

# 물적분할 유인에 따른 시장반응 차이 분석 : 국내 상장기업의 물적분할 사례 (2016년~2020년)를 중심으로

김선민\*

- ▶ 이 글은 회사의 물적분할 결정에 대한 시장의 상반된 반응이 나타나는 이유를 분석하는 데 주된 의의가 있음
- ▶ 누적초과수익률(CAR)이 높은 상위그룹('상위그룹')과, 누적초과수익률(CAR)이 낮은 하위그룹('하위그룹')으로 나누어 분석한 결과는 다음과 같음
- ▶ 분할회사의 전체 매출액 대비 (신설회사로) 분리되는 사업부문의 매출액이 차지하는 비중은 하위그룹에서 높게 나타났으며, 평균 부채비율은 상위그룹에서 높게 나타남
- ▶ 마지막으로, 지배주주 일가의 직접 보유지분율은 하위그룹보다 상위그룹에서 높게 나타남
- ▶ 상기 분석 결과는 시장은 기업 특성의 차이에 따라 회사의 물적분할 결정에 대해 긍정적 또는 부정적으로 반응하며, 회사의 물적분할 결정에 대한 시장의 상반된 반응은 분할되는 사업부문의 매출액 비중, 부채비율, 지배주주 일가의 직접 보유지분율과 관련이 있음을 시사함

---

## 분석 배경

- 기업이 물적분할을 통해 주력 사업부문을 떼어낸 후 자회사를 설립하고 이를 상장하는 사례가 관찰, 국내 자본시장에서 이슈가 된 바 있음<sup>1)2)</sup>
- 특히, 기업이 분할계획을 공시한 이후 이들 기업의 주가가 급락하는 등 기업의 물적분할 결정에 투자자들이 부정적으로 반응하는 사례가 확인됨
  - 이는 성장성이 높은 사업부문을 신설회사로 분리함에 따라 존속회사의 가치가 하락할 것이라는 시장의 우려 때문으로 판단됨

---

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 한국ESG기준원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.  
한국ESG기준원 정책연구본부 책임연구원, smkim@cgs.or.kr

1) 한국조선해양(2019), LG화학(2020), SK이노베이션(2021)이 대표적인 사례로, 한국조선해양은 조선 및 엔진 사업부문을, LG화학과 SK이노베이션은 주력사업인 배터리사업을 떼어내어 신규 상장함  
2) 이에 규제 당국은 일반주주의 권익 보호 및 피해 방지를 위해 ① 물적분할 관련 공시 강화, ② 주식매수청구권 도입, ③ 상장심사 강화라는 제도적 장치를 마련함

- 일각에서는 총수일가가 유상증자를 통한 외부자본을 조달하는 경우 이들의 지분이 희석되어 지배력이 약화될 수 있다는 점을 우려하여, 유상증자 대신 물적분할을 선택(기존 자회사의 사업부문을 분리)하는 것을 비판함<sup>3)</sup>
- 그러나 지난 2000년부터 2020년까지 발생한 물적분할을 직접 분석한 결과, 시장에서는 기업의 물적분할 결정에 대해 평균 (+)의 수익률을 보임 (〈표1〉 참고)
  - 〈표1〉에 따르면, 물적분할 계획을 공시하기 이전부터 공시일까지 (2거래일 또는 4거래일 동안의) 누적초과수익률(CAR)이 통계적으로 0%와 다르지 않음
  - 이는 투자자가 물적분할 사안에 따라 긍정적 또는 부정적으로 서로 상반된 반응을 보이고 있음을 의미함

〈표 1〉 분할공시에 따른 투자자 반응 (2000년~2020년)

구분	인적분할 (165社)	물적분할 (494社)
CAR (-3,0)	2.73% (3.17***)	0.88% (1.60)
CAR (-1,0)	1.78% (3.20***)	0.41% (1.30)

<sup>1)</sup> \* p <.05, \*\* p <.01, \*\*\* p <.001

<sup>2)</sup> ( )의 값은 t값임

- 따라서, 이 글은 기업의 물적분할 결정에 대한 시장(또는 투자자)의 반응이 상반되게 나타나는 이유를 살펴보고자 함
  - 이를 위해 물적분할을 결정한 기업을 대상으로 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)이 1) 높은 그룹과 2) 낮은 그룹으로 나누어, 두 그룹 간 기업특성에 어떤 차이가 있는지를 분석하고자 함

## 분석 개요 및 분석 방법

- **(분할 현황)** 한국거래소 기업공시채널(KIND)에 공시된 ‘회사분할결정’, ‘분할신고서’, ‘증권신고서(분할)’, ‘분할종료 보고서’ 등을 토대로 국내 상장기업의 분할 현황을 조사함
  - 단, 인적분할과 물적분할을 동시에 진행한 경우, 분할합병을 진행한 경우, 존속기업(1사)이 2개 기업 이상으로 분할 되는 경우는 표본에서 제외함

