



인적분할과 자사주 마법

자본시장연구원
선임연구위원 김준석

자사주 마법(1)

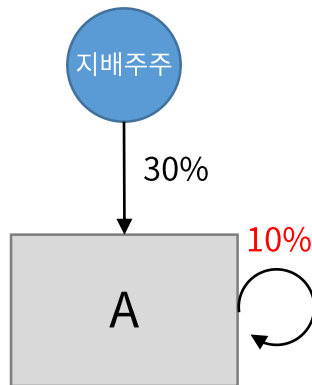
○ 인적분할

- › 회사(A)의 재산을 분할하여 신설회사(B)를 설립하고 존속회사(A')의 주주에게 지분율에 따라 신설회사의 신주를 배정하는 기업분할 방식
 - 지분 10%를 보유한 주주는 분할 이후 존속회사 지분 10%, 신설회사 지분 10% 보유

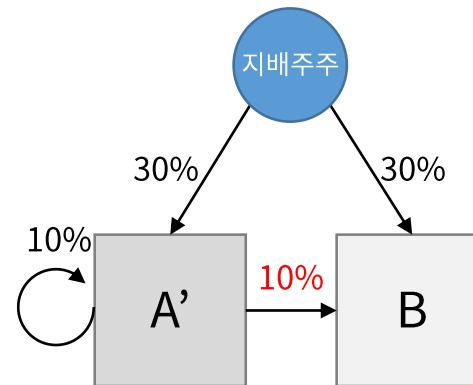
○ 자사주 마법

- › 분할회사가 자기주식을 보유한 경우 스스로를 주주로 취급하여 신설회사의 신주를 배정
- › 지배주주의 추가적인 출자 없이 지배주주의 신설회사에 대한 지배력 강화 - “마법”

인적분할 이전



인적분할 이후

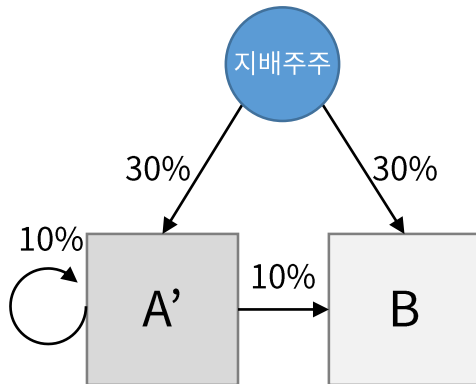


자사주 마법(2)

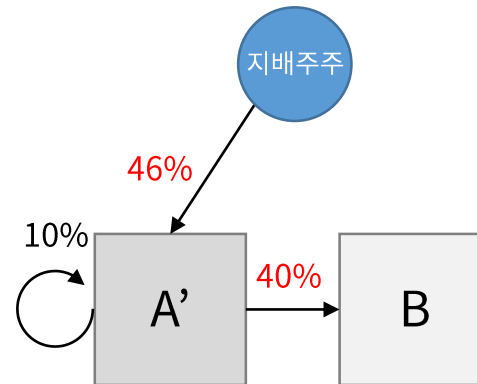
○ 현물출자 유상증자

- › 지주회사 전환 목적의 인적분할의 경우, 대부분 인적분할 직후 현물출자 유상증자가 동반
- › 존속회사의 유상증자에서 지배주주는 신설회사 지분을 현물출자하고 존속회사의 주식을 취득

인적분할 이후



유상증자 이후

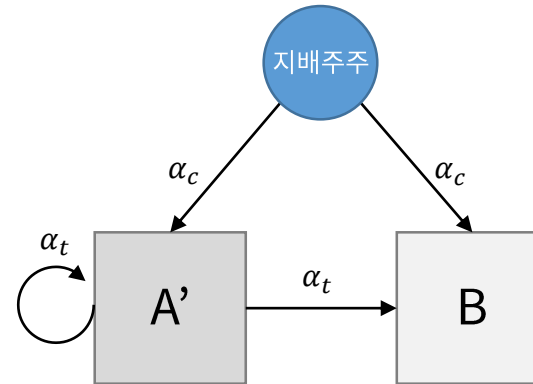


자사주 마법의 구조(1)

