

물적분할과 재무제표 비교가능성*

김용미** · 이상혁***

〈요 약〉

본 연구는 물적분할 이후 분할기업인 모기업의 재무제표 비교가능성이 달라지는지 분석한다. 물적분할은 분할기업인 모기업이 사업부문을 분할하여 분할대상기업인 자회사를 신설하고, 자회사의 주식 100%를 소유하는 분할 형태이다. 연결재무제표 관점에서 분할기업은 분할 이후에도 분할대상기업을 직접 보유하고 있으므로 변동사항이 없다는 관점이 있다. 그러나 최근 이슈가 된 것처럼 물적분할의 주된 목적이 지배주주의 지배력 유지임을 고려한다면 분할로 인하여 기업지배구조에 변화가 일어나고 이에 따라 재무보고품질이 달라질 것이라는 예상이 가능하다. 2011년부터 2019년까지 상장기업을 대상으로 실증분석한 결과, 물적분할이 일어난 후 분할기업인 모기업의 재무제표 비교가능성으로 측정한 재무보고품질이 유의하게 하락하는 것으로 나타났다. 또한 재무제표 비교가능성의 하락 현상은 지배구조가 상대적으로 우수한 기업들에서 관찰되었다. 본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 먼저, 본 연구에서는 주로 법적인 쟁점을 다룬 선행연구와 달리 물적분할을 통한 지배구조의 변화로 인하여 기업이 생성하는 재무제표의 품질에도 변화를 줄 수 있다는 실증근거를 제시한다. 다음으로, 본 연구는 2020년 LG화학의 물적분할 이후 물적분할에 대한 관심도가 증가하였지만, 물적분할이 기업과 자본시장에 미치는 영향에 관한 연구가 여전히 매우 드문 현시점에서 물적분할의 효과에 관한 국내의 선행연구를 확장한다.

〈주제어〉 물적분할, 비교가능성, 기업지배구조, 재무보고품질

* 본 연구는 한성대학교 학술연구비 지원과제임

** 성공회대학교 경영학부 조교수, ykim@skhu.ac.kr, 주저자

*** 한성대학교 사회과학부 조교수, tkdqr@hansung.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 물적분할이 일어난 경우 분할기업의 재무보고품질에 어떠한 영향을 미치는지 재무제표 비교가능성을 측정치로 활용하여 실증분석한다.¹⁾ 1997년 외환위기 이후 1998년 상법에 도입된 물적분할은 기업 분할의 종류 중에서, 기업의 특정 사업부를 분할기업인 모기업이 100% 소유하는 신설 자회사로 설립하는 형태이다. 즉, 물적분할이 일어나면 신설 자회사의 주식이 100% 분할기업인 모기업에 귀속된다. 따라서 물적분할이 일어나면, 분할기업의 일반주주가 분할 이후에 신설 자회사를 직접 소유하지 못하고, 자회사의 주식을 100% 소유하는 분할기업인 모기업을 통하여 간접적으로 보유한다. 반면, 대주주는 물적분할을 통하여 기존 지배력을 그대로 유지한다는 큰 장점이 있기 때문에 물적분할은 기업 분할의 형태 중에서도 일반주주에 비해 기존 지배주주에게 매우 유리한 구조이다.

최근 대기업을 중심으로 핵심사업부를 물적분할한 이후 신설 자회사를 재상장시키는 경우가 다수 발생하여 일반주주에 대한 주주가치 훼손이 큰 문제점으로 부각되었으며, 이로 인하여 정부는 주주권 보호를 위한 보호조치(공시의 강화, 주식매수청구권, 신설 자회사의 상장심사 강화 등)를 도입하였다. 이상훈(2020)은 구체적으로 LG화학의 사례를 이용하여 LG화학이 LG에너지솔루션을 물적분할한 이유는 일반주주를 상대로 대주주가 이익을 편취하고 대주주의 지배력을 유지하는 데에 있다고 주장하였다. 이상훈(2020)에 따르면, 기존의 일반주주는 분할 이전에 핵심사업부였던 신설 자회사를 분할회사인 모기업을 통하여 간접적으로 소유하기 때문에 신설회사의 주요 의사결정구조에서 배제되고, 모회사의 시장가치에 자회사의 가치가 할인되는 지주사 디스카운트 현상으로 주주가치가 훼손되는 피해가 발생한다.

원종현(2022)은 물적분할이 시장의 불확실성을 높이고 기존 주주가치를 훼손한다는 인식으로 인하여 일반주주의 이익이 침해될 가능성에 대한 우려가 물적분할 발표 직후 주가가 급락하는 요인임을 지적하였다.²⁾ 손창일(2023)에서도 신설 자회사의 기업공개가 일어나면 분할회사인 모회사의 일반주주들은 신설 자회사를 간접적으로 소유하게 되므로 주로 모기업의 핵심사업부인 신설 자회사의 주요 결정구조에서 배제되고, 지주사 디스카운트 현상으로 인한 분할회사의 가치 훼손에 물적분할의 문제점이 있다고 강조하였다.

물적분할은 수직적인 분할이기 때문에 연결재무제표의 관점에서는 별다른 영향이 없는 것으로 여겨져 왔다(조현진과 유승원 2023 등). 따라서, 주주와 자본시장에 미치는 영향에 반하여 재무제표에 미치는 영향이 나타나지 않을 수 있다. 그러나 물적분할 이후 해당 사업부가 분할기업의 신설 자회사가 되면 법적 지배구조에 변화가 일어난다. 즉, 사업 내용이나 기업의 재무제표에

1) 분할기업은 분할 이전의 모기업을 나타내고, 분할대상기업은 분할 이후 신설되는 자회사를 의미한다.
2) 물적분할에 관한 국내연구에서는 물적분할 이후 분할기업인 모기업의 수익률과 주가가 하락하는 현상을 보고하였다(기현희와 장원경 2004 ; 권수영과 김용미 2023 등).

일어나는 회계적 변화가 없을지라도 분할기업의 지배구조가 달라지게 된다. 기업지배구조의 가장 중요한 역할 중의 하나는 양질의 재무보고품질을 위한 감시기능으로 볼 수 있다. 선행연구에서는 기업지배구조가 취약할 경우 재무보고품질이 하락한다는 연구결과를 제시한 바 있다(Beasley et al. 2000 ; Cohen et al. 2004).

본 연구의 목적은 지배주주는 지배력을 유지하는 것이 가능하지만 일반주주에게는 불리한 구조로 작용하는 물적분할 이후 지배구조의 변화로 인하여 재무제표에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 구체적으로, 본 연구는 물적분할 이후 모기업인 분할기업의 재무보고품질이 달라지는지 살펴보기 위하여 재무제표 비교가능성을 이용하여 물적분할의 영향에 관한 실증근거를 제시하고자 한다. 비교가능성은 재무보고 개념체계 하에서 보강적 특성 중의 하나로, 기본적 특성인 목적적합성(relevance), 표현의 충실성(faithful representation)과는 구별되는 재무제표의 질적 특성 중의 하나이다. 또한 비교가능성은 회계정보의 유용성을 증가시키고, 재무보고 이용자들로 하여금 경제적 사건에 대하여 유사점과 차이점을 분별하는 것을 가능하게 한다(FASB 2010). 비교가능성은 여러 기업들뿐만 아니라 동일한 기업의 여러 기간에 걸친 재무보고에도 적용되는 개념이다. 즉, 실물과급효과가 큰 경제적 사건 이후에 기업의 재무보고가 비교 가능한지는 정보이용자들로 하여금 해당 정보를 분석하는 데에 있어 매우 유용한 측면으로 작용한다. 이처럼 경제적 사건 이후의 일관성 있는 회계처리가 이루어진다면 비교가능성은 향상될 것이지만, 그렇지 않다면 비교가능성이 하락할 것으로 예상할 수 있다.³⁾

Barth et al.(2012)에 의하면 재무제표 비교가능성은 종합적인 재무보고품질의 측정치로 볼 수 있다. Barth et al.(2012)의 주장에 근거하여, 기업의 재무제표 비교가능성이 기업의 전반적인 재무보고품질을 나타낼 수 있는 척도로 판단하였다. 비교가능성과 재무보고품질 간의 관련성에 관한 선행연구를 살펴보면, Chen and Gong(2019)에서는 비교가능성이 정보환경을 향상시키기 때문에,⁴⁾ 경영진들로 하여금 발생액을 보다 정확하게 예측하게 함으로써 사적 정보를 온전히 전달하게 하고, 투자자들의 발생액에 대한 이해를 증진시킬 수 있다고 주장하였다. Chen and Gong(2019)는 재무제표 재작성과 발생액의 품질, 이익지속성과 감사보수를 재무보고품질을 나타내는 측정치로 활용하여 재무제표 비교가능성의 향상이 재무보고품질과 양(+)의 관련성이 있다는 실증근거를 제시하였다. 또한 Barth et al.(2012)에서는 회계정보의 품질을 나타내는 요소들인 이익유연화와 발생액의 품질, 회계정보의 적시성이 비교가능성을 향상시키는 요인이라는 분석결과를 제시하고 있다.

