

## MLP 分離가 企業의 市場價値에 미치는 影響\*

陣 泰 弘\*\*

### 〈요 약〉

본 논문에서는 MLP(master limited partnership) 分離라는 企業構造 改編(restructuring)이 企業의 市場가치에 미치는 影響을 事件研究(event study) 方法론을 통하여 分析하였다. 실증분석의 결과 MLP 分離로 인한 모기업의 주가상승이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

稅金惠澤, 代理人 問題, 資金調達 그리고 資產證券化(securitization) 등의 측면에서 MLP 分離의 經濟적 意義를 살펴 보았다. 經營자에 의한 自由現金흐름(free cashflow)남용의 방지를 통한 代理人 費用(agency cost)의 감소, 情報不均衡에 關連된 자금조달상의 불이익의 극복가능성이 모기업의 주가상승을 가져올 수 있는 보다 중요한 要因들로 제시되었다. 이러한 要因들의 상대적 重要性에 대한 실증분석 특히 自由現金흐름 가설의 검증이 앞으로의 과제다.

### I. 序 論

80年代 미국에서 유행했던 企業引受(takeovers)나 白紙委任狀鬭爭(proxy fights)은 크게 보면 企業이라는 조직에서 經營자에 의하여 비효율적으로 運用되던 資源이 市場의 統制를 받게된 것을 의미한다고 하겠다. 企業을 둘러싼 經濟環境이 급속히 變하면 위험을 분산시켜 대규모 자본을 동원할 수 있다는 측면에서 효율적으로 간주되던 株式회사 형태의 經營활동도 소유와 經營의 分離에 의한 부작용 등으로 비효율적이 될 수 있고, 이러한 비효율이 企業내부에서 스스로 해결되지 못하면 企業引受나 白紙委任狀鬭爭으로 대표되는 經營權支配市場(market for corporate control)이 개입하게 된다는 것이다.

經營權支配市場과 같이 외부에서 강요되는 企業構造의 再構成(restructuring)과는 달리 企業의 經營진이 자발적으로 수행하는 企業구조의 재구성은 비교적 주목을 받지

\* 본 논문은 저자의 박사학위 논문의 일부에 근거한 것임.

\*\* 韓國經濟研究院 研究委員

못했다. LBO(leveraged buyouts)나 負債-自己資本의 交換(debt-equity swap)과 같이 주식회사 형태는 그대로 유지한 채 부채이용을 극대화시킴으로써 기업의 구조를 경영진이 급격히 변경시켜 효율성 향상과 같은 소기의 목적을 달성하는 경우도 있지만 종종 주식회사가 아닌 기업조직을 포함하는 기업구조변경도 주목해야 될 대상이다.

본 논문의 분석대상은 이러한 기업구조의 재구성들 가운데 하나인 Master Limited Partnership(이하에서는 MLP로 칭함)을 통한 기업자산의 분리경영이다. MLP는 증권시장에 상장되어 있는 有限責任會社(limited partnership)을 말하는데, 주로 석유 및 가스산업에서 기업이 갖고 있는 자산의 所有構造를 변형하는데 자주 이용되어 왔고 부동산 관련업과 유선방송업과 같은 업종에서도 점차 그 이용이 증가하고 있는 추세에 있다.

企業資産의 所有構造를 변형하는데 MLP가 이용된다는 것은 기업이 갖고 있는 자산의 일부분을 별도의 유한책임회사에 소속시켜 운영하고 나아가 그 회사를 상장시킨다는 것이다. 이 경우 모기업 혹은 모기업이 100% 주식을 소유하는 자회사가 MLP의 無限責任社員(general partner)이 되어 MLP를 운영하게 되고 유한책임사원 지분은 상장된 채로 모기업이 소유하거나 일반인에게 매출된다.

MLP를 통한 기업구조의 재구성은 주식회사 형태와 다른 형태로의 기업조직 변경이라는 점에서도 관심을 가질만 하지만 이것이 그동안 기업가치를 상승시키는 것으로 연구되어 왔던 일반적인 企業分割(divestiture or spinoff)의 특수형태라는 점에서도 관심의 대상이 된다고 하겠다.<sup>1)</sup> 또한 MLP로 기업자산의 일부를 분할시킨 기업들의 상당수가 企業引受의 대상이 되거나 석유산업의 경우 증권시장에서 내재 가치에 비하여 저평가된 자산을 소유하고 있었다는 사실도 이 분야의 연구를 흥미롭게 만든다.

본 논문의 목적은 우선 MLP라는 형태로 企業資産의 일부분의 所有 및 運營構造를 변경시킨 기업들의 實質價値가 상승했는가를 이러한 구조변경을 겪는 기업들의 주식의 市場價値의 變化를 통하여 실질적으로 살펴보는 것이다. 이러한 작업은 몇몇 기업들에 대해서 일화적으로만 간간히 소개되어 왔던 기업가치 상승주장을 보다 조직적인 방법을 통해서 확인하고 정리한다는 데서 큰 의미가 있을 것이다. 구체적으로 재무학에서 이러한 종류의 연구에 빈번히 사용되어 왔던 事件研究(event study)방법론을 적용하여 표본기업들의 주식의 시장가치 변화를 살펴본다. 본 논문의 또 하나의 목적은 실증분석 통하여 모기업의 시장가치를 상승시키는 것으로 판명된 MLP를 통한

1) 분할된 MLP의 유한책임사원 지분(units)이 일반대중에게 전부 매출되는 경우가 형식적으로 보면 divestiture나 spin-off와 유사하다고 하겠다.

