분할을 단행한 상장기업이며 대상기업은 증권거래소 전자공시실의 기업분할보고서를 통해서 추출하였다. 기업분할보고서를 구하지 못한 기업, 재무자료 등 추가적인 기업정보를 구하지 못한 기업, 상장폐지된 기업 그리고 코스닥기업은 표본에서 제외되었다.

<표 1> 연도별 표본의 분포

연도	표본수	자료미입수 / 자료부족	합병 / 상장폐지 등	최종표본수
1999년도	8	5		3
2000년도	9	1	4	4
2001년도	9	4		5
2002년도	18	4		14
2003년도	7	1	1	5
전체표본	51	15	5	31

1999년부터 2003년까지의 총 표본수는 51개 기업이었으나 자료미입수/자료부족, 합병 등으로 인한 상장폐지 등의 사유로 최종 표본기업의 수는 31개 기업이였다. 31개 기업 중 물적 분할방식으로 기업분할이 이루어진 기업이 14개, 인적 분할방식으로 기업분할이 이루어진 기업이 17개였다.

2. 장기성과의 측정방법

선정된 표본기업들의 장기성과는 분할공시 이후 3년간의 보유기간수익률 (buy-and-hold returns)를 기준으로 측정하였으며, 수익률의 측정은 한국증권거

래소의 홈페이지 자료를 사용하여 계산하였다.

단기적인 초과수익의 측정은 CAR을 사용하는 것이 일반적이지만 장기성과의 측정은 보유기간초과수익률(buy-and-hold returns, BHAR)을 이용하는 것이 보다 일반적이다. Barber와 Lyon(1997)은 CAR의 경우 연평균수익률을 측정하는 것이 부적합하므로 장기성과를 측정할 때에는 BHAR을 이용하는 것이 더 합리적이라고 하였다. 하지만 이 연구는 미국의 표본을 대상으로 모의실험을 통해서 나온 것이며 국내의 경우 CAR와 BHAR중 어느 것이 우수한지 여부는 아직 밝혀지지 않고 있다. 본 연구에서는 CAR을 이용하여 장기성과를 측정하지만 비교목적을 위해서 두 가지 방법을 모두 사용해보았다. 장기성과는 24개월, 36개월, 60개월 등 연단위의 개월수들을 이용하여 측정하는 것이 일반적이거나 2002년 표본기업의 감소를 피하기 위하여 30개월간의 수익률을 측정하여 분석하였다.

보유기간초과수익률(BHAR)의 측정방법은 먼저 개별기업의 수익률을 30개월 동안 매입보유하였을 때 얻을 수 있는 수익률을 구한 후 시장수익률(종합주가 지수 수익률)을 동일한 방법으로 30개월 매입보유수익률을 구하여 차감하는 방식을 사용하였다.

$$HPR = \left[\prod_{t=1}^{30} (1 + R_t) \right] - 1$$

$$BHAR_i = HPR_i - HPR_m$$

R_t : t월의 기업분할기업의 주식수익률

HPR_i : i기업의 기업분할기업의 매입후 보유수익률

HPR_m : 시장(종합주가지수)의 동일기간 매입후 보유수익률

보유기간초과수익률이 유의적으로 0보다 큰 값을 나타내는지를 검증하기 위해서 t-검증을 이용하였다.

$$t_{bhar} = \frac{BHAR_{it}}{\left(\frac{\sigma(BHAR_{it})}{\sqrt{n}} \right)}$$

t_{bhar} : BHAR의 t값

$BHAR_{it}$: τ 시점의 i기업 혹은 i포트폴리오의 BHAR

$\sigma(BHAR_{it})$: τ 시점의 i기업 혹은 i포트폴리오의 BHAR의 표준편차

n : 표본수

누적초과수익률(CAR)은 기업분할 사건 발생 이후 30개월간 시장초과수익률을 누적하여 구했다.

$$AR_t = \left(\frac{1}{n_t} \right) \sum_{i=1}^{n_t} (R_{it} - R_{mt})$$

$$CAR_n = \sum_{t=1}^n (AR_t)$$

- R_{it} : t월의 기업분할기업의 주식수익률
- R_{mt} : t월의 종합주가지수 수익률
- AR_t : t월의 시장조정수익률
- n_t : t월의 기업분할 표본수
- CAR_n : n월까지의 누적초과수익률

누적초과수익률에 대한 검증은 일반적으로 사용하는 t-검증을 이용하였다.

$$t_{car} = \frac{CAR_{it}}{\left(\frac{\sigma(CAR_{it})}{\sqrt{n}} \right)}$$

- t_{car} : CAR의 t값
- CAR_{it}: τ시점의 i기업 혹은 i포트폴리오의 CAR
- σ(CAR_{it}) : τ시점의 i기업 혹은 i포트폴리오의 CAR의 표준편차
- n : 표본수

IV. 연구가설의 설정

본 연구는 기업이 분할 이후 장기적으로 성과의 변화가 있는지 여부를 측정하고 분할기업의 특성 중 어떤 요인이 장기성과변화에 영향을 미치는지를 살펴보는 연구이다.

Miles와 Rosenfeld(1983), Hite와 Owers(1983), 박춘광(2002) 등은 기업분할이 유의적인 CAR의 증가를 가져온다고 주장하였으나, 이들의 연구는 모두 단기적인 성과에 대한 것이었다. 기업분할의 장기성과에 대한 연구(Cusatis, Miles, Woolridge(1993), Desai와 Jain(1999), 김지수와 조정일(2005))의 결과 대부분 유의적인 장기성과를 보고하고 있다. 본 연구에서는 먼저 표본기업의 장기성과의 유의성을 살펴보고, 장기성과에 영향을 미치는 요인으로 분할방법, 기업규모, 장부가대비시장가비율, 사업집중도, 현금흐름, 관리비용 등을 고려하여 연구를 진

행하였다.

[가설 1] 분할기업은 장기적으로 유의한 초과수익률을 나타낸다.

기업은 기업분할을 통해 업종을 전문화하고 기업의 모든 역량을 핵심사업에 집중함으로써 기업의 가치를 증진시킨다. 기업분할의 효과는 단기적인 공시효과로 측정할 수 있는 것이 아니라 장기적인 관점에서 영업성과의 향상을 통한 기업가치의 증진을 통해 측정해야 한다. - 장기적인 관점에서 기업분할의 본질적인 목표인 가치증진이 실현되는지 검증하고자 한다. 가설의 결과는 기존연구와 동일하게 유의적으로 양(+의 초과수익률이 나타날 것이라고 예상된다.

[가설 2] 분할방법⁴⁾에 따라 장기성과는 유의적으로 차이가 날 것이다.

기업을 분할하는 방식은 기존주주에게 신설분할법인의 주식을 신규로 배정하느냐에 따라 인적분할과 물적분할로 분류된다. 인적분할은 기존주주에게 신설법인의 주식을 배정하여 재상장하는 방식이고 물적분할은 신설분할법인의 주식을 분할법인이 투자주식 형태로 보유하는 방식이다.⁵⁾

두 방법의 결과는 기존주주의 입장⁶⁾에서 소유주식에 큰 차이를 가져오므로 분할 이후 장기적인 성과에서도 다른 결과를 가져올 것이다.

[가설 3] 기업규모에 따라 장기성과는 유의적인 차이를 보인다.

기업의 규모에 관한 연구결론은 소규모의 기업이 더 큰 초과수익률을 보인다는 것이다. 본 연구에서도 기업의 규모에 따라 장기성과에 차이가 발생하는지 검증한다. 즉 기업규모가 적을수록 높은 수익을 실현할 것으로 예상된다.

[가설 4] 장부가대비시장가비율에 따라 분할기업의 장기성과는 유의적인 차이

4) 미국의 경우 인적분할은 spin-offs와 유사하며 물적분할은 carve-out과 유사하다.

5) 기존주주들의 입장에서는 신주를 배정받고 신설기업에 경영권을 행사할 수 있고 투자이사결정을 직접 통제할 수 있기 때문에 신설분할법인의 주식을 신규로 배정받는 인적분할의 방식이 선호된다. 또한 인적분할은 신설법인이 재상장 된다는 점에서 IPO와 유사한 효과가 나타날 수 있다.

6) 인적분할은 기존의 주주들이 경영권에 영향력을 행사할 수 있는 반면 물적분할의 경우 신설기업의 지분이 존속기업의 투자주식이므로 존속기업의 경영진이 신설법인의 경영에 관여하기 편리하다.

를 나타낸다.

분할 기업들은 이질적인 사업부문이 혼재해 있음으로써 자산과 수익에 대한 정보⁷⁾들이 투자자들에게 비대칭적으로 보고될 수 있다. 기업 분할을 통해 사업 부문에 대한 보다 정확한 정보를 이해관계자에게 효율적으로 전달할 수 있다. 장부가대비시장가비율은 이러한 정보불균형을 반영하는 지표이므로 이 비율의 크기에 따라 기업분할의 장기성과는 다르게 나타날 것이다.

[가설 5] 사업의 집중도에 따라 분할기업의 장기성과는 차이를 나타낸다.