2011년부터 2019년까지 상장기업을 대상으로 한 본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 첫째,

- 3) 금융위원회와 회계기준원 등에서도 원칙중심의 국제회계기준 채택에서 기인한 회계처리의 불확실성을 감소시키기 위하여 물적분할에 대한 회계기준 해석에 대한 감독지침을 제공하고자 하고 있다. 즉, 기업 분할 중 물적분할을 기록하는 회계처리에 있어 일관성을 제고하고자 하였다.
- 4) Chen and Gong(2019)에 의하면 비교가능성이 높은 경우, 기업에 대한 정보의 양과 품질이 증가하기 때문에 정보환경이 개선된다.

물적분할이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 살펴본 결과 물적분할 변수의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 즉, 물적분할 이후 비교가능성으로 측정한 재무보고품질이 유의하게 하락한다는 결과를 관찰하였다. 둘째, 물적분할 이후 재무보고품질의 변화는 기업지배구조가 상대적으로 우수한 표본에서만 나타났다. 이는 물적분할에서 기인한 재무보고품질의 변화가 기업지배구조에 의해 영향을 받는다는 결과이다. 성향점수매칭을 통하여 추가 분석한 결과도 본 연구의 주요 분석 결과를 지지하는 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 먼저, 본 연구에서는 주로 법적인 쟁점을 다룬 선행연구와 달리 물적분할을 통한 지배구조의 변화로 인하여 기업이 생성하는 재무제표의 품질에도 변화를 줄 수 있다는 실증근거를 제시한다. 이러한 결과는 연결재무제표의 관점에서 분할 자체가 가져오는 회계적인 이슈가 없을지라도 기업지배구조가 바뀌면서 궁극적으로는 회계품질이 변동할 수 있다는 시사점을 정책 당국에 제공한다. 다음으로, 본 연구는 2020년 LG화학의 물적분할 이후 물적분할에 대한 관심도가 증가하였지만, 물적분할이 기업과 자본시장에 미치는 영향에 관한 연구가 여전히 매우 드문 현시점에서 물적분할의 효과에 관한 국내의 선행연구를 확장한다.

본 논문은 다음과 같은 구성으로 이루어졌다. 제Ⅱ장에서는 관련 선행연구를 검토한 후, 연구가설에 관하여 논의한다. 제Ⅲ장에서는 가설 검증을 위한 표본과 연구설계를 제시한다. 제Ⅳ장에서는 본 연구의 중심가설에 대한 실증분석 결과를 논의하고, 제Ⅴ장에서 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

1. 물적분할에 관한 선행연구

기업의 분할과 관련한 선행연구는 주로 인적분할과 물적분할의 차이와 같은 분할의 형태에 따른 차이와 분할의 법적 의미, 기업분할이라는 해당 경제적 사건이 자본시장에 미치는 영향에 관하여 초점을 두고 있다. 분할 형태에 따른 차이점에 관하여, 이상훈(2020) 및 박진우(2022)는 LG화학이 핵심인 배터리 사업부를 물적분할한 사례를 바탕으로,⁵⁾ 물적분할의 문제점에 관하여 논의하고 물적분할과 인적분할의 차이점에 관한 의미를 기술하였다. 이상훈(2020) 및 박진우(2022)에 따르면 물적분할의 근본적인 문제점으로는 일반주주로부터 지배주주에게 부의 이전 현상이 일어난다는 것과 일반주주의 경우 지배구조상 물적분할이 일어난 후에는 신설 자회사에 대한 직접적인 소유가 불가하기 때문에 이로 인하여 일반주주의 주주가치가 훼손된다는 것을

5) LG화학은 2020년 9월 16일에 핵심사업부인 배터리 사업부를 물적분할하기로 발표하고, 2020년 10월 30일에 임시주주총회를 열어 물적분할을 승인하였다. 그 해 12월 1일에 신설 자회사인 LG에너지솔루션이 공식 출범하였고, 1년 후인 2021년 11월 30일에는 신설 자회사인 LG에너지솔루션의 상장예비심사가 통과되어, 이듬해인 2022년 1월 27일에 LG에너지솔루션이 유가증권시장에 상장되었다.

들 수 있다. 원종현(2022)에서도 물적분할 이후 주가가 급락하는 현상은 회사법적인 관점에서 일반주주가치의 훼손에 대한 우려가 반영된 결과라고 주장하였다. 정우영과 이현균(2022)은 물적분할의 문제점에 관한 지적을 바탕으로 이에 대한 개선방안의 실효성과 고려사항에 관하여 검토하였다.

기업분할이라는 경제적 사건의 영향에 관한 해외 선행연구를 살펴보면, 미국 기업을 분석 대상으로 하는 연구에서는 주로 분할 이후에 주가와 기업가치가 증가한다는 긍정적인 영향에 관하여 보고하고 있다. 예를 들어, Hite and Owers(1983)에서는 미국기업의 기업분할 공시에 대하여 공시 이전부터 분할 완료 시까지 비정상수익률로 측정된 주가 반응이 평균 7% 증가한다는 실증 근거를 제시하였다. Miles and Rosenfeld(1983)도 Hite and Owers(1983)와 마찬가지로 기업분할에 관하여 자발적인 공시가 이루어진 이후에 주가가 상승한다는 현상을 발견하였고, Cusatis et al. (1993) 또한 분할 이후에 분할기업인 모기업과 분할대상기업인 신설회사 모두 비정상수익률이 증가하였다는 분석 결과를 보고하였다.

기업분할에 대한 긍정적인 효과를 보고하고 있는 미국과는 상이하게 우리나라의 경우 분할공시의 효과에 관하여 일관성이 부족하다. 강내철과 진태홍(2012)에서는 해당 현상에 관하여 우리나라의 기업분할 형태가 미국과는 상이함에 그 원인이 있다고 지적한 바 있다. 먼저 기업분할이 자본시장에 미치는 긍정적인 영향에 관한 선행연구를 살펴보면, 조용대와 김동하(2015)에서는 기업분할을 승인하는 이사회 결정 이후에 유가증권시장과 코스닥 상장기업들에게서 누적평균 초과수익률이 유의하게 증가한다는 현상을 발견하였다. 마찬가지로, 신용균과 한만용(2016)에서도 기업분할이 공시되는 시점에서 양(+)의 비정상수익률을 보고하였다. 조현진과 유승원(2023)은 물적분할 이후 정보환경이 중대하게 변화함에 따라 재무분석가의 이익예측편의와 이익예측오차 및 그 표준편차가 감소하였음을 보고하였다.

반면, 기업분할의 부정적인 효과에 관하여 보고한 연구들을 살펴 보면, 분할에 관한 공시 이후 주식수익률이 유의하게 감소한다는 실증분석 결과들이 제시되었다(기현희와 장원경 2004 ; 김상우와 남명수 2013 등). 비교적 최근 연구에서도 물적분할의 부정적인 효과에 초점을 두고 있다. 구체적으로, 이상훈(2020) 및 권수영과 김용미(2023)는 배터리 사업부를 LG에너지솔루션으로 물적분할한 LG화학의 사례를 이용하여, 물적분할 공시 이후 지주사 디스카운트 현상이 심화되어 지배주주가 아닌 일반주주에게 피해가 발생한 현상에 관하여 보고하였다.

