# 분리공모가 모회사 주가에 미치는 영향

김석진
경북대학교 경영학부 교수
(sgkim@knu.ac.kr)
노경석
경북대학교 대학원 경영학과
(ksroh1170@yahoo.co.kr)

본 연구는 분리공모(equity carve-outs; ECO)가 모회사의 주주 부에 어떤 영향을 미치는 지를 분석하였다. 1986년부터 1996년까지의 ECO를 분석한 결과, 모회사의 누적 평균 비정상 수익률(CAAR)은 사건일 동안 +0.65%로 유의하였다. 그런데, 모회사와 자회사가 동업종인 경우에는 CAAR이 -0.23%, 이업종의 경우 +1.00%로 뚜렷한 차이를 보였다. 모회사의 보유지분이 50%를 초과한 지배형 ECO와 50% 이하인 비지배형 ECO 모두 사건일 동안 정(+)의 CAAR을 보였으나, 비지배형의 경우 그 이후에는 부(-)의 CAAR을 시현하였다.
횡단면 회귀분석 결과, 전체적으로 모회사 ROA가 사건일 동안의 모회사 CAAR에 유의하게 부(-)의 영향을 미쳤으며, 이업종 ECO의 경우에만 모회사 레버리지가 유의한 부(-)의 값을 가졌다. 반면, 자회사 레버리지는 전체적으로 모회사 CAAR에 유의하게 정(+)의 영향을 미쳤다. 동업종 ECO의 경우에는 보유지분율이 정(+)의 유의한 값을 가졌다.
요약컨대, 국내의 경우 ECO가 모회사에 미치는 효과는 유의하나 일관된 형태를 띠지는 않았다. 아울러, 동업종 ECO는 모회사의 주가에 지속적인 부(-)의 효과를 미치지만 이업종 ECO가 지속적으로 정(+)의 영향을 미치고 있다는 사실은 산업정책 또는 구조조정 측면에서 시사하는 바가 크다고 하겠다.

## Ⅰ. 머리말

최근 미국을 중심으로 분리공모(equity carve-outs; ECO)를 기업집단의 경영 전략으로 많이 활용하고 있으며 ECO가 주주의 부(富)에 미치는 효과에 대한 연구도 활발히 진행되고 있다. ECO는 기업 구조조정(corporate restructuring)을 위한 기업분리(sell-offs)의 한 형태로 자회사에 대한 통제권을 유지하면서 완전히 소유하고 있던 자회사의 보통주 일부를 일반 투자자에게 처음 공모하는 것을 일컫는다. 따라서, ECO는 주식 매각을 통한 자금조달인 점에서 모회사의 유상증자(seasoned equity offerings; SEO)와 유사하지만 자회사의 지분을 공개하는 최초공모(initial public offerings; IPO)의 성질을 가지고 있다. 또한, 자금유입이나 지배구조 측면에서 ECO는 주식배당처럼 현금유입 없이 모회사 주주구성과 동일하게 기존 주주에게 주식을 배분하여 설립되는 분리설립(spin-offs)과 분리하여 완전히 현금 매각하는 분리매각(divestitures)의 중간적인 형태로 볼 수 있다.

Schipper & Smith(1986)는 모회사가 유상증자를 공시했을 때는 모회사의 주가에 부(-)의 영향을 미치지만 ECO를 공시했을 때는 모회사의 주가에 정(+)의 영향을 미친다고 하였다. Slovin, Sushka & Ferraro(1995)도 기업 재편에 따른

논문 접수일 : 99.3 게재확정일 : 99.8
* 이 논문은 1997년도 경북대학교 공모과제 연구비에 의하여 연구되었음. 본 논문에 대해 한국산업경영학회 1999년도 동계학술발표회에서 유익한 논평을 해주신 고강석, 김희석 교수와 익명의 심사위원께 감사드린다. 남아있는 오류는 전적으로 필자의 책임이다.

경쟁력 강화의 측면에서 모회사가 라이벌 기업에 비해 정(+)의 주가 반응을 보임을 제시하고 있다. 한편, Allen(1998)은 이러한 현상이 시장 전반적인지는 불명확하다고 하였다. 경영자 재량 가설을 주창한 Allen & McConnell(1998)도 조달된 자금을 유보하느냐, 부채 상환에 쓰느냐에 따라 ECO가 모회사에 미치는 영향이 다르다고 보고하였다.

본 연구는 처음으로 국내 기업의 경우 ECO가 모회사의 주주 부에 어떤 영향을 미치는 지를 분석하고, 이러한 현상이 일반적인 현상인지 모회사 또는 자회사의 기업 특성과 관련이 있는 지를 살펴보고자 한다. 1986년부터 1996년까지 발생한 ECO를 분석대상으로 하였다. 지주회사를 허용하는 외국의 경우와 달리, 국내의 경우 계열회사간의 상호출자를 통해서 복잡한 지배구조를 형성하고 있으므로 주가 자료를 이용할 수 있고 그룹 전체의 지주회사 역할을 하는 기업을 모회사로 선정하였다.

모회사와 자회사의 업종 관련성과 모회사의 자회사 보유지분율에 따라 모회사의 주주 부에 다른 효과를 미치는 지를 알아보기 위해 동업종 ECO와 이업종 ECO, 지배형 ECO와 비지배형 ECO로 표본을 나누어서 비교분석하였다. 나아가, 모회사의 누적 평균 비정상 수익률(CAAR)에 모회사와 자회사의 어떤 변수들이 영향을 미치는 지를 알아보기 위해 횡단면 회귀 분석을 하였다.

분석 결과, 모회사의 CAAR은 사건일(0일~1일) 동안 +0.65%로 유의한 것으로 나타났다. 그런데 모회사와 자회사가 동업종인 경우에는 CAAR이 -0.23%로 유의하지 않았고, 이업종의 경우에는 +1.00%로 유의하여 뚜렷한 차이를 보였다. 모회사의 보유지분이 50%를 초과한 지배형 ECO와 50% 이하인 비지배형 ECO 모두 사건일 동안 정(+)의 CAAR을 보였으나 그 이후(+2일~+30일)에는 지배형 ECO의 경우 CAAR은 +1.27%, 비지배형 ECO의 경우 -1.44%로 상반된 성과를 보였다.

모회사 기업특성적 변수를 이용한 횡단면 회귀분석 결과, 전체적으로 ROA가 사건일 동안의 모회사 CAAR에 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이업종 ECO의 경우에는 레버리지, 비지배형 ECO의 경우 ROA가 유의한 부(-)의 값을 가졌다. 자회사의 기업특성에 대해서는 전체적으로 레버리지가 유의하게 모회사 CAAR에 정(+)의 영향을 미쳤다. 동업종 ECO의 경우에는 보유지분율이 정(+)의 유의한 값을 가졌고, 이업종 ECO와 지배형 ECO의 경우 레버리지가 유의한 정(+)의 값을 가졌다.

