

분할기업의 규모와 소유구조에 따른 공시효과에 관한 연구

이보형¹, 정택영², 김병수³, 오현탁^{4*}

¹전북대학교 경영학과충남테크노파크 전략산업기획단,
²한국과학기술정보연구원, ³전북대학교 경영학과사무사, ⁴전북대학교 경영학과

A Study on the Announcement Effect of Corporate Size and Ownership Structure in the Corporate Division

Bo-Hyung Lee¹, Taik-Young Chung², Byeong-Su Kim³ and Hyeon-Tak Oh^{4*}

¹Department of management, Chounbuk University-Chungnam Techno Park,

²The Korea Institute of Science and Technology Information,

³Department of management, Kim Byeong Su tax account office

요 약 1998년 12월에 개정된 상법에서, 경제위기를 극복하기 위한 정책수단의 일환으로 기업 구조조정 및 M&A 활성화를 도모하기 위하여 기업분할제도가 도입된 이후 한국 기업들의 기업분할이 시작되어 오늘에 이르고 있다. 한국 기업의 기업분할의 목적은 대부분 사업부문의 전문화와 경영효율화를 위하여 실시되고 있으며 M&A와 마찬가지로 기업분할은 이제 기업경영에 있어서 구조조정의 중요한 도구의 하나로 이용되고 있다.

본 연구는 기업분할시 소유구조와 기업규모에 따른 공시효과의 차이를 검증하기 위하여 1999년부터 2005년까지 기업 분할 공시를 한 기업을 대상으로 기업규모와 최대주주지분의 분포별로 누적초과수익률을 조사하여 분석하였다. 또한 기업의 공시효과와 소유구조와의 관련성을 분석하기 위하여 소유지분변수를 이용하여 회귀분석을 실시하였다.

연구결과를 살펴보면 다음과 같다. 최대주주지분율이 일정한 값을 초과하게 된다면 기업의 분할성가를 하락시키는 요인으로써 작용할 수 있다고 볼 수 있다. 또한 기업규모에 따른 분할성가를 살펴본 결과 기업규모에 상관없이 대체적으로 양(+) 초과수익률을 보이고 있으나 기업규모가 작은 기업이 기업규모가 큰 기업보다 상대적으로 변동성이 큰 것을 알 수 있다. 마지막으로 기업소유구조가 분할 공시효과와의 횡단면적 차이를 설명할 수 있는지를 분석하기 위하여 소유구조 변수와 CAR의 회귀분석을 실시한 결과 최대주주지분율과 외국인투자자지분율에서 유의한 통계량 값을 발견하였다.

Abstract We studied about the difference of division public announcements by corporation size and ownership structure from 1999 to 2005. The results is as follow :

First, we found most positive numbers in division corporation's CAR. This supports the existing research that corporation division is evaluated positively in the market. We found CAR as largest shareholders' holding more than 40%, which is greater than 0-20% & 20-40%, that shows relatively more negative CAR. So, the exceeded largest shareholders' holding rate (i.e., over 40%) can be a factor for decreasing corporations' value. Also, most positive CAR shows relatively small variation regarding corporation size knowing that big sized corporations have relatively small variation than small sized corporations.

Second, we studied about relationship between corporate ownership structure and division public effects and found relatively a little effect by large shareholders, foreign investors' holding variables on division public.

Key Words : Corporate division, Cumulative average abnormal return(CAR), Ownership structure

*교신저자 : 오현탁(oh@chonbuk.ac.kr)

접수일 09년 10월 21일

수정일 (1차 09년 12월 17일, 2차 10년 01월 14일)

게재확정일 10년 01월 20일

1. 서론

IMF이후 기업 구조조정을 원활하게 하기 위하여 1998년 상법이 개정되면서 본격적으로 허용된 기업분할은 국내 기업들의 새로운 경영전략의 일환으로써 활발하게 진행되었으며 기업분할을 통해 재무구조 개선, 경영효율성 향상, 지배구조강화 등의 성과를 가시적으로 거두고 있다. 따라서 시대적 요구가 지속되는 한 경영의 효율성을 높이기 위한 대표적인 시장친화적 구조조정수단으로 부각될 전망이다. 기업분할에 대한 관심과 연구가 필요하다고 본다.