2. 가설의 설정

앞선 선행연구의 개관에서 살펴본 바와 같이, 물적분할이 자본시장 참여자에게 미치는 영향에 관한 연구에 비하여 분할로 인하여 분할기업 자체의 의사결정이나 재무제표에 어떠한 영향이 있는지에 관한 보고가 전무한 실정이다. 일반적으로 수직적 분할인 물적분할은 연결재무제표

의 관점에서 변화가 없는 것으로 알려져 있다는 점이 그 원인일 수 있다(조현진과 유승원 2023). 신설 자회사인 분할대상기업의 주식이 모회사인 분할기업의 기존 주주에게 귀속되는 인적분할과 달리, 물적분할의 경우에는 분할대상기업의 주식이 모회사에게 귀속되기 때문이다. 인적분할은 수평적인 분할로 분할기업과 분할대상기업이 별도의 회사로 구분되는 반면, 물적분할은 수직적인 분할이기 때문에 모회사가 자회사인 분할대상기업의 주식을 100% 소유하게 된다. 따라서 연결실체의 관점에서는 연결재무제표에 영향이 없을 것으로 판단할 수 있다. 즉, 모회사의 법적인 지배구조가 달라질 뿐 사업 내용이나 재무제표의 구성요소에 명시적인 변화가 일어나지 않기 때문이다. 종합하자면, 별도재무제표와는 다르게 연결재무제표에서는 신설 자회사의 재무제표 구성요소인 자산, 부채, 자본과 수익, 비용이 분할 이전과 동일하게 표시된다. 따라서 물적분할로 인하여 연결재무제표에 미치는 회계적 영향이 없다고 판단할 수 있다.

그러나 연결재무제표에 일어나는 표면적인 변화가 없을지라도 물적분할은 분할기업의 지배구조에 중대한 변화를 가져오는 것으로 보고되었다(이상훈 2020 ; 남길남 2022 ; 조현진과 유승원 2023). 물적분할로 인한 지배구조의 변화에 있어서 가장 큰 쟁점 중의 하나는 물적분할은 지배주주에게 절대적으로 유리한 구조라는 점이다. 이상훈(2020)은 지배주주 입장에서 인적분할과 대비하여 물적분할의 핵심 이점은 지배주주가 지배권을 그대로 유지하거나 강화할 수 있고, 분할 이후 신설 자회사인 분할대상기업의 상장 이후 매각 프리미엄으로 인한 지배주주의 이익 물취에 있다고 주장한 바 있다. 물적분할 이후 지배주주는 구주매각을 통하여 신설회사의 성장성에서 기인한 주가 상승 프리미엄을 분할기업의 계좌로 입고시키고, 주주에게 배당금으로 지급할 수 있다. 이 모든 의사결정은 지배주주의 결정에 달려 있다. 그러나 해당 방식은 일반주주에게는 손해로 작용한다. 즉, 일반주주에게는 신설기업의 주식이 부여되지 않으므로 차익 실현의 프리미엄 기회가 원천봉쇄되며, 구주매각을 통한 차익에 대한 처분권은 지배주주가 독점한다. 이러한 현상 때문에 지주사 디스카운트⁶⁾가 발생한다는 것이 이상훈(2020)의 주장이다.⁷⁾

남길남(2022)에서는 비교적 최근에 물적분할에 대한 이슈가 증대된 것은 대기업들이 핵심적인 사업부를 물적분할하면서 기존 소액주주들의 반발이 일어났기 때문이라고 지적하였다. 기존 분할기업의 소액주주들은 분할 이전에는 분할기업의 사업부문이었던 자회사의 성장과 발전 가능성을 기대하고 투자하였는데, 해당 사업부문이 물적분할되어 자회사로 변경되면 소액주주들은 분할기업인 모기업을 통하여 신설 자회사를 간접적으로만 소유하게 되므로 주요 의사결정에서 배제된다는 설명이다. 조현진과 유승원(2023)에서도 인적분할의 경우 수평적인 분할이기 때

6) 지주사 디스카운트란 지주회사의 가치가 저평가되는 현상을 의미한다. 물적분할 이후 발생하는 지주사 디스카운트 현상은 거래소 시장의 주가를 기준으로 삼고 있는 개념이기 때문에, 지배주주가 아닌 일반 주주에게만 해당되는 사항이다.

7) 이상훈(2020)의 연구는 물적분할 이후 자회사를 재상장시킨 (주)LG화학의 사례를 대상으로 하고 있기 때문에, 물적분할 이후 자회사를 신규상장하지 않는 경우에는 이와 같은 주장에 관하여 비판적인 접근이 필요하다.

문에 주주 입장에서 변화가 없으나, 물적분할은 수직적인 분할로 신설회사는 분할기업의 100% 자회사가 되어 기존 주주들은 분할기업을 통하여 신설 자회사의 주식을 간접적으로 소유하게 되므로 법적인 지배구조에 차이가 발생함을 제시하였다. 즉, 지배주주는 분할 이전이나 이후에도 분할기업인 모기업에 대한 지배력이 있기 때문에 여전히 신설 자회사에 대한 지배력을 행사할 수 있지만, 소수의 지분을 소유한 일반주주들의 경우 핵심 사업부인 신설 자회사를 간접적으로 소유하게 되기 때문에 자회사에 대한 영향력을 잃게 되는 효과가 발생한다. 권수영과 김용미(2023)에서는 대주주 역시 모회사인 분할기업의 주가가 하락할 경우 손해를 볼 가능성은 있지만, 지배주주의 지분율을 유지하는 것이 가능하고 핵심 사업부인 신설기업에 대한 지배권을 그대로 유지한다는 점에 있어 물적분할이 지배주주에게 유리하게 작동한다는 것을 제시한다. 결국, 물적분할은 지배주주에게만 유리하며 일반주주의 이익이 보호되지 않음으로써 주주이익의 손상과 일반주주의 가치하락이 일어나기 때문에, 기업의 전반적인 지배구조가 손상되는 경제적 사건으로 볼 수 있다.

기업의 재무보고품질은 해당 기업의 지배구조와 밀접하게 관련되어 있다. 지배주주가 재무보고품질에 미치는 영향에 관하여 Fan and Wong(2002)에서는 지배주주에게 지분율이 집중될수록 신뢰성이 떨어지는 재무정보를 보고한다고 주장하였다. Yuan et al.(2022)에서는 중국 기업을 대상으로, 여러 대주주가 존재하는 기업일수록 재무보고품질이 감소함을 보고하였다. 본 연구에서는 지배주주에게만 유리하게 작용하는 물적분할이라는 경제적 사건 이후에 일어나는 지배구조의 변화가 재무보고의 품질에 어떠한 영향으로 작용하는지 분석하고자 하였다.⁸⁾

Cohen et al.(2004)은 어떠한 측면이 “재무보고품질”을 나타낼 수 있는지가 여전히 불확실하기 때문에, 많은 선행연구에서 재무보고품질에 관하여 정의하기보다는 이익조정과 재무제표 재작성과 같은 재무보고품을 나타낼 수 있는 구성요소에 초점을 두고 있다고 지적하였다. 본 연구에서는 재무보고품을 측정하기 위하여 재무제표 비교가능성을 채택한다. 개념체계에 의하면 비교가능성은 재무제표이용자들이 기업에게 발생한 경제적 사건에 대하여 유사점과 차이점을 분별하게끔 함으로써, 재무보고의 유용성을 증가시키는 질적 특성 중의 하나이다(FASB 2010). De Franco et al.(2011)에서는 투자자들이 여러 투자 대안을 비교 분석하는 데에 있어 재무제표 비교가능성이 중요한 질적 특성⁹⁾이라고 주장한 바 있다. 또한, Barth et al.(2012)에 의하면 재무제표 비교가능성은 이익유연화, 발생액의 품질과 적시성과 같은 여러 측면의 회계정보품을 종합적으로 나타내는 측정치이기 때문에 기업의 전반적인 재무보고품을 측정하기 위한

8) 물적분할 이후 신규상장을 진행한다면 신설기업의 가치를 높게 평가받고자 하는 유인이 작동하여 물적분할 직전에 재무보고품질이 하락할 가능성이 있다. 그러나 남길남(2022)에 따르면 물적분할 이후 신규상장한 기업들의 경우 분할로부터 상장까지 평균 4.4년이 소요되었다고 보고하고 있기 때문에 해당 유인이 본 연구의 결과에 영향을 미칠 가능성은 상대적으로 낮을 것으로 판단하였다.

9) 비교가능성 외에 보강적 특성으로는 검증가능성(verifiability), 적시성(timeliness)과 이해가능성(understandability)을 들 수 있다.

