

기업분할의 공시효과와 내부자본시장*

심충진
건국대학교경영대학 조교수
(chjshim@konkuk.ac.kr)

기업분할제도는 기업 내부자본시장의 비효율성을 제거하고 특정 사업부문의 전문화 및 집중화를 통하여 기업의 가치를 극대화하는데 있다. 투자(성장)기회가 낮은 기업이 동종업종의 평균에 비해서 상대적으로 유형자산의 취득 등 순투자를 많이 하거나 투자(성장)기회가 높음에도 불구하고 순투자를 적게 하면 내부자본시장의 효율성은 낮아진다. 이에 본 연구의 목적은 기업분할제도가 기업의 내부자본시장의 비효율성을 제거하는지를 기업분할 공시효과와 연결하여 연구하는 것이다. 연구의 표본은 1999년부터 2004년까지 기업분할을 공시한 기업을 대상으로 하였으며 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기업분할 공시효과는 외국의 연구와 같이 양(+)¹의 초과수익률이 발생되고 있다. 둘째, 누적평균초과수익률(CAR)은 공시일 -10일부터 공시일까지 지속적으로 상승하다가 공시일 이후 감소하는 추세를 보이고 있다. 셋째, 기업분할 직전년도의 내부자본시장이 비효율적일수록 기업분할 공시효과는 누적평균초과수익률(CAR)과 양(+)²의 유의성이 있다. 통제변수를 반영하여도 결과는 동일하였다.

본 연구결과의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 우리나라의 경우 내부자본시장이 비효율적인 기업들은 기업분할을 통하여 비효율성을 제거하려는 노력을 하고 있다고 본다. 둘째, 기업분할제도의 실시기간이 6년이 지나가는 시점에서 아직까지 기업분할과 관련된 실증적 연구가 미흡한 상태이므로 본 연구가 기업분할에 대한 실증적 연구의 시발점이 되었으면 한다.

주제어: 기업분할, 내부자본시장, 초과수익률, 투자기회, 공시효과

1. 서론

합병과 분할은 기업의 구조조정을 위한 수단으로 이용될 수 있다. 합병이 규모와 범위의 경제(economies of scale and scope)를 실현하는 시너지효과(synergy effect)를 얻기 위한 것이라면 분할은 규모와 범위의 비경제를 제거하기 위한 것이라는 점에서 합병과 분할은 동전의 이면과 같은 개념으로 볼 수 있다(이은상 등 2002). 기업분할은 분할법인(분할되는 법인을 의미하며 소멸한 분할합병의 상대방법인을 포함한다. 이하 같다)의 특정사업부문의 자산과 부채를 분할신설법인(분할로

인하여 신설되는 법인을 의미하며 분할합병의 상대방법을 포함한다)에게 이전하고 그 대가로 분할신설법인의 주식을 분할법인의 주주에게 교부하는 인적분할형태와 분할신설법인의 주식을 분할법인에게 교부하는 물적분할형태가 있다.

기업분할제도에 대한 규정이 1998년 12월 28일 처음으로 상법에서 제정되었다. 이로 인하여 기업들은 경제적 자원을 효율적으로 운용할 수 있는 여지가 생겼으며 법인세법에서는 1999년부터 기업분할에 관한 규정을 신설하여 적용해오고 있다. 기업분할제도는 1997년 말 이후 외환위기를 극복하는 과정 속에서 탄생된 제도라고 볼 수 있다. 1997년 외환위기의 극복과정에서 실시된 기업분할은 대부

논문접수일: 2006. 1 게재확정일: 2006. 6

* "이 논문은 2004년도 학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음(KRF-2004-003-B00124)"

본 논문의 질적 개선을 위해서 조언해 주신 익명의 심사위원분들께 감사드립니다. 중간발표시 토론에 참여하여 주신 박철우교수님, 오동일교수님과 기업분할에 대하여 관심을 갖게 해주신 경희대학교 이준규교수님에게 감사드립니다.

본 기업 내부자본시장의 비효율성을 제거하고 각 사업부문의 전문화를 통하여 효율성을 극대화하는데 그 목적¹⁾을 두고 있다.

기업분할제도는 그 도입이 초기단계이므로 국내 선행연구들은 대부분 문헌적인 고찰을 하였으며 실증적인 검증은 미흡하였다. 외국의 선행연구들은 기업분할을 통한 초과이익률의 발생 원인을 부의 이전가설, 기업집중가설 및 정보의 비대칭성 가설을 통하여 규명하는데 집중되어 있으나 결국 기업분할제도를 통한 경영효율성은 기업분할법인의 내부자본시장을 어떻게 활용하는지에 따라 기업분할법인의 주주 가치는 달라질 수 있다고 본다.

우리나라에서 기업분할을 실시하는 목적이 내부자본시장의 비효율성을 제거하는 것이라면 기업분할 전 분할법인의 내부자본시장이 비효율적일수록 기업분할의 공시효과는 더 크게 긍정적으로 반응할 것이다. 투자기회(성장기회)가 낮은 기업(토빈 Q 낮음)이 동종업종의 평균에 비해서 상대적으로 유형자산의 취득 등 순투자 지출을 많이 하거나 높은 투자기회(성장기회)가 있음에도 불구하고 순투자 지출을 적게 하면 내부자본시장의 효율성은 낮아진다.²⁾ 기업분할제도를 시행한지 6년이 지나가고 있기 때문에 외국의 선행연구와 달리 내부자본시장의 효율성과 공시효과에 반응을 통하여 우리나라의 경우 기업분할이 내부자본시장의 비효율성을 제거하

는지 검증할 필요성이 제기된다.

따라서, 본 연구의 목적은 기업분할이 기업분할법인의 내부자본시장의 비효율성을 제거하는데 있는지를 기업분할 공시효과와 연결시켜 연구하는 것이다. 그 동안 국내에서 기업분할제도의 역사가 짧아서 실증적 연구가 미흡하였으므로 본 연구가 기업분할제도의 실증적 연구에 시발점이 되었으면 한다.

II. 선행연구

기업분할과 관련된 국내 선행연구는 현재까지 실증분석 연구보다는 문헌적인 연구가 대부분이며 구체적인 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

이은상 등(2002)의 연구는 기업분할은 경영효율을 증대시키는 구조조정수단이 될 수 있기 때문에 조세절감목적의 분할이 아니라면 과세특례의 적용범위에 대한 과감한 규제완화도 필요하다고 주장하고 있다. 현행 분할과세제도 하에서는 소득유형의 변화를 통하여 조세회피를 시도하는 조세목적의 기업분할도 과세특례분할의 형식적 요건을 충족시키는 것이 용이하다고 주장하면서 이러한 문제를 해결하기 위하여는 사전심사제도의 도입 또는 사업목적임을 입증하는 자료제출의무의 강화, 그리고 지

1) 전자공시시스템에 공시된 기업분할보고서에서 기술하고 있는 기업분할의 목적은 다음과 같다.

