

기업분할 결정요인은 무엇인가? - 한국의 기업분할을 중심으로 -

이상욱
한국은행 금융경제연구원
(lsvmaxlover@hanmail.net)

본 연구는 한국의 기업분할 제도를 중심으로 기업분할의 결정요인을 분석하였다. 기업분할 1~3년전을 기준으로 대응기업과 비교한 분할기업의 경영특성을 비교·분석하였다. 기업분할 결정요인은 로짓(logit) 모형을 이용하였으며, 기업분할 유형별 결정요인은 다중로짓(multinomial logit) 모형을 이용하였다. 한국의 기업분할은 대규모 기업 또는 역사가 오래된 기업에서 매출부진을 극복하면서 인원 감축을 도모하는 목적에서 활용할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 한편, 기업분할 직전의 저조한 경영성과는 기업분할의 결정요인이 되지 않은 것으로 나타났다. 기업분할 유형별 분석에서는 매출부진 극복 및 인원 감축의 목적을 위해 인적분할 및 업종전환 분할의 활용 가능성이 높은 것으로 추정되었다. 또한, 기업분할 공시에 따라 양의 초과수익률이 시현되는 것으로 보아 기업분할로 인해 자본시장에서의 정보비대칭성 문제가 어느 정도 완화되는 것으로 추정된다. 기업분할은 대규모 기업경영의 비효율성을 감소시키며 기업의 경쟁력을 개선시킨다는 점에서 당초 제도 도입의 취지는 어느 정도 달성된 것으로 보인다. 기업 경영환경 변화에 유연하게 대처할 수 있는 경영전략 수단으로서 기업분할 기능이 강화될 수 있도록 기업분할 제도 개선을 지속 추진할 필요가 있다.

주제어: 분할, 인적분할, 물적분할, 업종전환 분할, multinomial logit

1. 서론

「기업분할을 결정하는 요인은 무엇인가?」 「기업분할 제도 및 유형별 결정요인의 차이는 무엇인가?」 본 연구에서는 기업분할 결정요인에 대한 실증분석을 통해 이러한 질문에 대한 답을 찾아 보고자 한다.

기업분할은 기업경영의 전문성·독립성·효율성 극대화를 위하여 특정 사업부문을 분리하는 것을 의미한다. 기업분할은 사업의 전문화·집약화를 통해 기업의 조직을 재편하는 방법이다. 과거 대량생산·소비 체제하에서는 규모의 경제 효과를 누리 기 위해 외형위주의 성장전략이 효과적이었으나 지나친 기업규모의 확대는 기업경영의 복잡성과 비효

율성을 발생시키는 경향이 있다. 급속히 변화하는 경영환경 변화에 유연하게 대처하면서 기업의 핵심 경쟁력을 극대화하기 위해서는 기업규모 축소를 통한 사업포트폴리오의 재구성이 필요하다. 기업분할은 지식정보화 산업사회에서의 다양한 소비요를 충족시키고 미래 성장분야로의 역량을 집중할 수 있는 기업규모 최적화를 위한 경영전략 수단이라고 할 수 있다.

최근 들어 기업분할은 점차 확대 추세에 있으며, 기업경영 환경 변화에 따라 기업분할의 활용 목적도 다양화되고 있다. Jensen(1993)은 기업분할을 '제3의 산업혁명'에서 등장할 주요한 특징 중 하나가 될 것이라고 평가하였다. 기업분할은 특정 사업부문의 분리를 통해 사업의 전문화·집약화를 도모

하는 경영전략 수단이라는 점에서 기존 사업구조 조정 수단과는 차별성을 가지고 있다(Andrew, 1971; Buchltz et al., 1999). 기업분할은 사업 부문 재편을 통해 경영 효율성을 제고하며 새로운 사업 부문을 육성하고 전문화함으로써 기업의 지속적 성장기반 확충을 지원한다. 또한 기업분할은 부진 사업 또는 부실자산 정리를 통해 재무상태 건전성을 제고시킬 수 있다는 측면에서 기업구조조정 및 회생수단으로서도 중요성이 강조되고 있다. 최근의 기업분할 결정요인에 대한 설문조사 결과(Accenture, 2003; KPMG, 2002)에서도 기업 경영자들은 핵심사업의 경쟁력 제고와 매출부진 극복의 수단으로 기업분할을 선호하는 것으로 나타나고 있다. 기업분할은 사업부문 재편성을 통한 기업 경쟁력 제고와 매출부진 극복 등의 목적 등으로 활용될 가능성이 높다고 할 수 있다.

기업분할 결정요인에 대한 기존 연구들에서는 기업분할을 경영전략 및 기업경영 성과와 밀접한 것으로 분석하고 있다(Dranikoff et al, 2002; Hoskisson et al., 1994).¹⁾ 한편, 이와 달리 기업분할을 기업 내부 지배구조 및 정보비대칭성 문제 해결과정에서 발생하는 것으로 보는 견해도 있다(Bergh, 1995; Krishnaswami and Subramaniam, 2003). 한편 Brauer(2006)는 기존 기업분할 연구들은 대부분 1980년대 미국의 기업분할을 대상으로 하고 있어 최근 기업분할 결정요인 등을 제대로 반영하지 못할 가능성이 있다고 하였다. 따라서, 그는 이러한 실증분석 연구들을 미국과 제도·문화 등 경영환경 측면에서 차이가 있는 국가들에게 직접적으로 적용하기는 곤란한 측면이 있

다고 하였다.

본 연구는 기업분할 결정요인에 대한 기존 문헌들을 중심으로 우리나라 기업분할에서의 결정요인들을 분석해 보고자 한다. 구체적으로는 기업규모 및 업력(history), 경영성과, 매출부진 극복 및 사업구조조정(인원 재조정) 등으로 인해 기업분할이 발생하는 지를 살펴보고자 한다. 지배구조 및 정보비대칭성 관점에서의 결정요인들은 모형의 통제변수 및 추가분석 등을 통해 살펴보고자 한다. 지배구조 관점에서는 지배주주를 중심으로 지배주주 및 경영진간의 대리인 문제 또는 지배주주와 소수주주간의 이해충돌에서 기업분할이 발생하는 것으로 보고 있다. 또한, 정보비대칭성 관점에서는 개별 사업부문 등에 대한 정보력 제고 등을 통해 기업가치 향상의 목적으로 기업분할이 활용되는 것으로 추정한다.

우리나라에서의 기업분할 제도는 기업규모 축소를 통한 기업구조 조정을 원활히 하기 위한 취지로 외환위기 이후 상법 개정(1998.12월)을 통하여 도입되었다. 우리나라의 기업분할 제도는 미국을 비롯한 다른 나라의 기업분할 제도와는 다소 차이가 있다. 우리나라의 인적분할(비례배분)은 미국의 Spin-off와 유사한 반면, 물적분할은 독일의 Ausgliederung과 유사한 측면이 있다. 또한, 우리나라의 기업분할은 대부분 2000년대 들어 발생하였다는 점에서 비교적 최근의 기업분할 경향이 반영되어 있다고 할 수 있다.

우리나라와 같이 최근 기업분할 제도 도입 국가를 대상으로 한 기업분할 결정요인에 대한 연구는 기존 1980년대 미국 중심의 연구결과와 비교해 최

1) Hoskisson et al.(1994)은 기업분할의 발생과정을 기업지배구조, 경영전략, 경영성과 등과의 연관성을 통하여 설명하였다. 그들은 기업 지배구조는 사업다각화와 밀접한 관련성이 있으며, 사업다각화를 포함한 경영전략의 재구성을 통해 경영성과를 개선하기 위한 목적으로 기업분할이 이용된다고 보았다.

근 기업분할의 경영전략적 특성 등이 보다 잘 반영 될 것으로 예상된다. 또한, 본 연구는 미국의 기업 분할 제도와 비교하여 우리나라 기업분할 제도 및 운영면에서도 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 옥 무석 등(2003)은 우리나라 기업분할 제도가 기업 합병과 대칭 또는 포함되는 개념으로 기업합병과의 연장선상에서 정의·규정됨으로써 기업분할 제도의 장점이 충분히 활용되지 못하는 문제점이 있다고 하였다. 기업분할 결정요인에 대한 분석은 기업 경영전략 수단으로서 기업분할 제도의 유용성을 제고 할 수 있는 단초를 제공할 것으로 기대한다.²⁾

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 기존 문헌을 중심으로 본 연구의 배경 및 연구가설 등을 논의한다. 이어 Ⅲ장에서는 우리나라 기업분할 현황 등과 함께 본 연구자료에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서는 구체적인 실증분석 방법과 함께 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구에 대한 결론과 함께 시사점 및 한계점 등을 정리하였다.

II. 연구배경 및 가설

2.1 연구 배경

기업분할은 기업이 영위하는 사업의 범위 및 목적과 직접적으로 연관되어 있는 기업경영 전략의 핵심수단이라고 할 수 있다(Andrew, 1971). 기업분할은 특정 사업부문의 분리를 통해 사업의 전

문화·집약화를 도모할 수 있는 독립적이고 목적 지향적 경영전략 수단으로서 기업합병과 대칭되는 이상의 의미가 있다(Buchltz et al., 1999).

기업분할 제도 도입 이전에는 영업양도, 현물출자, 재산인수, 사후설립 등의 방법을 이용하였으나, 이러한 방식의 기업 분사화는 기업분할과 동기적 측면의 유사성에도 불구하고, 절차의 복잡성 및 비용 문제 등으로 인해 그다지 활성화되지 아니하였다고 할 수 있다. 우리나라에서도 기업규모 축소를 통한 기업구조 조정을 원활히 하기 위한 취지로 외환위기 이후 상법 개정(1998.12월)을 통하여 기업분할 제도가 도입되었다. 최근 들어 기업분할은 점차 확대 추세에 있으며, 경영 환경 변화에 따른 기업분할의 활용 목적도 다양화되고 있다.

기업분할 결정요인과 관련된 연구는 1980년대 미국의 기업분할 증가 추세와 더불어 본격화되기 시작하였다. 기존 연구는 기업분할을 전략적 선택의 관점에서 해석하는 연구가 주류를 이루고 있으나, 기업분할을 지배구조 문제 등 대리인 문제와 결부시키거나 정보의 비대칭성에 의한 기업가치의 저하에서 비롯된 것으로 보는 관점도 있다. 한편, 경제학적 관점에서는 기업분할의 발생 원인을 산업적 특성에서 비롯된 것으로 보는 견해도 있다.

본 연구는 기존 문헌들에서 기업분할 결정요인으로 설명되는 요인들 중 기업규모, 업력, 경영성과, 매출부진, 사업구조 조정(인원 조정) 등을 중심으로 기업분할 결정에 미치는 관계들을 살펴보고자 한다. 기존 연구 등에서 기업분할의 다른 결정요인으로 설명되는 지배구조 및 정보비대칭성 관점 등의 요인들은 모형의 통제 변수 및 추가분석 등을

2) 국내의 기업분할 연구에서도 기업분할 제도 도입역사가 짧은 이유 등으로 인해 기업분할과 관련된 실증분석 연구는 그다지 활발하지 않은 실정이다. 기업분할공시에 대한 주식시장의 반응(오현탁 등, 2005), 기업분할 전후 성과분석(박경진 등, 2005), 분할 사례(김희천 등, 2001) 연구 등을 찾아 볼 수 있다.

통해 살펴보도록 하겠다. 한편, 기업분할 결정요인에 대한 기존 연구들에서는 이러한 검정대상 요인들에 대해 일관된 결과를 제시하지는 않고 있다. 일부 연구들에서는 이러한 요인들과 기업분할의 관계에 대해 상호 상반된 해석을 제시하기도 한다. 이러한 분석결과의 차이는 분할기업을 둘러싼 외부 경영환경(제도·문화적 요인) 또는 분석대상 시점 등의 차이에 기인한 것으로 추정된다.

Brauer(2006)는 기업분할 결정요인에 대한 기존 실증분석 연구는 대부분 1980년대 미국의 기업분할 결정요인 등을 대상으로 하고 있으므로, 기존 실증분석 연구를 통해서는 최근의 기업분할 경향이나 미국이외의 국가들의 기업분할 결정요인을 설명하기에는 충분하지 않다고 하였다. 우리나라 기업분할 대상의 결정요인 분석은 이러한 경영환경 및 특성의 차이에서 비롯될 수 있는 기업분할의 결정요인에 대한 차별성을 살펴볼 수 있다는 점에서 의의가 있다. 우리나라의 기업분할은 대부분 최근에 발생하였다는 점에서 최근의 기업분할 경향을 보다 잘 반영할 뿐 아니라, 제도·문화적 차이에 따른 기업분할 결정요인의 차별성도 제시할 것으로 기대한다.