3) 서울경제, 2020.10.27., “기업들 ‘회사 쪼개기’ 붐...올해 46곳 작년보다 21% 급증”

- **(분석 기간 및 분석 내용)** 이 글에서는 2016년부터 2020년까지 발생한 물적분할 118건에 한정하여 분석하며, 분할결정 공시 효과(announcement effect)를 살펴보기 위해 정정보고서가 아닌 최초 보고서의 공시일을 사용함<sup>4)</sup>
  - 분할결정 공시에 따른 시장 반응을 살펴보기 위해 Brown and Warner(1985)의 시장모형 (market model)을 활용함
  - 비교적 최근에 논란이 된 물적분할 사례들을 살펴보면, 분할 과정에서 분리되는 사업부문도 중요한 사안이기에 해당 사업부문의 매출액이 분할회사의 전체 매출액에서 차지하는 비중도 함께 살펴보고자 함

### 주요 분석 결과

- 누적초과수익률(CAR)의 높고 낮음을 기준으로 분류한 상위그룹(20社)과 하위그룹(20社)에 대한 기본 정보는 <표2>에 제시함
  - 상위그룹에서 가장 높은 누적초과수익률은 27.35%이며, 하위그룹에서 가장 낮은 누적초과수익률은 -14.91%임
- 두 집단의 물적분할 이후 신설회사에 대한 실제 상장 여부를 추가로 살펴본 결과,
  - 누적초과수익률(CAR)이 높은 상위그룹(이하 '상위그룹')에서는 1건을 제외하고 대부분 분할 신설회사를 비상장 자회사로 유지하고 있는 것으로 확인됨
  - 누적초과수익률(CAR)이 낮은 하위그룹(이하 '하위그룹')에서는 분할 신설회사를 실제로 상장하거나 매각한 경우는 각각 2건으로 확인되며, 그 외에는 분할 신설회사가 비상장사임

<표 2> 누적초과수익률(CAR(-1,0))에 따른 상위그룹과 하위그룹 현황

#### Panel A. 상위그룹

구분	분할 사업부문 매출액 비중(%)	누적초과 수익률(%)	재상장 공시 여부 (Y/N)	신설회사 실제 상장 여부 (Y/N)
A사	0.230	27.351	N	N
B사	16.855	18.644	N	N
C사	78.130	15.581	N	N
D사	56.272	15.558	N	N
E사	2.610	13.464	N	N
F사	0.000	11.986	N	N
G사	48.381	11.513	N	N

4) 분석 범위를 2016년에서 2020년까지 한정하는 것은 2016년 이전 공시된 분할계획서에는 물적분할 과정에서 분리되는 사업부문의 매출액 정보가 공시되어 있지 않아 해당 정보를 확인하기 어렵기 때문임

구분	분할 사업부문 매출액 비중(%)	누적초과 수익률(%)	재상장 공시 여부 (Y/N)	신설회사 실제 상장 여부 (Y/N)
H사	0.063	8.633	N	N
I사	30.715	8.198	N	N
J사	0.000	8.075	N	N
K사	0.332	6.307	N	N
L사	13.760	6.290	N	N
M사	6.709	5.516	N	N
N사	3.358	5.450	N	N
O사	14.174	5.336	N	N
P사	1.049	5.258	N	N
Q사	0.000	4.782	N	N
R사	21.443	4.420	N	N
S사	0.000	4.283	N	N
T사	18.857	3.900	N	매각

## Panel B. 하위그룹

구분	분할 사업부문 매출액 비중(%)	누적초과 수익률(%)	재상장 공시 여부 (Y/N)	신설회사 실제 상장 여부 (Y/N)
A'사	6.006	-4.574	N	N
B'사	0.029	-4.681	N	N
C'사	0.667	-4.965	N	N
D'사	36.153	-5.047	N	N
E'사	29.210	-5.194	N	N
F'사	0.000	-5.389	N	N
G'사	17.220	-5.702	N	N
H'사	3.542	-5.823	N	N
I'사	36.868	-6.638	N	Y
J'사	30.077	-7.049	N	N
K'사	0.713	-7.619	N	N
L'사	2.046	-7.887	N	N
M'사	0.000	-8.899	N	N
N'사	1.163	-10.708	N	N
O'사	55.990	-11.705	N	N
P'사	30.103	-11.710	N	N
Q'사	76.422	-11.924	N	Y
R'사	0.777	-11.967	N	매각
S'사	10.750	-13.281	N	매각
T'사	24.477	-14.911	N	N