1. 운용 및 관리의 효율성 달성
 2. 업종의 전문화 및 전문성 강화
 3. 책임경영체제 도입
 4. 기업지배구조의 투명성 증대
 5. 기업가치 증대
 6. 핵심사업 집중 투자
 7. 투자의 효율성 증대
- 2) 기업내부에서 투자이익률이 낮은 사업부분에서 높은 사업부분으로 자금을 배분함으로써 효율적인 내부자본시장의 이점을 누릴 수 있다(임석필, p.458). 따라서, 내부자본시장의 효율성은 투자이익률, 투자기회의 증대 및 성장기회가 높은 사업부분에 자금을 배분하여 투자이익률을 높이는 것이다. 토빈 Q에 대한 자세한 설명은 각주3을 참조함.

분의 연속성과 사업의 계속성이 유지되는 기간의 연장과 두 요건간의 일관성 확보 등을 통하여 과세 특례 요건의 실효성을 제고시켜야 한다고 주장하고 있다. 현행 과세특례분할세제는 지분의 연속성을 확보하기 위하여 분할신설법인의 주식을 기존주주에게 분할 전의 지분비율대로 배정하는 경우(pro rata distribution)에만 적용된다. 그러나 분할비율이 당사회사 주식들의 경제적 가치에 따라 결정되고, 기존주주들의 합의에 의해 비안분적 배정(non pro rata distribution)이 이루어졌다면 이 경우에도 과세특례제도의 입법취지에 따라 과세특례를 인정해 줄 필요가 있다고 주장한다.

윤계섭 등(2002)의 연구는 기업분할 세제에 관한 연구로서 1998년 12월 세법에 도입된 기업분할관련 법규를 살펴보고 기업분할과정에서 발생하는 과세문제를 검토하여 현재의 규정이 안고 있는 문제점을 기술하고 이를 토대로 바람직한 개선안을 제시하고 있다. 특히, 분할법인의 청산소득과 관련된 문제점, 자산 및 부채의 평가문제, 인적분할과 물적분할의 구분, 이월결손금의 승계 및 감면받은 법인세·취득세 등에 대한 농어촌특별세의 과세문제를 언급하고 있다.

김형태와 박용서(1999)의 연구는 문헌적 연구로서 주식시장을 활용한 기업분할제도를 기술하고 있다. 특히, 증권회사 경영환경변화와 기업분할의 활용, 증권회사 지점의 분할가능성 검토, 기업분할을 통한 온라인 증권회사의 설립, 기업분할과 전략적 제휴 및 후선업무의 아웃소싱의 활용에 대하여 기술하고 있다.

김형기와 최봉기(1999)의 연구는 기업분할제도에 관한 연구로서 회사분할에 초점을 맞추어 외국 의 입법례 및 분할사례를 중심으로 하여 기업분할 제도의 내용과 문제점 및 향후 과제를 검토한 것이

다. 특히, 금융기관의 기업분할경영과 관련하여 보험사와 은행의 기업분할경영과 관련한 현행 제도상의 제약요소 및 분할경영 방안 등에 대해서도 고찰하고 있다.

외국의 대표적인 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

부(富)의 이전가설(wealth transfer hypothesis)은 채권자의 부가 주주의 부로 이전되기 때문에 분할을 통하여 초과수익률이 발생한다고 가정하는 가설이다. 부의 이전가설의 대표적인 연구는 Parrino(1997) 연구이다. 이 연구의 목적은 매리엇 사건(Marriott event)의 분할(spin-off)이 채권자와 주주의 부에 어떠한 영향을 미쳤는지를 검증하고자 함에 있다. 매리엇(Marriott)은 호텔을 개발하여 판매하되 호텔 운영권은 계속 보유하는 경영전략으로 급성장하였으나 1990년 초기 미국의 경제불황과 새로운 시설을 갖춘 호텔들의 시장진입으로 호텔부분 수익은 격감하게 되었고 신용등급의 하락(Baa3)으로 저리의 신규 유입이 불가능해지고 경영권의 위협마저 느끼게 됨으로써 팔리지 않는 호텔과 그와 관련된 부채를 재무제표상에서 제거하기 위하여 1992년 10월 5일 분할을 발표하게 된 것이다.

연구결과에 의하면 분할발표 후 3일동안 보통주주의 주식가격은 11.68% 상승하였고 분할 이틀 후 장기사채의 발행가가 30%나 떨어졌으며 사채권자의 손실액 \$194.6백만과 주주의 이득액 \$80.6백만의 차이는 분할로 인해 매리엇의 총기업가치가 \$114.0백만(\$194.60백만- \$80.60백만) 감소되었다. 분할 후 채권자와 우선주 주주의 손실의 크기가 보통주 주주들의 크기를 초과 함으로써 채권자의 부가 보통주주의 부로 이전한 것으로 보고있다. 주주 부의 가치증가의 원천으로 투자자들에게 향상된 재무정보를 제공, 투자자들에게 보다 많은 투자기회 집합의 제공, 분할 후 회사의 회계상, 영업성과상의

수치가 관리성과를 보다 더 정확하게 반영함으로써 위험회피적인 경영자들과 계약을 체결하는데 더 유용한 정보를 제공한다는 주장이다.

Schipper and Smith(1983)의 연구는 자발적인 분할공시의 효과를 검증한 것으로 1963-1981년 사이의 93개의 분할 공시가 양(+)의 주가반응을 보였다. 이러한 양(+)의 주가반응은 완전히 채권자의 희생 때문만은 아니라고 한다. 즉, 1969년 전까지는 분할을 통한 주식의 취득을 배당으로 보아 과세하였으나 그 후 세법의 개정에 의하여 모회사의 주주가 자회사(분할된 회사)로부터 받는 주식은 모회사의 주주가 매도할 때까지 과세가 되지 않음으로써 과세이연 효과가 있었다. 이러한 결과와 생산성의 증가 등 경영자의 효율적인 개선에 의하여 초과수익률이 나타나는 것으로 보았다.

Hite and Owers(1983)의 연구는 1963부터 1981년 사이 116기업의 분할공시에 대한 주가반응을 검증하였으나 채권자의 부가 이전되는 것을 확인하지 못하였다. 그러나 합병을 하기 위한 분할과 이종산업간 분할을 한 기업에 대해서는 양(+)의 초과수익률이 발생하고 법적인 책임을 부담하고 있는 기업의 분할에 대해서는 음(-)의 초과수익률이 발생하는 것을 보여주고 있다.

Comment and Jarrell(1995)의 연구는 1980년대에 발생한 규모의 비경제는 기업집중과 전문화로 해결할 수 있다고 주장하면서 기업을 특정 사업에 집중할수록 주주의 부는 극대화된다고 주장하고 있다. 특정 사업부문에 집중화된 기업은 사업부를 다각화한 기업보다 외부의 적대적 매수에 대한 방어능력이 생긴다고 기술하고 있다.