[표 1] 국내 분할공시의 기업분할건수와 방법 및 형태별 추이

년도 (분할결의일기준)	기업분할 건수	분할방법		분할형태	
		물적분 할	인적분 할	관련	비관련
1999년	8	5	3	2	6
2000년	9	4	5	2	7
2001년	9	3	6	3	6
2002년	19	8	11	10	9
2003년	11	6	5	3	8
2004년	15	8	7	4	11
2005년	17	11	6	7	10
total	88	45	43	32	56

또한 기업가치를 결정짓는 주된 요인으로서 기업지배구조를 인식하는 견해가 다수의 지지를 얻고 있는 현 시점에서, 기업분할의 원인과 성과에 대한 기존의 연구뿐만 아니라 기업분할에 대한 성과를 기업지배구조의 관점에서 파악할 필요가 생겨났다. 기업분할에 관한 경영진의 투자결정은 기업가치에 큰 영향을 미치게 될 것이지만, 그것이 일률적으로 기업가치에 긍정적 혹은 부정적 영향을 미치는 것은 아니다. 기업분할은 그 기업이 처한 경영 상황이나 분할관련성 등의 여러 요인과 함께, 투자결과와 관련한 경영진의 판단에 직접적인 영향을 받아서 그 성과가 다르게 나타날 수 있다.

따라서 만약 기업지배구조가 기업가치에 유의할 만한 영향을 미친다는 기존 연구결과를 수용한다면, 경영진의 주요한 투자결정인 기업분할의 성과 또한 기업지배구조에 의해 큰 영향을 받게 된다는 논리적 귀결이 성립한다. 하지만 지금까지 한국시장을 대상으로 기업분할에 대한 연구들을 조사해 본 결과, 기업소유구조와 분할성과의 관계에 대한 연구는 상대적으로 미약하였다. 따라서 본 연구는 이러한 연구공백을 메우려는 동기에서 출발하였다.

따라서 본 연구는 분할공시 기업의 소유구조와 기업규모에 따른 시장반응을 검증하고자 한다.

2. 선행연구

2.1 기업가치 관련 연구

(1) 이해일치가설(Convergence of Interest Hypothesis)

이해일치가설은 Berle-Means(1932), Jensen-Meckling(1976)의 대리인이론에 기초하고 있다. 경영자 소유지분이 증가하면 대리인 비용이 감소하여 기업가치가 증가하므로 소유지분과 기업가치는 양(+)의 상관관계를 가진다는 가설이다. (Zajac-Westphal, 1994) Jensen & Meckling(1976)은 경영자 소유지분과 기업 가치 사이에 정(+)의 관계가 있어 소유경영자지분이 증가(+)할수록 소유경영자와 외부주주의 이해가 일치되어 외부지분의 대리인 비용은 줄어들고 기업가치는 증가한다고 하였다.

(2) 경영자안주가설(Entrenchment Hypothesis)

Morck-Shleifer-Vishny(1988)는 Tobin's Q와 지분율의 관계가 지분율 0-5% 영역, 5-25% 영역, 25% 영역 이상에서 구조적인 전환점을 갖는 3개의 영역으로 나눌 수 있으며, 0-5% 영역과 25% 영역 이상에서는 Jensen-Meckling(1976)의 이해일치가설을 지지하는 결과를 나타내고 있으며, 5-25% 영역에서는 기업가치와 지분율 간 음(-)의 상관관계를 나타내고 있음을 주장하고 있다. 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q는 소유지분이 아주 낮은 0%-5% 영역에서는 경영자가 자기이익을 극대화할 수 있는 환경이 형성되지 않아 소유지분과 기업가치가 같이 증가하는 양(+)의 상관관계를 보여 소유지분이 상승하면 Tobin's Q가 상승하지만, 소유지분이 점차 증가하여 5%-25% 영역에 이르면 경영자는 자신의 의사결정권을 강화하고 자신의 이익을 위해 가치 비극대화 행위를 할 수 있으므로 소유지분과 기업가는 음(-)의 상관관계를 보인다. 게다가 소유지분이 25% 영역 이상에서는 경영자의 이해와 일반주주의 이해가 일치할 가능성이 높아 소유지분과 기업가치가 같이 증가하는 양(+)의 상관관계를 보인다고 보고하고 있다.