企業構造의 再構成이라는 현상에 숨어있는 經濟的 意味가 무엇인가를 여러 각도를 통해 분석해 보고 몇 가지 가설을 제시하는 것이다. II절에서는 MLP의 성격을 관련제도를 중심으로 간단히 소개한다. III절에서는 사건연구를 통해 MLP조직변경을 겪은 모기업들의 주가상승이 통계적으로 유의한가를 확인한다. IV절에서는 주가상승의 원천과 경제적 의미에 대한 몇 가지 가설을 구체적으로 논의하고 V절에서는 간단히 결론이 있겠다.

## II. MLP의 性格

MLP란 상장되어 있는 有限責任會社를 말한다. 주식회사의 주식과 달리 unit이라고 불리우는 會社持分이 증권시장에서 거래된다. Apache석유회사가 1981년에 최초로 MLP를 만든 이래 1987년 6월 현재 미국에는 약 90개의 MLP가 있다. 초기에는 주로 석유·가스회사와 같은 천연자원개발관련 회사들을 중심으로 MLP가 형성되었지만 부동산, 유선통신과 같은 다른 산업에서도 기업경영활동을 MLP형태로 재구성하는 경향이 점차 커지고 있다.

투자자의 입장에서 보면 MLP는 몇 가지 점에서는 상장된 주식회사와 비슷하다. 예를 들면 MLP의 持分(units)소유자는 주식회사의 주주와 마찬가지로 회사의 부채에 대해서 限定된 責任(limited liability)만을 갖고 持分도 시장에서 쉽게 거래될 수 있다. 반면에 차이점들도 있다. 가장 두드러진 것은 주식회사의 주주와는 달리 MLP의 유한책임사원 혹은 unit 소유자에게는 二重課稅가 없다는 것이다. 다시 말해서 주식회사의 경우에는 회사가 법인세를 낸 후에 주주의 배당에 대해서 다시 과세되는데 반하여 MLP의 경우에는 회사의 이익이 직접 개별주주에 나누어질 때 한번만 과세될 뿐이다. 그러나 이러한 특징으로 MLP의 투자자들이 주식회사의 주주에 비해서 항상 많은 납세후 현금흐름을 갖게 되는 것은 아니다. Collins와 Bey(1986)에 의하면 주식회사의 법인세가 개인소득세보다 높은 경우에만 MLP의 투자자들이 주식회사의 투자자들에 비해서 많은 납세후 현금흐름을 갖게 된다. 투자자입장에서 MLP가 갖는 또 다른 세금상의 유리한 점은 주식회사의 주주들은 회사의 손실을 個人所得稅를 감소시키는데 이용할 수 없는데 반하여 MLP의 투자자들은 MLP의 손실을 개인소득에서 직접공제시켜 개인소득세를 절감할 수 있다는 것이다.

이러한 세제상의 성격외에 MLP는 주식회사에 비해 회사운영에 관련된 사무비용이 많이 발생한다는 특징이 있다. 예를 들어 MLP는 모든 유한책임사원들과 미국 국세청

(IRS)에 회사운영에 대한 세부기록을 제공해야 하고 持分이 시장에서 거래되기 위해서 持分販賣者와 購買者사이에 회사의 손익을 할당하기 위한 자료를 보관해야 한다.

일반적으로 MLP에는 다음과 같은 세 가지 형태가 있다. Roll-up이라고 불리는 첫번째 방법은 한 회사의 주도로 여러 개의 중소 유한책임회사들을 통합하는 것이다. 이 경우 주도하는 母會社(sponsor company)는 일정액을 출자하여 無限責任社員(general partner)가 되고 나머지 중소유한책임회사들은 각자의 지분과 새로이 설립되는 MLP의 지분을 적정비율로 교환하게 된다. 두번째 방법은 이미 상장된 주식회사를 해체한 뒤에 MLP로 재조직되는 것이다. 세번째는 roll-out이라고 불리는데 이는 주식회사가 가지고 있는 자산의 일부를 분리시켜 별도의 MLP로 만드는 것이다. 분리된 MLP의 持分은 모기업의 주주에게 배분되거나(spin-off) 일반 투자자들을 대상으로 공개된다. 대개 모기업은 MLP의 유한책임사원의 상당지분을 소유함으로써 MLP를 계속 지배하게 된다. 이러한 roll-out 형태의 MLP가 본 논문의 분석대상이다.