또한, 본 연구는 기업분할의 결정요인을 기업분할 제도 및 유형에 따라 분석하고 있다. 기업분할 제도 및 유형에 따른 기업분할 결정요인 분석은 우리나라 기업분할 제도의 유용성을 검증하고 향후 개선방향을 모색하는 데 있어 좋은 시사점을 제공하리라 생각한다. 기업분할 제도는 인적분할 및 물적분할로 구분하였으며 기업분할 유형에 따라서는 업종전환분할 및 업종유지분할로 구분하였다.³⁾ 인적분할은 미국의 Spin-off와 유사하나 물적분할은

미국의 기업분할 제도와 차이가 존재한다. 기존 분할회사와 신설회사⁴⁾의 영위 업종이 다를 경우에는 업종전환으로 분류하고 분할회사와 신설회사의 업종이 동일할 경우에는 업종유지 분할로 분류한다. 업종전환 분할의 경우에는 사업부문의 전문화(corporate focus)가 보다 강화된 측면이 있다.

2.2 연구 가설

2.2.1 기업 규모와 업력(history)

기업경영의 효율성을 극대화할 수 있는 최적의 기업규모를 추구하는 과정에서 기업분할은 발생한다고 할 수 있다. 과거 대량 생산·소비 체제하에서는 '규모의 경제' 효과를 누리기 위해 기업규모의 대형화를 추구하였으나, 최근 지식·정보화 산업사회에서 다양한 소비 수요변화를 충족시키고 신규 성장사업 분야로의 기업 역량을 집중하기 위해서는 '규모의 비경제적 요소' 제거를 통한 기업규모 최적화가 중요하다. Coase(1937)는 기업의 내부·외부 생산시장의 상대적 효율성에 의해 기업 규모를 설명하였다. Williams(1985)는 이러한 거래비용 개념(Transaction Cost Economics: TCE)에 의거해 기업의 인수합병과 분할과정을 설명하였다. 그는 인수합병 및 분할 등에 따른 한계편익과 비용이 일치하는 지점에서 기업의 최적규모가 결정되어 진다고 보았다. Gertner et al. (2002)는 이러한 관점에서 기업의 내부 및 외부 자본시장의 상대적 효율성에 의해 기업분할이 결정되어 진다고 설명하였다. 이와 같이 거래비용 최소화를 위한 탐

3) 우리나라 기업분할 제도 및 유형에 대한 설명 및 외국 기업분할 제도와의 차이점 등은 「Ⅲ. 기업분할 현황 및 연구자료」를 통해 설명하였으며, 제도 및 유형별 분석을 위한 모형에 대한 설명은 「Ⅳ. 실증분석」에 제시되어 있다.

4) 이하 본고에서는 기업분할로 인해 피분할되는 기존 회사를 분할회사, 분할로 인해 신설되는 회사를 신설회사로 정의한다.

색과 선택(Search and Selection)의 과정⁵⁾ 속에서 기업분할이 발생하는 것이다.

Bergh(1997) 및 Hamilton and Chow(1993) 등은 산업내 대응집단과 비교한 기업규모가 기업분할에 대해 가장 직접적 영향력을 가지는 것으로 분석하였다. Bergh(1997)는 기업규모 대형화에 따른 편익이 미약할 경우에는 기업분할을 통한 기업규모 축소의 가능성이 높은 것으로 분석하였다. 그는 ① 내부통제 취약에 따른 거래비용 증가, ② 자본조달상의 편익 감소, ③ 공동보험(사업다각화로 인한 경기변동 완화) 기능 취약, ④ 기업규모에 대한 경영진의 이해가 불일치할 경우 등에는 기업분할의 발생 가능성이 높은 것으로 분석하였다. 기업규모의 대형화로 규모의 비경제가 존재하거나 사업부문 다각화로 기업경영의 복잡성이 존재할 경우에는 경영효율성 제고를 위해 기업분할 체도를 이용하려 할 것이다. 기업규모에 비례하여 증가한 내부보유자원 등이 방만하게 운영될 경우에는 기업분할 발생 가능성은 더욱 증가하게 되는 것이다. 한편, Chang(1996)은 제품에 대한 수요 감소 등이 전제될 경우(경영성과가 저조할 경우)에는 대규모 기업들에게서 기업분할 가능성이 높다는 결과를 발견하기 어렵다고 하였다.

기업의 업력도 기업규모와 함께 기업경영의 복잡성을 증가시키며 경영환경 변화에 따른 사업부문의 재조정 필요성을 증가시킨다는 점에서 기업분할의 발생의 주된 원인이 될 수 있다.⁶⁾ Van Kranenburg et al.(2002)는 업력이 오래된 기업일 수록 기업 운영에 수반되는 비용의 크기 및 경영 효율성에 대한 정확한 판단결과에 의해 기업분할을 선택할 가

능성이 크다고 하였다. Harrigan(1982)은 상대적으로 역사가 길지 않은 하이테크 산업분야에서는 자원을 공유하고 시장 진출입에 대한 장애가 크지 않으므로 기업분할의 가능성은 높지 않을 것으로 평가하였다. 기업의 업력이 오래 될수록 기업의 경쟁력 제고를 위한 기업분할의 필요성이 더욱 증가할 것으로 추정된다.

우리나라는 과거 규모의 경제를 통한 성장위주의 경제정책과 재벌위주의 산업정책 등으로 기업규모가 상대적으로 대형화 되었다고 할 수 있다. Ferris et al.(2003)는 우리나라의 재벌들은 사업규모의 다각화 등으로 기업가치가 낮게 평가되고 있는 데, 이는 비효율적 기업투자와 계열기업 간 내부거래 등에 기인한다고 하였다. 따라서, 우리나라의 경우에는 기업규모에 따른 경영의 비효율성이 보다 클 것이므로, 기업규모 크기에 비례하여 기업분할의 발생가능성은 더욱 증가할 것이다.

우리나라의 대형화된 기업들은 상대적으로 오래된 역사를 가질 가능성이 크다. 따라서, 우리나라의 경우에도 오래된 역사를 가진 기업일수록 기업규모 대형화 및 사업부문 다각화 등에 따른 내부경영의 비효율성이 발생할 가능성이 크다고 할 수 있다. 기업규모가 클수록 기업의 업력도 비례적으로 증가함으로써 기업의 업력도 기업규모와 함께 기업경영의 복잡성 및 비효율성을 대신할 수 있는 지표로 볼 수 있는 것이다.

연구가설 1: 한국 기업들에서 기업분할 가능성은 기업규모(자산)와 업력(history)에 비례하여 증가할 것이다.

5) Chang(1996)은 기업은 탐색과 선택의 과정(Search and Selection)을 통해 진화한다고 하였다.

6) Hopenhayn(1992)는 기업의 업력은 기업규모와 비례적인 관계에 있는 것으로 분석하고 있다(Van Kranenburg et al.(2002) 재인용). 본 연구의 실증분석에서도 기업규모와 업력은 0.5이상의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다.

2.2.2 기업의 저조한 경영성과

기업분할은 기업의 저조한 경영성과와 밀접하게 관련되는 것으로 보고되고 있다(Dranikoff et al., 2002; Duhaime and Grant, 1984 등). 기업분할의 경영성과 분석 연구에서도 기업분할 이후 경영지표 및 주식수익률 측면에서의 성과 개선이 있는 것으로 보고되고 있다(Bergh, 1995; Hoskisson and Johnson, 1992). Bergh(1997)는 기업의 경영성과 부진은 경영전략의 오류에서 기인하는 측면이 크다고 보았다. 그는 사업부문 재편성 등을 통한 기업 경영성과 개선을 위해 기업분할이 결정되어 진다고 분석하였다. 우리나라의 경우에도 기업분할 제도가 기업구조조정의 활성화를 위해 도입되었다는 점에서 기업의 저조한 경영성과가 기업분할의 원인이 될 수 있다.

그러나, 일부 연구에서는 저조한 경영성과가 기업분할의 결정요인이 되지 않은 것으로 분석하고 있다. Miles and Rosenfeld(1983)는 기업분할은 양의 초과수익률이 발생한 이후에 발생한다는 점에서 저조한 성과는 기업분할의 원인일 가능성이 낮다고 하였다. Harrigan (1982)도 기업분할은 핵심 사업에서의 편익을 극대화하기 위해 부차적 사업을 분할하는 것이므로 저조한 기업경영의 성과가 기업분할의 주된 원인이라고 하기 곤란하다고 하였다. Chang(1996)은 기업분할은 개별기업의 저조한 성과보다는 소속 산업의 전반적 침체 등에 의해 더 많은 영향을 받는 것으로 분석하였다.⁷⁾ Van Kranenburg et al.(2002)도 기업분할은

전반적 경기침체에 발생가능성이 높다고 하였다. 또한, 기업분할이후 경영성과 분석에서도 Woo et al.(1992) 등은 기업분할 이후 경영지표 측면에서의 성과개선이 발견되지 않는다고 하였다.

우리나라의 경우에도 기업분할 이후 경영성과 개선 기대에도 불구하고, 기업분할 가능성이 큰 대규모 기업들의 경영성과가 대체로 양호하다는 점에서 저조한 경영성과가 기업분할의 직접적 원인이 되지는 않을 것으로 보인다. 따라서, 우리나라의 경우에는 개별기업의 저조한 경영성과가 기업분할의 직접적 원인이 될 가능성은 크지 않을 것으로 예상된다.

연구가설 2: 한국 기업들에서 기업분할 이전의 저조한 경영성과(자산수익률)가 기업분할의 원인이 되지는 않을 것이다.

2.2.3 매출부진 극복과 사업구조 조정

기업분할 결정요인에 대한 최근 설문조사(Accenture, 2003; KPMG, 2002) 등에서는 최고 경영진들은 기업분할을 핵심사업의 경쟁력을 제고시키기 위한 방법으로 선호하는 것으로 보고하고 있다. Gertner et al.(2002)는 기업은 소속 산업의 성장기회를 적극적으로 활용하기 위한 목적으로 기업분할을 이용한다고 보았다. Van Kranenburg et al.(2002)는 전문화된 기업으로서 특정 산업에서의 경쟁력을 확보하기 위해 기업분할이 발생한다고 하였다. 기존 사업에서의 매출부진을 극복⁸⁾하고 신규 시장(산업)에서의 성장기회를 활용하기 위해 기업분할

7) 개별 기업의 성과와 기업분할의 관련성은 산업적 요인을 통제할 경우 유의하지 않다고 하였다. 개별 기업의 성과 보다는 소속 산업의 부진한 성과가 기업분할과 밀접한 관련성을 보인다고 하였다.

8) 기업분할의 결정을 대리인 문제와 결부해서 분석할 경우에는 기업분할 직전 매출확대 등이 경영진 및 지배주주들의 자기방어(entrenchment effect)에 의한 것으로 해석될 수 있다.

이 활용될 수 있는 것이다.

Hoskisson et al.(1994)는 기업분할은 사업구조조정을 추진하는 과정에서 주로 발견된다고 하였다. Chang(1996)은 기업규모 최적화를 추구하기 위한 탐색과 선택(Search and Selection) 과정에서 기업분할이 선택되어 진다고 하였으며, 지식자산의 집합성이 결여된 사업부문을 분할하게 된다고 하였다. 그는 지식자산의 적합성은 보유 인적자산의 유사성으로 설명되어 진다고 하였으며, 인적자산의 적합성이 결여된 사업부문이 분할된다고 하였다. 사업구조조정 과정에서 지식자산의 적합성이 낮은 사업부문의 잉여인력을 감축함으로써 기업경영의 효율성을 제고하고자 하는 목적에서 기업분할이 적극 활용될 것이다.

매출부진을 극복하고 비효율적 경비지출 감축을 통해 수익성 개선을 도모하는 기업들이 기업분할을 적극 채택하고자 할 것이다. 매출부진 극복의 목적으로 기업분할이 활용될 경우에는 기업분할 시점에 가까울수록 종전의 매출부진 현상은 나타나지 않을 것이다.

또한, 우리나라에서의 기업분할은 외환위기 이후 기업들의 원활한 사업구조조정을 통해 기업경쟁력을 제고시키기 위한 목적으로 도입되었다. 사업구조조정 목적으로 기업분할이 활용될 경우에는 지식자산의 효율적 운영이 낮은 사업부문을 중심으로 인원 재조정이 이루어 질 것이다. 따라서, 기업분할 시점에 가까울수록 인원 증가율은 기업분할에 부정적 관계를 보일 것이다. 이와 같이, 분할직전 시점에 가까울수록 매출 부진 문제는 완화(상대적 매출 증가)되는 반면에, 기존의 인원 증가 등은 최대한 억제되거나 또는 감소하는 경향을 보이게 될 것이다.

연구가설 3: 한국 기업들은 기업분할 시점에 가

까울수록 매출부진 현상이 완화되면서 인원증가율은 기업분할과 부정적 관계를 보일 것이다.