요약컨대, 국내의 경우 ECO가 모회사에 미치는 효과는 유의하나 일관된 형태를 띠지는 않았다. 아울러, 동업종 ECO는 모회사의 주가에 지속적인 부(-)의 효과를 미치지만 이업종 ECO가 지속적으로 정(+)의 영향을 미치고 있다는 사실은 산업정책 또는 구조조정 측면에서 시사하는 바가 크다고 하겠다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 머리말에 이어, 제Ⅱ절에서는 자료와 연구방법에 대해 살펴본다. 제Ⅲ절에서는 본 연구의 실증분석 결과를 나타내고, 제Ⅳ절 요약과 맺음말에서는 본 연구의 결과를 간략히 서술하고 한계점 및 연구 방향을 제시한다.

## Ⅱ. 자료와 연구방법

### 1. 자료

본 연구는 1986년부터 1996년까지 11년 동안 기업공개를 실시한 기업 중에서 모회사가 상장되어

있는 기업을 대상으로 하였다.[1] 모회사는 기업집단에서 지주회사 역할을 하는 회사를 선정하였다.[2] 금융이나 보험산업을 제외한 77개의 ECO가 표본으로 선정되었다.[3] 주가와 주식 수익률 자료는 한

〈표 1〉 표본기업의 기술적 통계량

| 패널 A: 발행 기업수, 보유 지분율, 공모 금액 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 연 도 | 발행 기업수 | 모기업이 보유한 자회사의 지분(%) | | 공모 금액 (백만원) | |
| | | 평균 | 중앙값 | 평균 | 중앙값 |
| 1986 | 2 | 49.2 | 49.2 | 1070 | 1070 |
| 1987 | 12 | 48.9 | 48.7 | 7401 | 4200 |
| 1988 | 10 | 57.6 | 56.5 | 7296 | 4525 |
| 1989 | 15 | 58.7 | 60.8 | 21026 | 15925 |
| 1990 | 9 | 56.5 | 57.5 | 18553 | 8400 |
| 1991 | 1 | 44.5 | 44.5 | 23400 | 23400 |
| 1992 | 5 | 35.9 | 31.9 | 6306 | 5320 |
| 1993 | 2 | 46.2 | 46.2 | 76785 | 76785 |
| 1994 | 3 | 48.2 | 39.7 | 23900 | 9000 |
| 1995 | 8 | 50.8 | 49.7 | 32025 | 39270 |
| 1996 | 10 | 58.7 | 62.2 | 67559 | 16450 |
| 전체 | 77 | 53.4 | 62.2 | 24310 | 8600 |

| 패널 B: 산업 분류 | | |
|---|---|---|
| 주 요 산 업 | 자회사 기업수 | 모회사 기업수 |
| 영상, 음향 및 통신장비 제조업 | 11 | 4 |
| 화합물 및 화학제품 제조업 | 7 | 5 |
| 비금속 광물제품 제조업 | 6 | 5 |
| 기계 및 장비 제조업 | 6 | 1 |
| 1차 금속공업 | 5 | 2 |
| 자동차 및 트레일러 제조업 | 5 | 2 |
| 건설업 | 5 | 3 |
| 도매 및 상품중개업 | 5 | 2 |
| 음식료품 제조업 | 2 | 6 |
| 섬유제품 제조업 | 3 | 5 |
| 펄프, 종이 및 종이제품 제조업 | 4 | 2 |
| 기타 | 18 | 9 |

1) 만도기계(상장일: 1988.1.25)의 경우 모회사인 한라건설 주가 자료가 이용 불가능해서 표본에서 제외시켰다.
2) 모회사-자회사의 관계는 한국신용평가(주)에서 제공하는 한국기업총람, 선우석호(1996), 임웅기(1997) 등을 참고로 하였다. 모회사를 선정할 때 그룹내에서 기업공개를 한 바로 위 단계의 기업을 모회사로 선정할 수 있으나 이 경우에는 한국 지배구조 특성상 비상장기업이면서 그룹내 주력기업 역할을 하는 경우(삼성생명, 현대중공업, 대우자동차 등)가 많기 때문에 모회사의 주가 자료를 직접적으로 알 수 없어서 표본 기업수가 상당히 줄어드는 문제가 발생한다.
3) 동국제강은 한국스틸과 부산신철 2개의 자회사를 같은 날(1989. 11. 13) 동시에 기업공개를 시켜 하나의 ECO로 간주하였다.

국증권연구원에서 제공하는 KSRI 데이터베이스를 이용하였다.

〈표 1〉은 모회사와 자회사의 기술적 통계량을 나타내고 있다. 패널 A에서는 발행 기업수, 모회사의 자회사 보유지분율과 공모 금액을 나타내고 있는데 증권시장이 호황기를 누려서 기업 공개가 많았던 1987년, 1988년, 1989년에 각각 11개, 10개, 16개로 전체 중 47%를 차지하고 있는 반면에, 1990년 이후에는 주식 시장의 지속적인 침체로 ECO를 한 기업수도 줄어들었다. 모회사의 자회사 보유지분율의 경우 평균이 53.4%(중앙값=54.2%)로 나타났다.[4] 공모 금액면에서는 평균이 24,310백만원(중앙값=8,600백만원)으로 나타났다. 패널 B에서는 모회사와 자회사의 산업 분류를 살펴보았는데 1986년~1996년간 ECO를 가장 많이 한 산업은 모회사의 경우에는 영상, 음향 및 통신장비 제조업이 11개로 가장 많았고 자회사의 경우에는 음식료품 제조업이 6개로 가장 많았다.

상장유가증권은 증권시장에서 매매 거래의 대상이 되므로 투자자의 이익에 직접적으로 관계되며, 발행 주체에 따라 가격의 변동에 크게 영향을 받으므로 유가증권을 상장함에 있어 증권거래소의 엄격한 심사과정을 거친다. 증권거래소는 상장 후에도 상장시의 기준을 계속 유지시키고 상장증권에 대한 변동 사항을 공시하는 등 당해 증권의 원활한 유통과 공정한 가격형성이 될 수 있도록 관리를 하고 있다.

그러나, 비상장 기업의 최초공모는 상장 기업의 주식 발행과 달리 공시 사항이 아니므로 공시일 선정에 어려움이 있다. 본 연구는 공모 상장 법인의 주권 신규 상장 절차 과정 중에서 유가증권 신고서의 효력이 발생하는 날을 기준일(공시일)로 선정하였다.[5] 그 다음 날 투자자들에게 청약 안내가 공고되는데, 이 날과 기준일 이틀을 사건일로 간주하였다. 1986년~1996년간 각 개별기업의 사건일에 대한 정보는 매일경제신문과 한국경제신문에서 구하였다.