- <표3>은 <표2>에 제시된 상위그룹과 하위그룹의 기업 특성차이를 비교·분석한 결과이며 주요 분석 결과는 다음과 같음
- **(분석 결과 ①: 분리되는 사업부문의 매출액 비중)** 분할회사의 전체 매출액 대비 분리되는 사업부문의 매출액 비중은 상위그룹보다 하위그룹에서 높게 나타남
  - 분할회사의 전체 매출액 대비 분할 신설회사가 영위하는 사업부문의 평균 매출액 비중은 상위그룹이 15.65%, 하위그룹은 18.11%임
  - 즉, 분할회사의 전체 매출액에서 분리되는 사업부문의 매출액이 차지하는 비중이 높을수록 시장은 부정적으로 반응함
    - 이러한 결과는 핵심 또는 주력사업을 보고 투자한 투자자들이 물적분할 이후에는 더 이상 신설회사에 대한 지배력(의결권)을 유지할 수 없다고 판단했기 때문으로 보임<sup>5)</sup>
- **(분석 결과 ②: 부채비율)** 평균 부채비율은 상위그룹이 하위그룹 보다 높게 나타남
  - 상위그룹의 평균 부채비율은 53.15%인 반면, 하위그룹의 평균 부채비율은 48.90%임
  - 회사가 재무구조 개선을 이유로 물적분할을 선택하기도 한다는 점을 감안하면, 평균 부채비율이 상위그룹에서 높게 나타나는 것은 현재 회사의 부실한 재무구조가 물적분할 이후 개선될 것이라는 투자자의 기대감이 반영된 것으로 해석할 수 있음
- **(분석 결과 ③: 지배주주 일가의 직접 보유지분율)** 두 그룹 간 지배주주 일가의 직접 보유지분율을 비교한 결과 하위그룹보다 상위그룹에서 높게 나타남<sup>6)</sup>
  - 지배주주 일가의 직접 보유지분율은 상위그룹이 23.45%, 하위그룹이 10.72%로 확인됨
  - 이해일치가설에 따르면, 지배주주의 지분율이 증가함에 따라 지배주주와 소수주주의 이해관계가 일치하여 기업가치가 증가함
    - 따라서, 상위그룹에서 지배주주 일가의 직접 보유지분율이 높게 나타나는 것은 지배주주 일가가 기업가치를 극대화(value maximization)하는 방향으로 의사결정을 할 가능성이 높기 때문에 투자자는 회사의 물적분할 결정에 긍정적으로 반응한 것으로 보임
    - 반면, 하위그룹에서는 지배주주 일가의 직접 보유지분율이 낮게 나타났는데, 이 경우 지배주주 일가는 기업가치 극대화 보다는 사적이익(private benefits)을 추구하는 방향으로 의사결정을 할 가능성이 있기 때문에 투자자는 회사의 분할 결정에 부정적으로 반응했을 것으로 보임

5) 이 글에서 의미하는 지배력이란 지배주주(총수일가)를 제외한 외부 주주가 갖고 있는 의결권을 의미함

6) 지배주주 일가의 직접 보유지분율이란 최대주주 및 그 특수관계인의 직접 보유지분율을 의미함(①최대주주가 사람인 경우: 최대주주의 친족 및 특수관계인 등의 보유지분의 합, ②최대주주가 회사인 경우: 회사와 그 회사의 관계회사 등의 보유지분의 합)

〈표 3〉 상위그룹과 하위그룹의 기업 특성 차이

구분	상위그룹 (20社)	하위그룹 (20社)
분할되는 사업부문의 평균 매출액 비중	15.65%	18.11%
평균 부채비율 (Leverage)	53.18%	48.90%
지배주주일가의 직접 보유 지분율 <sup>1)</sup>	23.45%	10.72%

<sup>1)</sup> 단, 지배주주 일가의 직접 보유지분율 분석의 경우 해당 분석이 가능한 상위그룹 15사, 하위그룹 10사를 대상으로 분석함

### 물적분할 사례 분석

- 물적분할에 대한 시장 반응이 다르게 나타나는 이유를 실제 사례를 통해 좀 더 구체적으로 살펴보고자 함
  - 상이한 시장 반응을 비교·분석하기 위해 〈표2〉의 결과를 토대로 누적초과수익률이 가장 높은 기업과 가장 낮은 기업의 특성을 살펴봄
- (사례 ①: 분할되는 사업부문의 매출액 비중) 〈표4〉는 물적분할 이후 분할 신설회사가 상장된 경우가 없고 지배주주일가의 직접 보유지분율에도 차이가 없는 사례임
- 그러나 두 기업은 분할회사의 전체 매출액에서 분할 신설회사로 분리되는 사업의 매출액 비중과 부채비율에서 뚜렷한 차이를 보임
  - 무엇보다 두 회사가 동일한 기업집단 소속의 계열회사임에도 〈표4〉는 물적분할시 분리되는 사업부문의 매출액 비중이 높은 ‘□사’의 물적분할 결정에 투자자가 부정적으로 반응하였음을 보여줌
  - 반면, ‘○사’의 물적분할 결정에 대한 시장의 긍정적 반응은 분리되는 사업부문의 매출액 비중이 낮고 부채비율이 높아 (물적분할로 인해) 현재 재무구조가 개선될 것이라는 투자자의 기대감이 반영된 것으로 해석할 수 있음