한편, 이러한 분할직전의 매출부진 완화 및 인원증가의 부정적 영향은 분할제도 및 종류별로도 차별성을 보일 것이다. 기업분할 직전 매출부진을 극복하기 위해서는 사업부문 전문화를 강화시킬 수 있는 분할제도 및 유형을 선택할 가능성이 크다. 인적분할은 신설기업 경영의 독립성을 제고하고 업종전환 분할은 사업부문의 전문화를 촉진시키므로, 업종전환분할 및 인적분할의 경우에는 기업분할 직전 매출부진 극복 전략을 추구하거나 사업전문화 등을 통한 사업구조조정 목적으로 활용될 가능성이 클 것으로 예상된다. 업종유지 분할 또는 물적 분할의 경우에는 기존회사와 동일한 업종이 분사화 되는 결과로 사업구조조정의 효과가 상대적으로 크지 않으며 매출 확대의 동기도 그다지 크지 않을 것이다. 따라서, 분할직전 매출부진 현상 완화와 인력재배치 등이 기업분할에 미치는 영향은 업종전환 및 인적분할에서 보다 유의하게 나타날 것이다.

연구가설 3-1: 한국기업들은 업종전환 및 인적분할의 경우에서 기업분할 직전 매출부진 현상 완화 및 인원증가율과 기업분할의 부정적 관계가 보다 뚜렷하게 나타날 것이다.

2.3 기업분할 결정요인에 대한 추가적 논의

2.3.1 대리인 비용 및 정보비대칭성 문제

기업분할의 다른 결정요인으로서 기존 연구들에

서는 취약한 내부 지배구조에 따른 대리인 문제와 정보비대칭성 문제의 가능성도 제기되고 있다. Bergh(1995) 및 Bergh and Lawless(1998)는 이론적 분석을 통해 기업분할은 사업다각화 등에 따른 거래비용이외에 지배구조 문제로 인한 대리인 비용 등에 의해 발생한다고 하였다. Hoskisson et al.(1994)는 사업부문의 지나친 다각화는 기업 내부 지배구조가 부적절한 데서 비롯된 것으로 보았다. 효과적인 소유 지배구조는 사업의 다각화를 억제시킴으로써 기업분할 동기를 완화시킨다고 평가한 것이다. Krishnaswami and Subramaniam (1999)은 정보비대칭성이 크고 외부자금 조달의 필요성이 높은 기업일수록 기업분할 발생가능성이 높은 것으로 분석하고 있다. 그는 분할이전 사업부문에 대한 정보부재로 기업가치가 상대적으로 저평가된 기업들에서는 기업분할 과정을 통해 정보비대칭성 문제가 해소됨으로써 기업가치가 상승하게 된다고 보았다.

Chatterjee et al.(2003)은 기업분할은 지배주주의 지분을 등과 양의 상관관계를 가진다고 하였다. 지배주주들은 사업다각화에 따른 경영자의 지대추구 행위를 통제하고 사업부문에 대한 감시기능을 제고하기 위해 기업분할을 선택하는 경향을 보일 것이다. 그러나, 기업분할에 따른 기업가치 향상에도 불구하고 지배주주의 이해를 보호하기 위해서 기업분할을 선호하지 않을 수 있다. 또한, 지배주주는 자신의 이해관계 등에 따라 분할 종류 및 유형에 대해 서로 다른 선호를 보일 것이다. Bergh (1995)는 주주와 경영진의 대리인 문제를 감소시키기 위해 지배주주들은 기존 사업과 관련성이 낮

은 사업부문을 분리하는 것을 선호하므로, 지배주주 지분율이 높을수록 업종전환 분할이 발생할 가능성이 높을 것으로 추정하였다.

우리나라에서는 지배주주에 의한 대리인 문제가 보다 심각한 것으로 보고되고 있다. Nenova(2003)는 18개 국가를 대상으로 조사한 결과 한국에서 지배주주들의 의결권 가치가 가장 높은 것으로 보고하였다. Cho(1999)는 외환위기 이전 우리나라 기업들의 분석에서 지배주주의 소유과리도가 큰 기업일수록 자산수익률 등의 경영성과가 상대적으로 저조하다고 하였다. 그는 이러한 성과저조는 지배주주의 사적이익 추구행위(entrenchment effect)에 의한 영향일 것이라고 하였다. Bae et al. (2002)은 재벌들의 계열사 간 합병과정에서 지배주주의 부 증진을 위해 소수주주의 부가 감소하는 터널링(tunneling effect)이 존재할 것으로 추정하였다. 이와 같이 우리나라의 지배구조 문제는 지배주주를 중심으로 발생하는 것으로 보인다. 본고에서는 지배주주 지분율(최대주주 지분율)을 모형의 통제변수로 설정함으로써 지배구조 문제가 기업분할 발생에 미치는 영향을 통제하고자 한다.⁹⁾

우리나라 기업분할의 제도적 측면에서는 지배주주 지분율이 높을수록 물적분할 보다는 인적분할을 선호할 것으로 예상된다. 대주주는 자신의 지분율이 높을수록 인적분할에 따른 대가 귀속분이 크므로 인적분할을 선호할 것이다. 분할유형별로는 Bergh (1995)의 견해와 같이 지배주주 지분율이 높을수록 업종전환 분할의 가능성이 증가할 것이다.

한편, 자본시장적 관점에서는 정보비대칭성 문제가 기업분할을 촉진할 수 있는 것으로 보고 있다.

9) 지배주주이외에 외환위기 이후 지배구조에 영향력 증가가 예상되는 외국인 지배력, 기관 투자자 등의 감시기능(지배력) 등을 지배구조의 다른 요인으로 추가하려 하였으나, 분석대상 자료가 충분하지 못한 이유 등으로 변수로 포함하지 않았다(Kis-value DB 등에서 분할이전 외국인 지분율 등의 자료가 존재하지 않은 경우가 많음).

Nanda and Narayanan(1997)은 이론적 모형을 통해 기업가치에 대한 자본시장에서의 정보비대칭성 분석을 통해 기업분할 여부에 대한 정보를 파악할 수 있다고 하였다. 그들은 상대적으로 성장성이 높은 기업들 중 정보비대칭성으로 인해 기업가치가 저평가될 경우 기업분할 발생가능성이 높은 것으로 분석하였다. Krishnaswami and Subramaniam(2003)은 기업분할 공시에 따른 기업가치의 향상은 정보비대칭성 문제 해소에 기인한다고 보았다. 기업분할을 통해 해당 사업부문 및 사업부문간 거래에 대한 투자자들의 이해가 증진됨에 따라 분할기업의 기업가치가 향상되는 것으로 보았다. 또한, Gilson et al.(1998)은 기업분할이후 해당 기업에 대한 재무분석가들의 예측빈도가 증가하며, 이익예측의 정확성도 향상되는 것으로 분석하였다. 이와 같이 기업분할 공시 등에 따른

기업가치의 향상은 부정적 시너지효과의 감소 뿐 아니라 정보비대칭성의 문제 해소 등에 기인하는 것으로 보고 있다. 따라서, 본고에서는 추가분석으로 기업분할 공시일 전후의 초과수익률을 검증함으로써, 기업분할에 따른 정보비대칭성의 감소여부를 간접적으로 추정하고자 한다.¹⁰⁾

2.3.2 기타 기업분할 결정요인

산업경제학적 관점의 기업분할 결정요인 분석에서는 산업의 집중도 및 성장 등이 기업분할을 촉진하는 주요 요인으로 보고 있다. Tan and Yuan(2003)은 산업집중도가 낮을 경우에는 기업결합을 통한 생존가능성이 높다는 것을 게임이론을 통해 설명하고 있다. 그러나 Hopkins(1991)은 산업집중도가 낮으면서 국내시장에서 주목을 받지 못하는

〈표 1〉 기업분할에 대한 요인별 인과관계

결정요인		기업분할과의 관계	예상 부호
주요 연구 가설	1. 기업규모	기업규모가 클수록 기업분할 가능성 증가	+
	2. 업력	기업의 업력(history)이 길수록 기업분할 가능성 증가	+
	3. 경영성과	저조한 경영성과가 기업분할의 원인은 아님	- 는 아님
	4. 매출부진 및 인원조정	분할직전 시점에 가까울 수록 매출부진이 완화되고, 인원증가 최소화	분할 2년전 매출증가 -
	4.1 분할종류 및 유형별	업종전환 및 인적분할의 경우 분할직전 매출부진 완화와 인원증가 억제 현상이 뚜렷할 것임	분할 1년전 인원증가 -
추가 논의	지배구조 문제	지배주주 지분율(모형의 통제변수)	+ 또는 -
	정보비대칭성	기업분할 공시에 따른 초과수익률의 존재여부 검증 [별도의 추가분석]	+
	기타 요인	재무건전성(통제변수), 산업적 특성(통제변수)	

10) 그의 자본시장과 관련된 분석으로는 자본시장 관련 변수 등(예 : 토빈 Q)을 분석모형에 포함시키는 것도 고려할 수 있다. 그러나, 본고의 표본에서는 분할이전 기업들에 대한 시가총액 등의 자료확보가 충분하지 않아 관련 변수를 모형의 변수로 직접 이용하지 아니하였다.

산업의 경우에는 기업분할의 가능성이 낮은 것으로 분석한 바 있다. 산업성장의 관점에서는 Ilmakunnas and Topi(1999)는 산업성장이 낮을수록 기업분할 가능성이 높은 반면에, 산업성장이 양호한 경우에는 기업분할 가능성이 높지 않다고 하였다. 그러나, Harrigan(1982) 등은 소속 산업이 높은 성장국면에 진입할 경우에는 시장점유율이 낮은 사업을 분할함으로써 핵심 사업으로 기업역량을 집중하는 경향이 있는 것으로 분석하고 있다. 본 연구에서는 산업특성이 기업분할결정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 산업분류 더미변수를 설정하였다.

한편, 기업분할은 기업의 취약한 재무구조 개선과도 밀접한 것으로도 보고되고 있다. Chang(1996)은 기업의 높은 부채비율이 기업분할을 촉진시킨다고 하였다. 기업분할 제도는 부진사업 및 부실자산 정리의 사업구조 조정 수단으로 활용됨으로써 기업 재무구조의 건전성을 제고시키는 기능을 가지고 있다. 외환위기 이후 부실기업의 정리수단으로 기업분할이 활용되었다는 측면에서 높은 부채비율은 기업분할의 결정에 어느 정도 영향을 미칠 수 있을 것이다. 본 연구에서는 부채비율이 기업분할 결정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 부채비율을 통제변수로 설정하였다.

III. 기업분할 현황 및 연구자료

3.1 우리나라의 기업분할 제도

우리나라에서의 기업분할 제도는 기업규모의 축소를 통한 기업구조 조정을 원활히 하기 위한 취지로 외환위기 이후 1998년 상법 개정을 통하여 도입되었다. 우리나라의 기업분할은 기존 (분할)회사의 재산(권리의무)의 전부 또는 일부를 적어도 하나 이상의 신설회사 또는 합병 상대방인에 '포괄승계' 하고 이를 대가로 '주식'을 교부받아 기존 (분할)회사 또는 기존 (분할)회사의 주주에게 배분하는 제도로 정의되고 있다.

우리나라 기업분할은 ① 분할 형태에 따라 단순분할, 분할합병, 복합분할 ② 분할대가의 귀속에 따라 인적분할, 물적분할 ③ 분할회사의 존속여부에 따라 소멸분할, 존속분할로 구분할 수 있다.¹¹⁾ 그러나, 우리나라의 기업분할은 대부분 단순분할 및 존속분할에 해당된다는 점에서 분할대가 귀속에 따라 인적분할 및 물적분할 유형으로 크게 구분될 수 있다.

인적분할은 분할대가(신설회사의 지분)가 분할회사의 기존주주에게 귀속되는 반면 물적분할은 분할대가(신설회사의 지분)가 분할회사에게 귀속된다. 인적분할은 분할대가를 기존주주에게 비례적으로 배분하는 가에 따라 비례적·불비례적 방법으로 구분할 수 있으며 물적분할은 분할신설회사를 분할회

11) 단순분할은 합병과 관련되지 않은 분할로서 분할회사의 특정 사업부문이 독자적으로 단독회사가 설립되는 경우를 의미하고 분할합병은 분할에 의하여 존립중인 다른 회사에 흡수 합병되거나 신설 합병하는 것을 의미하며 복합분할은 단순분할과 분할합병이 동시에 발생하는 것을 의미한다(상법 제530조 2 제1~3항을 참조). 우리나라의 분할은 대부분 단순분할로서 분할합병 또는 복합분할의 비중은 그다지 높지 않은 실정이다.