대용치로 재무제표 비교가능성을 사용하였다. 상기 논의와 같이, 수직적인 기업분할인 물적분할 이후 연결재무제표에 회계적인 영향이 없다면 물적분할 이후 분할기업의 재무제표 비교가능성에는 변화가 없을 것이다. 그러나, 법적인 지배구조의 변화로 인하여 분할기업의 지배구조가 달라진다면, 이로 인한 재무보고품질에 변화가 있을 것으로 예측하였다. 이를 고려하여, 다음과 같이 연구가설 1을 귀무가설의 형태로 제시한다.

연구가설 1 : 물적분할 이후 분할기업의 재무제표 비교가능성에 변화가 없을 것이다.

본 연구의 중심가설은 물적분할로 인하여 지배주주에게 절대적으로 유리하도록 지배구조가 변화하는 현상이 재무보고품질에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보는 것이다. 연구가설 1을 바탕으로, 물적분할과 재무제표 비교가능성 간의 관련성이 기업지배구조 특성의 차이에 따라 달라지는지 분석하고자 하였다. 기업지배구조는 여러 이해관계자들 간의 관계를 조정함으로써, 기업의 의사결정에 중대한 영향을 미치게 된다. 선행연구에 따르면 우수한 기업지배구조는 회계정보의 품질을 향상시키므로, 기업지배구조가 우수할수록 비교가능성이 향상될 것이라는 예측이 가능하다. 따라서, 본 연구에서는 물적분할이 분할기업의 재무제표 비교가능성에 미치는 영향이 개별 분할기업의 지배구조 특성에 따라 달라질 것으로 예상하였다.

기업의 지배구조에 관한 이론으로 대주주의 이익과 일반주주의 이익이 서로 상충된다는 이익 침해가설(expropriation of minority shareholder hypothesis)이 있다. La Porta et al.(1998)은 주주와 채권자 보호에 관한 49개국의 법령을 조사하였고, 지분율이 집중되는 경우에는 투자자에 관한 보호가 약화되는 현상을 발견하였다. La Porta et al.(1998)의 이익침해가설에 의하면 지배주주에게 지분율이 집중되고 지배력이 상승할수록 일반주주에 대한 보호와 일반주주들의 이익이 침해된다.

국내연구로 박종일(2003)은 기업지배구조에 따른 경영자의 이익조정의 차이를 살펴보았는데, 지배주주의 지분율이 증가하면 기업의 재량적 발생액이 증가한다는 실증근거를 제시하였다. 박종일(2003)의 연구는 우리나라의 경우 이익침해가설이 경영자의 이익조정유인으로 작용한다는 근거를 제시한다. 최영수 외(2015)는 K-IFRS의 의무도입 이후 기업지배구조 특성에 따라 비교가능성에 미치는 영향을 검토하였는데 최대주주지분율이 낮거나 외국인 지분율이 높은 경우, 즉 기업지배구조가 상대적으로 양호할수록 K-IFRS 의무도입 이후 비교가능성이 증가하는 현상을 확인하였다. 최영수 외(2015)의 주장 역시, 우리나라의 경우 지배주주가 일반주주의 이익을 침해한다는 이익침해가설을 지지하는 결과이다.

상기 논의를 바탕으로, 본 연구에서는 물적분할이 기업의 재무제표 비교가능성에 미치는 영향이 기업지배구조의 특성에 따라 달라질 것으로 예측하였다. 이를 검토하기 위하여 다음과 같이 연구가설 2를 귀무가설 형태로 설정하였다.

연구가설 2 : 물적분할과 재무제표 비교가능성 간 관련성이 기업지배구조 특성에 따라 달라지지 않을 것이다.

Ⅲ. 표본 선정과 연구모형

1. 표본 선정

본 연구의 표본 선정 과정은 다음과 같다. 먼저, 2011년에서 2019년에 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업-연도를 대상으로 한다. 다음으로, 표본 간 재무제표에 포함된 정보의 유사성과 비교가능성 등을 확보하기 위해 금융업 등에 해당하는 기업-연도와 결산월이 12월 이외의 월인 기업-연도를 제외한다. 마지막으로, 재무제표 비교가능성을 측정하기 위해 산업-연도별 표본 수가 10개 미만인 기업-연도 및 주요 변수를 측정하기 어려운 기업-연도를 제외한다. 표본 선정 과정을 거쳐 최종적으로 9,411 기업-연도를 대상으로 분석을 수행한다. <Table 1>에서 상기의 표본 선정 과정을 제시한다.

<Table 1> Sample Selection

Firm-years listed on the KOSPI & KOSDAQ from 2011 to 2019	16,199
(Less) Financial firm-years	(654)
(Less) Non-December fiscal year-end	(499)
(Less) Industry-years less than 10 observations	(2,079)
(Less) Unavailable to measure main variables	(3,556)
Final Sample	9,411

2. 재무제표 비교가능성 측정 방법

본 연구에서 물적분할과의 관련성을 분석하기 위한 재무제표 비교가능성은 De Franco et al. (2011)을 활용하여 측정하고 종속변수로 설정한다. De Franco et al.(2011)에서는 서로 다른 두 기업이 유사한 혹은 비교가능한 회계시스템을 보유하는 경우 동일한 경제적 사건에 대해서 유사하게 재무제표에 기록할 것이라고 주장하였다. 이를 위해 기업 고유의 효과, 기업이 속한 산업의 효과 및 경제 전반의 효과를 나타낼 수 있는 주가수익률과 함께 재무제표에 기록된 순이익을 활용하였다. De Franco et al.(2011)의 구체적인 재무제표 비교가능성 측정 방법은 다음과 같다. 먼저, 아래의 식 (1)을 활용하여 기업-연도별로 직전 16분기의 분기별 주가수익률과 분

기별 순이익을 회귀분석한다. 이를 통해 추정되는 값(α, β)이 주가수익률을 순이익에 반영하는 기업별 회계시스템으로 정의할 수 있다. 식 (1)을 활용하여 추정된 α, β 를 활용하여 기업별 회계시스템(여기서는 i)을 식 (2)와 같이 나타낼 수 있다. 한편, 하나의 기업에 대해 해당 기업과 동일한 산업-연도에 속한 기업들 각각의 회계시스템(여기서는 j)을 아래의 식 (3)과 같이 나타낼 수 있다.

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$E(Earnings)_{iit} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (2)$$

$$E(Earnings)_{ijt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Return_{it} \quad (3)$$

$Earnings$ = 분기순이익 / 분기초 총자본의 시장가치 ;
 $Return$ = 분기별 주가수익률.

다음으로, i 기업의 분기별 주가수익률을 동일한 경제적 사건으로 가정하여 i 기업의 회계시스템인 식 (2)와 j 기업의 회계시스템인 식 (3)에 각각 대입하여 i 기업과 j 기업 각각의 분기별 기대순이익을 산출한다. 마지막으로, 식 (4)로 표시한 바와 같이 직전 16분기의 i 기업과 j 기업의 분기별 기대순이익을 비교하여 i 기업에 대한 재무제표 비교가능성을 측정한다. 분기별 기대순이익의 차이가 적을수록 동일한 경제적 사건이 유사하게 재무제표에 반영된 것으로 해석할 수 있다.¹⁰⁾

본 연구에서 사용하는 종속변수는 기업-연도별로 하나의 기업에 대응되는 같은 산업-연도에 속한 모든 기업에 대해 측정된 재무제표 비교가능성 측정치의 상위 4개 값의 평균($AVGCB$)과 중위수($MEDCB$)이다.

$$COMP_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t=15}^t |E(Earnings)_{iit} - E(Earnings)_{ijt}| \quad (4)$$

$COMP$ = 재무제표 비교가능성 ;
 $Earnings$ = 분기순이익 / 분기초 총자본의 시장가치.

3. 연구모형

본 연구의 연구가설 1을 검증하기 위해 아래의 식 (5)를 활용하여 회귀분석을 수행한다.

$$CB_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 SPL_{it} + \beta_2 \ln SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 FSALES_{it} + \beta_7 ROA_{it} \\ + \beta_8 MDA_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} + \beta_{11} MARKET_{it} + INDU + YEAR + \epsilon_{it} \quad (5)$$

10) 해석의 편의를 위하여 (-1)을 곱하여 값이 클수록 재무제표 비교가능성이 높은 것으로 측정한다.