(3) 절충가설

Stulz(1988)는 소유구조가 기업인수시장에 미치는 영향을 분석한 결과 소유구조와 기업가치는 지분율에 따라 차이가 있음을 발견하였다. 일정영역까지는 소유지분과 기업가치가 같이 증가하는 양(+)의 상관관계를 가지지만

일정영역을 넘어서면 소유지분이 증가하더라도 기업가치는 감소하는 음(-)의 상관관계를 가진다는 주장이다.

이외에도 소유구조와 기업가치에 관한 신호가설(Signalling Hypothesis), 무관련가설 등이 있다.

2.2 기업분할과 기업가치 관련 연구

Seward and Walsh(1996)는 기업분할이 내부지배 및 통제구조를 효율적으로 만든다고 설명했다. 또한 분할된 기업의 경영자 보상은 일반적으로 성과지향적 이라는 사실을 발견했다. 그럼에도 불구하고 이들의 통계적 분석은 분할시의 초과이익이 경영자 보상과 통계적으로 관련 없음을 보여준다. 즉 규모가 크고 사업의 다각화를 추구하는 기업의 경우에는 주가가 특정 사업부의 경영자의 생산성을 명확히 반영하지 못하지만 기업분할 후에는 각 분할된 기업은 독립된 경영을 할 수 있게 되어 경영자는 분할된 기업의 경영정책 수립 및 그 결과에 대한 모든 책임을 부담하기 때문에 경영자의 인센티브는 향상되고, 이에 따라 기업가치는 증가한다고 보았다.

우리나라의 경우 1998년 상법개정이후 기업분할이 실시되어 그 역사가 짧은 만큼 체계적인 연구가 부족한 실정이다.

김정애(2003)의 연구에 의하면 우리나라의 경우 기업분할의 목적은 특정사업부문의 전문화, 구조조정 및 경영효율화(지배구조 개선)로 나타났다.

김정애는 1999년 1월 말부터 2003년 5월말까지의 거래소 및 코스닥에서의 기업분할공시 기업에 대한 분석 결과, 기업분할의 양(+)의 공시효과가 공시 후에 즉시 음(-)의 초과이익률을 보임으로써 공시효과가 사라지는 것과는 달리, 기업분할의 실제(장기)효과는 거래소시장의 종목에서 존재하는 것으로 나타났다.

정찬식(2002)은 1998년부터 2000년까지 주식액면분할 기업을 대상으로 주식분할이 기업소유구조에 미치는 영향에 관하여 분석한 결과 주식분할은 총주주수를 증가시키고 기관투자자의 주주수를 감소시키며 개인투자자의 주주수를 증가시킴을 확인하였다. 한편 주식분할 공시에 따른 비정상수익률이 존재하며 적어도 (-1,1)의 3일간의 비정상수익률은 모두 유의한 값을 확인하였다. 중장기적인 관점에서 보았을 때 이는 1998년~2000년까지의 주식분할이 신호가설보다는 주식분할을 통하여 기업이 생각하는 최적의 범위 내에 주가와 거래량이 유지되도록 한다는 적정거래범위가설(Optimal trading range hypothesis)에 보다 근접함을 보여줌을 발견했다.

2. 연구가설

본 연구에서는 위와 같은 이론적 배경을 토대로 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

연구가설 1 : 분할공시는 시장에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

연구가설 2 : 분할공시에도 기업규모효과가 존재할 것이다.

연구가설 3 : 분할기업의 최대주주 지분율이 높을수록 분할공시효과가 클 것이다.

연구가설 4 : 분할공시 이후 기업의 소유구조는 변동할 것이다.