〈표 4〉 누적초과수익률이 가장 높은 기업과 가장 낮은 기업의 특성 비교

구분	‘○사’ (최상위 기업)	‘□사’ (최하위 기업)
분할되는 사업부문의 매출액 비중	0.23%	24.48%
부채비율 (Leverage)	63.39%	48.91%
지배주주일가의 직접 보유 지분율	0.01%	0.01%
실제 상장 여부	아니오	아니오
CAR(-1,0)	27.35%	-14.91%

- (사례 ②: 분할 신설회사 매각 여부) 물적분할 이후 분할 신설회사를 상장하거나 매각하는 경우가 발생할 수 있기 때문에 ‘매각’ 사례를 통해 투자자 반응이 상반되게 나타나는 이유를 살펴보고자 함
  - 물적분할 이후 존속회사 주주는 분할 신설회사에 대한 지배력을 더 이상 가질 수 없다는 점에서, 분할 신설회사의 주주인 존속회사가 존속회사 주주의 이해관계에 반하는 의사결정을 하더라도 이를 저지할 방법이 없었음
    - 신규 상장을 하거나 회사를 매각하는 것도 존속회사 주주의 이해관계에 반하는 의사결정일 수 있음
- <표5>에 따르면, 두 기업이 물적분할 이후 신설회사를 매각한 것은 동일하나 투자자 반응은 서로 다르게 나타났음을 알 수 있음
  - 물적분할 이후 분할 신설회사를 매각한 것은 동일하나 ◆◆기업의 누적초과수익률은 3.90%인 반면, ●●기업은 -11.97%로 (-)의 수익률을 기록함
- 분할되는 사업부문의 매출액은 ●●기업보다 ◆◆기업이 높지만, 지배주주 일가의 직접 보유지분을 또한 ◆◆기업이 높기 때문에 주주들은 물적분할 후 신설회사를 매각하는 결정이 기업 가치를 극대화하는 의사결정으로 간주했을 것으로 판단됨

〈표 5〉 분할 신설회사 매각 여부와 기업의 특성 비교

구분	◆◆사 (누적초과수익률(+))	●●사 (누적초과수익률(-))
분리되는 사업부문의 매출액 비중	18.86%	0.78%
부채비율 (Leverage)	55.84%	26.06%
지배주주일가의 직접 보유 지분율	9.23%	4.91%
실제 상장 여부	아니오	아니오
매각 여부	매각	매각
CAR(-1,0)	3.90%	-11.97%

### 결론 및 시사점

- 회사의 물적분할 결정에 대한 시장의 상반된 반응이 나타나는 이유를 분석한 결과는 다음과 같음

- 분할회사의 전체 매출액 대비 분할 신설회사로 분리되는 사업부문의 매출액이 차지하는 비중은 누적초과수익률이 낮은 하위그룹에서 높게 나타남
  - 이는 분할 신설회사로 핵심사업이 분리됨에 따라 분할 신설회사에 대한 지배력을 유지할 수 없는 기존 주주들이 회사의 물적분할 결정에 부정적으로 반응했음을 시사함
  
- 평균 부채비율은 누적초과수익률이 높은 상위그룹에서 높게 나타났으며, 이는 현재 회사의 부실한 재무구조가 물적분할 이후 개선될 것이라는 시장의 기대감이 반영된 것으로 판단됨
  
- 지배주주 일가의 직접 보유지분율은 누적초과수익률이 낮은 하위그룹보다 누적초과수익률이 높은 상위그룹에서 높게 나타남
  - 이는 지배주주 일가의 지분율이 높을수록 기업가치를 극대화하는 방향(이해일치가설)으로 의사결정(물적분할)을 할 가능성이 높다는 점에서 시장은 회사의 물적분할 결정에 긍정적으로 반응했음을 의미함
  
- 위의 분석 결과는 회사의 물적분할 결정에 대한 시장의 상반된 반응이 분할되는 사업부문의 매출액 비중, 부채비율, 지배주주 일가의 직접 보유지분율과 관련이 있음을 시사함