사업의 집중도가 높을수록 기업의 효율적 관리가 가능하며다. 사업의 집중도가 낮을수록 의사결정과정의 지연되고 업무의 복잡성이 증가할 것이다. 기업은 사업의 집중도를 높이기 위해서 기업분할을 선택할 수 있다. 사업의 집중도가 낮은 기업이 기업분할을 통하여 성과의 향상을 도모할 수 있다.

[가설 6] 현금흐름의 차이에 따라 분할기업의 장기성과는 유의적으로 다르다.

현금흐름이 부족한 경우 기업분할을 통해 부실사업을 정리하고 우량사업위주로 집중화를 함으로써 장기성과가 좋아질 가능성이 있다.

현금흐름은 재무제표상의 현금흐름을 매출액으로 나눈 값의 중위수로 측정한다. 재무제표상의 현금흐름은 기업분할 전년도말 영업이익에 감가상각비를 합산한 금액으로 산출한다.

V. 실증연구결과

1. 기술통계량

본 연구가설을 검증하기 위해 사용하고 있는 주요변수들의 31개 표본기업의

7) 기업분할 전 서로 다른 사업부가 하나의 재무제표를 통해 공시될 경우 정보이용자관점에서는 충분한 정보를 얻기 어렵다. 현재의 기업회계기준에서는 사업부문별 매출액에 대한 정보를 제공하는 경우도 있으나 대차대조표의 자산과 부채를 구분하여 공개하는 경우는 많지 않다.

기술통계량은 다음과 같다.

<표 2> 기술통계량

	BV/MV	SIZE	ADMIN	CF	HFD
평균	1.16	25.06	0.24	0.04	0.69
중앙값	2.09	24.68	0.14	0.12	0.64
표준편차	6.43	1.68	0.48	0.5	0.23
최소값	-24.95	22.09	0.04	-2.6	0.26
최대값	9.95	30.35	2.75	0.45	1
관측수	31	31	31	31	31

BV/MV=분할직전년도말 자본총계/(분할직전년도말 증가×주식수)

SIZE=ln(분할직전년도말 증가×주식수)

ADMIN=분할직전년도말 판매비와일반관리비/분할직전년도말 매출

CF=(분할직전년도말 영업이익+분할직전년도말 감가상각비)/분할직전년도말 매출

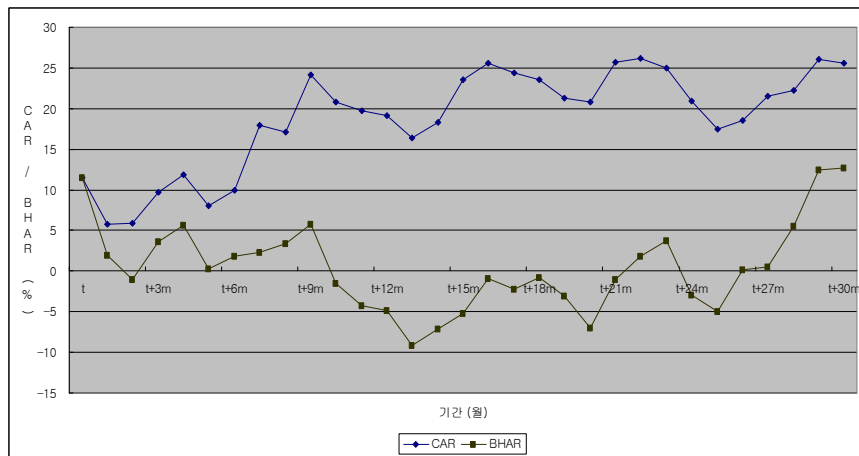
HFD= $\sum_{i=1}^n$ (매출 중에서 서로 다른 부문별 매출비중)², n은 매출액 중에서 서로 다른 사업부문의 수

2. 분할기업의 장기성과에 관한 분석

기업분할이 이루어진 기업의 성과를 주가수익률로 측정된 결과 유의적인 양의 초과수익률이 발생하였다(박경진 외 공동연구 2005). 1999년 이후 기업분할을 공시한 기업들을 대상으로 모기업의 주가를 조사한 결과 CAR은 사건기간마다 유의적이지는 않지만 대체적으로 양(+)의 수익률을 나타내고 있다. 분석기간이 증가하여 분할결정기업이 증가하면 보다 일반적인 결론을 내릴 수 있을 것이다(기현희·장원경, 2004). 그러나 연구들은 대부분 단기성과에 대한 실증연구이다. 기업분할은 기업의 본질적인 경영능력에 변화를 일으키는 사건으로서 기업의 경영능력에 장기적인 영향을 미친다. 본 연구에서는 기업분할 후 주가수익률에 대한 장기성과를 조사하였다.

분할결정 이후 기업의 장기성과를 30개월에 걸쳐 월별초과수익률로 측정하였다. 연구 결과 CAR로 측정된 장기성과는 BHAR로 측정된 결과와 다른 모습을 나타내었다. CAR의 경우 기업분할 초기부터 30개월까지 일관되게 양(+)의 초과수익률을 보이는 데 반해서 BHAR의 경우에는 기업분할 초기부터 8개월까지는 양(+)의 수익률을 보이지만 9개월부터 24개월까지는 음(-)의 수익률을 보이다가

24개월 이후부터 다시 양의 수익률을 보이는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 일반적으로 CAR는 BHAR수익률보다 평균 5%의 높은 수익률을 보이며 BHAR이 작은 값을 나타내는 경우 CAR은 훨씬 큰 값이 된다는 Barber와 Lyon(1997)의 결과와 유사하다. 가설 1은 CAR의 경우 기각할 수 없으나 BHAR의 경우에는 기각된다. 아직까지 국내에서 장기성과를 측정할 때 두 방법 중 어떤 방법이 보다 적합한지 알려지지 않았기 때문에 본 가설에 대해서는 추후 연구에 의해 밝혀져야 할 것이다.



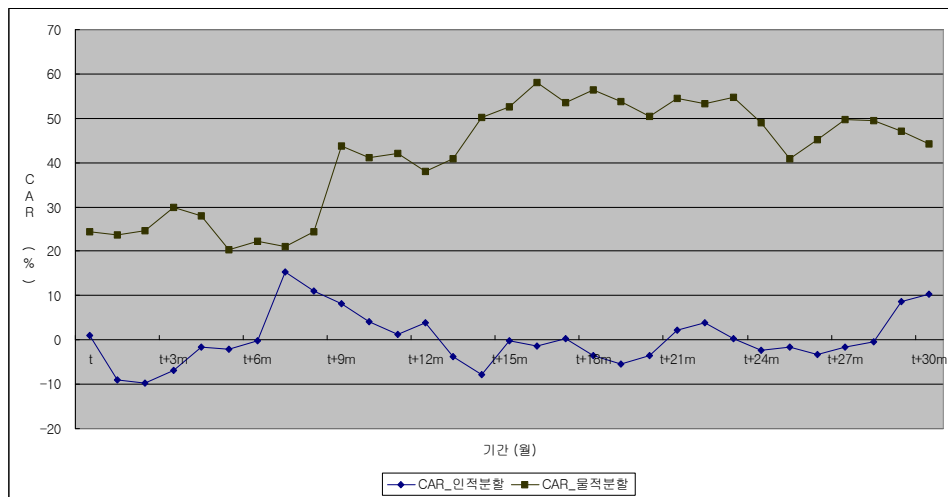
<그림 1> 기업분할기업의 분할 이후 장기성과

<표 3> 기업분할기업의 분할이후 장기성과

수익률	CAR(t-값)	BHAR(t-값)
사건월	11.51(1.53)	11.51(1.53)
사건월6	9.96(1.10)	1.87(0.29)
사건월12	19.19(1.61)	-4.81(-0.46)
사건월18	23.60(1.57)	-0.74(-0.06)
사건월24	20.89(1.39)	-3.00(-0.23)
사건월30	25.62(1.53)	12.72(0.55)
평균	18.86	0.54

3. 분할방법에 따른 장기성과 차이에 관한 분석

기업분할의 형태는 주식의 귀속여부와 분할회사의 존속여부에 따라 인적분할과 물적분할로 구분할 수 있으며, 분할회사의 존속여부에 따라 소멸분할과 존속분할로 분류할 수 있다. 인적분할의 경우에는 분할기업의 주주가 분할기업에 존재하던 위험과 효익을 분할 후에도 계속 부담하는 것이므로 하나의 회사가 다수의 회사로 분리되어 그 형태만 변화했다고 볼 수 있다. 물적분할이란 신설회사 또는 분할 합병의 상대방회사 주식을 분할기업의 주주에게 귀속시키지 않고 분할회사 자신이 취득하는 형태를 일컫는다(박경진외 공동연구 2005). 분할방법에 대한 선행연구에 따르면 인적분할 방법의 경우가 모기업의 주가에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 거래소기업의 경우 자산가치가 없거나 기업의 불필요한 사업부를 분리하여 독립적인 자회사로 구성하는 경우가 많아 인적분할이 유리했을 것이라고 추론한다(기현희·장원경, 2004).



