

물적분할 후 기업공개에 대한 법경제학적 접근

발표자: 심 승 규 (Aoyama Gakuin University)
@ 자유기업원 세미나

□ 차례

1. 물적분할 후 기업공개
2. 이론적 모형
3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점
4. 소수주주 보호 방안 검토
5. 결론 및 토론

1. 물적분할 후 기업공개

- 우리 회사법상 회사분할제도: 인적분할 vs 물적분할
 - 회사의 특정 사업부문을 분리하여 별도의 법인으로 설립하되,
 - 물적분할: 기존 회사가 신설 법인의 주식 전부를 소유하는 형태의 회사 분할
 - 인적분할: 기존 회사의 주주들에게 신설 법인의 주식을 비례적으로 배분하는 형태의 회사 분할

1. 물적분할 후 기업공개

- 소수주주 보호 측면에서의 물적분할과 인적분할
 - 주주의 (극대화된) 가치 보호
 - 투자안 A: 주당 100원의 이익 창출
 - 투자안 B: 주당 90원의 이익 창출
 - ☞ 투자안 A를 선택하여야 함.
- 물적분할 vs 인적분할: 두 방안이 모두 가능하다면, 주주가치를 극대화하는 방안을 선택
 - ☞ 두 방안 중 어느 것이 주주의 가치를 극대화하는가?
 - ☞ 물적분할 vs 인적분할 ?
 - ☞ **물적분할 후 equity financing vs 인적분할 후 equity financing ???**

1. 물적분할 후 기업공개

- 일반적으로 이야기되는 물적분할의 단점
 - 소수주주의 권리 침해
 - 기업공개시 지분 희석
 - 분할 자회사에 대한 경영 감시 권한 몰취
 - 지배주주에 의한 사적 이익 편취 가능성
 - 분할 매도 불가

□ 차례

1. 물적분할 후 기업공개
2. 이론적 모형
3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점
4. 소수주주 보호 방안 검토
5. 결론 및 토론

2. 이론적 모형: 배경

• 배경

- 기업 A가 사업 a와 b를 동시에 수행 중.
- 사업 b 부문의 수요증가로 인한 제품가격 상승이 예견됨.
- 한 기업내에서 사업 b 부문을 확장하기에는 제약이 따름. (역시너지 효과)
 - 직원들 성과 평가와 차등 인센티브 지급이 어려움.
 - Debt financing을 할 경우 부채비율 악화로 자금 조달 비용 상승
- Stage 1 > 기업분할 여부를 결정
- Stage 2 > 기업공개 여부를 결정
- 경영의사 결정
 - 인적분할: 각 기업의 지배주주가 경영의사 결정
 - 물적분할: 모 기업의 지배주주가 모회사와 자회사의 경영의사 결정

2. 이론적 모형: 기업분할이 없는 경우

- 기업분할을 하지 않은 경우: 기업 A가 사업 a와 b를 동시에 수행

$$\pi_{ab}(p_a, p_b, w_a, w_b) = \max_{l_a, l_b} p_a F_a(l_a) + p_b F_b(l_b) - C_{ab}(l_a, l_b, w_a, w_b)$$

- Revenue: $p_a F_a(l_a) + p_b F_b(l_b)$
- Cost: $C_{ab}(l_a, l_b, w_a, w_b)$ (Ex. $C_{ab}(l_a, l_b, w_a, w_b) > C_a(l_a, w_a) + C_b(l_b, w_b)$)
- Control variables: l_a, l_b

$$\begin{aligned} \frac{\partial}{\partial l_a} [p_a F_a(l_a) - C_{ab}(l_a, l_b, w_a, w_b)] &= 0, \quad \text{and} \quad \frac{\partial}{\partial l_b} [p_b F_b(l_b) - C_{ab}(l_a, l_b, w_a, w_b)] = 0 \\ \Rightarrow l_a^*(p_a, p_b, w_a, w_b) &= \dots \quad \text{and} \quad l_b^*(p_a, p_b, w_a, w_b) = \dots \\ \Rightarrow l_a^*: X &\rightarrow Y, \quad \text{and} \quad l_b^*: X \rightarrow Z \quad (\text{경영판단함수}) \end{aligned}$$