3. 실증연구의 설계

3.1 표본수집 및 연구방법

1999년부터 2005년에 이르기까지 거래소 시장에서 기업분할 공시를 실시한 기업을 표본대상으로 하였다. 기업분할 공시를 실시한 기업의 표본추출과 관련 변수들은 증권선물거래소 전자공시시스템(KIND System)과 한국신용평가정보(주) KIS-value에서 제공하는 데이터를 활용하였으며, 지배구조 관련 변수들은 상장회사 협의회 data base와 증권선물거래소에서 제공하고 있는 각 기업의 사업보고서에서 추출 활용하였다.

증권거래소 전자공시시스템을 이용하여 1999년 1월부터 2005년 12월까지 분할공시를 발표한 기업 표본을 산출한 결과 총 88개의 기업을 분할을 공시한 기업 표본을 추출할 수 있었다. 이 중 상장폐지된 기업이나 재무자료 및 소유지분에 관한 자료가 불충분한 기업 15개를 제외한 나머지 73개의 기업을 대상으로 분석 표본을 산출하였다.

지금까지 국내의 분할에 관한 선행연구들은 모두 분할결의공시일을 사건일로 하고 있다. 하지만 자본시장이 효율적이라면 분할결의공시 전에 분할검토공시가 있는 경우 분할결의 시점에서는 분할과 관련된 정보가 주가에 이미 반영될 가능성이 상당히 크다고 볼 수 있다. 따라서 분할관련정보가 기업가치에 미치는 영향분석에 있어 분할결의일을 사건일로 사용할 경우 그 영향이 과소평가될 문제점을 지니게 된다. 이러한 문제점을 최대한 줄이기 위해 본 연구는 사건 발생일인 분할발표일을 분할검토일(분할검토공시가 없는 경우 분할결의공시일)로 선정하였다. 또한 본 연구는 분할공시가 주식시장이 마감된 후에

이루어진 경우는 그 다음 거래일을 사건일로 하였다.

3.2 분할성과측정을 위한 검증모형

기업의 분할공시가 주가에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위하여 식(1)과 같은 주가수익률 생성과정을 가정하는 시장모형을 이용한 사건연구(Event Study)기법을 이용하여 분할기업의 초과수익률이 어떻게 변화하고 그 변화는 어느 정도이며, 어느 시점에 어떻게 변화하는 지를 알아보고자 한다.

이를 위하여 증권거래소 전자공시시스템(KIND System)상에 분할검토(혹은 결의)를 공시한 날을 사건일(day 0)로 하였다. 기업분할에 대한 시장의 반응을 관찰하기 위하여 (-258, -11)의 기간동안의 시장모형을 이용해서 계수를 추정하고 평균초과수익률(AAR)과 누적평균 초과수익률(CAR)을 관찰하였다.

초과수익률에 대한 검증을 위해 본 연구는 다음과 같은 모형으로 자료를 추출하고자 한다. 먼저 표본기업의 보통주 수익률 자료를 동일기간의 시장지수의 수익률 자료에 대응시켜 다음과 같이 계산하였다.

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j \cdot R_{mt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

여기서, R_{jt} : t 일의 j 기업의 보통주 수익률

R_{mt} : t 일의 시장수익률

ϵ_{jt} : t 일의 i 주식의 잔차항

기업분할 공시효과와 관련하여 해당기업의 초과수익률은 다음과 같은 방법으로 측정한다.

$$\widehat{R}_{j,t} = \widehat{\alpha}_j + \widehat{\beta}_j \cdot R_{m,t} \quad (2)$$

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - \widehat{R}_{j,t} \quad (3)$$

여기에서 $\widehat{R}_{j,t}$ 은 시장수익률을 통하여 분할공시가 없었으면 발생할 일반적 수익률을 뜻한다.

그리고 t일에서의 합병기업들의 포트폴리오를 구성하여 포트폴리오 전체의 평균초과수익률인 AAR(average abnormal return)을 산출하였다.