## 2. 연구방법

본 연구는 ECO 공시전 -240일을 기준으로 -240일~-31일까지를 추정기간으로 하고 -30일~+30일까지를 사건기간으로 해서 총 분석기간을 271일로 하였다. 사건일은 공시일(0일)과 공시익일(+1일)로 하였다. 각 주식의 일별 비정상 수익률($AR_{it}$)은 시장모형을 이용하여 식 (1)과 같이 추정된다.[6]

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \qquad (1)$$

여기서, $\hat{\alpha}_i$ = 시장모형에서 i주식의 상수항 추정치

$\hat{\beta}_i$ = 시장모형에서 i주식의 베타계수 추정치

4) Slovin, Sushka & Ferraro(1995)에서는 보유지분율이 평균 69%(중앙값=80%)이었으며 Allen & McConnell(1998)에서는 평균 64.59%(중앙값=71.20%)이었다.

5) 유가증권 신고서는 유가증권을 모집 또는 매출하고자 하는 경우 그 증권의 내용 및 실체와 발행회사의 경영 전반에 대하여 진실, 정확하고 상세한 자료를 공개하도록 하여 투자자가 그 증권의 실체를 알고 투자하도록 하려는 취지에서 고안된 제도로 회사의 목적, 상호, 사업내용, 재무내용, 정관사항, 등기사항 등을 기재하도록 되어 있다.

6) 일별 주식수익률 자료를 이용한 여러 사건연구방법을 시뮬레이션 분석한 Brown & Warner(1985)에 따르면 최소자승법(OLS) 시장모형과 표준 모수 검정을 사용한 경우가 여러 조건하에서 검정력이 우수하며 설정오류가 가장 적었다. 정형찬(1997)은 한국주식시장에서도 시장모형이 여러 조건하에서 가장 우수함을 보이고 있다.

$R_{it}$ = i주식의 t 시점 수익률

$R_{mt}$ = t 시점의 시장 수익률

t일에 있어서 개별 증권의 비정상 수익률을 합하고, 이를 표본 주식수(N)로 나누어 t일의 평균 비정상 수익률( $AAR_t$ )을 구한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} AR_{it} \quad (2)$$

사건기간동안 각 일의 평균 비정상 수익률을 누적한 누적 평균 비정상 수익률( $CAAR$ )은 다음과 같이 계산한다.

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (3)$$

'사건기간동안 누적 평균 비정상 수익률이 0이다'라는 귀무가설을 검정하기 위해, 본 연구는 횡단면 독립성을 가정한 Brown & Warner(1985)의 방법을 사용하여 t통계량을 식 (4)와 같이 구한다.[7]

$$t \text{ 통계량} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{(t_2 - t_1 + 1)P}} \quad (4)$$

여기서, $P = \frac{1}{209} \sum_{t=-240}^{-31} (AAR_t - \overline{AAR})^2$

$$\overline{AAR} = \frac{1}{210} \sum_{t=-240}^{-31} AAR_t$$

끝으로, 모회사의 CAAR에 영향을 미치는 요인을 알아보기 위해 기업 특성적 변수들에 대해 횡단면 회귀분석을 실행한다. Allen & McConnell (1998)의 연구에서는 ECO로 조달된 자금의 사용용도 변수(자금을 유보 또는 부채 상환에 사용), 상대적 규모(자회사 총자산/모회사 총자산) 변수 외에는 유의적이지 못했다. 본 연구는 상대적 기업규모 이외에 모회사의 보유지분율, 레버리지, 수익성 및 성장성을 변수로서 고려하였다.

나아가, 본 연구는 자회사의 기업 특성적 변수들을 대해 횡단면 회귀분석을 추가로 실행한다. 자회사의 기업 특성적 변수로서는 자회사의 레버리지, 수익성 및 성장성을 고려하였다. 또한, 상대적 규모 대신 자회사의 절대적 규모를 사용하여 분석하여 보았다.

변수의 측정은 다음과 같다. 독립변수는 기업공개 이전연도(t-1)를 기준으로 S/P(자회사 총자산/모회사 총자산), Logsize(자산가치에 자연로그를 취한 값), 보유지분율(기업공개 이후 모회사의 자회사 보유지분 비율), Leverage(장기부채/총자산), ROA(EBITD/총자산), Growth ( $\frac{\text{매출액}(t-1) - \text{매출액}(t-2)}{\text{매출액}(t-2)} * 100$ )이다. 종속변수는 사건일 동안의 모회사 CAAR이다. Allen & McConnell(1998)과 비교하기 위해서 두 연구에서 공통으로 사용되는 S/P비율, 레버리지와 ROA는 동일한 기준으로 산정되었다.

Allen & McConnell(1998)은 기업이 자본 제약이 있을 때 ECO를 한다는 경영자 재량 가설(managerial discretion hypothesis)을 제시하

7) Brown & Warner(1985)는 일반적으로 횡단면 독립성을 가정한 검정법이 횡단면 종속성을 조정한 검정법보다 우수함을 보인 바 있다. 정형찬(1997)은 한국주식시장에서도 사건일이 동일 날짜에 집중되지 않는다면 사건일을 정확히 포착할 수 있는 경우나 포착할 수 없는 경우 모두 횡단면 독립성을 가정한 검정법이 가장 적합함을 보이고 있다.

였다. 이 가설과 일관되게 ECO를 한 모회사들은 산업내 통제기업보다 낮은 영업성과를 보이며 ECO 이전에 높은 레버리지를 가지고 있었다. 그러므로 모회사의 레버리지가 높을수록 ECO는 모회사의 자금 부담을 완화하는데 기여할 수 있으므로 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

일반적으로 투자자들은 기업공개를 하는 회사의 진정한 가치에 대해서 발행하는 당사자보다는 적은 정보를 가지고 있다. 이러한 정보 비대칭은 기업 상장을 하려는 기업의 가치에 대해서 부정적인 영향을 미치게 되고 실제 가격보다 낮은 가격으로 주식을 발행하게 된다[Rock(1986) 등]. 역선택(adverse selection) 비용은 오래되고 규모가 큰 기업보다 회사의 역사가 짧고 규모가 작은 소규모기업에게 기업 상장을 하는데 보다 더 중요한 장애물이 된다[Pagano, Panetta & Zingales(1998)]. 따라서 공개대상 기업의 규모(size)가 작을수록 모회사는 부(-)의 영향을 받을 것이다.