소멸분할은 분할이후 분할법인이 청산절차 없이 소멸하는 것으로 존속분할은 분할이후에도 모회사가 축소된 형태로 존속하는 유형으로 우리나라 상장기업 대부분은 존속분할 유형에 해당된다. 소멸분할은 분할 후 분할신설회사만 존속하게 되므로 분할회사로부터 출자를 받는 회사는 2개 이상이어야 하나 존속분할의 경우에는 분할회사로부터 출자를 받는 회사는 1개 이상이면 가능하다. 소멸분할은 비상장기업에서 복수의 소유자가 상호 소유분리를 하고자 할 경우에 사용한다.

사의 자회사 형태로 유지하는 분할 방식을 의미한다. 물적분할에 의해 신설된 회사는 기존 분할회사가 지분을 소유하게 됨에 따라 분할 이후에도 기존 분할회사와의 관계가 상당히 유지될 수 있는 반면에 인적분할에 의해 신설된 회사는 주주 지분 구성의 동일성을 유지한 채 분할회사로부터의 독립성이 강화 되었다고 할 수 있다.

한편, 기업분할 제도와는 별도로 신설회사가 분할회사의 업종과 다른 업종을 영위하는 가에 따라 업종전환 분할 또는 업종유지 분할로 구분할 수 있다. Daley et al.(1997)은 업종전환 분할인 경우에는 사업부문의 전문화(corporate focus)가 강화됨으로써 보다 뚜렷한 경영성과가 발견된다고 하였으며, 오현탁 등(2005)은 업종전환 분할의 경우 장기적으로 양의 초과수익률을 실현한다고 하였다. 업종전환 분할의 경우에는 기존 분할회사에서는 사업 비중이 낮아서 경영 의사결정에 참여 기회가 낮

았던 사업부문 경영진들로 하여금 보다 독립적인 위치에서 전문적 경영활동을 할 수 있도록 함으로써 신설기업의 사업 전문화를 강화한다. 한편, 업종 유지 분할의 경우에는 신설회사를 통한 매출부진 극복 전략보다는 기존 분할회사의 기업 구조조정 등을 원활히 함으로써 분할회사의 수익성을 개선시키는 데 초점을 둘 것으로 예상된다.

기업분할 제도는 기업규모 축소를 통한 기업구조조정을 원활히 하기 위한 제도로서 기업분할 절차를 간소화 하였으며 세제상의 지원 등을 통해 분할 과정에서 발생하는 비용을 최소화함으로써 기업규모 축소를 통한 기업의 구조조정을 제도적으로 뒷받침 하고 있다. 또한 기업분할 제도에서는 인적분할이 가능하도록 함으로써 분할 대가(신설 또는 합병회사의 지분)를 주주들에게 비례적으로 배분할 수 있도록 하였다는 점에서 기업분할 이전의 기업 분사화와 뚜렷한 차이를 두고 있다.¹²⁾

〈표 2〉 우리나라와 외국의 기업분할제도의 비교

분할종류	외국 분할제도	특징
인적분할 (비례배분)	Spin-Off	미국
인적분할 (불비례배분)	Split-Off	
소멸분할	Split-Up	
물적분할	Ausgliederung	독일

- 배당형 기업분할
- 기존 분할회사 주주 지분에 비례하여 신설회사의 주식을 배정
- 주주의 동일성 유지
- 주식상환(교환)형 기업분할
- 분할회사 주주들의 주식과 신설회사로부터 받은 주식을 상호 교환
- 분할회사와 신설회사 주주가 분리
- 분할회사가 신설회사의 주식을 주주들에게 배분하고 분할회사는 청산
- 배당형 기업분할
- 분할대가로 받은 신설회사 주식을 분할회사에 귀속
- 분할회사는 분할이전과 동일한 지분가치를 유지

12) 물적분할은 분할회사가 신설회사 및 분할 합병의 상대회사의 주식을 소유하게 되므로 영업의양도와 유사하다고 할 수 있으나 기업분할이전의 기업분사화와는 다음과 같은 점에서 뚜렷한 차이가 있다. ① 기존 기업 분사화 과정에서는 양수회사가 양도대가를 지급하여야 하나 물적분할에서는 신설회사 및 분할합병 상대방회사 등이 주식발행을 통해 분할회사의 자산을 자기자본화 한다. ② 물적분할의 경우에는 신설회사 또는 분할합병의 상대회사가 분할회사의 채무에 대해 연대책임을 지므로 기존 기업 분사화와는 효과를 달리 하고 있다.

한편, 외국의 기업분할제도와 비교하여서는 인적 분할은 배당형 분할로서 미국의 Spin-Off와 유사하나 불비례적으로 배분할 경우에는 미국의 Split-Off와 유사하다.¹³⁾ 물적분할은 분할회사가 신설회사나 합병회사의 주식을 소유함으로써 종전과 다른 없는 지분형태가 유지되는 것으로 독일 사업재편법상의 Ausgliederung 제도와 유사¹⁴⁾하다. 소멸분할은 분할이후 분할법인이 청산절차 없이 소멸하는 것으로 미국의 Split-Up제도와 유사하나 우리나라에서는 일반화되지 않고 있는 실정이다.

3.2 우리나라 상장회사의 기업분할 현황

1998년 12월 기업분할 제도 도입 이후 2006.9

월까지 우리나라 상장기업의 기업분할 현황을 조사한 결과 총 73건의 기업분할이 발생한 것으로 조사되었다.¹⁵⁾ 분할제도 도입 초기(1999~2001년)에는 매년 10건 이하로 그다지 활발하지 않았으나 2002년 이후에는 기업분할이 매년 10건 이상 발생하는 것으로 조사되었다.

앞서 우리나라의 기업분할 제도에서 살펴보았듯이 우리나라의 기업분할은 대부분 존속분할이면서 단순분할의 형태에 해당된다. 따라서 기업분할은 제도적 측면에서는 인적 및 물적분할로 구분할 수 있다. 또한, 사업전문화 정도에 따른 분할의 성격을 구분할 경우에는 분할기업과 신설기업의 영위업종 차이에 따라 업종전환 및 업종유지 분할로 구분할 수 있다. 인적분할은 물적분할과 비교하여 신설

〈표 3〉 우리나라 상장회사의 기업분할 현황

연도	분류	인적·물적 분할		업종전환 ¹⁾ 여부		계
		인적 분할	물적 분할	업종 전환	업종 유지	
1999		4	2	3	3	6
2000		2	2	2	2	4
2001		7	-	6	1	7
2002		9	4	11	2	13
2003		7	3	5	5	10
2004		6	6	9	3	12
2005		4	7	8	3	11
2006 ²⁾		10	-	4	6	10
계		49	24	48	25	73

주 : 1) 분할회사와 신설회사의 업종(한국표준산업 중분류)이 다른 경우를 업종전환으로 간주

2) 2006.9월 현재 기준

13) Spin-Offs는 분할회사가 신설회사 등에 현물출자하고 분할 후 신설회사 등의 주식을 취득하여 분할회사 주주들에게 비례적으로 배분하는 방식으로 기존 분할회사와 신설회사의 주주구성이 동일하게 된다. Split-Offs는 분할회사가 분할후 신설회사의 주식을 취득하여 기존 분할회사 주주 소유의 분할회사 주식과 교환하여 기존주주에게 분배하는 방식으로 분할회사의 기존 주주는 기존 분할회사의 주식만을 소유하는 자와 신설회사의 주식만을 소유하는 자로 구분된다. 우리나라 인적분할은 대부분 비례적 배당형 분할로서 미국의 Spin-off와 일치하나 법률상 불비례적 배분을 금지하지는 않고 있다.

14) 김형기, 최봉기(1999) 참조.

15) 증권예탁원이 조사한 기업분할 자료와 기업 공시자료 등을 통하여 조사하였다.

기업의 경영 독립성을 강화하며¹⁶⁾ 기업분할이후 신설기업이 분할기업과 다른 업종을 영위하는 경우에는 기업분할에 따른 사업 전문화(Corporate focus)가 강화된다고 할 수 있다.

기업분할 제도에 따라서는 인적분할이 49건으로 물적분할 24건 보다 높은 비중을 차지하고 있으며 신설회사의 업종이 분할회사의 업종과 다른 경우가 48건으로 업종이 동일한 경우 25건보다 높은 비중을 차지하였다.

3.3 연구 자료

본 연구는 상장사를 중심으로 기업분할의 결정요인을 분석한다. 우리나라의 기업분할은 대부분 상장사를 중심으로 발생하고 있는 것으로 조사되었다. 본 연구를 위해 기업분할 제도 도입이후 기업분할이 발생한 경우를 조사한 결과 상장회사의 경우에는 기업분할 발생비중이 3% 정도인 것으로 나타났으나 비상장회사의 경우 기업분할 발생비중이 0.4%에 그치는 것으로 조사되었다. 기업의 상장여부가 기업분할의 주된 발생 동기로 해석될 가능성을 배제하기 위해 비상장 분할기업은 분석대상에서 제외하기로 한다.

또한, 연속하여 기업분할이 발생한 경우에는 최

초 기업분할의 경우만을 기업분할 결정요인의 분석 대상으로 하였다. 연속해서 기업분할이 발생하는 경우에는 2회차 이상의 기업분할에서는 기업분할 이전의 기업 특성이 기업분할 이후의 기업특성으로 혼재될 가능성이 있기 때문이다. 분할합병의 경우에도 단순분할과 분할 결정요인에서 차이가 있을 수 있다는 점에서 분석대상에서 제외하였다. 상장 분할 73건 중에서 연속분할 중 2회차 이상에 해당하는 9건을 제외하고 분할합병에 해당하는 1건을 제외하였다. 따라서, 본 연구는 63개의 기업분할을 대상으로 기업분할 결정요인을 분석하고자 한다. 이중 업종전환분할은 39개이며, 업종유지분할은 24개이다. 인적분할 및 물적분할은 각각 40개 및 23개이다.

본 연구는 기업분할이 발생하기 1~3년전 분할기업의 경영활동 변화를 대응기업 집단과 비교 분석함으로써 기업분할의 결정요인이 무엇인지를 살펴보고자 한다. 분할기업에 대응한 기업집단을 선별하는 과정에서는 표본 편의 및 실제 발생분포를 왜곡시킬 가능성을 제한하기 위해, 분할기업과 시점·업종·주식시장에서 동일한 조건들을 가진 기업들을 대응기업으로 선정하였다. 분할이전 시점을 기준으로 분할기업과 동일한 연도에 존재한 기업으로서 같은 업종(한국표준산업분류상 중분류)과 동

〈표 4〉 기업분할 결정요인 분석대상 표본

(개)

업종전환 여부		인적·물적 분할		분할 기업	비분할 기업		
유지	전환	물적	인적		기업분할 1년전	기업분할 2년전	기업분할 3년전
24	39	23	40	63	2,131	2,139	2,144

16) 물적분할은 분할대가(주식)를 기존 피분할회사에 배분하므로 분할로 신설된 회사가 피분할회사의 자회사화 되는 경향이 있는 반면에 인적분할은 분할대가(주식)를 피분할기업의 기존주주에게 비례 배분하므로 신설기업은 피분할 기업의 지배를 받지 않는다고 할 수 있다.

일 시장(거래소 또는 코스닥시장)에 상장된 업체들을 대응기업으로 분류하였다. 이에 따라 기업분할 1~3년전 대응기업으로 각각 2,131개, 2,139개, 2,144개를 구성하였다.

IV. 실증분석

4.1 실증분석 방법

기업분할 결정요인 분석은 로짓(logit) 모형을 이용하며, 분할 제도(인적 및 물적분할) 및 분할 유형(업종전환 및 유지 분할)에 대한 결정요인 분석은 다중로짓(multinomial logit) 모형을 이용한다. 로짓 모형은 단일 종류의 사건발생 여부에 대한 발생 가능성을 분석하기 위한 모형으로 기업분할이 발생한 경우에는 1을, 기업분할이 발생하지 않은 경우에는 0을 부여한 종속변수를 부여한다. 다중로짓 모형은 2가지 이상의 사건발생 가능성을 동시에 분석할 수 있는 모형으로 분할제도(인적 및 물적 분할) 및 유형(업종전환 및 유지 분할)에 따른 결정요인을 분석하기에 적합하다. 인적 및 업종전환 분할의 경우에는 2를, 업종유지 분할 및 물적 분할의 경우에는 1을, 기업분할이 발생하지 않은 경우에는 0을 부여한 종속변수를 설정한다. 다중

로짓(multinomial logit) 분석에서는 분할하지 않은 대응기업에 비해 인적·물적 분할 및 업종전환 및 유지 분할이 발생할 가능성을 분석한다.

기업분할 결정요인 분석 모형

(logit 및 multinomial logit)

$$S_{j,t} = \frac{[\exp(\beta_0 + \beta_j X_{i,j,t})]}{[1 + \exp(\beta_0 + \beta_j X_{i,j,t})]}$$

$S_{j,t}$: 기업분할 발생 여부 등 종속변수
(j 기업, t 시점),

$X_{i,j,t}$: 검증대상 변수, 통제변수 등 설명변수
(i 변수, j 기업, t 시점).