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{j,t}}{N_t} \quad (4)$$

사건일부터 특정시점까지 시간의 경과와 더불어 초과

수익률의 흐름이 어떻게 변화하였는가를 살펴보기 위해 평균초과수익률을 누적시켜 거래일 동안의 누적평균초과수익률(CAR: cumulative average abnormal return)을 다음과 같이 산출하였다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (5)$$

본 연구에서 조사대상이 분할기업의 평균초과수익률은 일별수익률이므로 정규분포를 따를 것이다. 따라서 조사기간에서 평균초과수익률에 대한 t값을 계산하여 분할공시 정보효과 유무에 대한 통계적 유의수준을 검정하였다.

$$t = \frac{AAR_t}{S_t(AR)/\sqrt{N_t}} \quad (6)$$

N_t : t기의 표본수

$S_t(AR)$: t기의 표준편차

4. 실증연구의 결과

4.1 가설검증 1 : 분할기업의 공시효과

1999년도부터 2005년까지 기업분할 건수는 [표1]과 같으며 73개를 대상으로 측정된 소유지분 및 매출액, 기업규모, 부채비율 및 기간별 기술 통계량은 다음과 요약할 수 있다.

[표 2] 소유지분별 기술 통계량

변수	표본수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
최대주주	73	32.856	30.060	16.555	1.390	86.970
대주주	73	34.668	32.900	18.017	0.600	78.300
소액주주	73	50.154	40.000	65.573	14.500	522.200
개인투자자	73	56.939	60.500	25.628	2.800	96.200
기관투자자	73	2.269	0.580	3.609	0.000	17.510
외국인투자자	73	6.519	1.480	11.208	0.000	60.400
매출액증가율	73	5.238	6.081	7.752	-39.915	31.071
기업규모	73	18.280	18.289	2.034	8.072	23.244
부채비율	73	243.414	145.190	584.780	9.310	4921.900

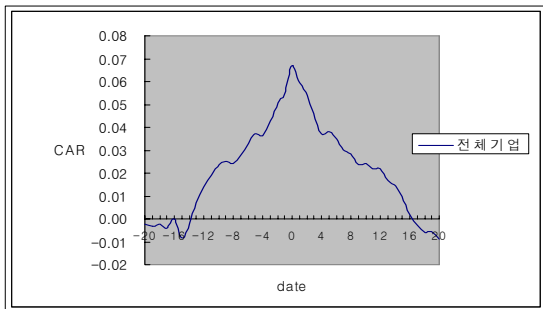
주1) 단위는 기업규모 이외는 모두 %임.

주2) 각 변수의 정의를 요약하면 아래와 같다.

최대주주 = 1대주주 보유지분율; 대주주 = 대주주 보유지분율; 소액주주 = 소액주주의 보유지분율; 개인투자자 = 개인투자자자의 보유지분율; 기관투자자 = 기관투자자의 보유지분율; 외국인투자자 = 외국인 투자자의 보유지분율; 매출액 증가율 = 당기매출액/전기매출액 × 100 - 100; 기업규모 = log(총자산); 부채비율 = 부채총액/자기자본총액 × 100

[표 3] 기간별 기술통계량

구분		포본수	평균값	최소값	최대값	중위값	표준편차
(-20,20)	AAR	73	-0.0002	-0.0088	0.0126	-0.0009	0.0052
	CAR		0.0215	-0.0087	0.0671	0.0236	0.0207
(-10,10)	AAR	73	0.0002	-0.0088	0.0125	0.0006	0.0056
	CAR		0.0174	0.0027	0.0462	0.0157	0.0126
(-10,2)	AAR	73	0.0025	-0.0078	0.0125	0.0038	0.0055
	CAR		0.0209	0.0042	0.0462	0.0170	0.0141
(-5,5)	AAR	73	0.0003	-0.0089	0.0124	0.0005	0.0072
	CAR		0.0134	0.0025	0.0327	0.0117	0.0102



[그림 1] (-20, 20)의 CAR

[표 1]의 기간별 AAR의 기술통계량을 보면 분할 전 20일에서 분할 후 20일 동안 측정된 누적평균초과수익률은 최소 -0.008에서 최대 0.067까지 개별 기업별로 다양하게 나타나고 있으며 이러한 기업별 횡단면적 차이가 기업소유구조에 의해 설명될 수 있는지 추가적으로 검토하기로 한다.