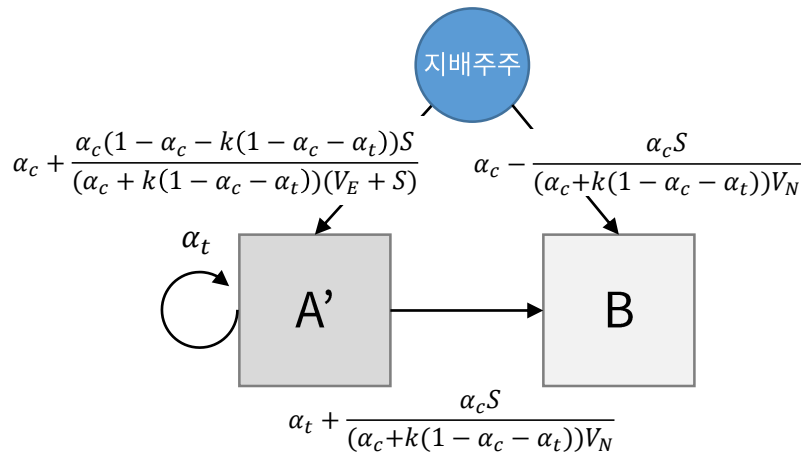
정의

- › A = 순자산
- › d = 분할비율
- › α_c = 지배주주 지분율
- › α_t = 자기주식 지분율
- › S = 유상증자 규모
- › k = 외부주주 유상증자 참여율(지배주주 참여율=1)
- › V_E = 존속회사 기업가치, $M_E = \frac{V_E}{(1-d)A}$
- › V_N = 신설회사 기업가치, $M_N = \frac{V_N}{dA}$

인적분할 이후

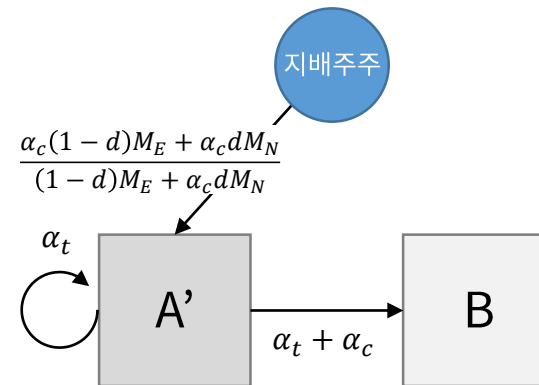


유상증자 이후(1)



유상증자 이후(2)