## III. 실증 분석 결과

### 1. 분리공모와 모회사 가치

분리공모(equity carve-outs; ECO)는 기업 구조조정(corporate restructuring)을 위한 기업분리(sell-offs)의 한 형태로 자회사에 대한 통제권을 유지하면서 완전히 소유하고 있던 자회사의 보통주 일부를 일반 투자자에게 처음 공모하는 것을 일컫는다. 따라서, ECO는 주식 매각을 통한 자금조달인 점에서 모회사의 유상증자(seasoned equity offerings; SEO)와 유사하지만 자회사의 지분을 공개하는 최초공모(initial public offerings; IPO)의 성질을 가지고 있다. 또한, 자금유입이나 지배구조 측면에서 ECO는 주식배당처럼 현금유입 없이 모회사 주주구성과 동일하게 기존 주주에게 주식을 배분하여 설립되는 분리설립(spin-offs)과 분리하여 완전히 현금 매각하는 분리매각(divestitures)의 중간적인 형태로 볼 수 있다.[8)]

분리설립의 경우, Hite & Owers(1983)는 공시일과 공시전일 이틀간에 모회사 주식이 +3.3%의 비정상 수익률, Schipper & Smith(1983)는 +2.84%의 비정상 수익률을 보고하였다. Miles & Rosenfeld(1983)는 공시일과 공시익일 이틀간에 +3.34%의 비정상 수익률, Copeland, Lemgruber & Mayers(1987)는 +2.49%에서 +3.03%의 비정상 수익률을 관찰하였다. 반면, 분리매각의 경우에는 모회사 주주가 이틀간에 1%에서 2% 정도의 유의한 정의 비정상 수익률을 얻었다[Alexander, Benson & Kampmeyer(1984), Linn & Rozeff(1984), Jain(1985), Lang, Poulsen & Stulz(1995), Kose & Ofek(1995) 등]. 따라서, 분리설립과 분리매각의 중간 형태인 ECO는 분리설립보다 주가 반응이 적지만 정(+)의 비정상 수익률을 기대할 수 있을 것이다.

〈표 2〉는 ECO를 한 모회사의 누적 평균 비정상 수익률(CAAR)을 나타내고 있다. 사건일(0일~1일) 동안의 CAAR은 +0.65%로 5% 수준에서 유의하였다. 그러므로, ECO는 모회사의 주가에 정

8) 기업분리(sell-offs)에는 분리설립(spin-offs), 분리매각(divestitures)과 분리공모(ECO)의 형태가 있으며, 분리설립의 변종으로 한 회사가 두 개 이상의 신설회사로 분할되는 분할신설(split-ups)과 일부 모회사 주주가 자회사 주식을 받는 대가로 보유 모회사 주식을 처분해야 하는 분할독립(split-offs)이 있다.

(+)의 영향을 미친다고 볼 수 있다. 미국의 경우 Schipper & Smith(1986)는 모회사가 사건일(-4일~0일) 동안 +1.80%의 비정상 수익률을 얻었음을 보고하였다. Slovin, Sushka & Ferraro (1995)는 사건일(0일~1일) 동안 ECO를 실시한 모회사의 CAAR이 1.23%로 유의적인 정(+)의 값을 가지나 자회사의 경쟁 기업들은 CAAR이 -1.1%로 유의적인 부(-)의 값을 가짐을 발견하였다. 최근 Allen & McConnell(1998)은 사건일(-1일~+1일) 동안 +1.90%의 비정상 수익률을 보고하였다.

전체 사건 기간일(-30일~+30일)중 CAAR은 +0.59%이며, 공시일전 -30일에서 -1일까지의 CAAR은 -0.22%, 공시일 이후 기간인 +2일에서 +30일까지의 CAAR은 +0.16%로 모두 유의하지는 않았다. 사건 기간이 다소 차이가 있지만 Schipper & Smith의 연구에서는 공시일전 -44일에서 -5일 간의 CAAR이 +3.13%로 높은 정(+)의 CAAR을 나타냈으며, +1일에서 +40일까지의 CAAR이 -0.50%로 부(-)의 초과 수익률을 나타냈다.

전체 표본 기업을 대상으로 한 CAAR의 경우 본 연구에서는 비정상 수익률의 부호가 일관성이 없는 반면, Schipper & Smith의 연구에서는 사건 기간 동안 지속적인 정(+)의 CAAR을 보였다. 이런 결과로 볼 때 국내의 경우에는 ECO 공시가 호재로 받아들여지는 기간이 아주 짧거나 아니면 ECO 공시가 호재로 받아들여지는 것이 일반적이지 않는 것으로 보인다. 따라서, 모회사의 주주 부가 ECO 형태에 따라서 다르게 영향을 받는 지를 알아보기 위해 추가적인 분석을 실시하였다.

## 2. 동업종 분리공모와 이업종 분리공모

모회사와 자회사의 업종 관련성이 주가 반응에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해 ECO를 한 전체 표본 중에서 〈표 1〉의 패널 B의 산업분류에 따라 동(同)업종 ECO와 이(異)업종 ECO로 구분해서 분석을 실시하였다.

Jensen(1986)은 기업이 잉여 현금흐름을 가지고 있을 때, 단독 기업의 경우보다 다각화된 기업의 경영자가 기업의 가치를 떨어뜨리는 투자를 하기 쉽다고 주장한다. 비슷한 맥락에서, Meyer, Milgrom & Roberts(1992)는 다각화된 기업에서는 실패한 사업에 대한 계속적인 상호보조로 인해 기업 가치 전체의 하락 가능성이 있음을 지적하고 있다. 반면, Nayyar(1982)은 관련 다각화의 경우 기존 기업의 명성, 전문기술, 자원 등을 효율적으로 사용하여 규모의 경제를 실현할 수 있기 때문에 비관련 다각화보다 긍정적인 효과가 크다고 한다. 그러므로 이업종 ECO가 다각화된 기업구조를 주력 업종 중심으로 전환하는 것이라면 모회사

〈표 2〉 전체 표본의 CAAR 분석

| 구 분 | 사 건 기 간 | CAAR | t 통계량 |
|---|---|---|---|
| 전 체 표 본 | -30일 ~ -1일 | - 0.22% | - 0.195 |
| | 0일 ~ +1일 | + 0.65% | 2.229** |
| | +2일 ~ +30일 | + 0.16% | 0.144 |