- 1 주당 가치: $s_{ab} = \frac{1}{n_a} \pi_{ab}(p_a, p_b, w_a, w_b)$. (n_a : 발행주식량)

2. 이론적 모형: 인적분할의 경우

- 인적분할 후 기업 A의 주당 가치 (가격 수용자 가정하에서)

$$\pi_a^S(p_a, w_a) = \max_{l_a} p_a F_a(l_a) - C_a(l_a, w_a) = \max_{l_a} \Pi_a(l_a; p_a, w_a)$$

$$p_a F'_a(l_a) - C'_a(l_a, w_a) = 0 \Leftrightarrow l_a^S(p_a, w_a) = \dots \Rightarrow l_a^S: X \rightarrow Y \text{ (경영판단함수)}$$

$$\begin{aligned} \pi_a^S(p_a, w_a) &= \max_{l_a} p_a F_a(l_a) - C_a(l_a, w_a) = p_a F_a(l_a^S(p_a, w_a)) - C_a(l_a^S(p_a, w_a), w_a) \\ &= \Pi_a(l_a^S(p_a, w_a); p_a, w_a) \end{aligned}$$

- 1주당가치:

$$s_a^S(p_a, w_a, n_a) = \frac{1}{n_a} \pi_a^S(p_a, w_a) = s_a^S. \quad (n_a: \text{발행주식량})$$

2. 이론적 모형: 인적분할의 경우

- 인적분할 후 기업 B의 주당 가치 (가격 수용자 가정하에서)
 - 인적분할 후 기업공개를 하지 않은 경우 기대이윤 ($\phi^S = 1$)

$$\max_{l_b} p_b F_b(l_b) - C_b(l_b, w_b) = \max_{l_b} \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1) = \Pi_b(l_b^S(p_b, w_b, 1); p_b, w_b, 1)$$

- 기업공개를 통해 자금을 조달하여 capacity investment를 한 경우 기대이윤 ($\phi^S > 1$)

$$\max_{l_b} p_b \phi^S F_b(l_b) - C_b(l_b, w_b) - c^S = [p_b \phi^S F_b(l_b^S(p_b, w_b, \phi^S)) - C_b(l_b^S(p_b, w_b, \phi^S), w_b)] - c^S$$

$$\text{신주발행량}(m_b^S) : c^S = \frac{m_b^S}{n_b + m_b^S} [p_b \phi^S F_b(l_b^S(p_b, w_b, \phi^S)) - C_b(l_b^S(p_b, w_b, \phi^S), w_b)]$$

$$\max_{l_b} p_b \phi^S F_b(l_b) - C_b(l_b, w_b) - c^S = \frac{n_b}{n_b + m_b^S} \Pi_b(l_b^S(p_b, w_b, \phi^S); p_b, w_b, \phi^S)$$

2. 이론적 모형: 인적분할의 경우

- 인적분할 시점의 기업 B의 주당 가치 (가격 수용자 가정하에서)

$$\begin{aligned} \pi_b^s(p_b, w_b) &= \text{Max} \left\{ \max_{l_b} p_b F_b(l_b) - C_b(l_b, w_b), \quad \max_{l_b} p_b \phi^s F_b(l_b) - C_b(l_b, w_b) - c^s \right\} \\ &= \text{Max} \left\{ \Pi_b(l_b^s(p_b, w_b, 1); p_b, w_b, 1), \quad \frac{n_b}{n_b + m_b^s} \Pi_b(l_b^s(p_b, w_b, \phi^s); p_b, w_b, \phi^s) \right\} \end{aligned}$$

1주당 가치: $s_b^s = \frac{1}{n_b} \pi_b^s(p_b, w_b)$

- 인적분할 시점의 기업 A의 주당 가치

$$s_a^s + \frac{n_b}{n_a} s_b^s = \frac{1}{n_a} [\pi_a^s(p_a, w_a) + \pi_b^s(p_b, w_b)]$$