본고에서는 기업분할 발생에 영향을 미칠 수 있는 연구가설을 검증하기 위해 구체적으로 총자산 규모, 업력(연수), 매출액대비현금흐름(영업활동), 매출액증가율, 인원 증가율을 이용하였다. 총자산의 규모는 비율 등으로 표현되지 않아 물가상승 등에 의한 영향이 상대적으로 클 수 있다는 점을 고려하여 2000년 기준 GDP디플레이터를 이용하여 불변화한 로그값을 이용하였다. 업력은 법인 설립연도부터 해당 연도까지의 존속 연수로 계산하였다. 기업의 경영성과를 나타내는 변수는 '(영업활동)현금흐름/매출액'을 설명변수로 설정하였으며, 추가적으로 자산수익률(ROA)로 대체한 경우에 대한 분석도 실시하였다.¹⁷⁾ 매출액증가율은 불

17) 자산수익률을 이용한 분석에서도 현금흐름과 동일한 가설검정 결과를 보이고 있다(연구결과에 대한 상세한 설명은 「IV. 실증분석」 및 부록 참조).

기업 경영성과를 현금흐름으로 설정한 이유는, 분할직전 성과의 인위적 조정가능성을 고려한 것이다. Healy et al.(1992)는 합병의 성과개선 분석에서 성과의 왜곡가능성을 고려하여 자산수익률 대신 현금흐름 지표를 이용하였다. 그러나, Datta et al.(2003) 등은 기업분할은 합병과 달리 능동적 위치에서 구매자를 찾을 수 있고, 매각 방식(현금 또는 주식매각 등) 및 지분율을 스스로 결정할 수 있으므로, 기업분할 과정에서의 유리한 교섭력 확보를 위한 인위적 성과조정 가능성은 크지 않다고 하였다.

따라서, 기업분할은 합병과 달리 성과왜곡의 가능성이 높지는 않으나 그 가능성을 완전히 배제할 수는 없는 것으로 판단된다. 본 연구는 이러한 관점에서 본 연구에서는 성과측정치로 '현금흐름/매출액'을 이용하되, 추가적으로 자산수익률(ROA)을 이용한 분석도 실시하였다.

변매출액증가율로써 2000년 기준 GDP디플레이터를 이용하여 불변화한 로그 값의 1차 차분을 이용하였다.¹⁸⁾ 인원증가율은 전년대비 증가율을 이용하였다.

기업분할 발생요인에 대한 추가적 논의로 지배구조 문제에 따른 기업분할 발생 원인을 통제하기 위해 최대주주 지분율을 통제변수로 설정하였다. 또한, 기업분할이 정보의 비대칭감소와 관련 있는 지

를 간접적으로 추정하기 위해 기업분할 공시일 전 후 3일간(공시전일에서 공시일일까지)의 누적 초과수익률을 계산하였다.¹⁹⁾

기타 기업분할 발생에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제하기 위해 부채비율(재무건전성), 산업더미(표준산업 대분류기준, 산업특성 통제), 연도더미(거시경제적 속성 통제)를 설정 분석대상 모형에 포함하였다.

〈표 5〉 기업분할 결정요인 분석모형(logit 및 multinomial logit)에 사용된 설명변수

변수		자료
가설 검정 관련	<i>size</i> ¹⁾	ln(총자산)
	<i>year</i>	업력 = 2006 - 회사설립연도
	<i>Cash</i>	매출액대비현금흐름 = 현금흐름 _t /매출액 _t (추가적으로 ROA로 대체한 경우의 분석도 실시)
설명 변수	<i>gs</i>	매출액 ¹⁾ 증가율 = ln(S _t) - ln(S _{t-1}), S : 매출액
	<i>lg</i>	전년대비 종업원수증가율
통제 변수	<i>ls</i>	최대주주지분율
	<i>dr</i>	부채비율 = 부채/자기자본
	<i>yr</i>	연도더미, 해당 연도이면 = 1 아니면 = 0
	<i>ins</i>	산업더미, 한국표준산업대분류 기준 해당산업이면 = 1 아니면 = 0

주 : 1) 2000년 기준 GDP디플레이터를 이용하여 불변화

2) 기업규모와 업력의 상관관계가 높은 점을 감안하여 기업규모와 업력을 분리하여 분석 (모형 I 은 기업규모를 설명변수로 이용, 모형 II는 업력을 설명변수로 이용)

18) 실질 성장률의 개념을 반영하기 위해 매출액을 기준연도 GDP deflator로 조정한 것이다. 이러한 조정을 하지 않은 명목 개념의 성장률(매출액 증가율)에는 물가상승에 의한 영향이 반영될 수 있어 실질적 측면의 기업 성장성이 왜곡되는 문제점이 나타나는 점을 고려한 것이다.

19) 구체적으로 누적초과수익률은 다음과 같이 계산한다.

$$CAR_{in} = \sum_{t=-n}^n AR_{it}, AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * R_{mt}), R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \epsilon_{it}$$

CAR_{in} = i기업의 분할 공시 전 후 n일 동안의 누적초과수익률

AR_{it} = i기업의 분할 공시 전 후 t일의 초과수익률

R_{it} = i기업의 분할 공시 전 후 t일의 주가수익률

R_{mt} = 분할 공시 전 후 t일의 시장수익률

α_i, β_i = i기업주가수익률과 시장수익률간의 회귀식 상수항과 회귀계수

시장모형의 회귀계수는 거래일 기준으로 분할공시 전 -135일부터 -10일까지 125일 간 수익률 자료를 이용하여 추정하였다.

4.2 기술통계

기업분할 결정요인 검증을 위한 변수들에 대한 기술통계는 다음 <표 6>과 같다. <표 6>에서는 분할기업과 대응기업, 업종유지 및 업종전환 분할, 물적분할 및 인적분할 각각에 대하여 기업분할 1~3년전의 평균값 및 표준편차²⁰⁾들을 보이고 있다. 분할기업과 대응기업의 비교에서는 분할기업은 대응기업에 비해 모든 기간에 걸쳐 기업규모가 크고 업력이 긴 것으로 나타났다. 분할기업은 기업분할 1년전에는 대응기업에 비해 종업원수 증가율이 상대적으로 낮은 것으로 나타난 반면에, 기업분할 2년전에는 대응기업에 비해 매출액 증가율이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 기업분할 3년전에는 분할기업의 부채비율이 높은 것으로 나타났다. 업종유지 및 업종전환 분할간의 비교에서는 기업분할 2년전에는 업종전환 분할이 업종유지 분할에 비해 대주주 지분율이 크고 종업원수 증가율도 높은 반면에 기업분할 1년전에는 업종전환 및 업종유지 분할간의 유의적인 차이가 발견되지는 않고 있다. 물적분할과 인적분할간의 비교에서는 기업분할 2년전에는 유의적인 차이를 보이지 않은 반면에 기업분할 1년전에는 인적분할이 물적분할에 비해 대주주 지분율이 크고 매출액 증가율도 더욱 높은 것을 알 수 있다.

4.3 주요 변수간 상관관계

기업분할 1~3년전 주요 변수간의 상관관계는 다음과 같다(표7 참조). 기업규모와 업력은 기업분할 1~3년전 모두 50% 이상의 높은 상관관계를

보이고 있다. 현금흐름과 ROA의 관계에서도 기업분할 1년전에는 60%에 이르는 상관관계를 보이고 있다. 기업규모와 업력, 현금흐름과 자산수익률을 모형에 함께 포함할 경우에는 다중공선성의 문제가 발생할 수 있다. 본 연구에서는 이러한 점을 고려하여 기업규모와 업력을 각각 별도의 모형으로 구분하였으며, 현금흐름 대신 ROA를 변수로 설정한 경우는 별도(부록)로 분석결과를 제시한다.

변수들 간의 상관관계 부호는 대체로 양의 관계를 보이고 있으나 일부 변수들 간에는 음의 관계를 보이고 있다. 부채비율은 기업의 경영성과 변수(현금흐름, ROA) 및 매출·인원증가율과 음의 관계를 보이고 있다. 기업규모는 인원증가율과 분할 1~3년전 음의 관계를 보이고 있으며, 매출액증가율과는 분할 2~3년전에만 음의관계를 보이다가 분할 1년전에는 유의하지 않은 수준에서 양의 값을 나타내고 있다. 한편, 업력은 인원증가율, 매출액 증가율, 최대주주 지분율과 음의관계를 보이는 것으로 나타나고 있다.

4.4 기업분할 결정요인 분석

기업분할 발생에 영향을 미칠 수 있는 요인을 검증한 결과 기업규모 및 업력, 매출액 증가율, 종업원수 증가율 등이 기업분할 발생과 밀접한 관련이 있는 것으로 나타났다(표8 참조). 기업분할은 사업구조조정 등을 통해 경영의 효율성을 제고하면서 매출부진 극복을 추구하는 대규모 기업 또는 업력이 오래된 기업군에서 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

기업규모는 기업분할 1~3년전 유의한 양의 값

20) 극단치에 의한 영향을 통제하기 위해 상위 1%기준으로 Winsorizing을 하였다.

〈표 6〉 주요 변수에 대한 기술통계

		최대주주 지분율	기업규모	업력	매출액 증가율	인원 증가율	부채 비율	ROA	현금흐름/ 매출액
기업 분할 1년전	분할기업	31.899 (20.444)	14.742*** (1.376)	32.254*** (15.056)	0.095 (0.344)	0.007* (0.229)	1.779 (2.307)	0.041 (0.104)	0.057 (0.129)
	업종유지	28.405 (18.765)	14.424 (1.376)	30.375 (12.931)	0.061 (0.307)	-0.010 (0.266)	1.443 (2.474)	0.035 (0.070)	0.059 (0.163)
	업종전환	34.048 (21.363)	14.938 (1.358)	33.410 (16.282)	0.115 (0.368)	0.017 (0.205)	1.985 (2.206)	0.045 (0.121)	0.056 (0.106)
	물적분할	25.383* (17.489)	14.952 (1.463)	35.783 (19.100)	-0.001* (0.207)	-0.021 (0.223)	2.268 (2.737)	0.031 (0.064)	0.077 (0.116)
	인적분할	35.645* (21.272)	14.622 (1.329)	30.225 (11.960)	0.149* (0.395)	0.023 (0.233)	1.497 (2.004)	0.047 (0.121)	0.045 (0.136)
	대응기업	31.453 (21.207)	13.672*** (1.477)	25.969*** (15.943)	0.049 (0.368)	0.107* (0.435)	1.629 (2.526)	0.002 (0.204)	0.025 (0.222)
기업 분할 2년전	분할기업	37.686 (25.056)	14.682*** (1.421)	31.254*** (15.057)	-0.037** (0.326)	0.187 (0.576)	2.908 (5.004)	0.013 (0.096)	0.070 (0.154)
	업종유지	30.179* (22.344)	14.423 (1.315)	29.375 (12.931)	-0.029 (0.264)	0.026* (0.434)	2.765 (5.264)	0.004 (0.111)	0.056 (0.179)
	업종전환	42.305* (25.781)	14.841 (1.476)	32.410 (16.282)	-0.041 (0.362)	0.286* (0.633)	2.995 (4.906)	0.019 (0.087)	0.079 (0.139)
	물적분할	32.947 (23.030)	14.975 (1.463)	34.783 (19.100)	-0.003 (0.214)	0.243 (0.674)	3.184 (5.245)	-0.001 (0.099)	0.108 (0.094)
	인적분할	40.411 (26.039)	14.513 (1.387)	29.225 (11.960)	-0.056 (0.377)	0.154 (0.518)	2.749 (4.922)	0.021 (0.095)	0.049 (0.178)
	대응기업	37.678 (24.875)	13.633*** (1.528)	25.053*** (15.861)	0.065** (0.382)	0.153 (0.535)	2.150 (4.035)	0.026 (0.194)	0.038 (0.188)
기업 분할 3년전	분할기업	44.898 (29.385)	14.720*** (1.336)	30.254*** (15.057)	0.086 (0.360)	0.106 (0.418)	3.084* (4.553)	0.044 (0.139)	0.080 (0.110)
	업종유지	40.958 (30.639)	14.381 (1.268)	28.375 (12.931)	0.053 (0.282)	0.199 (0.513)	2.200 (3.914)	0.078 (0.184)	0.089 (0.110)
	업종전환	41.324 (28.975)	14.929 (1.349)	31.410 (16.282)	0.106 (0.403)	0.051 (0.343)	3.628 (4.873)	0.024 (0.098)	0.074 (0.111)
	물적분할	40.19 (30.278)	15.045 (1.369)	33.783 (19.100)	0.122 (0.433)	0.075 (0.395)	3.045 (4.643)	0.032 (0.086)	0.070 (0.103)
	인적분할	41.76 (29.217)	14.533 (1.296)	28.225 (11.960)	0.065 (0.315)	0.124 (0.435)	3.107 (4.559)	0.051 (0.162)	0.086 (0.116)
	대응기업	41.184 (29.374)	13.585*** (1.568)	23.976*** (15.845)	0.131 (0.475)	0.194 (0.573)	2.253* (3.762)	0.055 (0.263)	0.047 (0.167)