<그림 3> 분할방법에 따른 CAR 추이

인적분할은 모기업의 주주에게 새로운 IPO의 기회를 제공하고 있다. IPO의 주식수익률이 높다는 것은 많은 연구에서 발견되고 있으므로 모기업의 주주에게는 추가적인 수익원이 생긴 것이다. 이로 인하여 인적분할 모기업의 주가가 기업분할 발표 후 일시적으로 상승했을 가능성이 있다. 이러한 가능성은 본 연구에서 장기성과를 측정된 결과 인적분할의 초과수익률이 물적분할보다 떨어

진다는 것을 보면 알 수 있다. CAR로 측정된 인적분할과 물적분할의 장기성과는 인적분할이 평균 0.19% 물적분할이 41.52%로 차이가 크며 이것은 쌍체비교 t값이 -16.38로서 통계적으로도 유의하다. BHAR로 측정한 경우에도 통계적으로 유의하게 물적분할의 값이 인적분할의 값보다 큰 것으로 나타났다. 따라서 분할기업의 장기성과가 분할방식에 따라 차이를 보인다는 가설 2 는 성립한다.

<표 4> 분할방법에 따른 장기성과

수익률구분	CAR (t-값)		BHAR (t-값)	
	인적분할	물적분할	인적분할	물적분할
포트폴리오구분				
사건월	0.93 (0.16)	24.36 (1.65*)	0.93 (0.16)	24.36 (1.65*)
사건월6	-0.16 (-0.01)	22.25 (2.42**)	-1.16 (-0.10)	5.54 (1.53)
사건월12	3.75 (0.24)	37.94 (2.16**)	-9.49 (-0.59)	0.86 (0.07)
사건월18	-3.43 (-0.20)	56.43 (2.35**)	-17.58 (-1.11)	19.70 (1.02)
사건월24	-2.24 (-0.13)	48.99 (2.03**)	-17.44 (-1.28)	14.54 (0.62)
사건월30	10.21 (0.49)	44.32 (1.64)	5.73 (0.19)	21.21 (0.58)
평균	0.19	41.52	-12.06	15.08
쌍체비교 t값	-16.38		-12.96	

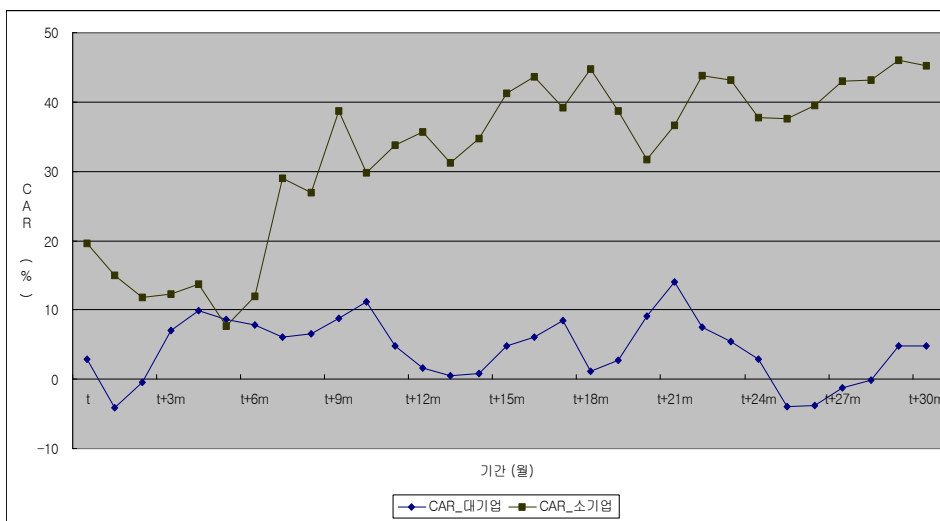
*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

본 연구에서 물적분할이 인적분할보다 장기적으로 성과가 좋은 이유는 첫째, 인적분할의 경우 모기업 주주의 부는 순수하게 분할기업의 수익률뿐만 아니라 추가로 얻어진 IPO 기업의 수익률을 더해야 보다 정확할 것이다. 둘째, 물적분할이 이루어진 이유가 모기업의 경영진이 분할대상 사업부에 대한 전문적인 경영능력이 있는 경우일 수 있다. 이런 경우 경영진은 가능하면 분할사업부를 자신의 지배하에 둘 수 있는 물적분할을 선호하게 된다. 즉 전문성이 있는 경영진이 모기업과 분할된 기업모두를 효율적으로 경영하게 되므로 물적분할기업의 장기성과가 높아질 수 있다.

4. 기업규모에 따른 장기성과 차이의 분석

기업의 규모에 따라 수익률에 체계적인 차이가 존재하고 있음을 여러 연구결과들이 밝히고 있다. 이를 기업규모효과라고 하며 소형주일수록 초과수익률이

높게 나타나고 있다. 기업의 분할효과를 보는 본 연구에서도 기업규모효과가 나타나는지를 분석하였다. 모기업의 규모에 따라 분할 후 장기성고가 차이가 있는지 조사한 결과 규모가 작은 경우의 초과수익률이 규모가 큰 경우보다 큰 것으로 나타나고 있다. 규모가 큰 대기업의 초과수익률이 5% 정도를 보인데 반해서 소기업은 CAR의 경우 45%의 초과수익률이 발생했다.



<그림 4> 기업규모에 따른 CAR 추이

<표 5> 기업규모에 따른 장기성고

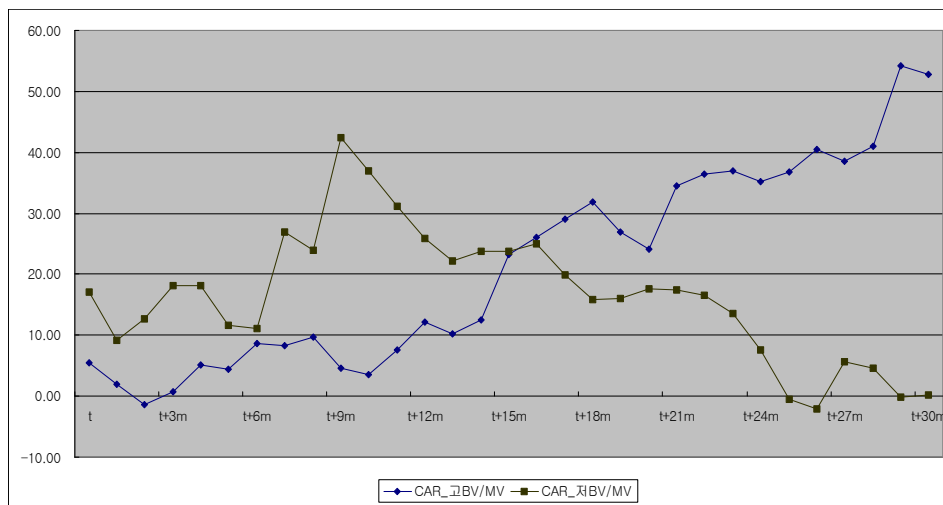
수익률구분	CAR	
	대기업	소기업
포트폴리오구분		
사건월	2.84 (0.59)	19.64 (1.43)
사건월6	7.90 (0.67)	11.89 (0.85)
사건월12	1.67 (0.13)	35.62 (1.88*)
사건월18	1.11 (0.07)	44.69 (1.84*)
사건월24	2.83 (0.16)	37.82 (1.60)
사건월30	4.76 (0.21)	45.16 (1.90*)
평균	4.34	34.48
쌍체비교 t값	-11.88	

SIZE = ln(분할직전년도말 종가×주식수)

*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

5. 장부가대비시장가비율(BV/MV)에 따른 장기성과 차이의 분석

장부가대비시장가비율은 기업의 성장잠재력을 측정할 수 있는 하나의 지표이다. 이 비율이 낮은 주식은 성장주로 분류되며, 이 비율이 높은 주식은 자산주로 분류된다. 분할을 검토하고 있는 기업들은 경영의 비효율로 인해 수익성이 낮은 상태이고, 장부가치에 비해 시장에서 낮은 평가를 받아왔을 가능성이 높다. 본 연구에서는 기업분할 전년도에 장부가치(BV)와 시장가치(MV)를 이용하여 장부가 대비시장가비율(BM/MV)을 산출하고 산출된 자료를 중위수를 중심으로 두 그룹으로 나누어 장기 수익률 추이를 분석하였다.



<그림 5> 저평가정도에 따른 CAR 추이

기업분할 후 30개월이 경과한 시점에서의 결과를 CAR로 살펴보면 자산주의 경우 52.79%로 성장주 0.14%에 비해 현저히 높은 것으로 나타났다. 자산가치에 비해 저평가되어있는 자산주기업이 기업분할을 하는 경우 이미 시장에서 성장주로 알려진 기업의 기업분할의 경우보다 장기성과가 높다는 것이다. 자산주의 경우 그 기업의 본질적인 내용이 잘 알려져 있지 않았으나 기업분할을 통하여 정보비대칭이 해소되면서 기업가치에 반영된 것으로 해석할 수 있다. 기업분할 이후 30개월까지의 기간별로 성과를 살펴보면, 초기 1년 정도는 성장주의 성과가 높고, 마지막 1년 정도는 자산주의 성과가 높은 것으로 나타나고 있다. 그러나 표에서 볼 수 있듯이 CAR로 측정하는 경우 사건일 18개월 이후에 자산주

에 대해서만 통계적으로 유의하게 나타나며, 나머지 부분은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 이 부분은 시간이 보다 경과하여 표본의 수가 증가해야 밝혀질 수 있는 것으로 판단된다.