John and Ofek (1995)의 연구는 자산의 매각을 통하여 기업에 남아있는 자산의 영업성과가 개선될 수 있음을 발견하였다. 결국, 경영성과의 개

선은 남아 있는 사업부의 집중화를 유도하게 된다는 것이다. 자산매각의 공시는 공시전 -2일부터 공시일까지의 누적초과수익률의 평균은 1.5%이며 중위값은 0.8%로 유의수준 1%에서 주가수익률에 양(+)의 반응을 보이고 있다. 또한 적당하게 자산이 분리 되므로써 분리된 자산의 매수자를 쉽게 찾을 수 있으므로 자산 매각기업에 약간의 이득이 있을 수 있음을 발견하였다.

Nanda and Narayanan(1998)의 연구는 기업가치에 대하여 시장과 경영자들 사이에 발생할 수 있는 정보의 비대칭성을 각 사업부문의 분리매각을 통하여 완화시킬 수 있다고 본다. 과소평가된 기업은 분리매각을 통하여 공정가치를 회복한 후 신규자본을 조달 할 것이며 분리 매각된 후 해당 주식은 분리되어 거래될 것이고 분석가들에 의하여 각 부문별로 기업가치평가를 받게 될 것으로 보고 있다. 즉, 분리매각을 통하여 노이즈(noise)한 측정이 방지될 수 있다고 언급하고 있다.

Krishnaswami and Subramaniam(1999)의 연구는 1979년부터 1993년 사이에 기업분할에 참여한 118개 기업을 대상으로 기업분할을 통하여 정보의 비대칭성을 완화시킬 수 있기 때문에 기업가치를 증가시킬 수 있다는 실증적 증거를 제시하고 있다. 정보의 비대칭성에 관한 가설을 검증하면서 정보의 비대칭성이 높은 기업일수록 기업분할에 더 참여하고 있으며 실질적으로 분할 후 기업의 정보의 비대칭성 문제는 감소되었음을 보여주고 있다. 기업분할로 얻는 이득은 정보의 비대칭성에 비례적이며 높은 성장기회를 가진 기업과 외부자본이 필요한 기업들은 기업분할에 비례적으로 참여하고 있음을 보여주고 있다.

Ahn and Denis(2001)는 기업분할법인을 대상으로 내부자본시장과 투자정책에 대한 연구를 하면

서 1981년부터 1996년까지 기업분할법인을 대상으로 투자정책의 변화를 검증하였다. 기업분할대상 회사는 단일 사업부문을 운영하는 회사 보다 상대적으로 과소평가되어 있으며 높은 토빈 Q의 사업 부문에 비효율적으로 적은 투자를 하고 있음을 발견하였다. 기업분할 후 투자의 효율성은 개선되었고 과소평가된 사업부문은 많이 제거되었다고 한다. 따라서, 다각화 사업을 하고 있는 회사들은 투자의 효율성이 떨어지고 있으며 기업분할을 통하여 투자의 효율성을 개선시킬 수 있다고 주장하고 있다. 본 연구는 선행연구와 달리 내부자본시장의 비효율성과 기업분할 공시효과를 직접 연결시켜 검증함으로써 기업분할의 목적을 유추할 수 있다.

III. 연구설계

3.1 표본의 선정 및 산업분류

3.1.1 표본의 선정

표본대상 기업분할법인은 다음의 요건을 충족하는 기업을 대상으로 한다.

첫째, 기업분할시 공시효과를 측정할 수 있는 상장 회사와 코스닥시장에 등록된 회사만을 대상으로 한다.

둘째, KIS-VALUE에서 추가수익률을 얻을 수 있는 기업

셋째, 1999년부터 2004년까지 기업분할을 공시한 기업

넷째, 12월 결산 법인

1999년 1월 1일부터 2004년 12월 31일까지 기업분할을 실시한 자료는 금융감독원 전자공시시스템에서 기업분할을 신고한 기업을 대상으로 하며 1999년도 및 2000년도 기업분할 자료는 기업분할을 전문으로 하는 삼빛컨설팅의 자료를 이용한다. 자료의 신뢰성을 높이기 위하여 분할종료보고서 및 감사보고서에서 분할신설회사 등 자료를 입수할 수 있는 기업만을 표본대상으로 선정한다. 또한, 연중 불규칙적으로 기업분할이 발생되므로 비교가능성을 증대시키기 위하여 기업분할법인의 재무제표는 기업분할공시 직전연도의 자료를 이용하며 재무자료를 주가와 대응하기 위해서 기업분할법인의 주가 가격은 기업분할 공시일 직전년도 말 종가를 이용한다.

표본기업의 선정은 <표 1>과 같다. 1999년부터 2004년까지 기업분할을 공시한 기업의 수는 98개 기업이다. 그러나, KIS-VALUE에 재무적 자료가 없는 기업, 분할신설법인의 재무적 자료를 수집할

<표 1> 표본기업의 선정

구 분	기업수
①기업분할 공시기업 수	98
②Kis-Value에 재무적 자료가 없는 기업	10
③분할신설법인의 재무적 자료를 수집할 수 없는 기업	6
④거래정지 기업	1
⑤12월 법인이 아닌 기업	3
⑥검증대상 기업 수	78

수 없는 기업, 기업분할 법인 중 거래정지 기업 및 12월 결산법인이 아닌 기업을 제외한 78개 기업만이 검증대상 기업이 된다.

3.1.2 산업분류

기업분할법인의 내부자본시장의 효율성을 측정하

기 위해서는 기업분할법인이 속한 산업의 재무자료가 필요하다. 따라서, 산업분류는 KIS-VALUE의 분류기준을 준용하여 <표 2>와 같이 22개 그룹으로 분류한다.

1999년도부터 2004년도까지 기업분할법인의 분할공시 직전연도의 재무자료가 필요하므로 산업분류에서는 1998년부터 2003년까지 8,441 기업-년

<표 2> 산업구분

산업 구분	그룹구분	해당 기업수 ^(주)	기업분할한 기업수
석탄, 원유 및 우라늄광업, 어업, 농업	1	46	2
음·식료품제조업	2	340	3
섬유제품제조업; 봉제의복 제외	3	150	-
봉제의복 및 모피제품제조업	4	183	3
가죽, 가방 및 신발제조업	5	73	2
펄프, 종이 및 종이제품제조업	6	299	1
화합물 및 화학제품제조업	7	933	8
고무 및 플라스틱제품제조업	8	171	1
비금속광물제품제조업	9	190	1
제1차금속산업	10	631	9
기타 기계 및 장비제조업	11	618	2
전자부품, 영상, 음향 및 통신장비제조업	12	1,794	2
기타 운송장비제조업	13	604	1
가구 및 기타 제품제조업	14	82	2
전기, 가스 및 증기업	15	65	1
종합건설업, 전문직별공사업	16	331	3
도매 및 상품중개업	17	538	11
수상운송업, 육상운송 및 파이프라인운송업, 항공운송업, 여행알선, 창고 및 운송관련서비스업	18	131	1
통신업	19	81	2
부동산업	20	21	2
전문, 과학 및 기술서비스업, 정보처리 및 기타 컴퓨터운영관련업, 전문	21	969	18
영화, 방송 및 공연산업, 사업지원서비스업, 교육서비스업, 기타오락, 문화 및 운동관련산업	22	191	3
합 계		8,441	78

(주) 평균 해당기업수: 기업분할을 한 기업을 제외한 1998년 ~ 2003년 기업 수 임.