CB =기업별 재무제표 비교가능성 측정치, *AVGCB*와 *MEDCB*로 측정 ;
AVGCB =기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 상위 4개 값의 평균 ;
MEDCB =기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 중위수 ;
SPL =물적분할이 일어난 기업-연도 및 그 이후 기업-연도에 1의 값을 가지는 더미변수 ;
lnSIZE =총자산에 자연로그를 취한 값 ;
LEV =총부채 / 총자산 ;
BM =총자본의 장부가치 / 총자본의 시장가치 ;
SGR =당기 매출액 / 전기 매출액 -1 ;
FSALES =해외매출액 / 총매출액 ;
ROA =당기순이익 / 전기총자산 ;
MDA =수정-존스 모형으로 측정한 재량적발생액 ;
LOSS =당기순손실이 일어난 기업-연도에 1의 값을 가지는 더미변수 ;
BIG4 =대형회계법인에게 감사받은 기업-연도에 1의 값을 가지는 더미변수 ;
MARKET =한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업-연도에 1의 값을 가지는 더미변수.
INDU =산업별 더미변수 ;
YEAR =연도별 더미변수 ;
 ε =잔차항.

연구모형에 포함된 변수들은 다음과 같다. 먼저, 종속변수인 재무제표 비교가능성은 앞선 절에서 서술한 바와 같이 *AVGCB*와 *MEDCB*로 측정한다. 또한 재무제표 비교가능성을 측정하기 위해 직전 16분기의 분기별 주가수익률과 분기별 순이익을 활용하기 때문에 물적분할로 인한 재무제표 비교가능성 변화를 명확하게 측정하기 위해 종속변수는 차기의 재무제표 비교가능성 측정치로 설정한다. 다음으로, 독립변수인 *SPL*은 Dataguide에서 조회하여 물적분할이 일어난 기업-연도와 그 이후 기업-연도에 1의 값을 부여하는 더미변수로 설정한다. 독립변수인 *SPL*을 측정함에 있어 물적분할 기간과 그 이후의 기간을 모두 포함하였는데, 이는 물적분할이 일정한 시점에 동시에 일어나지 않으며, 물적분할 이후 신설된 자회사의 상장여부 모든 물적분할에서 나타나지 않고, 실제 신설된 자회사의 상장으로 이어진다고 해도 그 기간이 단기간에 이루어지지 않는다는 점을 고려한 결과이다. 본 연구의 연구가설 1을 검증하기 위해 다음 장에서 회귀분석을 통해 *SPL*의 계수값(β_1)이 통계적으로 유의한지 여부를 확인하고자 한다.

통제변수는 선행연구를 따라 재무제표 비교가능성과 관련이 있는 요인들로 설정한다. 기업별 크기, 안정성, 성장성, 영업의 복잡성 등의 특성을 통제하고자 기업 규모(*lnSIZE*), 부채비율(*LEV*), 장부-시장비율(*BM*) 및 총매출액 대비 해외매출액 비중(*FSALES*)을 통제변수로 설정한다. 기업의 성과를 통제하고자 매출액성장률(*SGR*), 총자산수익률(*ROA*), 당기순손실 발생 여부(*LOSS*)를 통제변수로 포함한다. 재무제표 비교가능성 외 측정할 수 있는 기업의 재무보고품질을 통제하고자 수정-존스 모형으로 측정한 재량적발생액(*MDA*)과 대형회계법인에게 감사받았는지 여부(*BIG4*)를 통제변수로 설정한다. 기업이 상장된 시장별 특성과, 기업이 속한 산업별 특성 및 연도별 특성을 통제하기 위해 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업-연도에 1의 값을

가지는 더미변수(MARKET), 한국표준산업분류 중분류별 1의 값을 가지는 산업별 더미변수(INDU) 및 연도별 더미변수(YEAR)를 통제한다. 연구모형에 포함된 모든 연속변수는 극단치의 영향을 완화하기 위해 상하위 1% 수준으로 조정한다(winsorizing).

한편, 본 연구의 연구가설 2를 검증하기 위해서 상기의 식 (5)를 활용하여 회귀분석을 수행한다. 기업지배구조 수준에 따른 물적분할과 재무제표 비교가능성의 관련성을 분석하기 위해 기업지배구조 수준을 외국인투자자 지분율 및 최대주주 지분율을 활용하여 구분한다. 구체적으로, 외국인투자자 지분율이 중위수를 초과하고, 최대주주 지분율이 중위수 미만인 경우 기업지배구조 수준이 높은 것으로 가정하고(High CG group), 그 외인 경우 기업지배구조 수준이 높지 않은 것으로 가정하여(Low CG group) 각각의 그룹별로 분석을 수행한 후 기업지배구조 수준에 따른 물적분할과 재무제표 비교가능성의 관련성을 분석하고자 한다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량 및 상관관계

본 연구의 변수들에 대한 기술통계량을 <Table 2>에서 제시한다.

<Table 2> Descriptive Statistics

Variables	No.	Mean	Median	Q1	Q3	S.D.
$AVGCB_{i+1}$	9,411	-0.012	-0.005	-0.011	-0.003	0.025
$MEDCB_{i+1}$	9,411	-0.032	-0.021	-0.033	-0.015	0.035
SPL	9,411	0.053	0.000	0.000	0.000	0.225
$lnSIZE$	9,411	26.185	25.891	25.165	26.956	1.478
LEV	9,411	0.442	0.445	0.277	0.596	0.203
BM	9,411	1.209	0.991	0.566	1.590	0.896
SGR	9,411	0.071	0.036	-0.065	0.145	0.306
$FSALES$	9,411	0.184	0.002	0.000	0.319	0.281
ROA	9,411	0.012	0.024	-0.012	0.059	0.098
MDA	9,411	-0.005	-0.003	-0.045	0.038	0.085
$LOSS$	9,411	0.295	0.000	0.000	1.000	0.456
$BIG4$	9,411	0.509	1.000	0.000	1.000	0.500
$MARKET$	9,411	0.433	0.000	0.000	1.000	0.495

- 1) Variable definitions : $AVGCB$ =Average of the top 4 values of financial comparability by firm ; $MEDCB$ =Median value of financial comparability by firm ; SPL =Dummy variable with a value of 1 for the

year of corporate split-off and thereafter ; $\ln SIZE$ = Natural logarithm of total assets ; LEV = Total liabilities divided by total assets ; BM = Book value of equity divided by market value of equity ; SGR = Sales growth rate ; $FSALES$ = Proportion of exports ; ROA = Return on total assets ; MDA = Modified-Jones discretionary accruals ; $LOSS$ = Dummy variable with a value of 1 if firm has a net loss for the current fiscal year ; $BIG4$ = Dummy variable with a value of 1 if firm is audited by big4 accounting firms ; $MARKET$ = Dummy variable with a value of 1 if firm is listed on KOSPI market.

종속변수인 차기의 $AVGCB$ 의 평균은 -0.012 , 중간값은 -0.005 , 차기의 $MEDCB$ 의 평균은 -0.032 중간값은 -0.021 로 나타난다. 독립변수인 SPL 을 살펴보면, 약 5%에 해당하는 표본이 물적분할과 그 이후 기업-연도에 해당되는 것으로 보여진다. 부채비율은 평균적으로 약 44%, 매출액성장률은 평균적으로 약 7%, 해외매출액 비중은 평균적으로 약 18%, 총자산수익률은 평균적으로 약 1% 수준인 것을 확인할 수 있다.

본 연구의 변수들 간 피어슨(Pearson) 상관관계를 분석한 결과를 <Table 3>에서 제시한다. 종속변수인 차기의 $AVGCB$ 와 차기의 $MEDCB$ 모두 SPL 과 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 보여주고 있어, 물적분할 이후 재무제표 비교가능성이 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 다만, 대부분의 변수들이 5% 수준에서 통계적으로 유의한 관련성을 보여주고 있어 상기 결과의 해석에 주의할 필요가 있으며, 다음 절을 통해 관련성을 보여주는 변수들을 통제변수로 포함한 연구모형을 활용하여 회귀분석을 수행하고자 한다.