주) ***, **, *: 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의

의 주가에 정(+)의 영향을 미칠 것이며, 동업종 ECO가 규모의 경제를 약화시키는 것이라면 모회사의 주가에 부(-)의 영향을 미치게 될 것이다

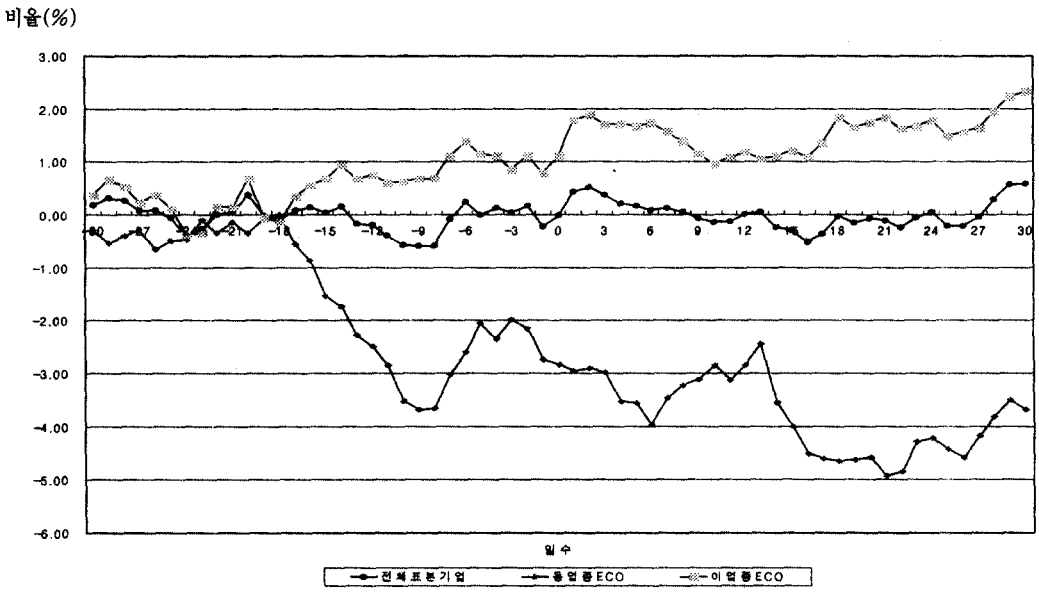
동업종 ECO의 경우 22개의 ECO가 포함되었고 이업종 ECO의 경우에는 55개의 ECO가 포함되었다. 〈표 3〉에서 알 수 있듯이 사건일 동안의 CAAR은 동업종 ECO의 경우 -0.23%로 유의하지 않았고, 이업종 ECO의 경우 +1.00%로 1% 수준에서 유의함으로써 두 집단간에 뚜렷한 차이를 보여주고 있다. 이 결과는 동업종 ECO와 이업종 ECO 간에 차이가 있다는 것을 나타내고 있다.[9)]

전체 사건 기간일중 공시일전 -30일에서 -1일까

〈표 3〉 동업종 ECO와 이업종 ECO의 CAAR 분석

| 구 분 | 사 건 기 간 | CAAR | t 통계량 |
|---|---|---|---|
| 동 업 종 E C O | -30일 ~ -1일 | - 2.73% | -1.419 |
| | 0일 ~ +1일 | - 0.23% | -0.463 |
| | +2일 ~+30일 | - 0.73% | -0.386 |
| 이 업 종 E C O | -30일 ~ -1일 | + 0.79% | 0.585 |
| | 0일 ~ +1일 | + 1.00% | 2.869*** |
| | +2일 ~+30일 | + 0.54% | 0.407 |

주) ***, **, *: 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의




〈그림 1〉 동업종 ECO와 이업종 ECO의 CAAR

9) 동업종 ECO의 비정상 수익률(표준편차=0.0261)과 비지배형 ECO의 비정상 수익률(표준편차=0.0232)의 차이는 통계적으로 5% 수준(Z값=2.022)에서 유의하였다.

지의 CAAR은 동업종 ECO인 경우 -2.73%, 이업종 ECO인 경우는 +0.79%이었으며 공시일 이후 기간인 +2일에서 +30일까지의 CAAR은 동업종 ECO인 경우에 -0.73%, 이업종 ECO인 경우에는 +0.54%이었다. 결과에서 알 수 있듯이, 국내 기업들의 ECO 경우 모회사와 자회사의 업종 관련성에 따라서 모회사의 주주 부에 미치는 영향은 다름을 알 수 있다.

전체 사건기간 동안에도 〈그림 1〉에서 볼 수 있듯이 동업종 ECO의 CAAR은 -3.69%를 나타낸 반면에 이업종 ECO의 CAAR은 +2.33%를 나타내고 있다. 즉, 동업종 ECO의 경우 모회사의 주가에 지속적인 부(-)의 효과를 미치지만, 이업종 ECO의 경우에는 지속적으로 정(+)의 영향을 미치고 있다. 이러한 결과는 앞서 언급한 비관련 다각화와 규모 경제의 효과와 일치하는 것으로 보여 산업정책 또는 구조조정 측면에서 업종전문화를 지지하는 결과로 해석될 수 있다고 하겠다.

### 3. 지배형 분리공모와 비지배형 분리공모

모회사의 자회사 보유지분율이 평균 53.4%(중앙값=54.2%)로 나타나서 Slovin, Sushka & Ferraro(1995)의 평균 69%(중앙값=80%)과 Allen & McConnell(1998)의 평균 64.59%(중앙값=71.20%)와 비교할 때 다소 낮았다. 그러므로 ECO를 할 때 모회사가 보유하는 자회사 지분율이 주가 반응에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해 모회사가 자회사의 지분을 50%를 초과하여 보유한 기업들을 지배형 ECO(표본수=46)로, 50% 이하로 보유한 기업들을 비지배형 ECO(표본수=31)로 분류하여 분석을 실시하였다.[10] 통제권 측면에서 지배형 ECO의 경우에는 분리설립에 가깝고 비지배형 ECO의 경우에는 분리매각의 성격을 가지고 있으므로 지배형 ECO의 비정상 수익률이 비지배형 ECO의 비정상 수익률보다 다소 높을 것으로 예상할 수 있다.

〈표 4〉에서 알 수 있듯이 사건일 동안의 CAAR은 지배형 ECO의 경우 +0.75%, 비지배형 ECO의 경우는 +0.51%로 두 집단간에 비슷한 정(+)의 CAAR을 보여주지만 통계적으로는 지배형 ECO만이 5% 수준에서 유의하였다. 하지만 지배형 ECO와 비지배형 ECO 간 차이분석은 유의하지 않았다.[11]

전체 사건 기간일 중 공시일전 -30일에서 -1일까지의 CAAR은 지배형 ECO인 경우 +0.77%, 비지배형 ECO인 경우에는 -1.63%이었으며 공시일 이후 기간인 +2일에서 +30일까지의 CAAR을 살펴보면 지배형 ECO인 경우에는 +1.27%, 비지배형 ECO인 경우에는 -1.44%로 서로 다른 CAAR 형태를 나타내었다.

공시시점을 전후로 한 두 집단간의 차이 외에 또 한 가지 뚜렷한 특징은 〔그림 2〕에서 볼 수 있듯이 전체 사건 기간동안 지배형 ECO의 CAAR은 +2.79%를 나타낸 반면에 비지배형 ECO의 CAAR은 -2.87%를 나타내고 있다. 지배형 ECO 경우 모회사의 주가에 지속적인 정(+)의 효과를 미치지만, 비지배형 ECO인 경우에는 부(-)의 영향을 미치고 있다.