의 자료가 사용된다.

3.2 검증방법

3.2.1 가설의 설정

기업분할 법인이 기업분할 공시를 하면 대부분 긍정적인 시장반응이 있다는 연구결과(Schipper and Smith 1983, Hite and Owers 1983, John and Ofek 1995, Krishnaswami and Subramaniam 1999 등)가 있다. 내부자본시장의 효율성은 기업 내부에 보유하고 있는 자금을 각 사업부문에 효율적으로 배분하여 투자수익률을 극대화하는 것을 의미한다. 기업내부에서 투자수익률이 낮은 사업부분에서 높은 사업부분으로 자금을 배분함으로써 효율적인 내부자본시장의 이점을 누릴 수 있다(임석필, p.458). 따라서, 내부자본시장의 효율성은 투자수익률, 투자기회의 증대 및 성장기회가 높은 사업부분에 자금을 배분하여 투자수익률을 높이는 것이다. 기업분할 법인의 투자(성장)기회가 높으면서(높은 토빈 Q³⁾) 유형자산의 취득 등 순투자 지출에 적은 금액을 투자하고 투자(성장)기회가 낮으면서(낮은 토빈 Q) 상대적으로 유형자산의 취득 등 순투자 지출에 많은 금액을 투자하거나 높은 투자(성장)기회가 있음에도 불구하고 투자를 적게 하면 내부자본시장은 비효율적이라고 말할 수 있다. Ahn and Denis(2001)의 연구에 의하면 기업분할대상 회사는 높은 토빈 Q의 사업부문에 비효율적으로 적은 투자를 하고 있음을

발견하였다.

기업분할의 목적이 내부자본시장의 비효율성 제거에 있다면 기업분할 공시효과는 내부자본시장이 비효율적일수록 자본시장에서 더 긍정적으로 반응할 것이다. 따라서, 다음과 같이 「연구가설」을 설정한다.

연구가설: 내부자본시장의 비효율성이 클수록 기업분할 공시효과는 긍정적으로 나타날 것이다.

3.2.2 변수의 측정

3.2.2.1 기업분할 법인의 내부자본시장의 효율성

기업분할 법인의 내부자본시장의 효율성(INVEFF)은 Rajan, Servaes, and Zingales(2000, p.66), McNeil and Moore(2005, p. 262)에서 사용한 방법을 원용하여 상대적 투자의 효율성으로 측정한다.

$$\begin{aligned}
 INVEFF = & (\text{기업분할 법인의 토빈 } Q - \text{동종산업의 토빈 } Q \text{ 평균값}) \\
 & \times \left(\frac{\text{순투자액(EXP)}}{\text{기업분할법인의총자산(ASS)}} \right) \\
 & - \text{동종산업} \frac{\text{순투자액(EXP)}}{\text{총자산(ASS)}} \\
 & \text{의 평균값}
 \end{aligned}$$

여기서, 각 변수의 설명은 다음과 같다.

3) 토빈의 Q는 기업자산에 대한 시장의 가치평가를 나타낸다. 토빈의 Q가 1보다 크다는 것은 그 기업이 제품시장에서 경쟁력과 경쟁우위를 점하고 있어서 성장가능성이 크다는 것을 의미한다. 따라서, 토빈의 Q가 1보다 큰 기업에 대해서는 실물자산에 대한 투자가 촉진될 것이다. 반대로 토빈의 Q가 1보다 작은 기업은 신규투자를 할 유인이 없다(임석필, p.391). McNeil, C. R., and Moore, W. T. (2005)의 연구에 의하면 토빈 Q는 투자기회의 대용치로 사용하고 있다. 토빈 Q가 높을수록 그 기업은 더 효율적으로 운영되며 보다 유리한 사업기회를 갖고 있다(윤봉한, p.82)

토빈Q: (주주지분의 시장가치 + 부채의 장부가액) / 총자산가액

순투자액(EXP): 유형·무형자산 취득액 - 유형·무형자산 처분액 - 감가상각비(무형자산상각비 포함)

동종산업의 평균값 산정시 기업분할 법인은 제외함.

3.2.2.2 기업분할시점의 공시효과

기업분할시점의 공시효과를 측정하기 위하여 초과수익률과 누적평균초과수익률을 사용하여 다음과 같이 측정한다.

가. 사건일(event day) 및 검증기간

기업분할결의와 관련된 정보를 외부정보이용자가 인식할 수 있는 시점은 기업분할 공시일이므로 공시일을 사건일로 선택한다. 다만, 이사회 소집통지는 이사회 결의일 7일 전에 이루어지므로 사건일 7일전에는 기업분할과 관련된 정보가 시장에 누출되기 시작할 것으로 예상되어 기업분할 공시전 -10일부터 공시일 이후 10일까지의 기간을 검증기간으로 한다.

나. 초과수익률과 누적평균초과수익률

기업분할 공시효과와 관련하여 해당 기업의 초과수익률과 누적평균초과수익률은 다음과 같은 방법으로 일반적으로 측정한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \dots (1)$$

$AR_{i,t}$: t 시점에서 표본기업 i의 초과수익률

$R_{i,t}$: t 시점에서 표본기업 i의 주가수익률

$R_{m,t}$: t 시점의 시장수익률

α_i, β_i : 시장모형의 회귀계수

위의 측정모형에서 시장수익률의 대응치로서

KIS-VALUE의 인덱스 99(코스닥기업 999)를 이용하여 산출되는 동일가중지수(EWI)를 사용하여 다음과 같이 각 기업별 초과수익률을 산출한다. EWI를 이용한 초과수익률은 다음과 같이 t 시점 주식수익률의 단순평균으로 측정되며, 이는 t 시점의 모든 주식에 대해 동일한 비율로 투자한 포트폴리오의 수익률을 나타낸다.

$$EWI = \sum_{i=1}^n (1/Nt)R_{it} \dots (2)$$

N_t : t시점의 상장종목의 수

따라서 초과수익률은 다음과 같다.

$$\text{초과수익률}(AR_{it}) = R_{it} - EWI_t \dots (3)$$

$$\text{평균초과수익률}(\overline{AR}) = (\sum_{i=1}^n AR_{it})/n \dots (4)$$

$$\begin{aligned} \text{누적평균초과수익률}(CAR_{(t1, t2)}) \\ = \sum_{i=1}^n \overline{AR} \dots (5) \end{aligned}$$