〈Table 3〉 Correlations

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 $AVGCB_{t+1}$	—											
2 $MEDCB_{t+1}$	0.937*											
3 SPL	-0.059*	-0.049*										
4 $lnSIZE$	0.014	0.067*	0.123*									
5 LEV	-0.290*	-0.333*	0.062*	0.263*								
6 BM	-0.041*	-0.035*	-0.021*	0.320*	0.030*							
7 SGR	0.070*	0.065*	0.001	0.033*	0.028*	-0.066*						
8 $FSALES$	0.057*	0.008	-0.040*	-0.061*	-0.004	-0.051*	-0.018					
9 ROA	0.294*	0.353*	-0.001	0.212*	-0.288*	0.051*	0.207*	-0.017				
10 MDA	0.132*	0.158*	-0.001	0.018	-0.137*	0.047*	0.053*	-0.010	0.453*			
11 $LOSS$	-0.273*	-0.337*	0.026*	-0.195*	0.250*	-0.038*	-0.166*	0.050*	-0.700*	-0.299*		
12 $BIG4$	0.010	0.041*	0.063*	0.429*	0.098*	0.082*	-0.015	-0.016	0.092*	-0.034*	-0.086*	
13 $MARKET$	-0.079*	-0.035*	0.053*	0.541*	0.140*	0.246*	-0.041*	-0.086*	0.061*	0.007	-0.094	0.280*

1) Refer to Table 2 for the variable definitions.

2) * indicates statistical significance at 0.05 level, using two-tailed test.

2. 실증분석 결과

본 연구의 연구가설 1을 검증하기 위한 회귀분석 결과를 <Table 4>에서 제시한다.

<Table 4> Corporate Split-off and Financial Statement Comparability

Variables	(1) DV=AVGCB _{t+1}	(2) DV=MEDCB _{t+1}
<i>Intercept</i>	-0.037*** (-3.80)	-0.081*** (-6.46)
<i>SPL</i>	-0.006* (-1.81)	-0.008** (-1.98)
<i>lnSIZE</i>	0.002*** (4.00)	0.003*** (5.68)
<i>LEV</i>	-0.025*** (-8.40)	-0.038*** (-9.79)
<i>BM</i>	-0.000 (-0.65)	-0.000 (-0.42)
<i>SGR</i>	0.002* (1.70)	0.001 (0.82)
<i>FSALES</i>	0.002 (1.39)	0.002 (1.09)
<i>ROA</i>	0.037*** (4.70)	0.058*** (6.15)
<i>MDA</i>	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.08)
<i>LOSS</i>	-0.006*** (-6.14)	-0.010*** (-8.00)
<i>BIG4</i>	0.001 (0.68)	0.001 (0.89)
<i>MARKET</i>	-0.004*** (-3.58)	-0.006*** (-3.63)
<i>INDU</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
No of obs.	9,411	9,411
Adj. R-sq.	0.211	0.299

1) Refer to Table 2 for the variable definitions.

2) *, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively, using two-tailed test.

3) t-statistics in parentheses are clustering at the firm level.

열(1)은 차기의 *AVGCB*를 종속변수를 설정하여 회귀분석한 결과, 열(2)는 차기의 *MEDCB*를 종속변수를 설정하여 회귀분석한 결과이다. 분석 결과, 모든 열에서 *SPL*의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)으로 나타나고 있다. 이는 연구가설 1을 기각하는 것이며, 물적분할이 이루어진 후 해당 기업의 전반적인 기업지배구조가 약화됨에 따라 재무보고품질의 대응치로 측정된 재무제표 비교가능성이 떨어지는 것으로 해석할 수 있다. 통제변수의 계수를 살펴보면, 앞선 상관관계 분석결과와 유사하게 *lnSIZE*, *ROA*는 통계적으로 유의한 양(+), *LEV*, *LOSS*, *MARKET*은 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있다.¹¹⁾

본 연구의 연구가설 2를 검증하기 위한 회귀분석 결과를 <Table 5>에서 제시한다. 앞서 서술한 바와 같이 물적분할에 따른 재무제표 비교가능성과의 관련성이 기업지배구조의 정도에 따라 달라진다는 것을 검증하기 위해 기업지배구조가 우수한 그룹과 그 외 그룹으로 나누어 분석을 수행한다. 본 연구에서는 외국인투자자 지분율이 중위수를 초과하고, 최대주주 지분율이 중위수 미만인 경우 기업지배구조 수준이 높은 것으로 가정하고(High CG group), 그 외인 경우 기업지배구조 수준이 낮지 않은 것으로 가정하여(Low CG group) 분석을 수행한다.¹²⁾ 열(1)과 열(3)은 차기의 *AVGCB*를 종속변수를 설정하여 회귀분석한 결과, 열(2)와 열(4)는 차기의 *MEDCB*를 종속변수를 설정하여 회귀분석한 결과이다. 분석 결과, 앞선 물적분할에 따른 재무제표 비교가능성이 낮아진다는 결과는 기업지배구조 수준이 높은 그룹에서만 나타나고 있다. 이는 앞선 결과와 유사하게 물적분할이 이루어진 후 해당 기업의 전반적인 기업지배구조가 약화됨에 따라 재무보고품질의 대응치로 측정된 재무제표 비교가능성이 낮아진다고 해석할 수 있다.

11) 인적분할이 일어난 기업-연도와 그 이후 기업-연도에 1의 값을 부여하는 더미변수를 추가로 연구모형에 포함하여 분석한 결과도 유사하게 나타난다. 또한 물적분할 이후 자회사의 신규 상장에 따른 효과를 통제하기 위해 해당 자회사가 신규 상장된 연도와 그 이후 기업-연도에 1의 값을 부여하는 더미변수를 추가로 연구모형에 포함하여 분석한 결과도 유사하게 나타난다.

12) 다양한 기업지배구조 특성을 반영하는 대응치를 활용하지 못하고 외국인투자자 지분율과 최대주주 지분율만을 활용하여 분석을 수행한 것은 본 연구의 한계점에 해당하며, 따라서 연구결과를 해석할 때 주의할 필요가 있다.

<Table 5> Corporate Split-off and Financial Statement Comparability under the Corporate Governance Level

Variables	High CG group		Low CG group	
	(1) DV=AVGCB _{t+1}	(2) DV=MEDCB _{t+1}	(3) DV=AVGCB _{t+1}	(4) DV=MEDCB _{t+1}
<i>Intercept</i>	-0.032*** (-2.83)	-0.081*** (-4.89)	-0.032** (-2.38)	-0.075*** (-4.34)
<i>SPL</i>	-0.009* (-1.73)	-0.014* (-1.96)	-0.005 (-1.45)	-0.006 (-1.48)
<i>lnSIZE</i>	0.001*** (3.11)	0.003*** (4.38)	0.001** (2.57)	0.003*** (3.83)
<i>LEV</i>	-0.020*** (-4.16)	-0.030*** (-4.85)	-0.026*** (-7.99)	-0.040*** (-9.30)
<i>BM</i>	0.000 (0.07)	0.000 (0.19)	-0.001 (-0.83)	-0.001 (-0.64)
<i>SGR</i>	0.002* (1.65)	0.002 (0.76)	0.002 (1.34)	0.001 (0.66)
<i>FSALES</i>	0.002 (1.48)	0.002 (1.03)	0.001 (1.01)	0.002 (0.84)
<i>ROA</i>	0.016* (1.96)	0.029*** (2.60)	0.045*** (4.95)	0.070*** (6.33)
<i>MDA</i>	0.001 (0.07)	0.002 (0.12)	-0.002 (-0.47)	-0.002 (-0.39)
<i>LOSS</i>	-0.005*** (-3.29)	-0.010*** (-4.47)	-0.006*** (-5.47)	-0.010*** (-7.02)
<i>BIG4</i>	-0.001 (-0.39)	-0.001 (-0.60)	0.001 (0.89)	0.001 (1.23)
<i>MARKET</i>	-0.004** (-2.51)	-0.007*** (-2.75)	-0.004*** (-3.25)	-0.005*** (-3.17)
<i>INDU</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
No of obs.	2,370	2,370	7,041	7,041
Adj. R-sq.	0.173	0.269	0.225	0.309

1) Refer to Table 2 for the variable definitions.

2) *, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively, using two-tailed test.

3) t-statistics in parentheses are clustering at the firm level.

3. 추가분석

가. 독립변수 재측정

본 절에서는 본 연구의 주요 독립변수인 *SPL*을 측정함에 있어 물적분할 기간과 그 이후의 기간이 아닌 물적분할이 발생한 연도만 1의 값을 가지는 더미변수(*SPLonly*)로 설정한 후 분석을 재수행하였다. <Table 6>에서 해당 결과를 제시한다.