분할기업의 공시효과를 살펴보고 만약 공시효과가 존재한다면 기간에 따라 공시효과는 어떠한 차이가 있는지 살펴보기 위하여 event day를 기준으로 다음과 같이 기간을 나누어 분석하였다. [그림 1]은 분할 공시일 전 20일(-20)부터 공시일 후 20일(+20)일까지의 분할기업의 누적평균초과수익률(CAR)을 보여주고 있다. 그림을 통해서 알 수 있듯이 대부분 양(+)의 누적평균초과수익률(CAR)을 보이며 event day(0)를 기점으로 좌우 대칭인 종모양

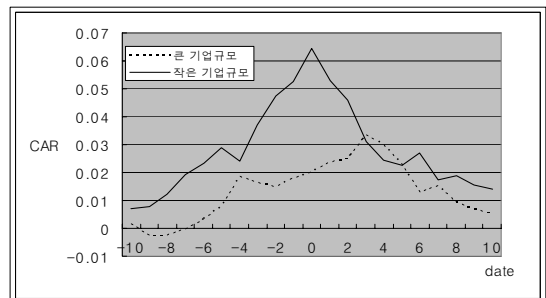
을 보이고 있다. 이는 기업분할 공시검토(혹은 결의)일 이전에 정보가 충분히 반영되어 기업성과에 상당한 영향을 미쳤기 때문에 좌우대칭인 종모양을 보인다고 볼 수 있다. 또한 대부분 양(+)의 누적평균초과수익률(CAR)을 보이는 것으로 보아 기업분할이 시장에서 긍정적으로 평가받는다는 국내의 기존 분할관련 연구들을 뒷받침하는 결과로 해석된다. 하지만 event day(0)일 이후 누적평균초과수익률(CAR)은 급격히 감소하면서 분할공시효과가 점점 사라지며, +16, -16일 이후로 누적초과수익률(CAR)은 음(-)의 값을 보이며 분할공시효과는 완전히 사라졌음을 알 수 있다.

따라서 분할공시는 시장에 긍정적인 영향을 미치지만 그 효과는 단기적인 성과에 그친다고 볼 수 있다.

4.2 가설검증 2 : 기업규모에 따른 공시효과

분할기업의 공시효과에도 기업규모효과(firm size effect)가 존재할 것이라는 연구가설을 검증하기 위하여 총자산가액에 자연로그를 취하여 기업규모를 분류하였다. 기업규모 변수의 경우 일반적으로 기업이 보유한 총자산가액이나 매출액으로 정의하는데 본 논문에서는 총자산가액에 자연로그를 취했다. 이는 총자산가액과 기업경영성과와의 관계가 완전한 선형보다는 기업의 규모가 커질수록 체감하는 완만한 관계를 가질 것이라는 추정에 기인한 것이다. 기업규모는 최대 10.693 에서 최소 7.591의 분포를 보이고 있으며 9를 기준으로 큰 규모의 기업 25개, 작은 규모의 기업 48개로 구분하여 분석하였다.

그 결과 아래 [그림 2]과 같이 기업규모에 상관없이 대체적으로 양(+) 초과수익률을 보이고 있으나 기업규모가 작은 기업이 기업규모가 큰 기업보다 상대적으로 변동성이 큰 것을 알 수 있다. 이는 기업규모가 작은 기업이 분할을 공시했을 때 시장에서 보다 긍정적으로 평가되어지며 분할기업의 공시효과에 기업규모효과가 어느 정도 존재한다고 볼 수 있다.