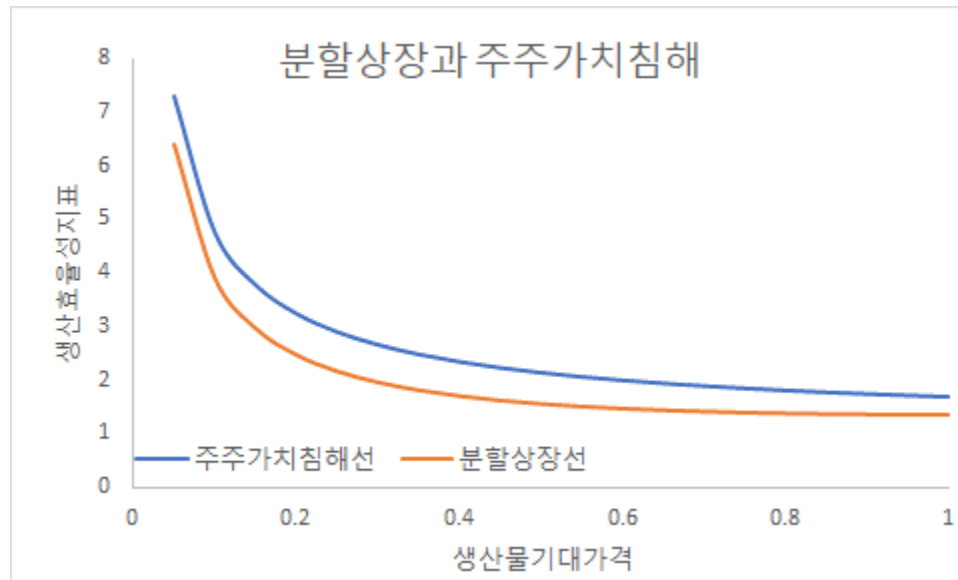
2. 이론적 모형: 인적분할의 경우

- 분할/상장이 Pareto improvement를 가져오는 경우

$$s_a^s + \frac{n_b}{n_a} s_b^s = \frac{1}{n_a} [\pi_a^s(p_a, w_a) + \pi_b^s(p_b, w_b)] \geq \frac{1}{n_a} \pi_{ab}(p_a, p_b, w_a, w_b)$$

- 분할 후, 기업공개가 Pareto improvement를 가져오는 경우

$$\frac{n_b}{n_b + m_b^s} \Pi_b(l_b^s(p_b, w_b, \phi^s); p_b, w_b, \phi^s) \geq \Pi_b(l_b^s(p_b, w_b, 1); p_b, w_b, 1)$$



심승규·지인엽 (2022)

2. 이론적 모형: 물적분할의 경우

- 물적분할 후 기업 A의 주당 가치 (가격 수용자 가정하에서)
 - 분할자회사가 기업공개를 통한 Capacity investment를 하지 않을 경우

$$\max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1)]$$

- 분할자회사가 기업공개를 통해 Capacity investment를 하는 경우

$$\max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, \phi^c) - c^c]$$

- 물적분할 시 기업 A의 주당 가치: $s_a^c = \frac{1}{n_a} \pi_a^c(p_a, p_b, w_a, w_b)$

$$\begin{aligned} &= \frac{1}{n_a} \text{Max} \left\{ \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1)], \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, \phi^c) - c^c] \right\} \\ &= \frac{1}{n_a} \Pi_a(l_a^c(p_a, w_a); p_a, w_a) + \frac{1}{n_a} \text{Max} \left\{ \Pi_b(l_b^c(p_b, w_b, 1); p_b, w_b, 1), \frac{n_b}{n_b + m_b^c} \Pi_b(l_b^c(p_b, w_b, \phi^c); p_b, w_b, \phi^c) \right\} \\ &= \frac{1}{n_a} [\pi_a^s(p_a, w_a) + \pi_b^s(p_b, w_b)] \quad (\text{if } c^s = c^c \text{ and } \phi^s = \phi^c) \end{aligned}$$