<표 7> 저평가정도에 따른 장기성과

수익률구분	CAR (t-값)	
	고BV/MV	저BV/MV
포트폴리오구분		
사건월	5.52 (1.00)	17.13 (1.25)
사건월6	8.72 (0.94)	11.13 (0.72)
사건월12	12.11 (0.79)	25.84 (1.40)
사건월18	31.79 (2.05**)	15.93 (0.62)
사건월24	35.16 (2.42**)	7.52 (0.29)
사건월30	52.79 (2.66***)	0.14 (0.01)
평균	21.35	16.53
쌍체비교 t값	1.09	

BV/MV=분할직전년도말 자본총계/(분할직전년도말 증가×주식수)

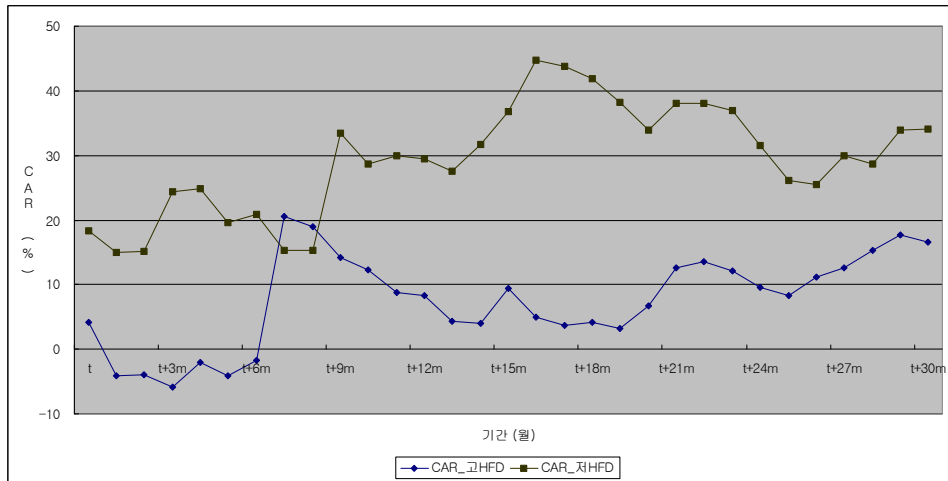
*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

6. 사업집중도의 정도에 따른 장기성과 차이의 분석

기업이 분할을 전략적으로 선택하는 대표적인 이유는 특정사업부문의 전문화이다. 한 기업이 복잡하게 얽혀 있는 다수의 사업부문을 운영하고 있는 경우 각 사업부문을 분리, 전문화하여 경영효율성을 도모할 목적으로 기업을 분할한다. 즉 기업조직의 규모 확대 및 복잡화에 따른 경영관리의 비효율성을 제거할 목적 또는 사업체질이 상이한 부문을 독립시켜 전문화를 통한 효율성을 추구할 목적으로 기업을 분할하는 것이다.

Herfindahl계수에 의해 분할기업의 장기성과를 구분한 결과는 그림과 같이 나타나고 있다. 기업의 사업부문이 다각화되어 있는 경우 Herfindahl계수는 작은 값으로 나타나므로 저H로 분류하고, 기업의 사업부문이 단일화되어 있을 경우 고H로 분류하였다. 실증결과는 CAR로 측정한 경우와 BHAR로 측정한 경우 모두 저H인 경우가 고H의 경우보다 장기성과가 우수한 것으로 나타났다. 평균적인 장기성과를 쌍체비교한 결과는 모두 유의하게 저H인 경우가 높은 것으로 파

약되었다. 이것은 집중도가 낮은(다각화된) 기업이 기업분할을 통하여 집중도를 낮추는 것이 장기적으로 기업의 성과를 개선하는 효과가 있음을 나타내는 것으로 판단된다.⁸⁾



<그림 9> 사업집중도에 따른 CAR 추이

<표 7> 사업집중도에 따른 장기성과

수익률구분	CAR(t-값)		BHAR(t-값)	
	고Herfindahl	저Herfindahl	고Herfindahl	저Herfindahl
사건월	4.19 (1.03)	18.37 (1.31)	4.19 (1.03)	18.37 (1.31)
사건월6	-1.65 (-0.13)	20.85 (1.61)	-1.88 (-0.22)	5.38 (0.54)
사건월12	8.26 (0.63)	29.44 (1.50)	-9.95 (-0.85)	0.00 (0.00)
사건월18	4.10 (0.26)	41.89 (1.70*)	-6.96 (-0.40)	5.09 (0.27)
사건월24	9.54 (0.63)	31.54 (1.22)	-4.62 (-0.26)	-1.48 (-0.08)
사건월30	16.52 (0.84)	34.14 (1.26)	6.05 (0.23)	18.98 (0.50)
평균	7.61	29.41	-2.22	3.13
쌍체비교 t값	-12.12		-3.06	

$$HFD = \sum_{j=1}^n (\text{매출 중에서 서로 다른 부문별 매출비중})^2$$

n은 매출액 중에서 서로 다른 사업부문의 수

*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

8) 이중산업간 기업분할과 동종산업간 기업분할의 분할효과를 검증한 Daley, Mehrotra, Sivakumar (1997)의 연구결과 이중산업간의 기업분할이 동종산업의 기업분할보다 더 높은 성과가 나타나는 결과를 제시하고 있다.

분할 전 Herfindahl계수가 낮을수록 즉 집중도가 낮을수록 초과이익이 발생하는 것으로 나타났다. CAR의 경우 집중도가 낮은 포트폴리오가 34%의 초과이익이 발생한 반면 집중도가 높은 기업은 16% 정도의 초과이익이 발생하였다. BHAR의 경우도 집중도가 낮은 포트폴리오가 19% 정도의 초과이익이 발생한 반면 집중도가 높은 포트폴리오는 6% 정도의 초과이익이 발생하였다.

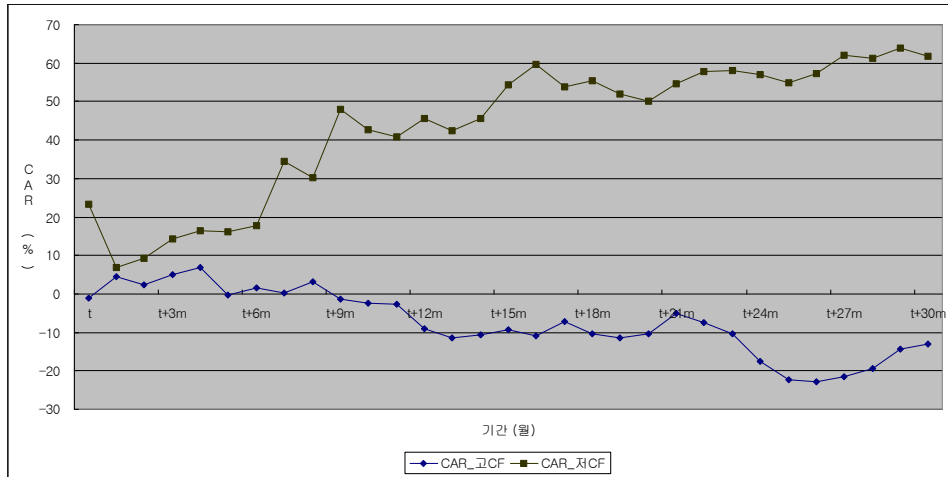
7. 현금흐름의 정도에 따른 장기성과 차이의 분석

기업가치는 기업이 창출할 미래 현금흐름을 주주와 채권자가 평균적으로 요구하는 자본비용으로 할인한 현재가치의 합을 의미한다. 여기서 말하는 기업이 창출할 미래 현금흐름을 기업잉여현금흐름(free cash flows to the firm : FCFF)이라 하며, 이는 영업활동에서 얻는 현금흐름을 중심으로 측정하게 된다.

분할을 고려하는 기업의 특성으로 기업현금흐름이 많은 경우와 적은 경우를 생각해 본다면 기업분할 의사결정과 기업의 미래현금흐름은 직접적인 관계는 없다. 왜냐하면 기업분할을 통하여 모기업에 유입되는 현금흐름이 없기 때문이다. 분할전 기업의 현금흐름이 충분한 경우와 부족한 경우를 나누어 생각해 보면, 다른 조건이 일정한 경우 현금흐름이 충분한 기업이 부족한 기업보다 경영효율성이 우수한 기업이다. 기업분할은 부실사업을 제거함으로써 기업을 우량화하는 구조조정수단으로 이용되기도 한다. 현금흐름이 불량한 경우 기업분할을 통해 부실사업을 정리하고 우량사업위주로 집중화를 함으로써 사업구조조정 효과 극대화할 여지가 크다. 따라서 현금흐름의 우량정도에 따라 분할모기업을 분류하여 장기성과를 측정해보았다.