여기서, (t1,t2): 검증기간의 시작일과 종료일

3.3 기본검증모형

연구가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 기본검증모형을 설정한다. 편의상 기업을 나타내는 i 아래 첨자 및 연도를 나타내는 t 아래 첨자는 생략한다.

$$\begin{aligned} CAR(t1,t2) = & b_0 + b_1 INVEFF \\ & + b_2 CAR(t_0) + \epsilon \dots (6) \end{aligned}$$

여기서, $CAR(t1,t2)$: t1시점부터 t2시점까지의 누적평균초과수익률

INVEFF(기업분할법인의 내부자본시장의 효율성):
 (기업분할 법인의 토빈 Q - 동종산업의 토
 빈 Q 평균값)
 $\times \left(\frac{\text{순투자액(EXP)}}{\text{기업분할법인의총자산(ASS)}} \right)$
 - 동종산업 $\frac{\text{순투자액(EXP)}}{\text{총자산(ASS)}}$ 의 평균값)
 CAR(t₀): 기업분할 공시시점(t₀)의 평균초과수익률

기업분할의 목적이 내부자본시장의 비효율성 제
 거에 있다면 투자의 상대적 효율성으로 측정된 내
 부자본시장의 비효율성과 기업분할 공시효과와는
 양(+)의 관계가 있을 것이므로 내부자본시장의 효
 율성 변수에 대한 계수의 값은 음(-)의 유의성이
 있어야 한다. 종속변수의 검증기간이 길 경우 독립
 변수에 공시일의 초과수익률을 반영한다. 이는 공
 시일 전·후 일정기간 동안 종속변수에 영향을 미
 칠 수 있는 여러 정보를 통제할 수 있기 때문에 포
 함시킨 것이다.

3.4 통제변수를 고려한 검증모형

기업분할 공시효과에 영향을 미칠 수 있는 요인
 을 통제하기 위하여 다음과 같은 통제변수를 설정
 한다.

3.4.1 통제변수 설정

3.4.1.1 규모에 대한 통제

기업의 규모를 통제하기 위하여 분할신설법인의
 총자산을 기업분할법인의 총자산으로 나누어 다음
 과 같이 SIZE 변수를 설정한다.

SIZE = 분할신설법인의 총자산/분할전 기업분할
 법인의 총자산

3.4.1.2 분할유형에 대한 통제

기업분할은 분할법인(분할되는 법인을 의미하며
 소멸한 분할합병의 상대방법인을 포함한다. 이하
 같다)의 특정사업부문의 자산과 부채를 분할신설법
 인(분할로 인하여 신설되는 법인을 의미하며 분할
 합병의 상대방법을 포함한다)에게 이전하고 그 대
 가로 분할신설법인의 주식을 분할법인의 주주에게
 교부하는 인적분할형태와 분할신설법인의 주식을
 분할법인에게 교부하는 물적분할형태가 있다. 즉,
 인적분할일 경우에는 분할신설법인의 기업가치가
 직접적으로 기존주주에게 영향을 미치지만 물적분
 할의 경우에는 분할신설법인의 기업가치가 간접적
 으로 기존주주에게 영향을 미치므로 기업분할의 유
 형에 따라 기업분할 공시시점에서 공시효과에 영
 향을 미칠 수 있다. 따라서, 분할유형을 통제하기 위
 하여 다음과 같이 TYPE변수를 사용할 계획이다.

TYPE = 인적분할기업은 1, 물적분할기업은 0

3.4.2 추가 검증모형

통제변수를 반영한 검증모형은 다음과 같다. 편
 의상 기업을 나타내는 i 아래 첨자와 년도를 나타
 내는 t 아래 첨자는 생략한다(이하 같음).

$$\begin{aligned} \text{CAR}(t_1, t_2) = & b_0 + b_1 \text{INVEFF} \\ & (-) \\ & + b_2 \text{TYPE} + b_3 \text{SIZE} \\ & + b_4 \text{CAR}(t_0) + \varepsilon \dots\dots\dots (7) \end{aligned}$$

여기서, CAR(t₁, t₂): t₁부터 t₂시점까지의 누적
 평균초과수익률

INVEFF: 기업분할법인의 내부자본시장의 효율성

TYPE: 인적분할이면 1, 물적분할이면 0
 SIZE: 분할신설법인의 총자산/분할전 기업분할법인의 총자산
 CAR(t_0): 기업분할 공시시점(t_0)의 평균초과수익률

IV. 검증결과

4.1 기술통계량

종속변수인 CAR(t_1, t_2)의 검증기간이 길 경우 사건일 이외의 일자에 발생될 수 있는 여러 정보가 종속변수에 포함될 수 있으므로 검증하고자 하는 공시효과를 왜곡시킬 수 있기 때문에 특정 사건일 [CAR(t_0)]을 독립변수로 추가한다. 기업분할의 목적이 기업분할법인의 내부자본시장의 비효율성을 제거하는 것이라면 b1의 계수는 음(-)의 유의성을 가질 것이다.

기술통계량에 대한 분석은 <표 3>과 같다. Panel A는 기업분할 공시 직전년도 자료 기준을 기준으로 측정된 기술통계량이다. 기업분할법인의 토빈 Q와 동종 산업의 토빈 Q의 평균치와의 차액(Dif_Tobin'Q)에 대한 평균값은 1.46이며 중위값은 0.03이다. 최대값이 88.98으로 크게 나타난 것은 1999년말 코스닥기업의 이상 주가상승 현상의 결과이며 몇몇 기업에만 해당되므로 내부자본시장의 효율성(INVEFF)을 측정하기 위해서 극단치를 상위 95%에서 조정하였다. 기업분할법인의 총자산에 대한 순투자액과 동종산업의 평균치와의 차액(Dif-EXP)에 대한 평균값 -0.03 및 중위값

<표 3> 기술통계량

구 분	평균값	중위값	최대값	최소값	표준편차
Panel A: 기업분할 공시 직전년도 자료 기준					
Dif_Tobin'Q	1.46	0.03	88.98	-0.82	10.14
Dif_EXP	-0.03	-0.01	0.14	-0.77	0.11
INVEFF	-0.04	-0.00	0.20	-1.41	0.22
new_Ass/Ass	0.27	0.21	0.85	0.00	0.22
Panel B: 기업분할 공시 직전 2년간 자료 기준					
Dif_Tobin'Q	0.77	-0.01	44.55	-0.66	5.09
Dif_EXP	-0.02	-0.01	0.18	-0.45	0.10
INVEFF	-0.02	0.00	0.09	-0.76	0.11
new_Ass/Ass	0.27	0.21	0.85	0.00	0.22

(주) Dif_Tobin'Q : 기업분할법인의 TobinQ - 기업분할법인이 속한 산업의 Tobin'Q의 평균값
 Dif_EXP : 기업분할법인의 순투자액/기업분할법인의 총자산 - 동종산업의 '순투자액/총자산'의 평균값
 INVEFF(내부자본시장의 효율성) : Dif_Tobin'Q × Dif_EXP
 new_Ass/Ass : 분할신설법인의 총자산/기업분할법인의 총자산

-0.01을 보면 음수이다. 이는 기업분할법인의 유형자산의 취득 등 자본적 지출액에 대한 투자가 동종산업의 평균치 보다 약간 낮다고 볼 수 있다. 내부자본시장의 효율성(INVEFF)은 동종산업보다 낮게 나타나고 있다. 분할신설법인의 총자산을 기업분할법인의 총자산으로 나눈 변수(new_Ass/Ass)의 평균값은 약 27%이며 중위값도 약 22% 정도로 나타나고 있다.