주 : 1) 변수별 상하위 1% Winsorizing 기준

2) ***, **, * 은 분할기업·대응기업, 업종유지·전환 분할, 물적·인적분할 차이에 대한 양측검정(t-test) 결과에 대한 1%, 5%, 10% 유의성을 각각 의미

〈표 7〉 주요 변수간 상관관계

1년전 (3년전) 2년전	최대주주 지분율	기업규모	업력	매출액 증가율	인원 증가율	부채비율	ROA	현금흐름/ 매출액
최대주주 지분율		0.049** [-0.067]***	-0.063*** [-0.112]***	0.158*** [0.289]***	0.052** [0.195]***	0.067*** [0.065]***	0.206*** [0.261]***	0.167*** [0.072]***
기업규모	0.090***		0.542*** [0.566]***	0.007 [-0.212]***	-0.087*** [-0.232]***	0.042** [0.126]***	0.195*** [-0.139]***	0.269*** [0.200]***
업력	-0.000	0.553***		-0.068*** [-0.365]***	-0.118*** [-0.284]***	0.059*** [0.079]***	0.067*** [-0.229]***	0.134*** [0.087]***
매출액 증가율	0.118***	-0.036*	-0.164***		0.241*** [0.453]***	-0.072*** [-0.086]***	0.324*** [0.625]***	0.231*** [0.147]***
종업원수 증가율	0.041*	-0.113***	-0.145***	0.253***		-0.085*** [-0.080]***	0.152*** [0.407]***	0.066*** [0.059]***
부채비율	0.096***	0.052**	0.065***	-0.117***	-0.054**		-0.316*** [-0.247]***	-0.153*** [-0.115]***
ROA	0.180***	0.077***	-0.050**	0.432***	0.242***	-0.300***		0.595*** [0.374]***
현금흐름 /매출액	0.127***	0.273***	0.111***	0.231***	0.110***	-0.129***	0.487***	

주 : () 내는 기업분할 3년전 상관관계, ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%의 유의성을 의미

을 나타내고 있어 대형화된 기업규모가 기업분할의 주된 원인임을 알 수 있다. 업력도 기업분할 1~3년전 유의한 수준에서 양의 값을 나타내고 있어, 역사가 오래된 기업군들에서 기업분할 발생가능성이 높은 것으로 보인다. 매출액증가율은 기업분할 발생과 관련하여 기업분할 2년전에는 유의한 음의 값을 나타내다가 기업분할 1년전에는 유의하지 않은 양의 값을 나타내고 있다. 과거 매출부진에서 벗어나는 전략을 추구하는 기업들이 기업분할제도를 적극 활용할 것으로 추정된다. 종업원수증가율과 기업분할과의 관계에서는 기업분할 1년전에는 유의한 수준에서 음의 값을 나타내고 있다. 기업분

할 직전 인원 증가 억제 및 감축 등을 통해 인력재배치 등 사업구조조정을 추진하려는 기업들이 기업분할제도를 활용할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 한편, 현금흐름은 기업분할 이전 유의한 음의 관계를 보이지 않아 기업의 저조한 경영성결과 기업분할의 직접적 원인이 되지는 않은 것으로 보인다. 현금흐름 대신 총자산 수익률을 변수로 사용한 경우(부록 참조)에는 분할 1년전 유의한 수준에서 양의 값을 보이고 있어 오히려 성과가 양호한 기업들에서 기업분할을 선호하는 것으로 해석될 수 있다. 또한, 대주주 지분율, 부채비율 등도 기업분할 1·2년전 모두 유의한 값을 보이지 않아 내부 지

〈표 8〉 기업분할 결정요인에 대한 logit 분석 결과

변수	기업분할 1년전		기업분할 2년전		기업분할 3년전	
	I	II	I	II	I	II
대주주지분율	0.001 (0.941)	0.001 (0.849)	-0.004 (0.565)	-0.004 (0.555)	-0.009 (0.313)	-0.008 (0.317)
기업규모	0.442 (0.000)***	-	0.417 (0.000)***	-	0.396 (0.000)**	-
업력	-	0.021 (0.014)**	-	0.018 (0.037)**	-	0.020 (0.033)**
현금흐름/매출	0.036 (0.957)	0.695 (0.93)	0.653 (0.457)	1.511 (0.120)	0.895 (0.292)	1.758 (0.041)**
매출액증가율	0.644 (0.175)	0.648 (0.132)	-0.943 (0.002)***	-0.771 (0.011)**	-0.046 (0.914)	0.035 (0.923)
인원증가율	-0.817 (0.014)**	-0.803 (0.007)***	0.271 (0.225)	0.212 (0.329)	-0.180 (0.580)	-0.002 (0.544)
부채비율	0.014 (0.795)	0.020 (0.673)	0.031 (0.292)	0.032 (0.242)	0.034 (0.241)	0.046 (0.090)*
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
표본수	2,194	2,180	2,202	2,188	2,207	2,193
Pseudo R ²	0.072	0.042	0.074	0.046	0.070	0.043

주 : 1) '모형 II'는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) ()내는 이분산 통계 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

배구조 및 재무건전성 문제가 기업분할에 유의한 영향을 주지는 않은 것으로 보인다.

4.5 업종유지·전환 분할 결정요인

업종전환 발생여부에 따른 기업분할의 결정요인을 살펴본 결과 인원 증가 억제 등을 통한 수익성 개선과 사업부문 전문화를 통한 매출부진 극복 전략을 위해 업종전환분할이 활용될 가능성이 높을 것으로 추정된다(표9 참조). 인원 증가율은 업종전환분할 발생과 관련하여 기업분할 2년전 유의한 양의 값을 보이다가 1년전에는 유의한 음의 값을 보이고 있으나, 업종유지분할은 분할 1~2년전 유의하지 않은 음의 값을 나타내고 있다. 업종전환 분할의 경우에는 기업분할 직전 사업구조조정을 통한 인원 축소 가능성이 높은 것으로 추정된다. 매

출액증가율은 업종전환 분할의 경우 기업분할 2년 전 유의한 수준에서 음의 값을 나타내다가 기업분할 1년전에는 유의하지 않은 양의 값을 나타내고 있다. 이에 반해 업종유지 분할의 경우에는 분할 2년전 일부 모형에서만 10% 유의수준에서 음의 값을 보이다가 분할 1년전 유의하지 않은 양의 값을 보이고 있다. 비록 부호의 변화는 동일하나 유의성 측면에서 업종전환 분할이 보다 뚜렷한 변화를 보이는 것을 알 수 있다. 매출 부진 문제가 발생할 경우에는 업종유지 분할 보다는 업종전환 분할을 활용할 가능성이 좀 더 높은 것으로 판단된다.

기업규모는 업종전환 여부와 관계없이 모두 유의한 양의 값을 나타내고 있어 대규모 기업이 기업규모 축소를 위해 업종유지 및 전환의 기업분할을 모두 활용하고 있음을 알 수 있다. 업력은 기업분할 1년전에만 모두 10% 유의수준에서의 양의 값을

〈표 9〉 업종유지·전환 분할 결정요인에 대한 다중 로짓(multinomial logit) 분석 결과

변수	기업분할 1년전				기업분할 2년전				기업분할 3년전			
	I		II		I		II		I		II	
	업종유지	업종전환	업종유지	업종전환	업종유지	업종전환	업종유지	업종전환	업종유지	업종전환	업종유지	업종전환
대주주 지분율	0.010 (0.335)	0.007 (0.440)	-0.009 (0.377)	0.008 (0.369)	-0.014 (0.168)	0.003 (0.774)	-0.014 (0.176)	0.002 (0.807)	-0.007 (0.673)	-0.009 (0.340)	-0.007 (0.691)	-0.009 (0.310)
기업 규모	0.393 (0.001)***	0.471 (0.000)***	-	-	0.414 (0.000)***	0.421 (0.001)***	-	-	0.364 (0.000)***	0.431 (0.000)***	-	-
업력	-	-	0.018 (0.085)*	0.023 (0.059)*	-	-	0.017 (0.123)	0.019 (0.127)	-	-	0.019 (0.105)	0.019 (0.151)
현금흐름/매출	0.391 (0.744)	-0.223 (0.789)	0.965 (0.463)	0.504 (0.586)	0.681 (0.591)	0.765 (0.536)	1.433 (0.327)	1.702 (0.190)	1.561 (0.165)	0.491 (0.672)	2.247 (0.058)*	1.467 (0.213)
매출액 증가율	0.294 (0.689)	0.893 (0.154)	0.306 (0.656)	0.892 (0.108)	-0.733 (0.055)*	-1.009 (0.014)**	-0.612 (0.111)	-0.811 (0.044)**	-0.716 (0.088)*	0.460 (0.399)	-0.602 (0.140)	0.457 (0.307)
인원 증가율	-0.964 (0.142)	-0.751 (0.045)**	-0.961 (0.115)	-0.725 (0.024)**	-0.436 (0.454)	0.529 (0.027)**	-0.472 (0.411)	0.459 (0.043)**	0.262 (0.515)	-0.006 (0.196)	0.201 (0.603)	-0.506 (0.201)
부채 비율	0.018 (0.889)	0.027 (0.642)	-0.014 (0.903)	0.034 (0.498)	0.042 (0.415)	0.023 (0.520)	0.035 (0.483)	0.027 (0.392)	-0.003 (0.962)	0.052 (0.106)	0.012 (0.837)	0.059 (0.051)*
연도더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
표본수	2,194		2,180		2,202		2,188		2,207		2,193	
Pseudo R ²	0.084		0.057		0.090		0.065		0.084		0.060	

주 : 1) '모형 II'는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) ()내는 이분산 통제 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

보이고 있다. 업력이 오래된 회사들도 기업분할을 위해 업종유지·업종전환 분할을 모두 선택할 것으로 보인다. 한편, 현금흐름은 분할 직전 유의한 음의 값을 보이지 않고 있어 분할직전 성과 저조가 기업분할의 발생 원인이 되지는 않은 것으로 보인다. 현금흐름 대신 총자산수익률을 이용한 경우(부록 참조)에는 기업분할 1년전 일부 모형에서 10% 유의수준의 양의 부호를 나타내고 있어 이러한 가설을 더욱 뒷받침하고 있다.

대주주 지분율은 비록 유의하지는 않으나 업종유지 분할과 업종전환 분할이 분할 1~2년전 상호상반된 부호를 보이고 있다. 대주주 지분율이 업종유지 및 업종전환 분할 유형의 선택에 있어 상반된 영향을 미칠 가능성을 비추고 있다.