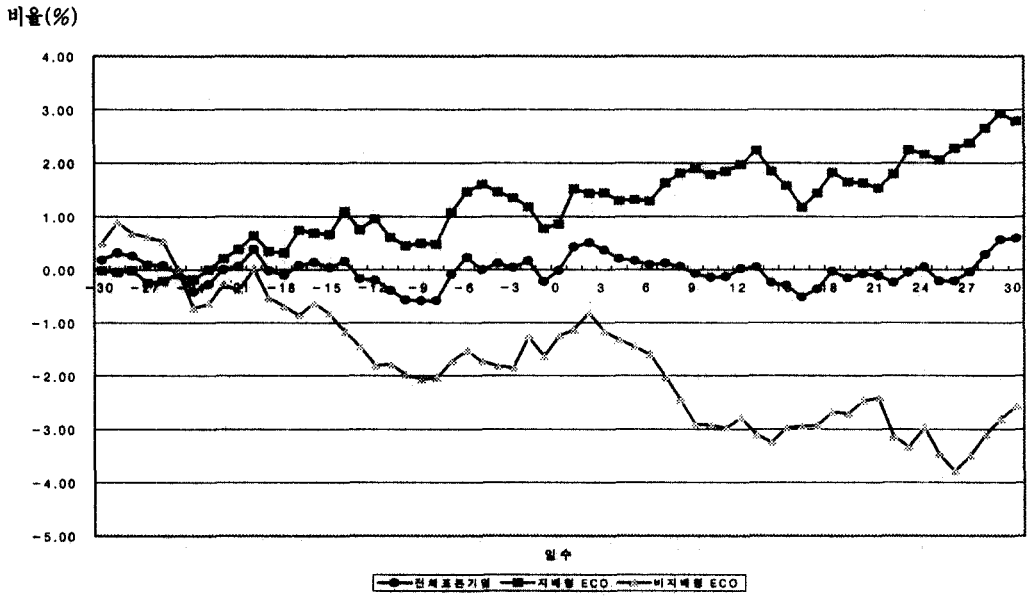
10) 보유지분율은 계열사의 지분까지 포함하여 산출하였다. ECO는 기본적으로 지배권의 유지를 의도하고 있으므로 여기서는 지분 50%의 기준이 법적으로나 경제적으로 중요한 의미가 있기에 편의상 지배형 ECO와 비지배형 ECO으로 명명하였다.

11) 지배형 ECO의 비정상 수익률(표준편차=0.0205)과 비지배형 ECO의 비정상 수익률(표준편차=0.0296)의 차이는 통계적으로 유의하지 않았다(Z값=0.426).

〈표 4〉 지배형 ECO와 비지배형 ECO의 CAAR 분석

| 구 분 | 사건기간 | CAAR | t 통계량 |
|---|---|---|---|
| 지배형 ECO | -30일 ~ -1일 | + 0.77% | 0.547 |
| | 0일 ~ +1일 | + 0.75% | 2.061** |
| | +2일 ~+30일 | + 1.27% | 0.917 |
| 비지배형 ECO | -30일 ~ -1일 | - 1.63% | -0.880 |
| | 0일 ~ +1일 | + 0.51% | 1.066 |
| | +2일 ~+30일 | - 1.44% | -0.791 |

주) ***, **, *: 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의




〈그림 2〉 지배형 ECO와 비지배형 ECO의 CAAR

## 4. 누적 평균 비정상 수익률의 횡단면 분석

본 연구는 모회사의 CAAR에 영향을 미치는 요인을 알아보기 위해 Allen & McConnell(1998)과 같이 ECO 이전 모회사 변수를 이용하여 횡단면 회귀분석을 하였다.[12] Allen & McConnell의 연구에서는 S/P비율이 유의하게 모회사 CAAR에 정(+)의 영향을 미쳤다. 그러나 한국의 경우, 〈표

12) 한국의 경우 모회사와 동일한 산업 내에서 자산 규모 등을 고려한 통제기업의 선정이 현실적으로 적절하지 않아 통제기업접근법은 본 연구에서 사용되지 않았다.

〈표 5〉 CAAR의 모회사 변수에 대한 회귀분석 결과

$CAAR = a + a_1 S/P + a_2 보유지분율 + a_3 Leverage + a_4 ROA + a_5 Growth + \varepsilon$

CAAR : 사건일 동안(0, +1)의 모회사의 누적 평균 비정상 수익률

S/P : 자회사 총자산/모회사 총자산

보유지분율 : 기업공개 이후 모회사의 자회사 보유지분 비율

Leverage : 모회사의 장기부채/총자산

ROA : 모회사의 EBITD/총자산

Growth : 모회사의 매출액 성장률

| 상수항 | S/P | 보유지분율 | Leverage | ROA | Growth | $R^2$ | F값 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 패 널 A: 전체표본 | | | | | | | |
| 0.018 | 0.003 | 0.00013 | -0.026 | -0.170 | 0.0045 | 0.081 | 1.248 |
| (1.343) | (0.544) | (0.750) | (-1.574) | (-1.941)* | (0.550) | | (0.296) |
| 패 널 B: 이업종 ECO | | | | | | | |
| 0.032 | 0.003 | -0.00003 | -0.036 | -0.145 | 0.0030 | 0.120 | 1.339 |
| (2.262)** | (0.603) | (-0.177) | (-2.170)** | (-1.554) | (0.351) | | (0.264) |
| 패 널 C: 비지배형 ECO | | | | | | | |
| 0.057 | 0.000 | | -0.032 | -0.532 | -0.0034 | 0.253 | 2.281 |
| (3.167)*** | (0.050) | | (-1.513) | (-2.641)** | (-0.328) | | (0.087) |

주) ***, **, *: 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의

5)에서 보듯이 ROA가 통계적으로 유의하게 사건일 동안의 모회사 CAAR에 영향을 미쳤다. S/P비율, 보유지분율은 정(+), 레버리지는 부(-)의 영향을 미쳐 Allen & McConnell의 연구와 동일하였지만 ROA는 부(-)의 유의한 값을 가짐으로써 정(+)의 값을 가지는 Allen & McConnell과 달랐다.

표본을 동업종 ECO와 이업종 ECO, 지배형 ECO와 비지배형 ECO로 구분하여 같은 회귀분석을 실시한 결과, 이업종 ECO의 경우 레버리지가 유의하게 부(-)의 영향을 미쳤으며 비지배형 ECO의 경우에는 ROA가 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 동업종 ECO와 지배형 ECO의 경우 통계적으로 유의한 변수는 없었다.

나아가, 본 연구는 자회사의 기업특성적 변수를 이용하여 횡단면 회귀분석을 실행하여 보았다. 기업공개를 할 때 역선택 비용이 존재한다면 공개대상 기업의 규모(size)가 작을수록 모회사는 부(-)의 영향을 받을 것이다. 상대적으로 신뢰성이 있고 규모가 큰 ECO의 경우 역선택에 의한 저평가 정도가 낮아 모회사의 주주 부에 보다 긍정적으로 작용할 것이다. 그러므로 S/P비율과 함께 자회사 기업규모를 고려하였다.[13)]

〈표 6〉의 전체 표본의 회귀분석 결과를 보면 레

13) 기업 규모가 평균보다 큰 자회사 35개 기업 중에 22개 기업이 10대 기업집단의 자회사로 62.8%를 차지하였다.