분석결과 영업현금흐름이 낮은 기업이 기업분할을 하는 경우 장기성과가 우수한 것으로 나타났다. 기업분할 후 30개월 경과후 CAR로 측정된 누적초과이익률을 살펴보면 고영업현금흐름기업이 -12.94%, 저영업현금흐름기업은 61.76%로서 저영업현금흐름기업이 더욱 높은 것으로 나타났다. 이는 BHAR로 측정된 경우에도 마찬가지였다. 두 기업군 간 평균차이를 쌍체비교를 통해 살펴본 결과도 t값이 -11.28로 유의적이었다. 그림으로 추이를 살펴본 결과 기업분할 후 전 기간에 걸쳐 영업현금흐름이 낮은 기업이 장기성과가 높은 것으로 나타나고 있다.

<그림 7> 현금흐름의 정도에 따른 CAR 추이



<표 9> 현금흐름정도에 따른 장기성과

수익률구분	CAR(t-값)		BHAR(t-값)	
	고CF	저CF	고CF	저CF
포트폴리오구분				
사건월	-1.19 (-0.26)	23.42 (1.74*)	-1.19 (-0.26)	23.42 (1.74*)
사건월6	1.68 (0.19)	17.73 (1.14)	-5.53 (-0.92)	8.80 (0.78)
사건월12	-9.10 (-0.75)	45.72 (2.53**)	-18.27 (-1.54)	7.81 (0.47)
사건월18	-10.39 (-0.65)	55.48 (2.47**)	-18.97 (-1.07)	16.35 (0.94)
사건월24	-17.50 (-1.00)	56.88 (2.72***)	-27.05 (-1.52)	19.55 (1.11)
사건월30	-12.94 (-0.59)	61.76 (2.80***)	-19.80 (-0.77)	43.21 (1.17)
평균	-7.38	43.46	-14.06	14.23
쌍체비교 t값	-11.28		-8.57	

CF=(분할직전년도말 영업이익+분할직전년도말 감가상각비)/분할직전년도말 매출

*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

이러한 결과는 영업현금흐름이 낮은 기업은 영업성과가 나쁜 상태에서 기업 분할을 통하여 기업 효율성이 현저하게 개선되어 장기성과가 높게 나타난 것으로 보인다.⁹⁾ 또한 기업분할로 현금흐름을 잠식하는 사업부문을 분리함으로써 수익성을 개선하는 효과가 있을 것으로 예상된다.¹⁰⁾

9) Krishnaswami와 Subramaniam(1999)는 기업분할 이후 사업의 단순화로 이해관계자들이 분석과 위험에 대한 측정이 용이해져 신규자금조달이 용이하다는 연구결과를 제시하고 있다.

VI. 결 론

본 연구는 CAR과 BHAR을 이용하여 기업분할 이후 기업의 장기성과가 유의적으로 나타나는지를 검증하였다. 그 결과 측정방법에 따라 장기성과의 유의성은 다르게 나타났다. CAR로 측정한 장기성과는 유의적인 양의 초과수익률을 나타내었으며 BHAR로 측정한 장기성과는 평균적으로 비유의적인 양의 초과수익률을 나타내었다.

분할 이후의 초과이익에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위해 기업분할방법, 기업규모, BV/MV, 영업현금흐름 그리고 사업부문의 집중도 등을 조사하였다. 기업 분할방법은 물적분할과 인적분할로 구분할 수 있으며 분할방법에 따라 주주의 부는 다른 영향을 받을 수 있다. 연구결과는 물적분할이 인적분할보다 더 큰 초과이익이 발생하는 것으로 나타났다. 물적분할은 경영진의 경영능력이 우수한 경우 발생할 수 있으므로 인적분할보다 모기업의 초과수익률이 더 크게 나타날 수 있다.

기업규모효과의 영향을 살펴본 결과 예상대로 소규모기업이 유의적으로 높은 양의 초과수익률을 나타냈다. BV/MV로 측정된 저평가의 정도 역시 예상대로 고BV/MV 포트폴리오가 높은 초과수익률을 나타냈다.

Herfindahl계수로 측정된 집중도에 따른 포트폴리오는 집중도가 낮은 기업이 기업분할을 할수록 높은 초과이익이 발생하여 이질적인 사업부문의 분사가 더 큰 효과가 있음을 예상할 수 있었다. 재무구조조정수단으로써 기업분할의 역할을 분석하기 위해 영업현금흐름의 정도에 따른 포트폴리오의 수익률을 분석한 결과 영업현금흐름이 불량한 기업군이 기업분할 후 높은 초과이익이 발생함을 확인할 수 있었다. 이는 재무구조조정 방안으로서 기업분할의 역할에 대한 반증이라고 할 수 있다.

본 연구의 한계점 및 의의는 다음과 같다.

첫째, 본 연구의 표본수가 31개 기업에 불과하여 통계적인 유의성을 확보하기 어려웠다는 점이다. 기업분할에 대한 법적인 제도정비가 최근에 이루어졌기 때문에 불가피하였으나 향후 충분한 표본이 확보될 경우 더 유의적인 통계결과를

10) Ferris, Sen, Lim, Yeo(2002)는 다각화된 복합기업의 경우 성장기회가 제한되고 현금흐름을 약화시키는 사업부문으로 인해 전사적인 현금흐름의 악영향을 줄 수 있다는 점을 보여주었다. 이러한 경우 우량사업부문을 기업분할을 통해 분사함으로써 현금흐름을 강화시키고 기업가치도 제고할 수 있다.

도출할 수 있을 것이라 예상한다.

둘째, 표본추출기간이 5년으로 제한되었던 문제가 있는데 검증결과의 일반화를 위해서는 장기간에 걸친 표본이 필요하다. 1998년부터 2003년의 기간을 표본추출기간으로 설정하였으나 기업분할이 시행 초기이므로 투자과열이 일어났을 가능성이 있다는 점이다. 본 연구의 경우 시행 초기 6년을 표본추출기간으로 선택하게 됨으로써 성과가 다소 과장되었을 가능성을 배제하지 못한다.

정보통신기술의 발전과 글로벌화로 기업의 영업환경은 무한경쟁체제로 진화하고 있고 빠른 환경변화에 얼마나 신속하고 정확하게 대응하느냐는 기업의 새로운 과제이다. 기업의 의사결정체계가 간결하고 전문화된 역량이 특정분야에 집중화됨으로써 환경변화에 좀 더 신속하고 정확하게 대응이 가능하다고 생각한다. 본 연구는 기업분할이 새로운 환경에 적합한 기업구조조정방안이 될 수 있다는 것을 장기성과를 측정하여 밝혀냈다.

[부 록]

<표 10> CAR 시계열 추이 (단위 : %)