2. 이론적 모형: 물적분할의 경우

- **Proposition 1** If $c^s = c^c$ and $\phi^s = \phi^c$, $s_a^s = s_a^c$ and $s_b^s = s_b^c$.
- 인적분할의 경우 경영권 방어 측면에서 대규모 equity financing이 제약된다는 점을 감안하지 않는다면, 모회사와 분할자회사의 주당가치는 분할형태에 영향을 받지 않는다.
- 만약 인적분할의 경우 equity financing과정에서 경영권 방어라는 새로운 제약식이 추가된다면, 오히려 인적분할이 최적 설비투자 규모를 축소하여 모회사와 분할자회사의 주당가치를 낮춘다.
- 기업이 특정사업부문의 수요증가로 인한 제품 가격상승을 예상하여 분할자회사를 신설하고 기업공개를 통해서 대규모 설비투자를 하는 경우,
 - '경영권 방어'라는 주인-대리인 문제가 없다면, 분할 형태는 기업의 주당 가치에 영향을 주지 않는다.
 - '경영권 방어'라는 주인-대리인 문제를 고려하면, 인적분할이 기업의 주당 가치를 더 낮춘다.
- 경영진의 제품 가격 예상치가 observable and verifiable하지 않다면.....

□ 차례

1. 물적분할 후 기업공개
2. 이론적 모형
3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점
4. 소수주주 보호 방안 검토
5. 결론 및 토론

3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점

$$s_a^c = \frac{1}{n_a} \pi_a^c(p_a, p_b, w_a, w_b)$$

$$= \frac{1}{n_a} \text{Max} \left\{ \underbrace{\max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1)]}_{\text{additively separable}}, \underbrace{\max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, \phi^c) - c^c]}_{\text{additively separable}} \right\}$$

- 사익 편취 가능성
 - 목적함수가 다른 경우 (ex 지배주주가 몸집만 부풀린다, 경영진이 매출액을 극대화한다, 공무원이 자기 권한(예산)을 극대화한다 등등)
 - 이는 인적분할 vs 물적분할 구도에서 어떻게 작동하는지 사안별로 살펴볼 필요가 있음.
 - 그러나 이는 사후적으로 공정거래법에서 논의되어야 하는 사안
 - 물적분할 후 특수관계인에 대한 전환사채 발행 혹은 제3자 배정 유상증자
 - 사재출현 vs 알박기 (추후 IPO나 M&A 혹은 상속을 염두에 둔)
 - 확실한 제재 필요.

3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점

$$s_a^c = \frac{1}{n_a} \pi_a^c(p_a, p_b, w_a, w_b)$$
$$= \frac{1}{n_a} \text{Max} \left\{ \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1)], \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, \phi^c) - c^c] \right\}$$

- 자회사 경영 감시 권한 물취 => 지주사 디스카운트 야기
 - 목적함수와 정보집합(X)을 구성하는 과정 그리고 그로부터 파생되는 경영판단함수($l_a^*: X \rightarrow Y$, and $l_b^*: X \rightarrow Z$)를 감시할 수 없다.
 - 자회사에 대한 소수주주권 행사 불가 (자회사 이사 선임에 관한 의결권, 회계장부 열람권 등)
 - 자회사 이사는 모회사 주주들에 대하여 선관주의 의무가 없음.

3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점

- 자회사 경영 감시 권한 물취 => 지주사 디스카운트 야기
 - 자회사에 대한 소수주주권 행사 불가 (자회사 이사 선임에 관한 의결권, 회계장부 열람권 등)
 - 자회사 이사는 모회사 주주들에 대하여 선관주의 의무가 없음.
- 개별 사안에 대해서는 다툼의 여지가 있음.
 - 분할전 사업부는 경영 감시가 가능. 그러나 물적분할은 주주로부터 경영 감시 권한을 박탈.
 - 자회사 경영 감시 권한 침해로 인한 지주사 디스카운트 정도를 식별할 수 있다하더라도, 그 지주사 디스카운트 자체는 경영진에 대한 시장의 의심을 반영. 의심만으로 책임을 물을 수 있을지.....
(우선주와 보통주를 비교하여 의결권 프리미엄을 추정하는 것과는 차원이 다른 문제)
- 입법론적 관점
 - 자회사 경영 감시 권한을 모회사 지배주주가 물취한다: 지주회사 체제의 보편적인 문제
 - 물적분할은 지주회사 체제 중 하나의 예에 불과
 - 지주회사 체제의 보편적 문제를 이유로 특정 예를 금지 혹은 규제하는 것이 타당한가?
 - 지주회사 체제에서 소수주주 보호 방안을 강구할 필요. (ex 다중대표소송의 입법)