Panel B는 기업분할 공시 직전 2년간의 자료를 기준으로 측정한 기술통계량이다. 내부자본시장의

효율성은 기업분할 직전년도의 자료를 기준으로 측정한 기술통계량 보다 전반적으로 증가되었다.

4.2 평균초과수익률과 누적평균초과수익률

기업분할을 하기 위하여 이사회 결의가 필요하다. 이사회 결의 전 이사회 소집통지기간(최소한 7일)이 필요하므로 본 연구에서는 이사회 결의일을 공시일로 간주할 경우 최소한 공시일 -10일부터 초과수익률을 검증할 필요가 있다. 기업분할공시와

〈표 4〉 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률

공시일(0) 전후 일자	AR	CAR(-10, t시점)
-10	0.010383(1.80)**	0.010383(1.80)**
-9	-0.00370(-0.93)	0.006681(0.97)
-8	0.00077(0.14)	0.007455(0.81)
-7	0.00320(0.60)	0.010652(0.98)
-6	0.00199(0.38)	0.01264(1.18)
-5	0.00499(0.97)	0.017632(1.63)
-4	-0.00123(0.25)	0.016400(1.39)
-3	-0.00015(-0.03)	0.016251(1.38)
-2	0.008530(1.67)*	0.024781(2.03)**
-1	0.002927(0.64)	0.027708(2.06)**
공시일: 0	0.009527(1.49)	0.037234(2.67)***
+1	-0.00252(-0.37)	0.034714(2.41)**
+2	-0.00142(-0.21)	0.033294(2.06)**
+3	-0.01829(-3.54)***	0.01501(0.94)
+4	-0.00017(-0.04)	0.01484(0.89)
+5	0.000885(0.21)	0.01572(0.94)
+6	-0.00048(-0.10)	0.015237(0.83)
+7	-0.00124(-0.34)	0.01400(0.75)
+8	-0.00745(-2.03)**	0.00655(0.34)
+9	0.00018(0.03)	0.00673(0.36)
+10	-0.01188(-3.46)***	-0.00515(-0.27)

(주) *, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

AR : 평균초과수익률

CAR(-10, t시점): 공시일 전 -10일부터 t 시점까지의 누적평균초과수익률

관련된 평균초과수익률(AR)과 누적평균초과수익률(CAR)은 <표 4>와 같다. 평균초과수익률(AR)은 공시일 -10일, -2일, 공시일 +3일, +8일 및 +10일에 유의성이 있으며 공시일까지 거의 양(+)의 초과수익률이 나타나고 있다. 누적평균초과수익률(CAR)을 보면, 공시일 -2일부터 공시일 +2일 동안 5% 및 1%수준에서 양(+)의 누적평균초과수익률이 발생되고 있다. 즉, 기업분할 공시시점을 전후하여 양(+)의 초과수익률이 발생되고 있는 것은 외국의 선행연구와 일치한다.

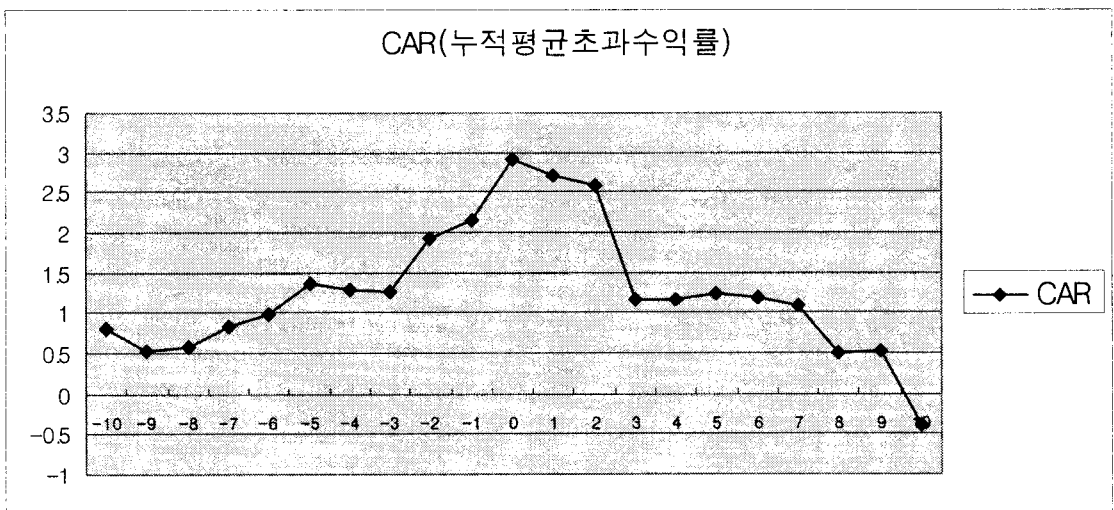
기업분할 공시일 -10일부터 +10일까지의 누적평균초과수익률을 그림으로 나타내면 <그림 1>과 같다. 공시일까지 지속적으로 누적평균초과수익률이 상승하다가 공시일 이후 하락하는 추세를 보이고 있다. 기업분할과 관련된 이사회 소집 때문에 공시일 -7일 전에 최소한 정보가 유출될 수 있으므로 본 연구에서는 CAR(-7, +7) 및 공시일인 CAR(0)을 사용하여 내부자본시장의 비효율성과 관련된 연구가설을 검증하기로 한다.

4.3 기본 검증결과

기업분할법인의 내부자본시장의 효율성(INVEFF) 여부가 기업분할 공시효과에 어떠한 영향을 미치는지를 검증한 기본 검증결과는 <표 5>와 같다. Panel A의 결과를 보면 내부자본시장의 효율성(INVEFF)은 누적평균초과수익률(CAR)에 대하여 10%수준에서 음(-)의 유의성이 있으며 공시 시점의 초과수익률은 1%수준에서 양(+)의 유의성이 있다. 따라서, 기업분할 전 기업분할법인의 내부자본시장이 비효율적일수록 누적평균초과수익률(공시효과)이 긍정적인 반응을 보일 것이라는 「연구가설」은 채택된다.