4.6 물질 및 인적분할 결정요인

물질분할 및 인적분할의 결정요인에 대한 분석결

과, 업력이 오래된 기업에서 매출부진을 극복하거나 인원 감축 등의 사업구조조정 전략을 추진하기 위해 물적분할 보다는 인적분할을 더 선호할 것으로 추정된다(표10 참조). 매출액 증가율은 인적분할의 경우 기업분할 2년전 유의한 음의 값을 가지다가 1년전에는 유의한 양의 값으로 바뀌고 있다. 그러나, 물적분할은 기업분할 이전 모두 유의성 없는 수준의 값을 보이며 분할 1년전에도 여전히 음의 값을 나타내고 있다. 분할이전 매출부진의 문제

가 발생하는 기업들에서 매출부진을 완화하기 위한 목적에서 인적분할제도를 적극 활용할 것으로 추정된다. 인원 증가율은 인적분할의 경우 기업분할 2년전 유의하지 않은 양의 값을 보이다가 1년전에는 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 그러나, 물적분할의 경우에는 동일한 부호 변화에도 불구하고 유의성을 보이지 않고 있다. 분할시점에 가까울수록 인원증가율이 기업분할에 대한 부정적 영향이 인적분할에서 더욱 뚜렷한 것으로 보아, 인원 축소

〈표 10〉 물적·인적 분할 결정요인에 대한 다중 로짓(multinomial logit) 분석 결과

변수	기업분할 1년전				기업분할 2년전				기업분할 3년전			
	I		II		I		II		I		II	
	물적분할	인적분할	물적분할	인적분할	물적분할	인적분할	물적분할	인적분할	물적분할	인적분할	물적분할	인적분할
대주주 지분율	-0.017 (0.160)	0.010 (0.182)	-0.016 (0.184)	0.010 (0.168)	-0.025 (0.047)**	0.005 (0.497)	-0.024 (0.072)*	0.005 (0.535)	-0.012 (0.387)	-0.006 (0.571)	-0.012 (0.422)	-0.006 (0.549)
기업 규모	0.416 (0.008)***	0.459 (0.000)***	-	-	0.382 (0.011)**	0.428 (0.000)***	-	-	0.480 (0.000)***	0.355 (0.000)***	-	-
업력	-	-	0.015 (0.428)	0.023 (0.011)**	-	-	0.012 (0.461)	0.019 (0.050)*	-	-	0.018 (0.299)	0.019 (0.067)*
매출액 증가율	-0.450 (0.575)	0.966 (0.068)*	-0.215 (0.732)	0.920 (0.061)*	0.589 (0.144)	-1.025 (0.011)**	-0.503 (0.165)	-0.844 (0.031)**	0.759 (0.204)	-0.435 (0.335)	0.625 (0.228)	-0.290 (0.481)
인원 증가율	-0.837 (0.160)	-0.815 (0.042)**	-0.920 (0.160)	-0.749 (0.035)**	0.424 (0.229)	0.189 (0.503)	0.338 (0.312)	0.130 (0.633)	-0.343 (0.540)	-0.090 (0.800)	-0.308 (0.542)	-0.098 (0.770)
부채 비율	0.074 (0.345)	-0.054 (0.509)	0.068 (0.336)	-0.032 (0.645)	0.046 (0.245)	0.022 (0.564)	0.048 (0.205)	0.022 (0.535)	0.021 (0.637)	0.042 (0.254)	0.282 (0.497)	0.054 (0.109)
현금흐름/ 매출액	2.048 (0.245)	-0.550 (0.427)	2.945 (0.100)*	0.905 (0.990)	4.703 (0.009)***	-0.222 (0.793)	5.714 (0.000)***	0.475 (0.612)	0.087 (0.950)	1.312 (0.194)	1.205 (0.427)	2.043 (0.049)**
연도더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
표본수	2,194		2,180		2,202		2,188		2,207		2,193	
Pseudo R ²	0.106		0.079		0.108		0.084		0.096		0.071	

주 : 1) 모형 II는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) () 내는 이분산 통계 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

를 통한 기업구조조정 수단으로 인적분할이 활용될 가능성이 높은 것으로 추정된다.

기업규모는 물적·인적분할에서 모두 유의한 양의 값을 나타내고 있어 규모가 클수록 기업경영의 복잡성을 제거하기 위해 물적·인적 분할을 모두 활용하고 있음을 알 수 있다. 그러나, 업력은 인적분할의 경우에만 유의한 양의 값을 나타내고 있어 업력이 긴 회사는 신설사업 육성 등의 목적으로 인적분할을 선호하는 것으로 추정된다. 또한, 현금흐름은 인적분할의 경우 기업분할 3년전 일부 모형에서 유의한 양의 값을 나타내며, 물적분할은 기업분할 2년전과 1년전에 유의한 수준의 양의 부호를 나타내고 있다. 기업분할 이전 저조한 경영성과가 물적·인적분할의 원인이 되지는 않은 것으로 판단된다. 총자산 수익률을 이용한 경우에도(부록 참조) 물적분할의 경우 기업분할 1년전 유의한 양의 값을 나타내고 있으며, 인적분할은 기업분할 3년전 일부 모형에서 유의한 양의 값을 보이고 있다.

한편, 대주주 지분율은 물적분할과 인적분할이

비록 유의하지는 않으나 분할 1~2년전 상반된 부호를 보이고 있다. 대주주 지분율은 물적 및 인적분할 유형의 선택에 있어 상반된 영향을 미칠 가능성을 비추고 있다.

4.7 추가 분석(기업분할 공시일 전후 초과수익률)

기업분할 공시일 전후 3일간 누적 초과수익률을 계산한 결과 기업분할에 대해 기업가치 향상을 기대하는 것으로 나타났다. 전체적으로 유의한 수준의 양의 초과수익률이 발생하는 것으로 나타났으며, 업종유지 분할과 인적분할의 경우 양의 초과수익률이 유의한 것으로 나타났다(표11 참조).

Krishnaswami and Subramaniam(2003) 등은 기업분할 공시에 따른 기업가치의 향상은 정보 비대칭성 문제 해소가 주된 원인이라고 하였다.²¹⁾ 그들은 기업분할로 분할 이전 정보가 취약한 개별 사업부문에 대한 정보력이 향상됨에 따라 자본시장에서의 양의 초과수익률이 시현되는 것으로 평가하

〈표 11〉 기업분할 공시일 전후 누적초과수익률(CAR(-1,1))

기업분할 전체 (평균, 중위값) < 표본수 = 59 ²²⁾ >		0.028*** (0.019)*
분할 유형	업종전환 분할 < 표본수 = 37 >	0.016 (0.010)
	업종유지 분할 < 표본수 = 22 >	0.047** (0.025)*
	업종전환·유지분할간 차이검정(P-value)	0.266 [0.279]
	인적 분할 < 표본수 = 37 >	0.043** (0.024)*
	물적 분할 < 표본수 = 22 >	0.002 (0.018)
	인적·물적 분할 간 차이검정(P-value)	0.141 [0.316]

1) ()내는 중위값, []내는 분할종류별 중위값에 대한 Wilcoxon Z-test 양측검정 P-value
 2) *, **, *** 은 각각 누적초과수익률의 값(= 0 여부)에 대한 10, 5, 1% 의 유의수준을 의미

21) 한편, Cusatis et al.(1997) 등의 연구에서는 기업분할 공시에 따른 초과수익률의 시현은 부정적 시너지 효과가 제거된 데 대한 시장의 우호적 반응 때문이라고 해석하고 있다.
 22) 당초 표본중 누적초과수익률 계산이 어려운 기업 등(4개)은 제외되었다.

고 있다. 업종유지 분할의 경우 양의 초과수익률이 시현되는 것은 기업분할로 인해 기존 분할기업 사업의 위험(부실자산 등 잠재적 위험)이 사라질 것이라는 기대가 형성되기 때문인 것으로 추정된다. 인적분할의 경우에도 신규 사업부문의 독립성이 강화되는 등 사업부문별 정보력이 향상됨에 따라 양의 초과수익률이 시현되는 것으로 보인다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 우리나라 기업분할 제도를 중심으로 기업분할의 결정요인을 분석하였으며, 기업분할 유형별 결정요인도 살펴보았다. 기업분할 결정요인으로 로짓(logit) 모형을 이용하였으며, 기업분할 유형별 결정요인은 다중로짓(multinomial logit) 모형을 이용하여 대응기업과 비교한 분할기업의 경영 특성 변화를 분석하였다.

실증분석 결과 기업분할은 대규모 기업 또는 역사가 오래된 기업에서 인원을 감소시키면서 매출부진을 극복하기 위한 목적에서 활용할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 한편 기업분할 직전의 저조한 경영성과는 기업분할의 결정요인이 되지 않은 것으로 나타났다. 기업분할 유형별 분석에서는 사업구조 조정 및 매출부진 극복을 위해 인적분할 및 업종전환 분할을 보다 적극적으로 활용할 것으로 추정되었다.

한편, 지배주주의 지분율은 유의한 영향을 보이지 않은 것으로 보여 지배구조의 취약성으로 인한 대리인 문제가 기업분할의 직접적 원인은 되지 않은 것으로 보인다. 또한, 기업분할 공시일에 양의 초과수익률이 시현되는 것으로 나타나, 기업분할에

따른 정보비대칭성 문제도 기업분할의 원인이 될 수 있는 것으로 보인다.

기업분할은 대규모 기업경영의 비효율성을 감소시키며 사업부문 재조정 등을 통한 매출부진 극복 및 인원조정의 목적으로 활용될 가능성이 높은 것으로 보인다. 또한, 기업분할 공시에 따른 초과수익률 시현으로 자본시장에서의 정보비대칭성 문제도 일정 부분 완화시킬 수 있을 것으로 기대된다. 향후에는 기업분할 제도의 개선을 위해 경영환경 변화에 유연하게 대처할 수 있는 경영전략 수단으로써 기업분할의 기능 강화를 모색할 필요가 있다.

본 연구는 우리나라를 대상으로 기업분할의 결정요인을 분석하였다는 점에서 시사하는 바가 있다. 우리나라에 대한 기업분할 결정요인 분석은 최근의 기업분할 결정요인을 반영할 뿐 아니라, 미국과 경영환경 차이가 존재하는 국가들에서의 기업분할 결정요인을 제시한다는 점에서 의의가 있다. 또한 본 연구는 기업분할 유형에 따른 결정요인 분석방법으로 다중로짓(multinomial logit) 방법을 소개하였으며, 기업분할 제도 및 유형에 따른 기업분할 활용 목적의 차별 가능성도 살펴보았다는 점에서도 의미가 있다.

그러나, 본 연구는 기업분할 대상 표본이 충분하지 않아 다양한 관점에서의 분석이 이루어지지 않은 아쉬움이 있다. 미국중심의 기존 기업분할 결정요인 연구에서 알 수 있듯이 기업분할 결정요인은 분석대상 관점 등에 따라 보다 다양한 분석이 이루어질 수 있다. 또한, 기존 문헌을 중심으로 우리나라의 기업분할 결정요인을 살펴보았으나, 우리나라 기업분할 결정요인을 설명하는 이론적 모형의 구축에 대한 기여도는 미약한 부분이 있다고 생각된다. 향후에는 보다 많은 분할기업 표본을 대상으로 다양한 관점에서의 기업분할 결정요인을 살펴볼

필요가 있으며, 우리나라 기업분할 결정요인에 대한 이론적 논의를 강화할 필요가 있을 것으로 생각된다.

참고문헌

- 김영산, 왕규호, 정수연(2003), "한국 기업들의 합병과 폐업요인에 대한 비교 연구," *계량경제학보* 제14권 제4호, 1-24.
- 김형기, 최봉기(1999), "기업분할제도에 관한 연구," *삼성금융연구소 연구보고서* 99-11호.
- 김희천, 조연진, 김동욱(2001), "(주)현대밀티캡으로의 시작 : 분사에 관한 전략적 조명," *전략경영연구* 제4권 제1호, 25-45.
- 박경진, 신현한, 장진호(2005), "기업분할과 경영성과," *전략경영연구* 제8권 제2호, 81-104.
- 오현탁, 이현상, 전세환, 김종만(2006), "기업분할이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구," *산업경제연구* 제19권 제3호, 1027- 1049.
- 옥무석, 최성근, 윤현석(2003), "현행 회사 합병·분할제도의 평가와 개선방안," *아산재단 연구총서* 제122집, 아산사회복지재단.
- Accenture(2003), Strategic divestment, Presentation of Accenture Research Department, January.
- Andrews, K.(1971), *The concept of corporate strategy*, Homewood, IL: Irwin.
- Bae, K., Kang, J. and Kim, J.(2002). "Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups," *The Journal of Finance*, Vol. 57, 2695-2740.
- Bergh, D.(1995), "Size and relatedness of units sold: an agency theory and resource-based perspective," *Strategic Management Journal*, Vol 16, 221-239.
- Bergh, D.(1997), "Predicting divestiture of unrelated acquisitions: an integrative model of ex ante conditions," *Strategic Management Journal*, Vol 18, 715-731.
- Bergh, D., and M. Lawless(1998), "Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy," *Organization Science*, Vol. 9, 87-102.
- Brauer, M.(2006), "What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? a review and research agenda," *Journal of Management*, Vol. 32, No. 6, 751-785.
- Buchholtz, A. K., Lubatkin, M., and H. M. O'Neill (1999), "Seller responsiveness to the need to divest," *Journal of Management*, Vol. 25, No. 5, 633-652.
- Coase, R.(1937), "The nature of the firm," *Economica*, Vol 4, 386-405.
- Chang, S. J.(1996), "An evolutionary perspective on diversification and corporate restructuring: entry, exit and economic performance during 1981-1989," *Strategic Management Journal*, Vol. 20, 587-611.
- Chatterjee, S., Harrison, J., and D. Bergh(2003), "Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing," *Strategic Management Journal*, Vol. 24, 87-96.
- Dranikoff, L., Koller, T., and A. Schneider(2002), "Divestiture: strategy's missing link," *Havard Business Review*, Vol. 80, 75-83.
- Daley, L., Mehrotra, V., and R. Sivakumar(1997), "Corporate focus and value creation evidence from spinoffs," *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, 257-281.
- Datta, S., Datta, M., and K. Raman(2003),