	전체	인적분할	물적분할	고BV/MV	저BV/MV	대n(SIZE)	소n(SIZE)	고ADMIN	저ADMIN	고CF	저CF	고HFD	저HFD
CAR0	11.51	0.93	24.36	5.52	17.13	2.84	19.64	9.36	13.53	-1.19	23.42	4.19	18.37
t-값	(1.53)	(0.16)	(1.65 [*])	(1)	(1.25)	(0.59)	(1.43)	(0.69)	(1.80 [*])	(-0.26)	(1.74)	(1.03)	(1.31)
CAR1	5.72	-9.11	23.72	1.99	9.21	-4.10	14.92	-1.27	12.27	4.47	6.89	-4.16	14.98
t-값	(0.69)	(-0.85)	(2.05 ^{**})	(0.32)	(0.61)	(-0.52)	(1.05)	(-0.1)	(1.14)	(0.46)	(0.51)	(-0.62)	(1.03)
CAR2	5.89	-9.63	24.73	-1.45	12.77	-0.50	11.88	-1.25	12.58	2.31	9.24	-3.94	15.10
t-값	(0.8)	(-1.07)	(2.42 ^{**})	(-0.24)	(0.98)	(-0.07)	(0.96)	(-0.1)	(1.46)	(0.26)	(0.78)	(-0.5)	(1.26)
CAR3	9.75	-6.80	29.85	0.72	18.22	7.07	12.35	2.83	16.24	4.88	14.32	-5.83	24.36
t-값	(1.17)	(-0.63)	(2.67 ^{***})	(0.09)	(1.3)	(0.63)	(0.97)	(0.19)	(1.94 [*])	(0.48)	(1.08)	(-0.62)	(1.91 [*])
CAR4	11.84	-1.51	28.05	5.09	18.17	9.85	13.69	2.88	20.24	6.99	16.38	-2.09	24.90
t-값	(1.45)	(-0.13)	(2.93 ^{***})	(0.57)	(1.34)	(0.86)	(1.14)	(0.21)	(2.30 ^{**})	(0.69)	(1.27)	(-0.22)	(2.01 ^{**})
CAR5	8.10	-2.00	20.35	4.35	11.60	8.57	7.65	0.32	15.38	-0.37	16.03	-4.13	19.55
t-값	(0.96)	(-0.15)	(2.51 ^{**})	(0.49)	(0.81)	(0.68)	(0.65)	(0.02)	(2.28 ^{**})	(-0.04)	(1.17)	(-0.34)	(1.70 [*])
CAR6	9.96	-0.16	22.25	8.72	11.13	7.90	11.89	3.55	15.97	1.68	17.73	-1.65	20.85
t-값	(1.1)	(-0.01)	(2.42 ^{**})	(0.94)	(0.72)	(0.67)	(0.85)	(0.22)	(1.76 [*])	(0.19)	(1.14)	(-0.13)	(1.61)
CAR7	17.91	15.24	21.15	8.37	26.85	6.14	28.94	19.10	16.79	0.32	34.39	20.63	15.36
t-값	(1.90 [*])	(0.97)	(2.33 ^{**})	(0.86)	(1.71 [*])	(0.54)	(1.99 ^{**})	(1.08)	(2.01 ^{**})	(0.04)	(2.20 ^{**})	(1.43)	(1.21)
CAR8	17.08	11.15	24.29	9.69	24.02	6.62	26.90	16.04	18.06	3.15	30.15	18.91	15.38
t-값	(1.84 [*])	(0.74)	(2.53 ^{**})	(0.97)	(1.55)	(0.52)	(1.99 ^{**})	(0.96)	(1.90 [*])	(0.32)	(2.00 ^{**})	(1.35)	(1.2)
CAR9	24.17	8.07	43.72	4.62	42.50	8.71	38.66	18.94	29.07	-1.25	48.01	14.24	33.48
t-값	(1.84 [*])	(0.57)	(1.89 [*])	(0.44)	(1.85 [*])	(0.69)	(1.73 [*])	(1.09)	(1.45)	(-0.14)	(2.10 ^{**})	(1.1)	(1.48)
CAR10	20.77	4.07	41.05	3.47	36.99	11.13	29.81	18.01	23.36	-2.47	42.56	12.35	28.67
t-값	(1.74 [*])	(0.29)	(2.14 ^{**})	(0.32)	(1.81 [*])	(0.83)	(1.52)	(1.02)	(1.4)	(-0.26)	(2.11 ^{**})	(0.94)	(1.45)
CAR11	19.71	1.30	42.06	7.55	31.10	4.76	33.72	18.94	20.43	-2.75	40.76	8.83	29.91
t-값	(1.67 [*])	(0.09)	(2.28 ^{**})	(0.58)	(1.61)	(0.35)	(1.79 [*])	(0.99)	(1.37)	(-0.23)	(2.17 ^{**})	(0.71)	(1.52)
CAR12	19.19	3.75	37.94	12.11	25.84	1.67	35.62	17.32	20.95	-9.10	45.72	8.25	29.44
t-값	(1.61)	(0.24)	(2.16 ^{**})	(0.79)	(1.4)	(0.13)	(1.88 [*])	(0.87)	(1.45)	(-0.75)	(2.53 ^{**})	(0.63)	(1.5)
CAR13	16.38	-3.80	40.88	10.15	22.22	0.54	31.23	12.78	19.76	-11.51	42.53	4.39	27.62
t-값	(1.29)	(-0.25)	(2.02 ^{**})	(0.67)	(1.09)	(0.04)	(1.59)	(0.64)	(1.21)	(-0.92)	(2.16 ^{**})	(0.34)	(1.29)
CAR14	18.33	-7.83	50.10	12.52	23.79	0.80	34.78	13.67	22.70	-10.60	45.46	4.02	31.76
t-값	(1.32)	(-0.54)	(2.16 ^{**})	(0.81)	(1.03)	(0.05)	(1.55)	(0.63)	(1.24)	(-0.8)	(2.04 ^{**})	(0.32)	(1.31)
CAR15	23.58	-0.25	52.52	23.32	23.82	4.78	41.20	17.75	29.04	-9.21	54.31	9.47	36.81
t-값	(1.70 [*])	(-0.02)	(2.31 ^{**})	(1.70 [*])	(0.99)	(0.33)	(1.82 [*])	(0.79)	(1.70 [*])	(-0.62)	(2.64 ^{***})	(0.75)	(1.53)
CAR16	25.53	-1.28	58.08	26.01	25.08	6.14	43.70	17.51	33.04	-10.96	59.74	4.94	44.83
t-값	(1.74 [*])	(-0.09)	(2.33 ^{**})	(1.73 [*])	(1)	(0.39)	(1.83 [*])	(0.71)	(1.96 [*])	(-0.72)	(2.76 ^{***})	(0.4)	(1.76 [*])
CAR17	24.36	0.26	53.62	29.08	19.93	8.53	39.20	16.00	32.19	-7.06	53.81	3.70	43.72
t-값	(1.79 [*])	(0.02)	(2.39 ^{**})	(2.24 ^{**})	(0.84)	(0.55)	(1.79 [*])	(0.7)	(2.01 ^{**})	(-0.5)	(2.61 ^{***})	(0.31)	(1.88 [*])
CAR18	23.60	-3.43	55.43	31.79	15.93	1.11	44.69	9.59	36.74	-10.39	55.48	4.10	41.89
t-값	(1.57)	(-0.2)	(2.35 ^{**})	(2.05 ^{**})	(0.62)	(0.07)	(1.84 [*])	(0.38)	(2.13 ^{**})	(-0.65)	(2.47 ^{**})	(0.26)	(1.70 [*])
CAR19	21.27	-5.47	53.75	26.90	16.00	2.68	38.71	7.63	34.07	-11.55	52.05	3.27	38.16
t-값	(1.48)	(-0.34)	(2.38 ^{**})	(1.83 [*])	(0.65)	(0.17)	(1.65 [*])	(0.31)	(2.09 ^{**})	(-0.72)	(2.47 ^{**})	(0.21)	(1.64)
CAR20	20.75	-3.63	50.36	24.19	17.54	9.09	31.69	9.48	31.32	-10.43	49.99	6.78	33.85
t-값	(1.61)	(-0.23)	(2.63 ^{***})	(1.74 [*])	(0.8)	(0.63)	(1.5)	(0.45)	(1.98 ^{**})	(-0.69)	(2.75 ^{***})	(0.45)	(1.64)
CAR21	25.76	2.15	54.42	34.57	17.50	14.08	36.71	10.82	39.76	-5.03	54.62	12.61	38.08
t-값	(2.06 ^{**})	(0.14)	(2.95 ^{***})	(2.84 ^{***})	(0.81)	(0.89)	(1.91 [*])	(0.57)	(2.47 ^{**})	(-0.35)	(3.11 ^{***})	(0.94)	(1.84 [*])
CAR22	26.21	3.86	53.35	36.49	16.57	7.49	43.76	9.51	41.87	-7.58	57.88	13.56	38.07
t-값	(1.88 [*])	(0.22)	(2.51 ^{**})	(2.59 ^{***})	(0.7)	(0.45)	(2.03 ^{**})	(0.43)	(2.42 ^{**})	(-0.45)	(3.02 ^{***})	(0.87)	(1.66 [*])
CAR23	24.95	0.39	54.78	37.02	13.64	5.52	43.18	6.52	42.24	-10.37	58.07	12.15	36.96
t-값	(1.67 [*])	(0.02)	(2.44 ^{**})	(2.48 ^{**})	(0.53)	(0.33)	(1.81 [*])	(0.28)	(2.28 ^{**})	(-0.58)	(2.80 ^{**})	(0.75)	(1.49)
CAR24	20.89	-2.24	48.99	35.16	7.52	2.83	37.82	2.89	37.77	-17.50	56.88	9.54	31.54

t-값	(1.30)	(-0.13)	(2.03 **)	(2.42 **)	(0.29)	(0.16)	(1.6)	(0.13)	(1.90 *)	(-1)	(2.72 **)	(0.63)	(1.22)
CAR25	17.52	-1.74	40.91	36.74	-0.50	-3.94	37.64	0.82	33.18	-22.29	54.84	8.32	26.14
t-값	(1.15)	(-0.1)	(1.62)	(2.29 **)	(-0.02)	(-0.2)	(1.68 *)	(0.04)	(1.54)	(-1.19)	(2.75 **)	(0.51)	(1.02)
CAR26	18.55	-3.29	45.07	40.56	-2.08	-3.83	39.53	-2.88	38.64	-22.76	57.28	11.21	25.43
t-값	(1.14)	(-0.18)	(1.67 *)	(2.16 **)	(-0.08)	(-0.18)	(1.68 *)	(-0.13)	(1.69 *)	(-1.11)	(2.72 **)	(0.59)	(0.96)
CAR27	21.53	-1.58	49.60	38.55	5.58	-1.29	42.93	-0.80	42.47	-21.60	61.97	12.60	29.90
t-값	(1.29)	(-0.09)	(1.73 *)	(1.99 **)	(0.21)	(-0.06)	(1.74 *)	(-0.04)	(1.77 *)	(-1.02)	(2.87 **)	(0.62)	(1.12)
CAR28	22.19	-0.37	49.59	41.02	4.54	-0.17	43.15	0.21	42.80	-19.34	61.12	15.31	28.64
t-값	(1.31)	(-0.02)	(1.71 *)	(1.98 **)	(0.17)	(-0.01)	(1.72 *)	(0.01)	(1.76 *)	(-0.93)	(2.66 **)	(0.69)	(1.1)
CAR29	26.08	8.75	47.13	54.13	-0.22	4.75	46.08	0.15	50.40	-14.35	63.99	17.76	33.89
t-값	(1.53)	(0.42)	(1.71 *)	(2.87 **)	(-0.01)	(0.21)	(1.83 *)	(0.01)	(2.13 **)	(-0.67)	(2.81 **)	(0.81)	(1.28)
CAR30	25.62	10.21	44.32	52.79	0.14	4.76	45.16	2.92	46.89	-12.94	61.76	16.52	34.14
t-값	(1.53)	(0.49)	(1.64)	(2.66 **)	(0.01)	(0.21)	(1.93 *)	(0.13)	(1.93 *)	(-0.59)	(2.80 **)	(0.84)	(1.26)