버리지가 통계적으로 유의하게 사건일 동안의 모회사 CAAR에 정(+)의 영향을 미쳤다. 기업 규모는 모회사 CAAR에 정(+)의 영향을 미쳤지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 따라서, 적어도 기업 규모 측면에서는 역선택의 문제를 확인할 수 없었다. 그리고 모회사의 성장성 변수보다 자회사의 성장성 변수가 사건일 동안의 모회사 CAAR에 보다 높은 정(+)의 영향을 미쳤다. 이 결과는 자회사의 성장

〈표 6〉 CAAR의 자회사 변수에 대한 회귀분석 결과

$CAAR = a + a_1 S/P + a_2 Logsize + a_3 보유지분율 + a_4 Leverage + a_5 ROA + a_6 Growth + \varepsilon$

CAAR : 사건일 동안(0, +1)의 모회사의 누적 평균 비정상 수익률

S/P : 자회사 총자산/모회사 총자산

Logsize : 자회사 자산가치에 자연로그를 취한 값

보유지분율 : 기업공개 이후 모회사의 자회사 보유지분 비율

Leverage : 자회사의 장기부채/총자산

ROA : 자회사의 EBITD/총자산

Growth : 자회사의 매출액 성장률

| 상수항 | S/P | Logsize | 보유지분율 | Leverage | ROA | Growth | $R^2$ | F값 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 패 널 A: 전 체 표 본 | | | | | | | | |
| -0.008 | 0.001 | | 0.00010 | 0.044 | -0.045 | 0.00014 | 0.088 | 1.378 |
| (-0.715) | (0.290) | | (0.546) | (1.695)* | (-0.724) | (1.397) | | (0.243) |
| -0.042 | | 0.003 | 0.00012 | 0.034 | -0.044 | 0.00014 | 0.114 | 1.831 |
| (-1.622) | | (1.468) | (0.672) | (1.292) | (-0.735) | (1.466) | | (0.118) |
| 패 널 B: 동업종 ECO | | | | | | | | |
| -0.052 | 0.010 | | 0.0008 | 0.052 | -0.169 | 0.00023 | 0.233 | 0.974 |
| (-1.928)* | (0.624) | | (2.036)* | (0.780) | (-1.039) | (1.143) | | (0.463) |
| -0.063 | | 0.0014 | 0.0008 | 0.041 | -0.122 | 0.00020 | 0.221 | 0.908 |
| (-1.370) | | (0.358) | (1.844)* | (0.578) | (-0.811) | (0.961) | | (0.500) |
| 패 널 C: 이업종 ECO | | | | | | | | |
| 0.003 | 0.0007 | | -0.00014 | 0.053 | -0.018 | 0.00014 | 0.133 | 1.503 |
| (0.226) | (0.123) | | (-0.698) | (1.924)* | (-0.276) | (1.242) | | (0.206) |
| -0.028 | | 0.0027 | -0.00010 | 0.045 | -0.019 | 0.00015 | 0.156 | 1.805 |
| (-0.929) | | (1.151) | (-0.517) | (1.592) | (-0.296) | (1.364) | | (0.129) |
| 패 널 D: 지배형 ECO | | | | | | | | |
| -0.006 | 0.0048 | | | 0.062 | -0.053 | 0.00012 | 0.207 | 2.607 |
| (-0.717) | (0.624) | | | (2.121)** | (-0.979) | (1.353) | | (0.050) |
| -0.008 | | 0.0001 | | 0.064 | -0.044 | 0.00013 | 0.199 | 2.487 |
| (-0.350) | | (0.081) | | (2.021)** | (-0.831) | (1.409) | | (0.059) |

성이 ECO에 영향을 미친다는 Schipper & Smith (1986)의 연구와 일치하는 것이다.

표본을 동업종 ECO와 이업종 ECO, 지배형 ECO와 비지배형 ECO로 구분하여 같은 회귀분석을 실시한 결과, 동업종 ECO의 경우 보유지분율이 통계적으로 유의한 정(+)의 값, 그리고 레버리지는 정(+), ROA는 부(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 즉, 자회사의 부채가 많고 수익성이 낮으며 자회사 지분을 적게 매각할수록 ECO는 모회사의 CAAR에 긍정적으로 작용하였다. 이업종 ECO, 지배형 ECO의 경우에는 레버리지가 통계적으로 유의하게 사건일 동안의 모회사 CAAR에 정(+)의 영향을 미쳤다. 비지배형 ECO의 경우 통계적으로 유의한 변수는 없었다.

〈표 5〉와 〈표 6〉을 종합하면 모회사의 수익성이 나쁠수록, 자회사가 부채가 많을수록 자회사의 분리공모가 모회사의 가치에 긍정적으로 작용함을 알 수 있다. 동업종 ECO의 경우 보유지분율을 높게 유지하는 것이 다소 바람직해 보이며, 이업종 ECO의 경우 모회사의 부채비율이 낮을수록, 자회사의 부채비율이 높을수록 모회사의 주가가 긍정적으로 반응하였다. 지배형 ECO의 경우에는 자회사의 부채가 많을수록, 비지배형 ECO의 경우에는 모회사의 부채가 적을수록 모회사의 주주 부가 증가하는 것으로 나타났다.

## Ⅳ. 요약과 맺음말

본 연구는 분리공모(equity carve-outs; ECO)가 모회사의 주주 부에 어떤 영향을 미치는 지를 분석하였다. 또한 이러한 현상이 일반적인 현상인지, 자회사의 어떤 특정 요소와 관련이 있는 지를 살펴보았다. 1986년~1996년간 금융 및 보험 산업을 제외하고 ECO에 대한 실증 분석 결과를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 전체적으로 모회사 주식은 사건일(0, +1일) 동안 유의한 +0.65%의 CAAR을 얻어 ECO는 모회사에 정(+)의 영향을 미쳤다.

둘째, 모회사와 자회사의 업종 관련성에 따라 동업종 ECO인 경우에는 모회사의 주식이 -0.23%의 CAAR을 가져 유의하지 않은 반면, 이업종 ECO인 경우 유의한 +1.00%의 CAAR을 얻어 성과가 뚜렷이 달랐다.

셋째, 모회사의 자회사 지분 보유지분율에 따라 지분율이 50%를 초과한 지배형 ECO와 50% 이하인 비지배형 ECO 모두 사건일 동안 정(+)의 CAAR을 보였으나 그 이후(+2일~+30일)에는 지배형 ECO의 경우 CAAR은 +1.27%, 비지배형 ECO의 경우 -1.44%로 상반된 성과를 보였다.