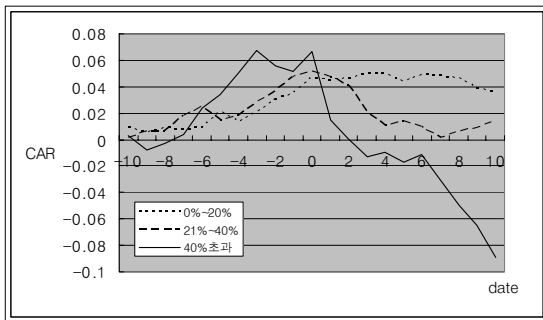


[그림 2] 분할기업의 기업규모별 CAR

4.3 가설검증 3 : 최대주주지분율에 따른 공시효과

분할기업의 소유구조에 따라 분할공시 효과가 다르게 나타날 것이라는 연구가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 최대주주지분 비율에 따라 기업을 분류하였다. 그 결과 분할기업의 최대주주지분율이 0%~20%에 이르는 기업은 33개, 20%~40% 사이에 이르는 기업은 28개, 40% 이상에 이르는 기업은 12개였다.

[그림 3]의 최대주주지분율에 따른 CAR를 살펴보면 최대주주지분율이 40%이상인 기업의 CAR는 0%~20%인 기업의 CAR와 20%~40%인 기업의 CAR에 비하여 공시일 이후 음(-)의 수익률을 보이는 것을 알 수 있다. 따라서 최대주주지분율이 일정한 값을 초과하게 된다면 기업의 분할성가를 하락시키는 요인으로써 작용할 수 있다고 볼 수 있다.



[그림 3] 분할기업의 최대주주지분율 분포별 CAR

4.4 가설검증 4 : 분할공시 이후 소유구조의 변동

분할공시 전후의 지분율의 변동이 유의할 만큼의 수준이었는지 검증하기 위하여 T검정을 실시하였다(<표 2> 참고). 그 결과 기관투자자와 외국인 투자자 주주수는 분할 이후 증가하였으나 소액주주, 대주주, 개인투자자의 주주수는 분할 이후 감소하였으며, 지분율은 최대주주 지분율을 제외하고 모두 감소하였다. 분할공시 전후에 대한 T검정 결과 대주주와 기관투자자의 주주수에서 유의한 값을 나타냈다. 따라서 분할공시 이후 분할기업의 소유구조는 대주주의 주주수 감소와 기관투자자의 주주수 증가에 유의할 만큼의 변동이 있었다.

[표 3] 분할전후 주주수와 지분율의 T-test

지분변수	주주수 및 지분율	대응차(분할 전-분할 후)			t-value	p-value
		평균	표준편차	표준오차		
최대주주	주주수	-	-	-	-	-
	지분율	-0.580	8.224	1.109	-0.523	0.603
소액주주	주주수	3454.148	18326.637	2493.939	1.385	0.172
	지분율	2.3449	15.007	1.833	1.279	0.205
대주주	주주수**	1.759	5.205	0.708	2.484	0.016
	지분율	0.5415	18.304	2.219	0.244	0.808
기관투자자	주주수***	-49.359	48.801	7.917	-6.235	0.000
	지분율	2.518	14.932	2.422	1.040	0.305
외국인투자자	주주수	-3.051	47.713	7.640	-0.399	0.692
	지분율	0.492	13.104	2.126	0.232	0.818
개인투자자	주주수	3221.077	21047.538	3370.311	0.956	0.345
	지분율	0.975	19.237	3.121	0.312	0.756

주) ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

5. 결론

본 연구는 기업분할시 소유구조와 기업규모에 따른 공시효과와 차이 검증에 관한 연구이다.

사건연구 결과 분할 공시일 전 10일(-10)부터 공시일 후 10일(+10)일까지의 분할기업의 누적평균초과수익률에서 대부분 양(+)의 초과수익률을 보이며 event day 0을 기점으로 좌우 대칭인 모양을 보였다. 이는 기업분할이 시장에서 긍정적으로 평가받는다라는 국내의 기존 분할관련 연구들을 뒷받침하는 결과로 해석된다. 또한 기업분할 공시절의일 이전에 정보가 충분히 반영되어 기업성과에 상당한 영향을 미쳤다고 볼 수 있으나 event day 0을 기점으로 CAR은 점점 하락하다가 +16(-16)일에 이르러서는 분할공시효과가 완전히 사라졌음을 알 수 있다.