### III. 實證分析

#### 1. 資料

기업의 자산의 일부분을 MLP로 분리시켰을 경우 기업경영의 效率性利得(efficiency gain)이 있는가를 모기업의 주가상승을 통하여 살펴보는 것이 실증분석의 목적이기 때문에 1981년부터 1987년 3월까지의 81개의 MLP자료를 1987년 4월의 stranger register로부터 얻은 다음, 다음 사항에 해당되는 것만 골랐다.

첫째, MLP가 roll-out형태일 것.

둘째, 母企業(sponsor company)이 상장기업이고 일별주식수익률자료가 CRSP에 기록되어 있을 것.

이렇게 하여 얻어진 18개의 회사에 대해서 Wall Street Journal Index를 통하여 MLP구성에 대한 첫번째 뉴스가 공개된 날짜를 찾았고 그 날짜를 event study 방법론상의 Date '0'으로 정의하였다.

#### 2. 方法論

MLP구성이 모기업의 주가에 미치는 영향을 분석하기 위해서 事件研究 방법론에

의존하였다. 사건 전후의 주가추이를 보기 위한 사건기간(event period)은 MLP분할 소식이 신문에 보도되기 전 90거래일과 후 30거래일로 하였다. 또한 사건연구를 위해 이용되는 市場모델(market model)의 모수를 추정하기 위한 比較期間(comparison period)은 사건전 261거래일부터 141거래일까지 120일간으로 잡았다.

구체적인 방법론을 간단히 소개하면 다음과 같다. 표본에 속하는 각각의 주식  $i$ 에 대해서 市場모델을 사용하여 사건기간동안의 특정일  $t$ (event date  $t$ )에 대한 超過收 益率을 다음과 같이 계산하였다.

$$ER_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})$$

여기서  $R_{it}$ 는  $t$ 의 주식 $i$ 의 수익률,  $R_{mt}$ 는  $t$ 의 CRSP지수의 수익률을 나타낸다.  $\hat{\alpha}_i$ ,  $\hat{\beta}_i$ 는 시장모델로 회귀분석했을때 기울기와 절편에 대한 OLS 예측치이다.

표본의 모든 주식 $i$ 에 대한 초과수익률들은 평균되어  $t$ 마다 平均超過收 益率(average residual)이 계산된다. 사건기간동안의 초과수익률의 전반적 방향을 보기 위하여 累 積平均超過收 益率(cumulative average residual)도 다음과 같이 계산된다.

$$CAR_i = \sum_{t=1}^{t_0} AR_{it}, \quad t_0 = -90 \cdots \cdots + 30$$

다음에 平均超過收 益率과 累積超過收 益率이 통계적으로 유의한가를 보기 위하여 Patell(1976)이 제시한 것과 같은 통계량(test statistics)을 이용하였다. 간단히 소개하면 다음과 같다. 평균초과수익률의 유의성 검정을 위한 통계량을 구하기 위해서 우선 표준화된 초과수익률을 구했다.

$$ER_{it} = ER_{it} / S_i(ER_i)^{2/3}$$

다음에 표준화된 초과수익률의 평균값은 中心極限定理에 의하여 초과수익률의 기대치가 0이라는 가설아래 정규분포를 갖게 된다. 왜냐하면  $ER_{it}$ 가  $t$ 분포를 갖기 때문이다. 다시말해서

$$2) S_i(ER_i) = S_i \left\{ 1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - \bar{R}_m)^2}{\sum_{k=1}^T (R_{mt} - \bar{R}_m)^2} \right\}^{1/2}$$

여기서  $\bar{R}_m$ 는 시장모델의 모수를 측정하기 위한 비교기간 동안의 CRSP지수의 평균수익률 나타내고  $S_i$ 는 주식  $i$ 에 대한 시장모델 회귀분석에서의 표준오차(standard error)를 나타낸다.

$$\frac{1}{N} \left( \sum_{i=1}^N ER_{it} \right) = N \left( 0, \frac{1}{N} \left( \frac{T-2}{T-4} \right) \right) \text{이다.}$$

따라서,  $Z = \frac{1}{N} \left( \sum_{i=1}^N ER_{it} \right) / \sqrt{\frac{1}{N} \left( \frac{T-2}{T-4} \right)}$ 는 표준정규분포를 따른다.

누적평균초과수익률이 특정기간동안 0이라는 귀무가설을 검정하기 위한 통계량은 다음과 같이 구한다. 우선 각 주식의 標準化된 超過收益率을 원하는 기간동안 누적시킨 다음 다음과 같이 변형한다.

$$CSER_t = \sum_{i=t_1}^{t_2} ER_{it} / \sqrt{t_2 - t_1 + 1}$$

다음 CSER<sub>t</sub>가 (t-2)의 자유도를 갖는 t분포를 갖기 때문에 中心極限定理에 의하여<sup>3)</sup>

$$Z = \frac{1}{N} \left( \sum_{i=1}^N CSER_t \right) / \sqrt{\frac{1}{N} \left( \frac{T-2}{T-4} \right)}$$
는 표준정규분포를 갖는다.