<Table 6> Corporate Split-off and Financial Statement Comparability using Alternate Independent Variable

Variables	(1) DV= $AVGCB_{t+1}$	(2) DV= $MEDCB_{t+1}$
<i>Intercept</i>	-0.036*** (-3.64)	-0.079*** (-6.24)
<i>SPLonly</i>	-0.009* (-1.87)	-0.011* (-1.87)
<i>lnSIZE</i>	0.001*** (3.88)	0.003*** (5.53)
<i>LEV</i>	-0.025*** (-8.36)	-0.038*** (-9.74)
<i>BM</i>	-0.000 (-0.58)	-0.000 (-0.34)
<i>SGR</i>	0.002* (1.66)	0.001 (0.77)
<i>FSALES</i>	0.002 (1.42)	0.002 (1.12)
<i>ROA</i>	0.036*** (4.64)	0.058*** (6.07)
<i>MDA</i>	-0.000 (-0.02)	0.000 (0.07)
<i>LOSS</i>	-0.006*** (-6.15)	-0.011*** (-8.00)
<i>BIG4</i>	0.001 (0.67)	0.001 (0.87)
<i>MARKET</i>	-0.004*** (-3.58)	-0.006*** (-3.62)
<i>INDU</i>	Included	Included
<i>YEAR</i>	Included	Included
No of obs.	9,411	9,411
Adj. R-sq.	0.211	0.297

- 1) *SPLonly*=Dummy variable with a value of 1 for the year of corporate split-off. Refer to Table 2 for the other variable definitions.
- 2) *, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively, using two-tailed test.
- 3) t-statistics in parentheses are clustering at the firm level.

분석 결과, *SPL*의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)으로써 앞선 결과와 유사하게 나타난다. 이는 독립변수의 측정 방법에 따라 본 연구의 결과가 달라지지 않는다고 해석할 수 있다.

나. 성향점수매칭

본 절에서는 본 연구의 결과가 연구모형에 포함되지 않은 생략변수나 표본 편의에 의한 내생성 등으로 인해 나타날 수 있는 가능성을 완화하기 위해 성향점수매칭(propensity score matching)을 통해 표본을 다시 선정하고, 다시 선정한 표본만을 활용하여 분석을 재수행하였다. 구체적으로, *SPL*이 1의 값을 가지는 표본과 *SPL*이 영(0)의 값을 가지는 표본으로 구분한 후, <Table 7> Panel A에서 제시하는 것처럼 두 개의 그룹에 대한 t-검정을 통해 차이가 있는 것으로 보여지는 *lnSIZE*, *LEV*, *BM*, *FSALES*, *LOSS*, *BIG4*, *MARKET* 변수들을 활용하여 성향점수를 측정한다.

<Table 7> Propensity Score Matching

Panel A : T-test						
	Before matching			After matching		
	<i>SPL</i> =1 (N=502)	<i>SPL</i> =0 (N=8,909)	Diff.	<i>SPL</i> =1 (N=502)	<i>SPL</i> =0 (N=502)	Diff.
<i>lnSIZE</i>	26.953	26.141	0.812***	26.953	26.846	0.107
<i>LEV</i>	0.494	0.439	0.056***	0.494	0.498	-0.003
<i>BM</i>	1.129	1.213	-0.085**	1.129	1.132	-0.003
<i>SGR</i>	0.071	0.071	0.001	0.071	0.068	0.003
<i>FSALES</i>	0.137	0.187	-0.050***	0.137	0.146	-0.009
<i>ROA</i>	0.012	0.012	0.000	0.012	0.006	0.006
<i>MDA</i>	-0.005	-0.005	0.000	-0.005	-0.007	0.002
<i>LOSS</i>	0.345	0.292	0.053**	0.345	0.371	-0.026
<i>BIG4</i>	0.641	0.502	0.140***	0.641	0.657	-0.016
<i>MARKET</i>	0.544	0.426	0.118***	0.544	0.518	0.026

〈Table 7〉 Propensity Score Matching (계속)

Panel B : Corporate Split-off and Financial Statement Comparability after Propensity Score Matching		
Variables	(1) DV=AVGCB _{t+1}	(2) DV=MEDCB _{t+1}
<i>Intercept</i>	−0.008 (−0.24)	−0.042 (−1.01)
<i>SPL</i>	−0.006* (−1.82)	−0.009** (−2.02)
<i>lnSIZE</i>	0.001 (0.61)	0.002 (1.02)
<i>LEV</i>	−0.028** (−2.37)	−0.034** (−2.22)
<i>BM</i>	−0.000 (−0.18)	0.000 (0.04)
<i>SGR</i>	0.006** (2.36)	0.006* (1.74)
<i>FSALES</i>	0.013*** (2.96)	0.017*** (2.72)
<i>ROA</i>	0.030* (1.77)	0.054** (2.37)
<i>MDA</i>	−0.035* (−1.96)	−0.051** (−2.29)
<i>LOSS</i>	−0.007** (−2.19)	−0.011** (−2.52)
<i>BIG4</i>	0.003 (1.14)	0.006* (1.67)
<i>MARKET</i>	−0.011*** (−3.00)	−0.015*** (−3.11)
<i>INDU</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
<i>YEAR</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
No of obs.	1,004	1,004
Adj. R-sq.	0.204	0.250

1) Refer to Table 2 for the variable definitions.

2) *, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively, using two-tailed test.

3) t-statistics in parentheses are clustering at the firm level.

성향점수를 측정한 후 *SPL*이 1의 값을 가지는 표본 하나당 성향점수가 가장 가까운 *SPL*이 영(0)의 값을 가지는 표본을 대응하는 일대일 대응을 통해 표본을 다시 선정한다.¹³⁾ 표본을 다시 선정한 후 해당 표본만을 가지고 분석을 재수행한다. <Table 7> Panel B에서 해당 결과를 제시한다. 분석 결과, *SPL*의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)으로써 앞선 결과와 유사하게 나타난다. 이는 본 연구의 결과에 대한 강건성을 부여한다.

V. 결 론

본 연구에서는 기업분할 중 지배구조에 중대한 변화를 가져오는 경제적 사건인 물적분할로 인하여 모기업인 분할기업의 재무보고품질이 달라지는지 실증분석하였다. 한국거래소 유가증권 시장과 코스닥시장에 상장된 2011년부터 2019년까지의 9,411 기업-연도를 대상으로 분석을 수행하였으며, 재무보고품을 측정하기 위하여 De Franco et al.(2011)에서 제시하는 재무제표 비교가능성을 측정치로 사용하였다. 또한 기업지배구조의 특성을 구분하기 위하여, 선행연구를 따라 외국인투자자 지분율과 최대주주 지분율을 활용하였다.

분석 결과는 다음과 같다. 먼저, 물적분할 이후 분할기업의 재무제표 비교가능성이 유의하게 하락하는 것으로 나타났다. 본 연구의 분석 결과는 분할로 인하여 연결재무제표에 변화가 없을 것이라는 관점에 반하여, 분할기업의 법적인 지배구조의 변화가 재무보고품질에 영향을 미친다는 점을 시사한다. 다음으로, 비교가능성의 하락은 표본 기업 중 기업지배구조가 상대적으로 우수한 기업 그룹에서만 나타났다. 이러한 결과는 물적분할로 인해 재무보고품질에 영향을 준다는 앞선 주장을 보완한다. 물적분할이 일어난 연도만을 독립변수로 한 경우와, 내생성을 통제하기 위하여 성향점수매칭을 활용하여 분석한 결과도 주요 분석 결과와 일치하는 것으로 나타났다. 다만, 본 연구에서 사용한 재무제표 비교가능성 측정치에 대한 측정오류가 존재하며, 일부 기간에서는 물적분할 전후의 기간을 구분하지 못하고 일괄적으로 측정한 한계점이 존재하기 때문에 본 연구의 결과에 대한 해석에 주의할 필요가 있다.

물적분할은 분할기업의 지배권에 희석이 일어나지 않고 일반주주의 이익을 지배주주가 편취할 수 있다는 점에 있어 지배주주에게 절대적으로 유리한 분할 방안으로 알려져 있다. 물적분할이 사회적인 이슈로 대두된 바에 비하여, 해당 분야에 관한 연구는 상당히 제한적이며, 주로 법적인 의미와 자본시장에 미치는 영향에 관하여 다루어졌다. 본 연구의 분석결과는 연결재무제표 관점에서 물적분할이라는 경제적 사건 자체의 회계적인 변화가 없을지라도 기업지배구조의 변화로 인하여 재무보고품질에 변화가 일어날 수 있다는 실증적인 근거와 시사점을 제공한다.