BV/MV=분할직전년도말 자본총계/(분할직전년도말 종가×주식수)

SIZE=ln(분할직전년도말 종가×주식수)

ADMIN=분할직전년도말 판매비와일반관리비/분할직전년도말 매출

CF=(분할직전년도말 영업이익+분할직전년도말 감가상각비)/분할직전년도말 매출

HFD(Herfindahl계수) = $\sum_{i=1}^n (\text{매출 중에서 서로 다른 부문별 매출비중})^2$, n은 매출액 중에서 서로

다른 사업부문의 수

*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

<표 11 > BHAR 추이 (단위 : %)

	전체	인적분할	물적분할	교BV/MV	저BV/MV	대ln(SIZE)	소ln(SIZE)	교ADMIN	저ADMIN	교CF	저CF	교HFD	저HFD
BHR0	11.51	0.93	24.36	5.52	17.13	2.84	19.64	9.36	13.53	-1.19	23.42	4.19	18.37
t-값	(1.53)	(0.16)	(1.65)	(1)	(1.25)	(0.39)	(1.43)	(0.69)	(1.80 *)	(-0.23)	(1.74 *)	(1.03)	(1.31)
BHR1	1.98	-9.91	16.42	0.8	3.09	-5.02	8.54	-9.05	12.33	4.63	-0.5	-5.05	8.57
t-값	(0.28)	(-0.97)	(1.90*)	(0.14)	(0.24)	(-0.65)	(0.72)	(-1.08)	(1.12)	(0.48)	(-0.05)	(-0.76)	(0.7)
BHR2	-1	-14.6	15.52	-3.42	1.28	-1.41	-0.61	-9.22	6.72	-0.49	-1.47	-3.46	1.31
t-값	(-0.2)	(-2.31 **)	(2.72 **)	(-0.65)	(0.15)	(-0.2)	(-0.08)	(-1.26)	(1.01)	(-0.07)	(-0.19)	(-0.49)	(0.18)
BHR3	3.64	-10.56	20.89	-0.36	7.4	10.01	-2.32	-2.2	9.13	3.09	4.17	-4.52	11.3
t-값	(0.53)	(-1.09)	(2.62 **)	(-0.04)	(0.72)	(0.82)	(-0.32)	(-0.19)	(1.2)	(0.3)	(0.43)	(-0.53)	(1.06)
BHR4	5.7	-4.37	17.94	3.27	7.99	13.39	-1.5	-2.14	13.06	3.92	7.38	-0.99	11.98
t-값	(0.8)	(-0.4)	(2.40 **)	(0.34)	(0.76)	(1.15)	(-0.18)	(-0.17)	(1.75 *)	(0.43)	(0.67)	(-0.11)	(1.1)
BHR5	0.22	-4.13	5.51	1.94	-1.39	9.09	-8.09	-5.77	5.84	-4.44	4.39	-4.73	4.87
t-값	(0.03)	(-0.37)	(1.08)	(0.2)	(-0.15)	(0.81)	(-1.16)	(-0.47)	(1.01)	(-0.57)	(0.43)	(-0.58)	(0.47)
BHR6	1.87	-1.16	5.54	6.88	-2.84	6.45	-2.43	-3.21	6.63	-5.53	8.8	-1.88	5.38
t-값	(0.29)	(-0.1)	(1.53)	(0.67)	(-0.34)	(0.64)	(-0.28)	(-0.28)	(0.94)	(-0.92)	(0.78)	(-0.22)	(0.54)
BHR7	2.3	0.72	4.22	7.6	-2.67	2.94	1.7	-5.37	9.49	-6.68	10.72	5.97	-1.13
t-값	(0.34)	(0.06)	(0.78)	(0.64)	(-0.36)	(0.32)	(0.17)	(-0.58)	(0.95)	(-1.01)	(0.99)	(0.57)	(-0.12)
BHR8	3.36	-0.84	8.46	10.04	-2.9	3.53	3.2	-7.97	13.98	-3.07	9.39	7.94	-0.98
t-값	(0.41)	(-0.06)	(0.97)	(0.76)	(-0.29)	(0.33)	(0.26)	(-0.81)	(1.11)	(-0.33)	(0.7)	(0.57)	(-0.1)
BHR9	5.73	-8.55	23.07	-0.05	11.15	4.66	6.73	-5.05	15.84	-9.72	20.21	-2.39	13.53
t-값	(0.6)	(-0.77)	(1.5)	(0)	(0.72)	(0.39)	(0.45)	(-0.43)	(1.08)	(-1.05)	(1.29)	(-0.25)	(0.86)
BHR10	-1.55	-11.17	10.14	-1.17	-1.91	7.37	-9.91	-4.69	1.39	-9.49	5.9	-2.97	-0.22
t-값	(-0.2)	(-0.97)	(1.12)	(-0.11)	(-0.17)	(0.56)	(-1.2)	(-0.38)	(0.15)	(-0.9)	(0.54)	(-0.23)	(-0.02)
BHAR11	-4.22	-12.98	6.4	-0.17	-8.03	2.02	-10.07	-2.45	-5.88	-11.61	2.7	-10.08	1.36
t-값	(-0.49)	(-1.06)	(0.55)	(-0.01)	(-0.68)	(0.14)	(-0.98)	(-0.16)	(-0.66)	(-0.99)	(0.22)	(-0.97)	(0.09)
BHAR12	-4.81	-9.49	0.86	6.83	-15.72	-3.47	-6.07	-6.37	-3.35	-18.27	7.81	-9.95	0
t-값	(-0.46)	(-0.59)	(0.07)	(0.41)	(-1.25)	(-0.28)	(-0.36)	(-0.44)	(-0.22)	(-1.54)	(0.47)	(-0.85)	(0)
BHAR13	-9.2	-19.72	3.57	-0.73	-17.14	-2.19	-15.77	-7.62	-10.68	-19.49	0.45	-11.25	-7.28
t-값	(-1.03)	(-1.54)	(0.3)	(-0.06)	(-1.39)	(-0.16)	(-1.32)	(-0.52)	(-0.97)	(-1.67*)	(0.03)	(-0.95)	(-0.53)