### 3. 結 果

事件期間 전후의 평균초과수익률(AR)과 累積平均超過收益率(CAR)이 <그림 1>과 <표 1>에 제시되어 있다. <표 1>를 보면 -90에서 -31까지의 기간 동안의 평균초과수익률의 추이를 보면 22개의 正의 값과 38개의 負의 값이 있다. 이것은 이 기간동안 비록 관련 주가가 약간 침체해 있다는 인상을 주기도 하지만, 초과수익률이 비교적 무작위하게 움직이고 있다는 것을 말해준다. 그러나 -30에서 0까지의 기간동안에는 25개의 正의 값과 6개의 負의 값을 볼 수 있는데, 이것은 분명히 시장이 MLP을 分離(roll out)시키는 사건을 관련기업에 좋은 영향을 미칠 것으로 기대하고 있다는 것을 나타낸다고 하겠다. MLP分離가 알려진 뒤의 +1에서 +30까지의 기간을 보면 16개의 正의 값과 14개의 負의 값이 있는데 이것은 상당히 무작위한 움직임이라고 볼 수밖에 없다.

요약하면, 관련기업의 주가가 MLP분리가 공개되기 오래전이나 후에는 비교적 無作爲하게 움직이지만 투자자들이 사건을 기대하게 되면서 의미있게 上昇하고 있다. <그림 1>에 나타난 累積平均超過收益率(CAR)의 추이도 비슷한 사실을 말해주고 있다. CAR은 -30에서 0까지의 기간동안 기울기가 급격히 상승하고 있지만 사건후에는

3) 표본내의 각 주식의 수익률들이 서로 독립이라는 가정이 필요함은 물론이다.

전 수준과 거의 동일한 수준에서 머무르고 있다.

〈표 1〉 事件期間 前後의 AR과 CAR

| Date | AR      | CAR     | Z-statistics |
|------|---------|---------|--------------|
| -90  | -0.0067 | -0.0067 | -1.13        |
| -89  | -0.006  | -0.0123 | -1.57        |
| -88  | -0.004  | -0.017  | -1.05        |
| -87  | -0.0038 | -0.020  | -1.70        |
| -86  | 0.0089  | -0.012  | 1.17         |
| -85  | -0.0022 | -0.014  | -0.61        |
| -84  | -0.0041 | -0.018  | -0.94        |
| -83  | -0.0082 | -0.026  | -1.37        |
| -82  | -0.0046 | -0.031  | -0.93        |
| -81  | 0.0004  | -0.03   | 0.12         |
| -80  | -0.0008 | -0.031  | 0.09         |
| -79  | -0.01   | -0.041  | -2.03        |
| -78  | -0.0008 | -0.042  | 0.22         |
| -77  | -0.0015 | -0.043  | 0.13         |
| -76  | 0.0013  | -0.042  | 0.40         |
| -75  | -0.0095 | -0.052  | -1.84        |
| -74  | -0.0129 | -0.065  | -2.5*        |
| -73  | 0.0006  | -0.064  | 0.18         |
| -72  | -0.0055 | -0.069  | -0.1         |
| -71  | 0.0051  | -0.064  | 0.65         |
| -70  | 0.0056  | -0.059  | 0.92         |
| -69  | 0.0065  | -0.052  | 1.3          |
| -68  | 0.003   | -0.049  | 0.75         |
| -67  | 0.0106  | -0.039  | 2.26         |
| -66  | -0.0092 | -0.048  | -2.18        |
| -65  | -0.0015 | -0.049  | -0.3         |
| -64  | -0.004  | -0.053  | -1.18        |
| -63  | -0.0028 | -0.056  | -0.52        |