넷째, 횡단면 회귀분석 결과, 전체적으로 모회사 ROA가 유의하게 사건일 동안의 모회사 CAAR에 부(-)의 영향을 미쳤다. 이업종 ECO의 경우에는 모회사 레버리지가 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 자회사 레버리지는 전체적으로 모회사 CAAR에 유의하게 정(+)의 영향을 미쳤다. 동업종 ECO의 경우에는 보유지분율이 유의한 정(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다.

이러한 분석 결과를 종합하면, 국내의 경우 ECO가 모회사에 미치는 효과는 유의하나 일관된 형태를 띠지는 않는다고 할 수 있다. 아울러, 동업종 ECO의 경우 모회사의 주가에 지속적인 부(-)의 효과를 미치지만 이업종 ECO의 경우에는 지속적으로 정(+)의 영향을 미치고 있다는 사실은 산업정책 또는 구조조정 측면에서 업종전문화를 지지

하는 결과라 하겠다.

본 연구는 정부의 역할을 고려하지 않았다. 정부는 대기업들의 집중화를 막고 소유구조를 분산화하기 위해서 기업집단의 계열사에 대해서 기업공개를 하도록 유도 정책을 실시하고 있어 자발적인 동기에서의 ECO와 비자발적인 ECO는 효과가 다를 수 있다. 또한, 표본의 대부분이 기업집단에 소속된 기업이었는데 향후 비기업집단 ECO가 많아지면 기업집단 ECO와 구분하여 차이를 분석할 필요가 있을 것이다.

국내 ECO의 영업성과나 장기성과에 대한 연구도 이루어져야 할 과제이다. 본 연구는 ECO의 동기에 대해서는 논의하지 않았다. 경영자 재량 가설 등이 있으나 ECO가 활발히 일어나고 있는 이유를 충분히 밝히지 못하고 있어 향후 이 부문에 대해서 이론적으로나 실증적으로 많은 연구가 필요하다 하겠다.

## 참 고 문 헌


선우석호, "기업집단의 구조개편과 전망", 정광선 편, 「21세기 한국 기업의 통할체제」, 서울대학교 증권·금융연구소, 1996, pp. 245-288.

임웅기, "Ownership structure and family control in Korean conglomerates: with cases of 10 largest chaebols", 한국 재무학회 추계 특별 심포지움, 1997, pp. 1-42.

정형찬, "한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안", 재무관리연구 제14권 제2호, 1997, pp. 273-312.

Alexander, Gordon J., P. George Benson and Joan M. Kampmeyer, "Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate sell-offs", *Journal of Finance* 39, 1984, pp. 503-517.

Allen, Jeffrey W., "Capital markets and corporate structure: the equity carve-outs of Thermo Electron", *Journal of Financial Economics* 48, 1998, pp. 99-124.

____ and J. McConnell, "Equity carve-outs and managerial discretion", *Journal of Finance* 53, 1998, pp. 163-186.

Brown, S. and J. Warner, "Event studies with daily returns", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 3-31.

Copeland, Thomas E., E. F. Lemgruber and D. Mayers, "Corporate spinoffs: multiple announcement and ex-date abnormal performance", Chapter 7 in T. E. Copeland, ed., *Modern Finance and Industrial Economics*, New York,: Basil Blackwell, 1987.

Hite, G. and J. Owers, "Security price reaction around corporate spinoff announcement", *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp. 409-436.

Jain, Prem C., "The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth", *Journal of Finance* 40, 1985, pp. 209-224.

Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeover", *American Economic Review* 76, 1986, pp. 323-329.

John, Kose and Eli Ofek, "Asset sales and increase in focus", *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp. 105-126.

Kaplan, Steven N. and Michael S. Weisbach, "The success of acquisition: Evidence from divestitures", *Journal of Finance* 47, 1992, pp. 107-138.

Klein, April, James Rosenfeld and William Beranek, "The two stages of an equity carve-out and the price response of parent and subsidiary", *Managerial and Decision Economics* 12, 1991, pp. 449-460.

Lang, Larry, Annette Poulsen and R. Stulz, "Asset

sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion", *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp. 3-37.

Linn, Scott C. and Michael S. Rozeff, "The corporate sell-off", *Midland Corporate Finance Journal* 2, 1984, pp. 17-26.

Meyer, Michael, Paul Milgrom and John Roberts, "Organizational prospects, influence costs and ownership changes", *Journal of Economic & Management Strategy*, 1992, pp. 9-35.

Miles, James A. and James D. Rosenfeld, "The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth" *Journal of Finance* 38, 1983, pp. 1597-1606.

Nanda, Vikram, "On the good news about equity carve-outs", *Journal of Finance* 46, 1991, pp. 1717-1737.

Nayyar, P. R., "Stock market reactions to related diversification moves by service firms seeking benefits from information asymmetry and economies of scope", *Strategic Management Journal*, 1992, pp. 469-591.

Pagano, Marco, Fabio Panetta, and Luigi Zingales, "Why do companies go public?: An Empirical Analysis", *Journal of Finance* 53, 1998, pp. 27-64.

Rock, K., "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp. 187-212.

Schipper, Katherine and Abbie Smith, "Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin-offs", *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp. 437-467.

_____, "A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring", *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp. 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 sell-offs" *Journal of Financial Economics* 37, 1995, pp. 89-104.

Weston, J. Fred, Kwang S. Chung and Juan A. Siu, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Prentice Hall, New Jersey, 1998.

# Price Response of Parent Shares to Equity Carve-Outs

Seokchin Kim* · Kyung Seok Roh**

Abstract

This study investigates the price response of parent shares to equity carve-outs(ECOs) occurred from 1987 to 1996 in the Korean stock market. Our empirical analysis shows that parent shareholders earn the significant cumulative average abnormal return(CAAR) of +0.65%, on average, during the event window(0 day, +1 day). However, CAAR is -0.23% for homo-industry ECOs, whereas CAAR is +1.00% for hetero-industry ECOs. When we partition the sample into dominance ECOs and non-dominance ECOs, both groups earn positive CAAR during the event window, but CAAR of non-dominance ECOs, where the fraction of equity retained by the parent is no more than 50%, is negative thereafter.

Regression analyses report that parent return on assets affects parent CAAR of the event window significantly negatively for the whole sample, and parent leverage influences it significantly negatively only for hetero-industry ECOs. On the other hand, subsidiary leverage has a significant positive relationship with parent CAAR of the event window for the whole sample, and fraction of equity retained by the parent has a significant positive impact on it for homo-industry ECOs.

In sum, the effect of ECOs is existent but inconsistent in the Korean market. However, the fact that homo-industry ECOs result in a negative impact and hetero-industry ECOs bring a positive influence on parent shares suggests useful implications about industrial policy or restructuring.

Key Words: equity carve-outs, cumulative average abnormal return, restructuring

* Professor, School of Business Administration, Kyungpook National University
** Department of Business Administration, Graduate School, Kyungpook National University.