13) <Table 7> Panel A의 성향점수매칭 이후 그룹 간 차이에 대한 t-검정 결과를 보면 차이가 모두 유의하지 않기 때문에 성향점수매칭이 적절히 이루어진 것으로 판단된다.

물적분할은 대륙법계 국가에 특화된 제도로 알려져 있는 반면(황남석 2016), 미국에서는 기업 분할에 관한 별도의 규제가 없다. 그러나 미국의 경우 소송의 위협으로 인하여 지주회사만 상장하는 경향을 보인다. 구글 등 유망 자회사를 보유하고 있는 알파벳의 경우에도 상장회사는 알파벳이 유일하다. 대륙법계 국가인 프랑스와 독일의 경우 주주의 보호를 위하여 주주총회결의를 통한 주주권 행사 외 별도의 조치가 없으나 일본의 경우 주주총회결의에 더불어 물적분할에 찬성하지 않는 주주에게는 주주 보호를 위하여 주식매수청구권을 부여한다(허인 2006). 우리나라의 경우에도 기존에는 주주총회결의 외 별도의 보호조치가 부재하였으나, 2022년 3월 기업지배구조보고서 가이드라인을 개정하여 물적분할 등 기업의 소유구조를 변경할 때에는 주주를 보호하기 위한 기업의 정책을 제시하도록 하는 개선안을 발표하였고, 같은 해인 2022년에 금융위원회에서는 물적분할시 자회사 상장을 계획하는 경우 관련 공시를 강화하고 주식매수청구권을 도입하도록 하였으며, 자회사 상장심사를 강화하는 조치를 통하여 물적분할로 인한 일반주주의 피해를 감소시키고자 하는 개선이 상당부분 이루어졌다.

이론적으로는 기업분할이 일어나도 기업가치나 주식 수익률에 변동이 없어야 하나, 물적분할 이후에는 절반 정도가 지분 매각, 증자, 합병 등을 통한 지분구조변동이 일어나는 것으로 알려져 있다(윤소정 2020). 현재 국회에 발의되어 있는 자본시장법 개정안은 모회사가 자회사를 상장하고자 하는 경우에는 신주의 일부를 기존 모회사의 주주에게 우선 배정하도록 하는 방안에 관한 근거가 포함하고 있다. 최근 자본시장법 개정 논의가 급물살을 타면서 관련 논의가 더욱 진행될 예정이다. 입법과정을 통하여 물적분할이 일어난 후 모회사의 주주 보호 방안에 관한 법적 기준을 구체적으로 제시하여 지배주주의 사익 추구를 제한하고 주주 보호 조치를 통하여 기업지배구조를 지속적으로 개선하기 위한 제도의 정비가 필요할 것이다.

참고문헌

- 강내철 · 진태홍. 2012. “기업분할 방법과 공시효과.” 재무관리연구 제29권 제1호 : 57-80.
- 권수영 · 김용미. 2023. “물적분할 후 신설 자회사의 상장 : LG에너지솔루션 사례를 중심으로.” 회계저널 제32권 제3호 : 167-192.
- 기현희 · 장원경. 2004. “기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향.” 대한경영학회지 제43권 : 725-749.
- 김상우 · 남명수. 2013. “기업분할이 주가에 미치는 영향에 관한 연구.” 기업경영연구 제2권 제5호 : 195-214.
- 남길남. 2022. “물적분할과 모자기업 동시상장의 주요 이슈.” 자본시장연구원 이슈보고서 22-07.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로.” 회계학연구 제28권 제2호 : 135-172.
- 박진우. 2022. “LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할.” *Korea Business Review* 제26권 제3호 : 71-93.
- 손창일. 2023. “물적분할에 관한 연구.” 경영법률 제34권 제1호 : 67-113.
- 신용균 · 한만용. 2016. “기업분할 형태와 공시효과.” 경영컨설팅연구 제16권 제3호 : 99-113.
- 원종현. 2022. “회사 물적분할의 주요 쟁점과 주주보호 방향.” 경제법연구 제21권 제2호 : 65-104.
- 윤소정. 2020. “물적분할이 발생한 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석.” KCGS 리포트 제10권 제12호 : 17-23.
- 이상훈. 2020. “물적분할과 지주사 디스카운트.” 법학논고 제71권 : 301-334.
- 정우영 · 이현균. 2022. “물적분할과 자회사 동시상장에 따른 주주 보호 방안 검토.” 기업법연구 제36권 제3호 : 217-247.
- 조용대 · 김동하. 2015. “이사회에 기업분할 결의가 기업가치에 미치는 영향 분석.” 대한경영학회지 제28권 제1호 : 179-201.
- 조현진 · 유승원. 2023. “물적분할이 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향 : 한국 물적분할 사례를 중심으로.” 회계저널 제32권 제5호 : 113-144.
- 최영수 · 양동훈 · 조광희. 2015. “K-IFRS 의무도입이 동일 산업 내 비교가능성에 미치는 영향 -기업지배구조 특성별 차이를 중심으로.” 회계저널 제24권 제6호 : 235-276.
- 허인. 2006. “회사분할에 있어서 소수주주의 보호.” 외법논집 제21권 : 313-332.
- 황남석. 2016. “상법상 물적분할제도의 쟁점 및 입법적 개선방안.” 상사법연구 제34권 제4호 : 129-157.
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. Lang, and C. Williams. 2012. Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*

54 : 68–93.

- Beasley, M. S., J. Carcello, D. Hermanson, and P. Lapides. 2000. Fraudulent financial reporting : Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14(4) : 441–454.
- Chen, A. and J. J. Gong. 2019. Accounting comparability, financial reporting quality, and the pricing of accruals. *Advances in Accounting* 45 : 100415.
- Cohen, J., G. Krishnamoorthy, and A. Wright. 2004. The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of Accounting Literature* 23 : 87–152.
- Cusatis, P. J., J. A. Miles, and J. R. Woolridge. 1993. Restructuring through spinoffs. *Journal of Financial Economics* 33 : 293–311.
- De Franco, G., S. P. Kothari, and R. S. Verdi. 2011. The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research* 49 : 895–931.
- Fan, J. P. H. and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33(3) : 401–425.
- Financial Accounting Standards Board. 2010. Conceptual framework for financial reporting. Statement of financial accounting concepts No.8. Norwalk, CT : FASB.
- Hite, G. L. and J. E. Owers. 1983. Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics* 12(4) : 409–436.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106(6) : 1113–1155.
- Miles, J. A. and J. D. Rosenfeld. 1983. The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth. *The Journal of Finance* 39(5) : 1597–1606.
- Yuan, R., Y. Han, and Z. Chen. 2022. Multiple large shareholders and financial reporting quality : Evidence from China. *ABACUS* 59(1) : 197–229.

Corporate Split-off and Financial Statement Comparability*

Yong Mi Kim** · Sang Hyuk Lee***

〈Abstract〉

This study examines whether corporate split-off affects financial statement comparability. In the split-off, a parent company creates a subsidiary by divesting its business unit and retaining 100% of the subsidiary. There appears to be no change in the consolidated financial statements since the parent company directly holds the subsidiary after a split-off. However, considering that the primary purpose of a split-off is to maintain the controlling shareholder's control, split-offs could affect corporate governance and financial reporting quality. We find that the reporting quality, measured by financial statement comparability, significantly decreases after the split-off. In addition, we observe a decrease in financial statement comparability for firms where corporate governance is relatively strong. The contributions of this study are as follows. First, this study suggests that the split-offs not only affects financial information users, but also changes the quality of financial statements due to changes in corporate governance. Second, this study expands prior research on the effects of split-offs. The results of this study provides empirical evidence that changes in the information environment and financial reporting quality of companies due to the split-off.

〈Key words〉 split-offs, comparability, corporate governance, reporting quality

* This research was financially supported by Hansung University.

** Assistant Professor, Division of Business Administration, Sungkonghoe University, ykim@skhu.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, School of Social Science, Hansung University, tkdqr@hansung.ac.kr, Corresponding Author