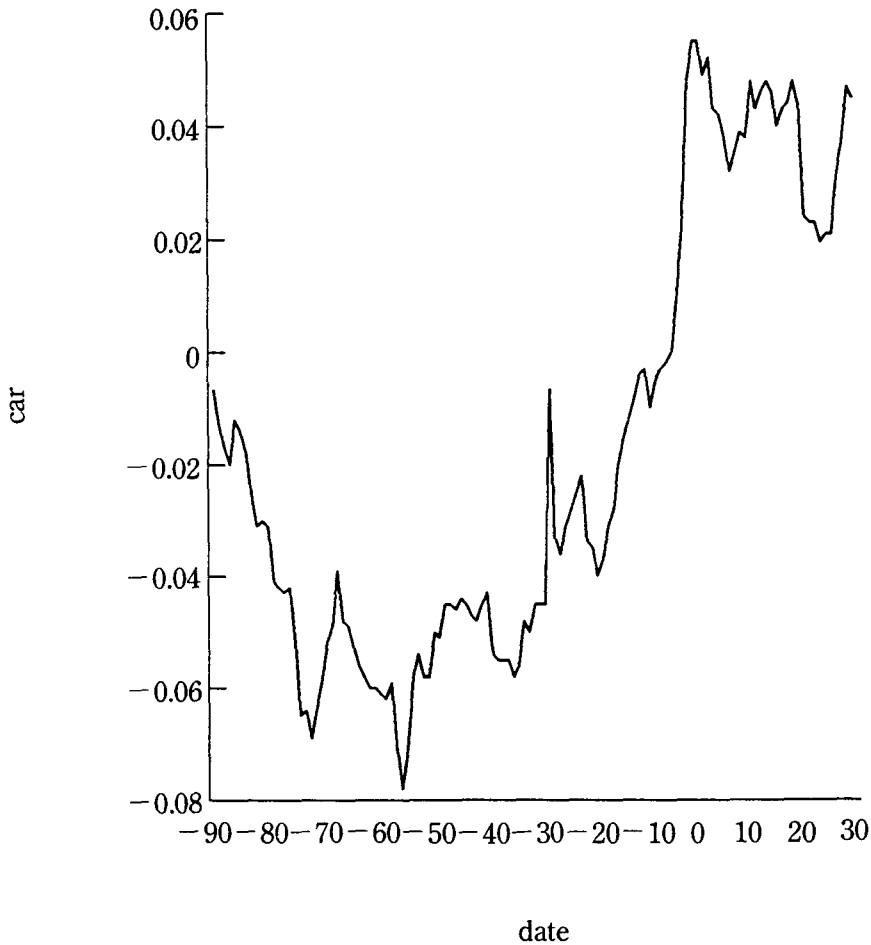
|     |         |        |       |
|-----|---------|--------|-------|
| -62 | -0.0017 | -0.058 | -0.36 |
| -61 | -0.0018 | -0.06  | -0.5  |
| -60 | -0.0005 | -0.06  | -0.16 |
| -59 | -0.0005 | -0.061 | -0.12 |
| -58 | -0.0016 | -0.062 | -0.73 |
| -57 | 0.003   | -0.059 | 0.43  |
| -56 | -0.0103 | -0.07  | -1.72 |
| -55 | -0.0087 | -0.078 | -1.31 |
| -54 | 0.0075  | -0.071 | 0.92  |
| -53 | 0.0124  | -0.058 | 2.42  |
| -52 | 0.0039  | -0.054 | 0.92  |
| -51 | -0.0033 | -0.058 | -0.76 |
| -50 | 0.0002  | -0.058 | 0.43  |
| -49 | 0.0076  | -0.05  | 1.34  |
| -48 | -0.0006 | -0.051 | 0.18  |
| -47 | 0.0059  | -0.045 | 0.8   |
| -46 | 0.0001  | -0.045 | -0.22 |
| -45 | -0.001  | -0.046 | -0.37 |
| -44 | 0.0017  | -0.044 | 0.69  |
| -43 | -0.0015 | -0.045 | -0.22 |
| -42 | -0.0012 | -0.047 | -0.23 |
| -41 | -0.0013 | -0.048 | -0.6  |
| -40 | 0.0034  | -0.045 | 0.72  |
| -39 | 0.0019  | -0.043 | 0.37  |
| -38 | -0.0109 | -0.054 | -2.03 |
| -37 | -0.0014 | -0.055 | -0.42 |
| -36 | -0.0004 | -0.055 | -0.24 |
| -35 | -0.0001 | -0.055 | -0.04 |
| -34 | -0.0021 | -0.058 | -0.23 |
| -33 | 0.0017  | -0.056 | 0.23  |
| -32 | 0.0078  | -0.048 | 1.57  |
| -31 | -0.0022 | -0.05  | -0.54 |
| -30 | 0.005   | -0.045 | 1.02  |



|     |         |         |        |
|-----|---------|---------|--------|
| -29 | 0.0003  | -0.045  | 0.14   |
| -28 | -0.0005 | -0.045  | -0.03  |
| -27 | 0.0019  | -0.0067 | -1.13  |
| -26 | 0.0103  | -0.033  | 2.06   |
| -25 | -0.0032 | -0.036  | -0.8   |
| -24 | 0.0053  | -0.031  | 1.33   |
| -23 | 0.0027  | -0.028  | 0.72   |
| -22 | 0.0037  | -0.025  | 0.79   |
| -21 | 0.0023  | -0.022  | 0.53   |
| -20 | -0.0119 | -0.034  | -2.52* |
| -19 | -0.001  | -0.035  | -0.03  |
| -18 | -0.0045 | -0.04   | -1.26  |
| -17 | 0.0032  | -0.037  | 1.42   |
| -16 | 0.0052  | -0.031  | 1.26   |
| -15 | 0.0036  | -0.028  | 0.39   |
| -14 | 0.0081  | -0.02   | 1.81   |
| -13 | 0.0051  | -0.015  | 1.28   |
| -12 | 0.0025  | -0.012  | 0.79   |
| -11 | 0.0039  | -0.008  | 1.06   |
| -10 | 0.004   | -0.004  | 0.98   |
| -9  | 0.0012  | -0.003  | -0.04  |
| -8  | -0.0069 | -0.01   | -1.77  |
| -7  | 0.0045  | -0.005  | 1      |
| -6  | 0.0022  | -0.003  | 0.65   |
| -5  | 0.0015  | -0.002  | 0.49   |
| -4  | 0.0015  | 0       | 0.07   |
| -3  | 0.0087  | 0.009   | 1.92   |
| -2  | 0.0129  | 0.022   | 3.45*  |
| -1  | 0.0262  | 0.048   | 4.36*  |
| 0   | 0.0068  | 0.055   | 1.73   |
| +1  | 0.0007  | 0.055   | -0.12  |
| +2  | -0.0058 | 0.049   | -1.6   |
| +3  | 0.0023  | 0.052   | 0      |