3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점

$$\begin{aligned} s_a^c &= \frac{1}{n_a} \pi_a^c(p_a, p_b, w_a, w_b) \\ &= \frac{1}{n_a} \text{Max} \left\{ \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, 1)], \max_{l_a, l_b} [\Pi_a(l_a; p_a, w_a) + \Pi_b(l_b; p_b, w_b, \phi^c) - c^c] \right\} \\ &= \frac{1}{n_a} [\pi_a^s(p_a, w_a) + \pi_b^s(p_b, w_b)] = s_a^s + \frac{n_b}{n_a} s_b^s \end{aligned}$$

- 분할매도 불가
 - 인적분할은 분할 매도 가능
 - 물적분할은 분할 매도 불가
- 이는 지배주주나 경영진에 책임을 물을 수 있을까?
(인적분할이 아닌 물적분할을 선택함으로써 주주들의 분할 매도 권한을 박탈했다?)
- 물적분할 상장 이전에는 분할매도 논의 자체가 불가능했음.

□ 차례

1. 물적분할 후 기업공개
2. 이론적 모형
3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점
4. 소수주주 보호 방안 검토
5. 결론 및 토론

4. 소수주주 보호 방안 검토

- 주식매수청구권
 - 인수합병 시 주주들에게 주식매수청구권을 부여하는 것을 확대하여 물적분할 시에도 주주들에게 주식매수청구권을 부여하자는 방안
 - 사업부문 b가 크게 확대될 것이 예상되어 대규모 설비투자를 위해 '물적분할 후 기업공개'를 함에 있어서 주주들에게 과거 평균 주가에 근거한 가격에 매수 청구하라는 격.
 - 특히 분할의 경우 기존 회사가 존속하기 때문에 매수청구되는 주식은 자사주가 되고, 매수청구되는 주식을 소각하겠다고 발표함으로써 매수청구권을 무력화 시킬 수 있음.
 - 매수청구되는 주식을 회사가 현금으로 매수해야 되기 때문에, 큰 성장이 기대되는 기업들의 '착한 물적분할'도 사업부문의 성장성이 아닌 기업의 현금조달 능력에 따라 스크리닝 됨.

4. 소수주주 보호 방안 검토

- 신주인수권
 - 자회사 상장시 모회사 주주들에게 자회사의 신주 혹은 신주인수권 (신주우선배정권) 등을 주자는 방안
 - 자회사 분할상장에 대한 모회사 주주 구제 목적으로 모회사 주주들에게 자회사 신주 혹은 신주인수권을 발행하는 것이 상법상 허용되는가?
 - 신주우선배정권은 현재는 시장에서 거래가 안 됨. 이는 돈을 더 내고 자기 구제권을 사라는 의미. 단, 신주우선배정권에 대한 시장 거래가 가능하다면 주주에 대한 보상으로 의미가 있을 수 있음.

4. 소수주주 보호 방안 검토

- 현물배당

- 우리의 회사분할제도: 회사의 특정 사업부문을 분리하여 별도의 법인으로 설립하되,
 - 물적분할: 기존 회사가 신설 법인의 주식 전부를 소유하는 형태의 회사 분할
 - 인적분할: 기존 회사의 주주들에게 신설 법인의 주식을 비례적으로 배분하는 형태의 회사 분할

- 미국 회사법상 회사분할제도

- 1단계: 양도회사가 자산을 현물출자하여 양수회사의 주식을 취득하는 절차
- 2단계: 그 취득한 주식을 양도회사 주주에게 교부하는 절차
- 신설 자회사 주식 일부를 모회사가 보유하고 나머지를 주주들에게 배당하는 것이 가능.

- KT의 경우 현물출자 방식으로 자회사 (KT클라우드) 설립하고, 자회사 주식 일부를 주주들에게 현물배당
- 배당세가 15%에 달한다는 점을 감안하면, 지배주주가 있는 기업에서는 배당이 축소될 우려.
- 소수주주 입장에서는 배당세 15%를 내고 분할매도 권한을 사는 셈.