BHAR14	-7.16	-2404	1333	0.15	-1402	-263	-11.41	-5.82	-8.42	-183	3.28	-11.61	-2.99
t-값	(-0.75)	(-1.95*)	(0.99)	(0.01)	(-1.03)	(-0.18)	(-0.9)	(-0.36)	(-0.76)	(-1.41)	(0.24)	(-0.97)	(-0.2)
BHAR15	-5.23	-2084	1373	6.34	-1607	-366	-6.69	-3.03	-7.28	-1817	6.9	-6.22	-4.3
t-값	(-0.5)	(-1.53)	(0.91)	(0.53)	(-0.97)	(-0.26)	(-0.43)	(-0.17)	(-0.61)	(-1.25)	(0.47)	(-0.45)	(-0.27)
BHAR16	-0.91	-2205	2476	12.15	-13.15	-1.24	-0.39	0.24	-1.98	-21.24	18.15	-12.1	9.58
t-값	(-0.07)	(-1.70*)	(1.15)	(0.82)	(-0.66)	(-0.08)	(-0.03)	(0.01)	(-0.14)	(-1.42)	(0.95)	(-0.91)	(0.46)
BHAR17	-2.25	-17.61	16.4	14.13	-17.61	0.74	-5.06	-2.39	-1.94	-18.95	13.4	-12.22	7.09
t-값	(-0.2)	(-1.24)	(0.95)	(1.08)	(-1)	(0.05)	(-0.31)	(-0.14)	(-0.15)	(-1.3)	(0.81)	(-0.9)	(0.4)
BHAR18	-0.74	-17.58	19.7	18.24	-18.53	-6.96	5.09	-3.13	1.5	-18.97	16.35	-6.96	5.09
t-값	(-0.06)	(-1.11)	(1.02)	(1.12)	(-1.01)	(-0.42)	(0.26)	(-0.14)	(0.11)	(-1.07)	(0.94)	(-0.4)	(0.27)
BHAR19	-3.12	-18.78	15.89	11.28	-16.62	-4.68	-1.65	-5.43	-0.96	-18.69	11.48	-7.84	1.3
t-값	(-0.25)	(-1.19)	(0.86)	(0.73)	(-0.89)	(-0.29)	(-0.09)	(-0.25)	(-0.07)	(-1.09)	(0.67)	(-0.44)	(0.08)
BHAR20	-6.96	-19.65	8.46	5.13	-18.29	-0.07	-13.42	-13.43	-0.88	-21.05	6.26	-9.05	-4.99
t-값	(-0.63)	(-1.32)	(0.53)	(0.35)	(-1.13)	(0)	(-0.88)	(-0.78)	(-0.06)	(-1.42)	(0.39)	(-0.55)	(-0.33)
BHAR21	-1.08	-15.78	16.77	15.59	-16.71	9.26	-10.78	-14.07	11.09	-16.08	12.98	-4.52	2.15
t-값	(-0.09)	(-1.15)	(0.86)	(0.92)	(-1.05)	(0.47)	(-0.81)	(-0.89)	(0.65)	(-1.16)	(0.71)	(-0.3)	(0.12)
BHAR22	1.8	-11.56	18.03	20.92	-16.12	2.18	1.45	-9.68	12.56	-15.08	17.63	1.72	1.87
t-값	(0.15)	(-0.76)	(0.9)	(1.25)	(-0.92)	(0.11)	(0.09)	(-0.54)	(0.72)	(-0.89)	(1.01)	(0.1)	(0.1)
BHAR23	3.73	-13.24	24.33	22.51	-13.89	-0.9	8.07	-12.42	18.86	-17.34	23.47	1	6.28
t-값	(0.27)	(-0.85)	(1.06)	(1.21)	(-0.72)	(-0.05)	(0.42)	(-0.66)	(0.97)	(-0.9)	(1.27)	(0.05)	(0.31)
BHAR24	-3	-17.44	14.54	17.46	-22.18	-3.63	-2.41	-18.35	11.39	-27.05	19.55	-4.62	-1.48
t-값	(-0.23)	(-1.28)	(0.62)	(0.97)	(-1.24)	(-0.18)	(-0.14)	(-1.1)	(0.58)	(-1.52)	(1.11)	(-0.26)	(-0.08)
BHAR25	-4.99	-16.82	9.38	23.32	-31.53	-8.02	-2.15	-25.07	13.84	-30.47	18.9	-6.17	-3.89
t-값	(-0.36)	(-1.06)	(0.38)	(1.09)	(-1.92)	(-0.37)	(-0.12)	(-1.53)	(0.63)	(-1.69)	(0.94)	(-0.33)	(-0.18)
BHAR26	0.1	-19.88	24.37	33.75	-31.44	-2.1	2.17	-26.85	25.37	-27.2	25.7	3.2	-2.8
t-값	(0.01)	(-1.34)	(0.8)	(1.3)	(-1.81)	(-0.08)	(0.1)	(-1.54)	(0.98)	(-1.35)	(1.07)	(0.14)	(-0.12)
BHAR27	0.46	-19.99	25.29	30.11	-27.33	-1.91	2.68	-27.61	26.78	-27.25	26.44	6.46	-5.17
t-값	(0.03)	(-1.25)	(0.8)	(1.12)	(-1.42)	(-0.07)	(0.12)	(-1.44)	(1.02)	(-1.23)	(1.09)	(0.23)	(-0.22)
BHAR28	5.48	-17.33	33.42	42.68	-29.4	1.13	9.55	-24.62	33.69	-24.53	33.61	15.71	-4.12
t-값	(0.28)	(-0.96)	(0.91)	(1.34)	(-1.45)	(0.04)	(0.36)	(-1.17)	(1.08)	(-1.04)	(1.14)	(0.54)	(-0.15)
BHAR29	12.41	-1.12	28.84	59	-31.27	5.19	19.18	-22.13	44.79	-17.41	40.37	17.85	7.3
t-값	(0.6)	(-0.05)	(0.79)	(1.76*)	(-1.53)	(0.16)	(0.69)	(-0.94)	(1.39)	(-0.67)	(1.31)	(0.63)	(0.24)
BHAR30	12.72	5.73	21.21	39.38	-31.02	5.97	19.05	-25.08	48.16	-19.8	43.21	6.05	18.98
t-값	(0.55)	(0.19)	(0.58)	(1.53)	(-1.41)	(0.18)	(0.57)	(-1.08)	(1.28)	(-0.77)	(1.17)	(0.23)	(0.5)

BV/MV=분할직전년도말 자본총계/(분할직전년도말 증가×주식수)

SIZE=ln(분할직전년도말 증가×주식수)

ADMIN=분할직전년도말 판매비와일반관리비/분할직전년도말 매출

CF=(분할직전년도말 영업이익+분할직전년도말 감가상각비)/분할직전년도말 매출

HFD(Herfindahl계수) = $\sum_{i=1}^n (\text{매출 중에서 서로 다른 부문별 매출비중})^2$, n은 매출액 중에서 서로

다른 사업부문의 수

*** / ** / * : 유의수준 1% / 5% / 10%

참고문헌

1. 기현희·장원경(2004), 기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향, 대한경영학회지, 43호 : 725-749.
2. 김석진·변현수(1998), 유상증자의 장기성과, 재무연구, 제16호 : 23-48
3. 김정애(2003), 한국주식시장에서 기업분할의 동기와 시사점, 주식, 통권424호 : 3-35.
4. 박춘광(2002), 기업분할이 기업가치에 미치는 영향, 동명대학 논문집, 24호.
5. 박경진·신현한·장진호(2005), 기업분할과 경영성과. 전략경영연구, 8권 제2호.
6. 심충진(2004), 기업분할 공시효과에 관한 연구, working paper.
7. 정윤모(1999), 회사분할과 기업구조조정, 한국증권연구원, Issue Paper, 99-102.
8. 김지수·조정일(2005), 분리설립의 기업성과와 성과요인, 재무연구 제18권 제2호 : 139-183.
9. 한경수(2005), 코스닥시장에서 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향, 경영교육논총, 38집 : 401-427.
10. Allen, J., S. Lummer, J. McConnel and D.Reed(1995), Can take over losses explain spin off gains?. *Journal of Financial and Quantitative analysis*. 30 : 465-485.
11. Aron, D.(1991), Using the capital markets as a monitor : corporate spinoffs on an agency framework, *RAND Journal of Economics*, 22.
12. Barber, Brad M. and John D. Lyon(1997), Detecting Long-run Abnormal Stock Returns : The Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics*, 43.
13. Berger, P.G. and E. Ofec(1995), Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65
14. Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar , R.(1997), Corporate focus and value creation : Evidence from spin offs, *Journal of Financial Economics*, 45 : 257-281

15. Ferris, F.P., N. Sen, C.Y. Lim Yeo(2002), Corporate focus vs diversification, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 12 : 231-252.
16. Hemang Desai, Prem C. Jain(1999), Firm performance and focus : Long run stock market performance following spin offs, *Journal of Financial Economics*. 54 : 75-101.
17. Hite, G.L. and Owers, J.E.(1983), Security price reactions around corporate spin offs announcements, *Journal of Financial Economics*, 12.
18. Jensen, M.C. and W. Meckling(1995), Theory of the firm : managerial behavior, Agency costs and ownership structure, *Journal of financial Economics*, 3.
19. Johnson, G.A., Brown, R.M. , Johnson, D.J.(1995), The market reaction to voluntary corporate spin offs, *Journal of Business & Economics*, 33 : 16-44.
20. Krishnaswami, S., P. Spindt, and V. Subramaniam(1998), Information Asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt, *Journal of Financial Economics*.
21. Krishnaswami, and V. Subramaniam(1999), Information Asymmetry, Valuation, and the corporate spin-off decision, *Journal of Financial Economics*. 53 : 73-112.
22. Linn, S.C. and M.S. Rozeff(1984), 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.
23. Miles, J.A., and Rosenfeld, J.D.(1983), An empirical analysis of the effects of spin offs announcements on shareholder wealth, *The Journal of Finance*. December
24. Nanda, V., and M .Narayanan(1997), Disentangling value : Misvaluation and the scope of the firm, *Working paper*, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
25. Parrino, R.(1997), Spin offs and wealth transfer : The Marriott case. *Journal of Financial Economics*, 43 : 241-274.

26. Patrick J. Cusatis, James A. Miles and J. Randall Woolridge(1993), Restructuring through spin offs The market evidence. *Journal of Financial Economics*. 33 : 293-311
27. Porter, M.E.(1987), From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, 5, 43-59.
28. Schipper, K and Smith, A.(1983), Effects of recontracting on shareholder wealth : The case of voluntary spin offs, *Journal of Financial Economics*. 12.
29. Seward, J., and J. Walsh(1996), The governance and control of voluntary corporate spin offs, *Strategic Management Journal*. 17 : 25-40 .

Abstract

The Corporate Spinoffs and Long-run Stock Returns

Hong, Dong-hyun* · Lee, Deok-hoon** · Hwang, Jae-ho***

We examine whether spinoffs improve long-run stock returns and analyze the factors of long run stock returns. The measures of long run stock returns are CAR(Cumulative Abnormal Returns) and BHAR(Buy and Hold Abnormal Returns). The expected factors of abnormal returns are methods of spinoffs, size, BV/MV, administrative costs, cashflow and Herfindahl index.

We find that long-run returns of the case such as carve-out methods, small size, high BV/MV, low administrative costs, low cashflow and low Herfindahl index are larger than those of other cases.

We show positive relationship between spinoffs and long-run stock returns(CAR and BHAR). The results supports spinoffs, as the methods of focusing on core business, are very usefulness of corporate restructuring.

Key Words : Spinoffs, Long-run stock returns

* Professor of SJC
** Professor of Bucheon College
*** Ph. D Candidate of Graduate School of Business of Administration HUF