|     |         |        |        |
|-----|---------|--------|--------|
| +4  | -0.0087 | 0.043  | -1.36  |
| +5  | -0.0011 | 0.042  | 0.01   |
| +6  | -0.0039 | 0.038  | -0.59  |
| +7  | -0.0059 | 0.032  | -0.31  |
| +8  | 0.0028  | 0.035  | 0.09   |
| +9  | 0.0039  | 0.039  | 1.33   |
| +10 | -0.0004 | 0.038  | -0.1   |
| +11 | 0.0098  | 0.048  | 2.97*  |
| +12 | -0.0048 | 0.043  | -1.08  |
| +13 | 0.0022  | 0.046  | 0.77   |
| +14 | 0.0023  | 0.048  | 0.55   |
| +15 | -0.0023 | 0.046  | -0.17  |
| +16 | -0.0052 | 0.04   | -0.82  |
| +17 | 0.0026  | 0.043  | -0.36  |
| +18 | 0.0005  | 0.044  | 0.07   |
| +19 | 0.0046  | 0.048  | 1.12   |
| +20 | -0.0044 | 0.044  | -0.88  |
| +21 | -0.0198 | 0.024  | -3.62* |
| +22 | -0.0015 | 0.023  | -0.53  |
| +23 | 0.0004  | 0.023  | 0.1    |
| +24 | -0.0039 | 0.0195 | -1.04  |
| +25 | 0.0015  | 0.021  | -0.13  |
| +26 | 0.0005  | 0.021  | 0.29   |
| +27 | 0.0097  | 0.031  | 1.89   |
| +28 | 0.0057  | 0.037  | 0.91   |
| +29 | 0.01    | 0.047  | 2.02   |
| +30 | -0.0019 | 0.045  | -0.61  |

〈그림 1〉 累積平均超過收益率(CAR)의 推移



CAR가 통계적으로 유의한가를 검증하기 위해서 앞서 소개된 Z통계량을 기간별로 계산하였다. <표 2>에 의하면 CAR값은 MLP분리가 알려지기 전의 두 기간, 즉 -5에서 0 혹은 -1에서 0에 대해서 통계적으로 유의하다. -90에서 0까지의 기간에 Z통계량이 유의하지 않은데 이것은 앞의 결과를 반박한다기 보다는 사건이 일어나기 오래전에 주가가 전반적으로 침체했다는 것을 간접적으로 나타낸다고 하겠다.

<표 3>은 앞의 표와 다른 구분에 의한 기간별 CAR의 통계적 유의성을 나타내고 있다. 즉 MLP분리가 알려지기 전인 -90에서 -6까지의 기간, 사건기간인 -5에 0까지의 기간 그리고 사건의 후인 +1에서 +30까지의 기간으로 나누어 CAR가 통계적으로 얼마나 유의한가를 비교해 보았다.

〈표 2〉 CAR의 統計的 有意性

| period   | Z-Statistics |
|----------|--------------|
| -90 to 0 | 1.43         |
| -5 to 0  | 4.872*       |
| -1 to 0  | 4.605*       |

\*1% 오차수준에서 유의함

〈표 3〉 CAR의 統計的 有意性

| period    | Z-Statistics |
|-----------|--------------|
| -90 to -6 | 0.148        |
| -5 to 0   | 4.872*       |
| -1 to +30 | 0.857        |

\*1% 오차수준에서 유의함

주목할 만한 것은 CAR의 기대값이 0이라는 귀무가설을 -90에서 -6까지의 기간 그리고 +1에서 +30까지의 기간 모두에서 기각할 수 없었다. 그러나 사전기간인 -5에서 0까지의 기간동안에는 Z통계량이 4.872가 되어 CAR의 기대값이 0이라는 가설을 0.01 오차수준에서 기각할 수 있었고, 이것은 MLP분리라는 정보가 시장에 도달함에 따라 주가가 호의적으로 반응했다는 것을 의미한다. 이상의 AR, CAR의 움직임과 통계적 유의성 검정은 결국 MLP분리라는 것이 모기업의 시장가치를 한 단계 상승시키는 사건이라는 것을 분명히 말해준다고 하겠다.

#### IV. MLP分離와 株價上昇의 經濟的 意味

##### 1. 節稅側面

앞에서 살펴본 바와 같이 法人稅가 감면되어 투자자의 입장에서 二重으로 稅金을 내지 않아도 되는 것이 MLP를 만드는 주요 유인들 중의 하나라는 것을 부인할 수 없지만, 실제로 세제상의 혜택은 그다지 크지 않은 것으로 생각된다. 세제상의 혜택이 유일하게 중요한 유인이라면 MLP를 분리시킨 모기업이 새로 만들어진 會社의 持分을 일반 대중에게 모두 팔아야지만 세제상의 혜택이 최대한도로 실현될 수 있을 것이다.