(가정*) $k = 0, S = \alpha_c V_N$

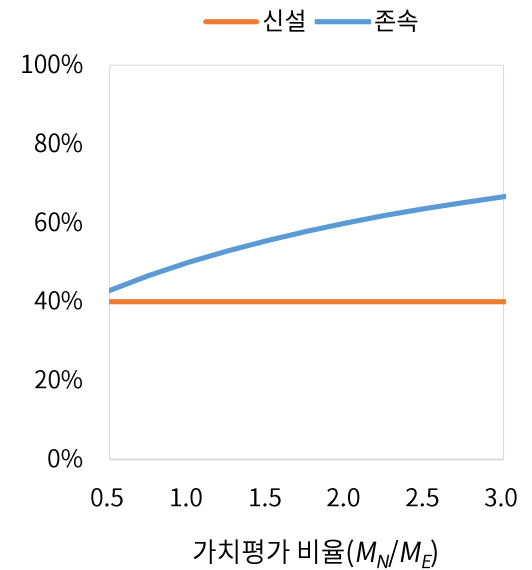
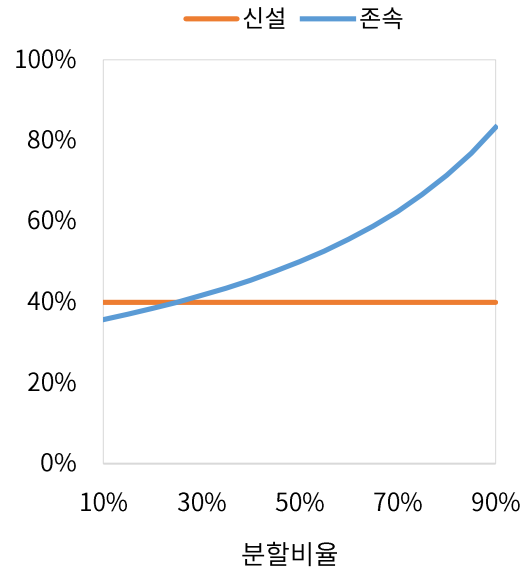
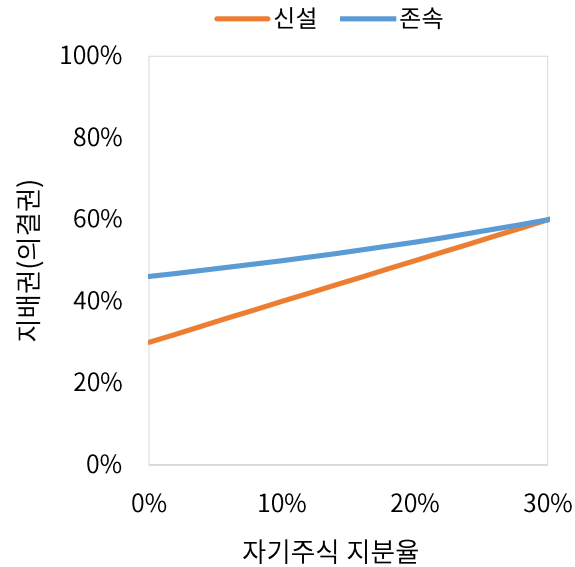


* 박진우·이민교(2019): $\frac{S}{\alpha_c V_N} = 1.06, k = 0.0542$

자사주 마법의 구조(2)

○ 기본값

- › $\alpha_c = 30\%$
- › $\alpha_t = 10\%$
- › $d = 0.5$
- › $M_N/M_E = 1.0$

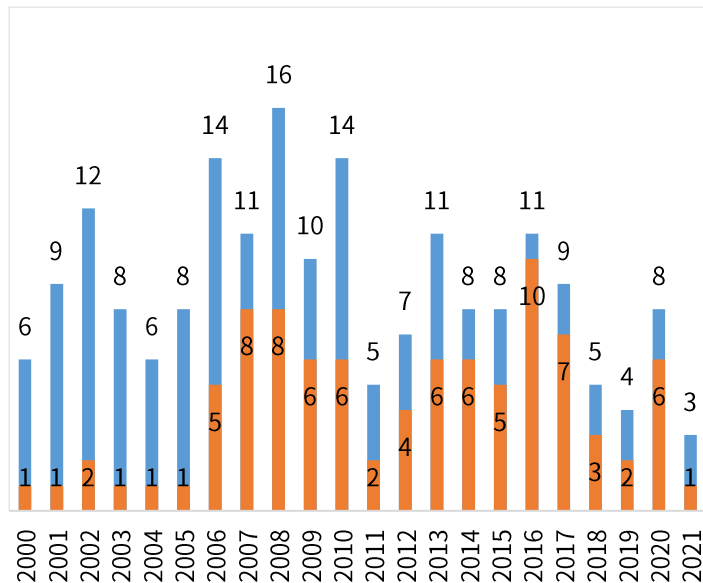


자사주 마법 실증분석(1)

- 2000년부터 2021년까지 인적분할 193건, 이 중 지주회사 전환 관련 92건
 - › 유가증권시장 136건(지주회사 전환 72건), 코스닥시장 57건(지주회사 전환 20건)
 - › 참고) 지주회사 지정 상장기업 147개사
- 인적분할 144건(지주회사 전환 82건)을 이용하여 실증분석
 - › 분할합병, 비자발적 분할, 비상장 신설회사, 자료부족 표본 제외