- "Value creation in corporate asset sales: The role of managerial performance and lender monitoring," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, 351-375.
- Duhaime, I., and J. Grant(1984), "Factors influencing divestment decision-making: evidence from a field study," *Strategic Management Journal*, Vol 5. 301-318.
- Ferris, S. P., and A. K. Kenneth(2003), "The costs (and benefits?) of diversified business groups: The case of Korean chaebols," *Journal of Banking and Finance*, Vol 27. 251-273.
- Gertner, R., E. Powers, and D. Scharfstein(2002), "Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 809-829.
- Gilson, S., P. Healy, C. Noe, and K. Palepu (1998), "Corporate focus and the benefits from more specialized analyst coverage," Working paper, University of Havard.
- Hamilton, R. and Y. Chow(1993), "Why managers divest-evidence from New Zealand's largest companies," *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 301-318.
- Harrigan, K. R.(1982), "Exit decisions in mature industries," *Academy of Management Journal*, Vol. 25, 707-732.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., and R. S. Ruback. (1992), "Does corporate performance improve after mergers?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, 135-175.
- Hopkins, D.(1991), "Acquisition and divestiture as a response to competitive position and market structure," *Journal of Management Studies*, Vol. 28, 665-677.
- Hoskisson, R., and R. A. Johnson(1992), "Corporate restructuring and strategic change : the effect on diversification strategy and R&D intensity," *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 625-634.
- Hoskisson, R., Johnson, R. A., and D. Moesel (1994), "Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects on governance, strategy and performance," *Academy of Management Journal*, Vol. 37, 1207-1251.
- Ilmakunnas, P., and J. Topi(1999), "Micro economic and macro economic influences on entry and exit of firms," *Review of Industrial Organization*, Vol. 15, 283-301.
- Jensen, M. C.(1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems," *The Journal of Finance*, Vol. 48, 831-874.
- Joh, S. W.(2003), "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 287-322.
- Krishnaswami, S., and V. Subramaniam(1999), "Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision," *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 73-112.
- KPMG.(2002), *Divesting for success: strategies for building value*, Assurance and Advisory Services Center.
- Miles, J. A., and J. D. Rosenfeld(1983), "The effect of voluntary spin-off announcement on shareholder wealth," *The Journal of Finance*, Vol. 38, 1597-1606.
- Nanda, V., and M. Narayanan(1997), "Disentangling value: misvaluation and the scope of the firm," Working paper, University of Michigan.
- Nenova, T.(2003), "The value of corporate voting

- rights and control: A cross-country analysis." *Journal of Financial Economics*, Vol 68, 325-351.
- Tan, G. F., and L. S. Yuan(2003), "Strategic incentives of divestitures of competing conglomerates," *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21, 673-697.
- Van Kranenburg, H. L., Palm, F. C., and G. A. Pfann(2002), "Exit and survival in a concentrating industry: the case of daily newspapers in the Netherlands," *Review of Industrial Organization*, Vol. 21, 283-303.
- Woo. Y., G. E. Willard, and U. S. Daellenbach (1992), "Spin-off performance: A case of overstated expectation?," *Strategic Management Journal*, Vol. 13, 433-447.
- Williams, O. E.(1985), "The economic institutions of capitalism: Firms, markets, and relational contracting, New york: Free Press.

〈부록〉 경영성과변수를 자산수익률(ROA)로 대체한 경우의 Logit 분석 결과

① 기업분할 결정요인에 대한 logit 분석 결과

변수	기업분할 1년전		기업분할 2년전		기업분할 3년전	
	I	II	I	II	I	II
대주주지분율	-0.001 (0.909)	0.000 (0.999)	-0.003 (0.715)	-0.003 (0.653)	-0.008 (0.315)	-0.008 (0.336)
기업규모	0.434 (0.000)***	-	0.436 (0.000)***	-	0.410 (0.000)	-
업력	-	0.022 (0.009)***	-	0.020 (0.021)**	-	0.021 (0.020)**
매출액증가율	0.480 (0.311)	0.481 (0.239)	-0.883 (0.009)***	-0.686 (0.030)**	-0.139 (0.794)	-0.082 (0.848)
인원증가율	-0.890 (0.013)**	-0.877 (0.005)***	0.299 (0.179)	0.240 (0.261)	-0.194 (0.555)	-0.206 (0.491)
부채비율	0.034 (0.526)	0.044 (0.375)	0.028 (0.360)	0.028 (0.337)	0.036 (0.226)	0.048 (0.082)*
총자산수익률	1.321 (0.063)*	1.675 (0.010)***	-0.016 (0.980)	0.329 (0.573)	0.540 (0.391)	0.808 (0.114)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
표본수	2,194	2,180	2,202	2,188	2,207	2,193
Pseudo R ²	0.0752	0.046	0.073	0.041	0.069	0.040

주 : 1) '모형 II'는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) ()내는 이분산 통계 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

② 업종유지·전환 분할 결정요인에 대한 다중 로짓(multinomial logit) 분석 결과

변수	기업분할 1년전				기업분할 2년전				기업분할 3년전			
	I		II		I		II		I		II	
	업종 유지	업종 전환	업종 유지	업종 전환	업종 유지	업종 전환	업종 유지	업종 전환	업종 유지	업종 전환	업종 유지	업종 전환
대주주 지분율	-0.011 (0.293)	0.005 (0.563)	-0.010 (0.330)	0.006 (0.476)	-0.014 (0.196)	0.004 (0.695)	-0.014 (0.213)	0.004 (0.693)	-0.006 (0.686)	-0.009 (0.347)	-0.006 (0.705)	-0.009 (0.322)
기업 규모	0.391 (0.000)***	0.460 (0.000)***	-	-	0.429 (0.000)***	0.443 (0.000)***	-	-	0.395 (0.000)***	0.442 (0.000)***	-	-
업력	-	-	0.019 (0.056)*	0.024 (0.048)**	-	-	0.018 (0.085)*	0.021 (0.093)*	-	-	0.021 (0.065)*	0.020 (0.125)
매출액 증가율	0.110 (0.879)	0.737 (0.238)	0.125 (0.844)	0.731 (0.168)	-0.726 (0.042)**	-0.939 (0.048)**	-0.558 (0.119)	-0.729 (0.104)	-1.137 (0.033)**	0.490 (0.408)	-0.955 (0.048)**	0.420 (0.380)
종업원수 증가율	-1.041 (0.146)	-0.828 (0.040)**	-1.035 (0.114)	-0.805 (0.016)**	-0.430 (0.433)	0.563 (0.021)**	-0.456 (0.390)	0.493 (0.032)**	0.212 (0.602)	-0.559 (0.213)	0.132 (0.736)	-0.499 (0.213)
부채 비율	0.005 (0.968)	0.046 (0.401)	0.011 (0.928)	0.057 (0.241)	0.043 (0.391)	0.019 (0.617)	0.038 (0.455)	0.021 (0.564)	0.000 (0.993)	0.050 (0.112)	0.019 (0.748)	0.057 (0.059)*
총자산 수익률	1.444 (0.181)	1.281 (0.190)	1.774 (0.070)*	1.648 (0.068)*	0.472 (0.516)	-0.166 (0.849)	0.831 (0.210)	0.135 (0.871)	1.551 (0.066)*	0.015 (0.983)	1.560 (0.042)**	0.423 (0.418)
연도 더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
산업 더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
표본수	2,194		2,180		2,202		2,188		2,207		2,193	
Pseudo R ²	0.086		0.061		0.089		0.061		0.085		0.057	

주 : 1) '모형 II'는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) ()내는 이분산 통계 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

③ 물적·인적 분할 결정요인에 대한 다중 로짓(multinomial logit) 분석 결과

변수	기업분할 1년전				기업분할 2년전				기업분할 3년전			
	I		II		I		II		I		II	
	물적 분할	인적 분할	물적 분할	인적 분할	물적 분할	인적 분할	물적 분할	인적 분할	물적 분할	인적 분할	물적 분할	인적 분할
대주주 지분율	-0.176 (0.153)	0.009 (0.293)	-0.017 (0.171)	0.009 (0.269)	-0.019 (0.124)	0.004 (0.587)	-0.019 (0.155)	0.004 (0.578)	-0.013 (0.399)	-0.006 (0.571)	-0.012 (0.449)	-0.006 (0.558)
기업 규모	0.444 (0.006)***	0.440 (0.000)***	-	-	0.475 (0.001)***	0.414 (0.000)***	-	-	0.481 (0.000)***	0.374 (0.000)***	-	-
업력	-	-	0.017 (0.341)	0.023 (0.010)***	-	-	0.015 (0.365)	0.020 (0.035)*	-	-	0.019 (0.267)	0.020 (0.044)**
매출액 증가율	-0.605 (0.422)	0.879 (0.102)	-0.337 (0.557)	0.795 (0.103)	-0.152 (0.744)	-1.134 (0.007)***	-0.094 (0.835)	-0.908 (0.020)**	0.720 (0.286)	-0.647 (0.263)	0.576 (0.289)	-0.516 (0.312)
종업원수 증가율	-0.850 (0.126)	-0.907 (0.049)**	-0.940 (0.075)*	-0.837 (0.038)**	0.549 (0.099)*	0.139 (0.623)	0.449 (0.161)	0.101 (0.712)	-0.360 (0.533)	-0.115 (0.751)	-0.319 (0.540)	-0.135 (0.691)
부채 비율	0.090 (0.259)	-0.033 (0.679)	0.088 (0.226)	-0.006 (0.929)	0.027 (0.541)	0.276 (0.479)	0.021 (0.636)	0.028 (0.449)	0.022 (0.615)	0.045 (0.234)	0.028 (0.518)	0.058 (0.092)*
총자산 수익률	2.051 (0.068)*	0.839 (0.323)	2.364 (0.021)**	1.206 (0.120)	-1.277 (0.247)	0.557 (0.412)	-0.936 (0.399)	0.824 (0.203)	0.216 (0.808)	0.941 (0.184)	0.416 (0.590)	1.160 (0.063)*
연도 더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
산업 더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
표본수	2,194		2,180		2,202		2,188		2,207		2,193	
Pseudo R ²	0.110		0.080		0.102		0.073		0.096		0.068	

주 : 1) '모형 II'는 '모형 I'의 기업규모 대신 업력을 설명변수로 설정

2) ()내는 이분산 통계 기준 P-value이며, ***, **, * 는 각각 양측검정기준 1%, 5%, 10% 수준에서의 유의성을 의미

What are determinants of Divestiture decision-making? - Evidences from Korean divestiture -

Sang Wook Lee*

Abstract

This paper analyzes the factors influencing divestiture decision-making with priority given to the corporate divestiture in Korea. The determinants of divestiture by type are also analyzed. The determinants of corporate divestiture are analyzed by using a logit model, while a multinomial logit model is employed in analyzing the determinants of divestiture by type.

To analyze the determinants of corporate divestiture, this paper examines the corporate characteristics of firms being divested, from one to three years before which firms are divested. Comparing the characteristics of firms being divested with those of firms belonging to the same industry and the same securities market.

It is found that there is a great possibility that the system of corporate divestiture in Korea may be utilized for the purpose of preventing the decrease of sales while reducing the number of workers employed at a large-scale firm or at an old-fashioned firm. Poor corporate performance just before the occurrence of corporate divestiture, however, turns out not to affect its decision.

The estimation results of the logit model show that divestiture is affected by firm's size and history, whereas labor growth rate and sales growth rate show a clear change with the approach of the divestiture. The growth rate of sales two years before divestiture is found to be lower than that of non-divested firms. At the one-year point before divestiture, however, the growth rate of sales between divested and non-divested firms shows no significant difference. These results suggest that firms with poor records of sales are likely to exploit a divestiture in order to prevent the decrease of growth. Labor growth rate at the two-year

* Institute for Monetary & Economic Research, The Bank of Korea

point prior to divestiture shows no significant difference between divested and non-divested firms. At the one-year point before divestiture, on the other hand, labor growth rate of the former turns out to be significantly lower than that of the latter. It can thus be inferred from these findings that the firms are likely to make use of the divestiture system for the purpose of corporate restructuring. The ratio of cash-flow to sales turns out to be insignificantly positive at the one-year point before divestiture. It appears that poor performance does not serve as a determinant of divestiture.

The analysis on corporate divestiture by type shows that it is slightly more likely for spin-offs and for corporate-focused(cross -industry) divestiture to take place for corporate restructuring and for preventing the decrease of sales. The change of coefficient for the rates of sales growth and labor growth are clear in the spin-offs and the corporate-focused divestiture.

In addition, this paper analyzed the cumulative abnormal returns around the divestiture disclosure to find whether divestiture decrease the information asymmetry problem in capital market. Around the disclosure(from 1 day before the disclosure to 1 day after the disclosure), there are significant cumulative abnormal returns. And, it is clearer in the spin-off and same-industry divestiture type.

The system of corporate divestiture in Korea appears to have attained its original purpose, to some extent, in that it reduces inefficiency of corporate management and stimulates improvement in corporate competitiveness and expansion of the foundation for growth.

In the future, all efforts must be made to find ways to ameliorate the function of corporate divestiture as a means of corporate restructuring, as well as of business strategy for which firms smoothly cope with changes in the business environment.

Key words: divestiture, spin off, corporate focus, multinominal logit