그러나 모기업은 보통 새로이 만들어진 MLP 지분의 상당부분을 팔지 않고 그대로 갖고 있는 것으로 알려져 있다. 더구나 MLP분리가 많이 일어났던 석유·가스업에서는 법인세를 없애서 개인소득세로 단일화하는 것이 절세측면에서 별로 큰 혜택이 될 수 없다고 알려져 있다. 왜냐하면 석유회사는 시추작업에 재투자를 하여 법인세를 줄이는 등 얼마든지 법인세를 합법적으로 회피할 수 있는 방법을 갖고 있기 때문이다. 따라서 법인세 감면은 MLP분리로 모기업의 주가가 상승하는 것의 부분적인 원인 이기는 하지만 중요한 원인이라고는 할 수 없다.

## 2. 代理人問題 解消

기업이 소유하고 있는 자산의 일부분을 유한책임회사로 독립시키게 되면 그 자산의 운영에 관한 한 주주와 경영자 사이의 기존의 계약관계가 변하게 된다.

기존의 주식회사 형태에서는 경영자는 기존 사업의 효율적 운용뿐만 아니라 신규산업에 대한 재투자에 대해서도 책임과 권한을 행사하고 있다. 물론 경영자는 주주의 이익을 극대화하는 방향으로 행동할 것이 기대되지만, 監視機構(monitoring mechanism)의 不完全性으로 주주의 이익보다는 경영자 자신의 利益을 極大化하는 행동을 취할 수 있으며, 이러한 행동은 이미 벌려 놓은 사업의 운영에서 보다는 신규투자 결정에서 두드러 질 수 있다. 기업의 전문업종과 다른 업종 혹은 최고경영자가 잘 알지 못하는 사업분야에 진출하기 위하여 다른 회사들을 引受·合併하는 것이 좋은 예가 될 것이다.

MLP로 기업의 일부 자산의 운용을 분리시켜 기업이 無限責任社員으로 MLP를 운영하게 되면 기업의 경영자는 MLP에 속하게 된 기존 사업의 효율적 운영에만 관여할 뿐 MLP 운영에서 나오는 現金흐름(cashflow)을 재투자하는 데는 관여하기가 어렵게 된다. 주식회사와 달리 유한책임회사의 無限責任社員(general partner)은 배당이나 재투자 결정에 재량권이 거의 없기 때문이다. 유한책임회사의 모든 수입과 지출은 미리 정해진 계약에 따라 유한책임사원 각자의 계정에 직접 계산되어 유한책임사원은 사업에 따른 현금흐름을 각자의 지분만큼 받고 재투자는 유한책임사원 스스로가 독자적으로 결정하게 된다. 앞서서도 설명된 바와 같이 유한책임회사의 유한책임사원은 주식회사의 주주와 같이 투자금액에 대해서 制限된 責任만을 지면서 社員協定(partnership agreement)이라는 계약을 통하여 주식회사의 경영자에 해당하는 無限責任社員이 회사경영에서 취할 수 있는 재량권의 범위와 회사의 이익의 배분방법을 구체적으로 정하고 있다.

결국 기업이 MLP를 통하여 자산의 일부를 분리시키면 그 자산으로 부터 생기는

현금흐름에 대한 경영자의 간여가 주식회사형태로 그자산을 관리할 때 보다 실질적으로 줄어들 수 밖에 없어, 경영자가 스스로를 현금흐름의 남용에서 벗어나게 만드는 결과를 가져오고 합리적 투자자들은 이러한 사실을 회사의 가치를 상승시키는 것으로 해석하게 된다. 바꾸어 말하면 MLP분리는 Jensen(1986)이 말한 自由現金흐름(free cash flow)의 사용에 관련된 주주와 경영자간의 잠재적 代理人問題(agency problem)를 경영자 스스로가 자발적으로 해결하기 위한 기업구조의 재구성으로 해석될 수 있는 것이다.

### 3. 資金調達

MLP로 기존 기업의 일부분을 독립시키는 것은 企業構造의 변경일 뿐 아니라 모기업의 입장에서는 자금을 조달하는 방법이기도 하다. 왜냐하면 母企業(sponsoring corporation)은 보통 MLP를 독립시킨 다음 모기업이 갖게되는 MLP의 有限責任社員持分の 일부를 공개매각하기 때문이다.

이러한 자금조달방법은 모기업 스스로가 직접금융시장에서 신주발행을 하는 것과 비슷한 결과를 가져오는 것처럼 보이나, 신주발행의 경우에는 기업이 갖고 있는 기존의 자산과 미래의 투자계획을 바탕으로 자금조달이 이루어지는 반면, MLP분리 및 지분매각의 경우는 미래의 투자계획과는 상관없이 기업이 갖고 있는 특정자산을 바탕으로 자금조달이 이루어진다. Myers and Majluf(1984)에 의하면 전자의 경우 内部經營者와 外部投資者들 사이에 情報의 不均衡(asymmetry of information)이 심할 경우 기업은 스스로의 내재가치에 비해 불리한 조건으로 자금을 조달하는 경우가 발생하게 된다. 실제로 신주를 발행한 상장회사들을 대상으로 한 실증분석들에 의하면 기존의 주가가 하락하는 것으로 보고되고 있어 이러한 현상이 보편적임을 알 수 있다.