Panel B를 보면, 기업분할 전 2년간의 평균 내부자본시장의 효율성을 기준으로 검증한 결과 내부자본시장의 효율성(INVEFF)의 계수값은 음수(-)이지만 유의적이지는 않다. 이는 기업분할 직전 2년의 내부자본의 비효율성 보다는 자본시장에서는 기업분할 직전연도의 내부자본 시장의 비효율성에 더 민감하게 반응하는 것으로 해석된다. 따라서,

<그림 1> 기업분할 법인의 분할 공시효과



기업분할 내부자본시장의 비효율성이 높을수록 기업분할을 통하여 비효율성을 제거할 수 있기 때문에 기업분할 공시효과는 더 긍정적으로 반응하는 것으로 해석된다.⁴⁾

4.4 통제변수를 반영한 검증결과

통제변수를 반영하여 검증한 결과는 <표 6>과 같다. Panel A의 결과를 보면, 기업규모의 통제변수인 SIZE는 1% 수준에서 음(-)의 유의성이 있으며 공시시점의 초과수익률은 1% 수준에서 양(+)의 유의성이 있다. 기업분할법인의 내부자본시장의 효율성(INVEFF)은 통제변수를 반영하지 않은 <표 5>와 같이 누적평균초과수익률(CAR)에 대하여 1% 수준에서 음(-)의 유의성을 나타내고 있다.

이는 기업분할 전 내부자본시장이 비효율적일수록 기업분할을 통하여 내부자본시장의 비효율성을 제거할 수 있으므로 기업분할의 공시효과는 자본시장에 긍정적으로 반응한 결과로 해석된다. 따라서, 「연구가설」은 채택된다.

기업분할 직전 2년간의 자료를 통하여 검증한 Panel B의 결과를 보면 내부자본시장의 효율성(INVEFF)의 계수는 음수(-)의 값을 가지지만 유의적이지는 않다. 이는 기업분할 직전 2년간의 내부자본시장의 비효율성 보다는 최근의 내부자본시장의 비효율성에 더 민감하게 반응하는 것으로 해석된다. 따라서, 기업분할 내부자본시장의 비효율성이 높을수록 기업분할을 통하여 비효율성을 제거할 수 있기 때문에 기업분할 공시효과는 더 긍정적으로 반응하는 것으로 해석된다.⁵⁾

<표 5> 기본 검증결과

$$CAR(t1,t2) = b_0 + b_1 INVEFF + b_2 CAR(t_0) + \varepsilon$$

구 분	Panel A	Panel B
	CAR(-7+7)	CAR(-7, +7)
b ₀	-0.00980(-0.51)	-0.00376(-0.19)
b ₁	-0.15965(-1.94)*	-0.04650(-0.28)
b ₂	0.96573(2.90)***	0.95113(2.97)***
R ²	0.1143	0.0708
F 값	5.97***	3.94***

(주1) Panel A: 기업분할 직전 1년간의 내부자본시장의 효율성 반영시

(주2) Panel B: 기업분할 직전 2년간의 내부자본시장의 효율성 반영시

(주3) **, ***: 5%, 1% 수준에서 유의성이 있음.

(주4) Dif_Tobin'Q의 극단치를 상위 95%에서 winsorzing 함.

(주5) 괄호(): t 값임.

4) 내부자본시장의 효율성(INVEFF)이 양(+)의 값을 가질 수 있는 경우의 기업을 제외하고 추가 검증하였으나 Panel A의 회귀분석 결과를 보면 b1의 계수는 여전히 -0.17607(t 값: -2.01)으로 5% 수준에서 유의성이 있다. Panel B의 회귀분석 결과를 보면 b1의 계수는 여전히 음(-)의 값을 가지며 기본 검증결과와 차이가 없다.

5) 내부자본시장의 효율성(INVEFF)이 양(+)의 값을 가질 수 있는 경우의 기업을 제외하고 추가 검증하였으나 Panel A의 회귀분석 결과를 보면 b1의 계수는 여전히 -0.14916(t 값: -1.71)으로 10% 수준에서 유의성이 있다. Panel B의 회귀분석 결과를 보면 b1의 계수는 여전히 음(-)의 값을 가지며 기본 검증결과와 차이가 없다.

〈표 6〉 통제변수를 반영한 검증결과

$$CAR(t1,t2) = b_0 + b_1 INVEFF + b_2 TYPE + b_3 SIZE + b_4 CAR(t_0) + \epsilon$$

	Panel A	Panel B
구 분	CAR(-7, +7)	CAR(-7, +7)
b ₀	0.02593(0.83)	0.03596(1.11)
b ₁	-0.14088(-1.72)*	-0.01697(-0.10)
b ₂	0.01916(0.49)	0.02029(0.51)
b ₃	-0.16182(-1.88)*	-0.17889(-2.05)**
b ₄	0.99340(2.97)***	0.98566(2.89)***
R ²	0.1323	0.0974
F 값	3.93***	3.08***

- (주1) Panel A: 기업분할 직전 1년간의 내부자본시장의 효율성 반영시
- (주2) Panel B: 기업분할 직전 2년간의 내부자본시장의 효율성 반영시
- (주3) *, **, ***: 10%, 5%, 1% 수준에서 유의성이 있음.
- (주4) INVEFF의 극단치를 상위 95%에서 winsorzing 함.
- (주5) 괄호(): t 값임.

V. 결론

기업분할 전 기업이 가지고 있는 내부자본시장이 비효율적일수록 기업분할에 의하여 특정 사업부문에 전문화 및 집중화를 함으로써 비효율성은 제거될 수 있다. 특정기업의 투자기회가 상대적으로 낮음(토빈 Q 낮음)에도 불구하고 유형자산의 취득 등 순투자 지출에 많은 투자를 하거나 높은 투자기회가 있음에도 불구하고 낮은 투자를 하면 기업이 조달한 자본은 비효율적으로 배분되었다고 말할 수 있다. 따라서, 기업분할 전 내부자본시장이 비효율적일수록 기업분할 공시효과는 긍정적으로 반응할 것이다. 이에 본 연구는 내부자본시장의 비효율성을 기업분할 공시효과와 연결하여 검증하였다.

검증결과는 다음과 같다.

첫째, 기업분할 공시효과를 보면, 초과수익률

(AR)은 공시전 -10일, 공시전 -2일에서 유의적인 양(+)의 반응이 나타났으며 누적평균초과수익률(CAR)은 공시전 -10일부터 공시일까지 지속적으로 증가하다가 공시일 이후 감소하는 추세를 보이고 있다. 이러한 결과는 외국의 선행연구와 같이 기업분할 공시효과는 양(+)의 초과수익률이 발생되었다.