4. 소수주주 보호 방안 검토

- 주식교환청구권 (split-off)
 - 모회사 주주들에게 모회사 주식과 모회사가 가진 자회사 구주를 1:θ 비율로 교환할 수 있는 **권리 부여**
 - 현물배당과 마찬가지로 모회사가 분할 자회사 구주 중 일부(ρ)를 남기고 나머지를 교환해 줌.
 - 주식교환으로 취득된 모회사 주식(x)은 소각함으로써, 모회사 주가를 적정 수준으로 환원
- 만약 나를 제외한 모든 모회사 주주가 주식을 교환하여 소각하면, 내가 모회사 지배주주가 됨.
- 만약 모든 모회사 주주가 주식을 교환하지 않는다면, 나만 교환함으로써 모회사 주식 1주로 자회사 지분 $(1 - \rho)$ 을 확보할 수 있음. \Rightarrow 적정 교환비율 (θ, x) 가 존재
- $\frac{1}{n_a - x} \left(\pi_a(p_a, w_a) + \frac{n_b - x\theta}{n_b + m_b} \pi_b(p_b, w_b, \phi) \right) = \frac{\theta}{n_b + m_b} \pi_b(p_b, w_b, \phi)$, and $\rho = \frac{n_b - x\theta}{n_b + m_b}$
- Then, if $n_b - \rho(n_b + m_b) = (1 - \rho)n_b - \rho m_b \geq 0$, $x \geq 0$.
- $\theta = \frac{(n_b + m_b)\pi_a + n_b\pi_b(p_b, w_b, \phi)}{n_a\pi_b(p_b, w_b, \phi)}$, and $x = \frac{(n_b - \rho(n_b + m_b))\pi_b(p_b, w_b, \phi)}{(n_b + m_b)\pi_a + n_b\pi_b(p_b, w_b, \phi)}$.

4. 소수주주 보호 방안 검토

- 주식교환청구권 (split-off)
 - 모회사 주주들에게 모회사 주식과 모회사가 가진 자회사 구주를 1:θ 비율로 교환할 수 있는 권리 부여
 - 현물배당과 마찬가지로 모회사가 분할 자회사 구주 중 일부(ρ)를 남기고 나머지를 교환해 줌.
 - 주식교환으로 취득된 모회사 주식(x)은 소각함으로써, 모회사 주가를 적정 수준으로 환원
- 적정 교환/소각 후 $s_b = \frac{1}{n_a} \left[\pi_a(p_a, w_a) + \frac{n_b}{n_b+m_b} \pi_b(p_b, w_b, \phi) \right]$
- 결국 인적분할 시 주당가치=물적분할 시 주당가치=split-off시 주당가치 > 현물배당시 주당가치
- 만약 모회사 주식을 2주 가지고 있는 주주라면, 모회사 주식 1주를 자회사 주식 θ 로 (등가)교환하여, 모회사 주식 1주와 자회사 주식 θ 를 보유하다가 분할해도 할 수 있음.

□ 차례

1. 물적분할 후 기업공개
2. 이론적 모형
3. 물적분할 후 기업공개 주요 쟁점
4. 소수주주 보호 방안 검토
5. 결론 및 토론

5. 결론 및 토론

- Equity financing이 없는 경우 인적분할 혹은 물적분할의 분할 형태가 기업가치의 변화를 야기하지는 않음.
- Equity financing이 있는 경우 인적분할이 오히려 투자 수준을 낮춰 주당 가치를 훼손할 수 있음.
- 물적분할의 경우 지배주주에 의한 사적이익 편취라든가, 소수주주의 경영 감시 권한 소멸의 문제 대두.
 - 다만, 이러한 문제는 지주회사 체제의 문제로 공정거래법이나 지주회사법에서 다루어져야 함.
- 인적분할과 비교하여 물적분할의 경우, 소수주주가 분할 매도할 수 없다는 문제.
 - 현물배당이나 주식교환청구권으로 분할 매도를 가능케 할 수 있음.