최대주주지분율에 따른 CAR를 살펴보면 최대주주지분율이 40%이상인 기업의 CAR는 0%~20%인 기업의 CAR와 20%~40%인 기업의 CAR에 비하여 분할공시 이후 상대적으로 음(-)의 수익률을 보이는 것을 알 수 있다. 따라서 최대주주지분율이 일정한 값을 초과하게 된다면 기업의 분할성가를 하락시키는 요인으로써 작용할 수 있다고 볼 수 있다.

또한 기업규모에 따른 CAR를 살펴본 결과 기업규모에 상관없이 대체적으로 양(+) 초과수익률을 보이고 있으나 기업규모가 작은 기업이 기업규모가 큰 기업보다 상대적으로 변동성이 큰 것을 알 수 있다. 이는 기업의

분할공시에도 기업규모효과(firm size effect)가 존재한다고 볼 수 있으며, 기업규모가 작은 기업이 기업규모가 큰 기업보다 분할을 공시했을 때 단기적이지만 시장에서 보다 긍정적으로 평가되어진다고 할 수 있다.

마지막으로 분할공시 전후의 지분율의 변동이 유의할 만큼의 수준이었는지에 대한 차이검증을 실시한 결과 대주주의 주주수 감소와 기관투자자의 주주수 증가에 유의할 만큼의 변동이 있었으며 기존 국내 관련 연구결과와 다르게 나타났다.

참고문헌

- [1] Berger, P., Ofek, E., "Diversification's effect on firm value", Journal of Financial Economics 37, 39-66, 1995.
- [2] Hite, G., Owers, J., "Security price reactions around corporate spin-off announcements." Journal of Financial Economics 12, 409-436, 1983.
- [3] Seward, J., and J. Walsh, "The governance and control of voluntary corporate spin-offs. Strategic Management Journal." Strategic Management Journal 17, 25-40, 1996.
- [4] 오현탁, 이현상, 전세환, 김종만, "기업분할이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구", 산업경제연구 제19권 3호, pp.1027-1050, 2006.
- [5] 이혜영, 이재춘, "기업소유구조와 기업가치와의 관계-패널자료로부터 근거", 재무관리연구, 제16권 2호, pp.91-118, 1999.
- [6] 정찬식, "주식분할이 기업 소유구조에 미치는 영향에 관한 연구", 서울대학교 대학원 석사학위 논문, 2002.

이 보 형(Bo-Hyung Lee)

[정회원]



- 2005년 2월 : 전북대학교 일반대학원 재무관리학 (경영학석사)
- 2009년 2월 : 전북대학교 일반대학원 재무관리학 (경영학박사과정)
- 2007년 4월 : 한국과학기술정보연구원 정보화전략실 연구원
- 2009년 5월 ~ 현재 : 충남테크노파크 전략산업기획단 연구원

<관심분야>

성과관리, 정보화전략, 산업정책

정 택 영(Taik-Young Jung)

[정회원]



- 1986년 2월 : 한국과학기술원 대학 전산학(이학석사)
- 2010년 2월 : 광운대학교 대학원 경영정보학과 (경영학박사)
- 1986년 1월 ~ 현재 : 한국과학기술정보연구원 책임연구원

<관심분야>

Knowledge management Performance management, EA

김 병 수(Byeong-Su Kim)

[정회원]



- 1998년 12월 : 세무사 자격 취득
- 2004년 2월 : 전북대학교 일반대학원 재무관리학 (경영학석사)
- 2006년 2월 : 전북대학교 일반대학원 재무관리학 (경영학박사과정)

<관심분야>

재무관리, 투자론

오 현 탁(Hyeon-Tak Oh)

[정회원]



- 1986년 2월 : 전남대학교 일반대학원 재무관리학 (경영학박사)
- 1979년 3월 : 해군사관학교 부교수(해군 소령, 이학처장)
- 1990년 3월 ~ 현재 : 전북대학교 기획위원, 경영대학원 교수
- 2005년 1월 : 한국산업경제학회 회장

- 2006년 1월 : 한국재무관리학회 회장

- 2008년 2월 : 공인회계사 책임 출제 위원

<관심분야>

재무관리, 투자론