둘째, 내부자본시장이 비효율적일수록 공시효과는 유의한 양(+)의 반응을 하였다. 통제변수로 인적분할 및 물적분할을 나타내는 기업분할의 유형변수와 기업분할법인의 총자산 중에서 분할신설법의 총자산이 차지하는 규모 통제변수를 반영하여도 연구결과에는 차이가 없었다. 따라서, 연구가설은 채택되었다.

따라서, 여러 사업부문을 갖고 있는 기업에게 기업분할을 통하여 내부자본의 구조를 재조정하게 함으로써 기업구조조정을 촉진시키고 투자의 효율성을 개선시킬 수 있다고 본다. 기업분할제도의 실시

기간이 6년이 지나가는 시점에서 아직까지 기업분할과 관련된 실증적 연구가 미흡한 상태이므로 본 연구가 기업분할에 대한 실증적 연구의 시발점이 되었으면 한다. 그럼에도 불구하고 연구의 한계점으로 기업분할의 공시효과가 투자의 효율성으로 측정된 내부자본시장의 효율성 외 다른 누락변수에 의해서도 영향을 받을 수 있다.

참고문헌

- 김형기·최봉기 (1999), **기업분할제도에 관한 연구**, 삼성금융연구소 연구보고서, 99-11.
- 김형태·박용서 (1999), **주식시장을 활용한 기업분할제도**, 한국증권연구원
- 윤계섭·전춘욱·전규안 (2002), **기업분할 세제에 관한 연구**, 한국상장협의회 연구보고서 2002-2, 한국상장협의회.
- 윤봉한 (2004), **재무관리의 이해**, 문영사
- 이은상, 이준규, 신승묘 (2002), "경제적 실질에 따른 기업분할의 과세방안-과세특례분할을 중심으로," **회계저널** 제11권 제4호, 103-120.
- 임석필 (2004), **재무관리**, 창민사
- Ahn, S., and Denis, D.J (2001), "Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence From Corporate Spinoffs." <http://papers.ssrn.com>
- Comment, R., and Jarrell, G. (1995), "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics* 37, 67-87.
- Hite, G., and Owers, J. (1983), "Security price reactions around corporate spin-off announcement," *Journal of Financial Economics* 12, 409-436.
- John, K., and Ofek, E. (1995), "Asset sales and increase in focus," *Journal of financial Economics* 37, 105-126.
- Krishnaswami, S., and Subramaniam, V (1999), "Information asymmetry, valuation and the corporate spin-off decision." *Journal of Financial Economics* 53, 73-112.
- McNeil, C. R., and Moore, W. T (2005), "Dismantling internal capital markets via spinoff: effects on capital allocation efficiency and firm valuation," *Journal of Corporate Finance* 11, 253-275.
- Nanda, V., and Narayanan, M. P (1998), "Disentangling Value: Misvaluation and Divestitures," *University of Michigan Business School. Working Paper*.
- Parrino, R (1997), "Spin-offs and wealth transfers: the Marriott case," *Journal of Financial Economics* 43, 241-274.
- Rajan, R., Servaes, H., and Zingales, L (2000), "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment," *The Journal of Finance*, Vol.LV, NO.1, 35-80.
- Schipper, K., and Smith, A (1983), "Effects of recontracting on shareholder wealth: the case of voluntary spin-offs," *Journal of Financial Economics* 12, 437-467.

Spinoff Wealth Effects and Internal Capital Markets

Chung-Jin Shim*

Abstract

Divestiture is divided into the form of spin-off that transfers the assets and liabilities of a particular division of the divesting firm and transfers the stock of the buying firm in return for it and the form of drop-down that transfers the stock of the buying firm to the divesting firm. The provisions on the divestiture system were enacted in the Commercial Law for the first time in Dec 28, 1998. The divestiture system can be said to be the system that came into the world in the process of overcoming the foreign exchange crisis since the end of 1997.

Because six years have passed since the divestiture system was enforced, this study, unlike previous studies abroad, needs to present the need to test whether divestiture gets rid of the inefficiency of the internal capital market in Korea, through the response of the efficiency and disclosure effect of the internal capital market. Therefore, the purpose of this study was to investigate whether divestiture was aimed at getting rid of the inefficiency of the internal capital market of the divesting firm in conjunction with the disclosure effect of divestiture. As the internal capital market is more inefficient, the inefficiency can be removed by specializing in and concentrating on a particular division by means of divestiture. In case the investment opportunity of a particular firm is low compared to the average of the same industry (Tobin's Q is low) but the amount invested in capital expenditures such as investment in tangible assets, it can be said that the capital raised by the firm was inefficiently invested. Accordingly, the disclosure effect of divestiture will respond positively as the internal capital market is inefficient before the divestiture.

To attain the purpose of the study, this study sampled only 78 buying firms on which data were available from their divestiture closing report and the audit report of except the buying firms on which data were not available from their financial data of firms disclosing their divestiture over the period between 1999 and 2004. They were divided into 22

* Assistant Professor, School of Business, Konkuk University, Seoul, Korea

industries to compare the efficiency of the internal capital market of the divesting firm and that of the same industry, and 8,441 firms-year was used to compute the efficiency of the internal capital market of the same industry.

In the test model, cumulative abnormal return(CAR) was used as the dependent variable and the controlling variable for efficiency and size of the internal capital market and the controlling variable for the type of divestiture were used as the independent variable.

As a result of testing, the following findings were obtained:

First, the disclosure effect of divestiture showed that the abnormal return(AR) had the significant positive response at the -10 day and -2 day of the disclosure day. Cumulative abnormal return(CAR) continued to increase from the -10 day of the disclosure day to the disclosure day and tended to reduce since the disclosure day of the divestiture. Like previous studies abroad, the disclosure effect of divestiture generated the positive(+) abnormal return.

Second, the disclosure effect of divestiture had the significant positive response at the level of 10% as the internal capital market was inefficient. That is, the efficiency coefficient of the internal capital market was -0.15965 (t -value= -1.94). When 2-year data on the amount of capital expenditures before the disclosure of divestiture were to compute the efficiency of the internal capital market, the efficiency coefficient of the internal capital market was -0.04650 (t -value: -0.28) which was negative but not significant. It is interpreted that the capital market responded more sensitively to the inefficiency of the internal capital market of the years shortly before divestiture than that of the 2-year period shortly before divestiture.

There was no difference in the findings of the study though reflecting such controlling variables as the variable of the type of divestiture representing spin-off and drop-down and the size of the total asset divested from the total of the divesting firm. Accordingly, the study hypothesis was supported that the disclosure effect of divestiture would appear positively as the inefficiency of the internal capital market is greater.

Therefore, it is thought that the firm having several business divisions can promote corporate restructuring and improve the efficiency of investment by restructuring the internal capital through divestiture. Seeing that empirical studies have poorly been conducted on divestiture at the point in time when six years have passed since the divestiture system was enforced, it is expected that this study will be the starting point for an empirical study on divestiture.

Key words: Divestiture, Internal capital market, Abnormal return, Investment opportunity, Disclosure effect