반면 MLP분리에 의한 外部資金調達은 기업의 기존의 자산의 일부를 분리시키고 미래의 투자계획과는 상관없이 既存의 資産(assets in place)에서 나오는 현금흐름만을 바탕으로 하기 때문에, 내부경영자와 외부투자자들 사이의 정보불균형 정도가 훨씬 덜하다고 할 수 있다. 따라서 이러한 점에서 보면 MLP분리는 모기업이 보다 유리한 조건으로 자금을 조달하게 하는 측면이 있다.

### 4. 資産證券化(securitization)

MLP분리는 기업이 갖고 있는 자산의 일부를 별도로 증권시장에서 거래하게 하여 증권시장에 존재하지 않았던 새로운 주식을 제공함으로써 시장을 보다 完成的(comp-

lete)이게 할 수 있다. 예를들어, 모기업에서 분리되어 MLP에 소속된 자산이 특정 지역에 매장된 원유(oil reserve)라면 시장 투자자들은 이러한 자산을 직접 대표하는 주식이 MLP 분리 이전에는 없었던 만큼 MLP分離 자체에 높은 가치를 부여할 수 있다.

다양한 자산들이 하나의 주식회사에서 관리되면 투자자들은 MLP가 이용되는 경우보다 投資選擇의 幅이 좁을 수 있다. 다시 말해서 투자자들이 주식회사가 관리하고 있는 자산들 가운데서 특정자산만에 투자하고 싶어도 투자자들은 특정자산을 포함하여 여러자산을 동시에 관리하는 기업의 주식을 살 수 밖에 없어 기업의 특정자산이나 영업활동만을 자기의 포트폴리오의 일부로 만드는데 한계가 있다. 요컨대, 기업의 주요 자산을 MLP로 분리하면 資產의 證券化(securitization)가 심화되어 투자자들의 投資機會(investment opportunity set)가 확장된다. 투자자들은 기존의 포트폴리오와 잘 조화될 수 있는 자산을 보다 잘 선택할 수 있게 되고 새로이 생겨난 자산에 보다 높은 가치를 부여하게 된다는 것이다.

## V. 結 論

주식회사가 아닌 형태의 企業構造再構成을 포함하는 MLP 分離(roll out)는 모기업의 주식의 시장가치를 한 단계 상승시키는 것으로 실증적으로 분석되었다. 이러한 결과는 우선 그동안 간헐적으로 이야기되어 왔던 것을 체계적인 방법으로 정리했다는 데서 큰 의의가 있다고 하겠다.

또한 MLP 分離에 의한 기업가치 상승을 설명할 수 있는 經濟的 要因(economic rationales)들을 제시하였다. 주요 요인들은 稅制上的 惠澤, 自由現金흐름(free cashflow) 남용 방지, 유리한 資金調達手段 그리고 資產의 證券化에 의한 시장의 完成化 등이다.

앞으로의 과제는 실증분석측면에서 MLP분리의 숫자가 늘어나는 대로 표본의 크기를 늘려 보다 객관적인 결과를 제시하는 것과 제시된 요인들의 타당성과 상대적 중요성을 검증하는 것이다.

## 참 고 문 헌

- Coase, "The Nature of the Firm," *Economica*, 1937, 205-258.
- Collins, J. M. and R. P. Bey, "The Master Limited Partnership : An Alternative to the Corporation," *Financial Management*, 1986 Winter, 5-14.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics* 26, June 1983, 327-349.
- Hite, G. L. and J. E. Owers, "Security Price Reactions Around Corporate Spin-off Announcements," *Journal of Financial Economics* 12, 1983, 409-436.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, Oct. 1979, 469-506.
- Jensen, M. C. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover," *American Economic Review*, May 1986, 323-328.
- Jensen, M. C. "The Takeover Controversy : Analysis and Evidence," *Midland Corporate Finance Journal*, 1986.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics* 11, 1983, 5-50.
- Myers, S. C. and N. J. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-222.
- Pattel, J., "Corporate Forecast of Earnings Per Share and Stock Price Behavior : Empirical Study," *Journal of Accounting Research* 14, 1976, 246-276.
- Schipper, K. and A. Smith, "Effects of Restructuring on Shareholder Wealth : The Case of Voluntary Spinoffs," *Journal of Financial Economics*, 1983, 437-467.
- Schipper, K. and A. Smith, "A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned Equity Offerings : Share Price Effects and Corporate Restructuring," *Journal of Financial Economics*, 153-186.
- Slater, J. Jr., "Publicly Traded Limited Partnership : An Emerging Financial Alternative to the Public Corporation," *The Business Lawyer*, Feb. 1984, 709-755.