인적분할 건수

■ 전체 ■ 지주회사 전환



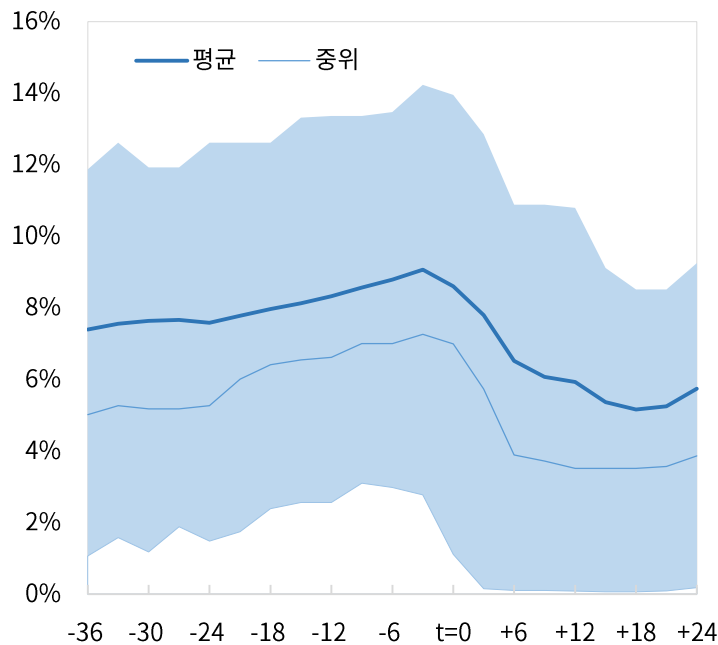
주요 인적분할 기업

SK텔레콤	샘표	씨제이오쇼핑	LG상사
LG	크라운해태	대성	태평양
두산	한솔	한미	다음
DL	디와이	코오롱	대상
KCC	한라	한진해운	동양건설
두산	종근당	엘지화학	STX
효성	대한항공	하이트	LG
HDC	NAVER	풍산	농심
SK디스커버리	한국타이어	풀무원	동원산업
한국조선해양	AK	SBS	현대백화점
미원	한국콜마	한진중공업	LGCI
오리온	삼양	CJ	LGEI
매일	신세계	SK	대웅
현대코퍼레이션	하림	웅진	종근당
일동	메리츠화재	네오위즈	

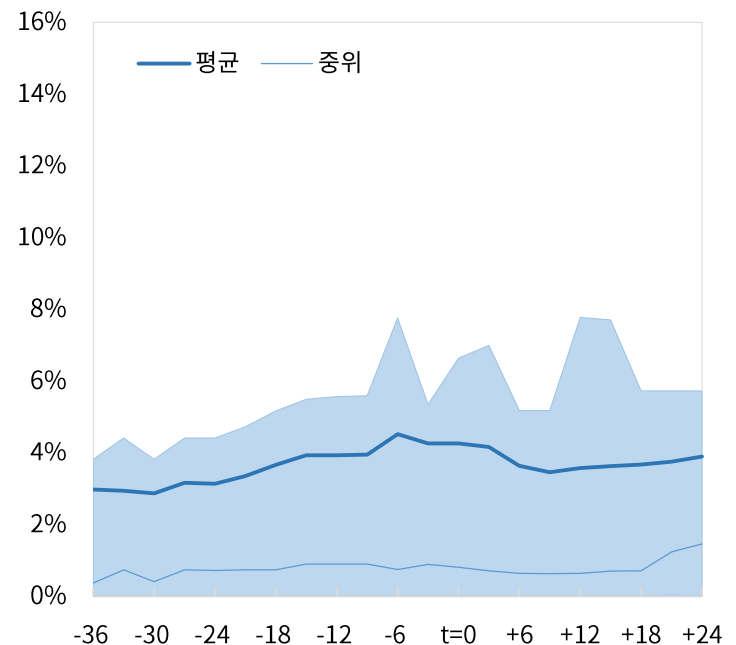
자사주 마법 실증분석(2)

○ 인적분할 전후 자기주식 지분율 변화

자기주식 지분율 - 지주전환



자기주식 지분율 - 비전환

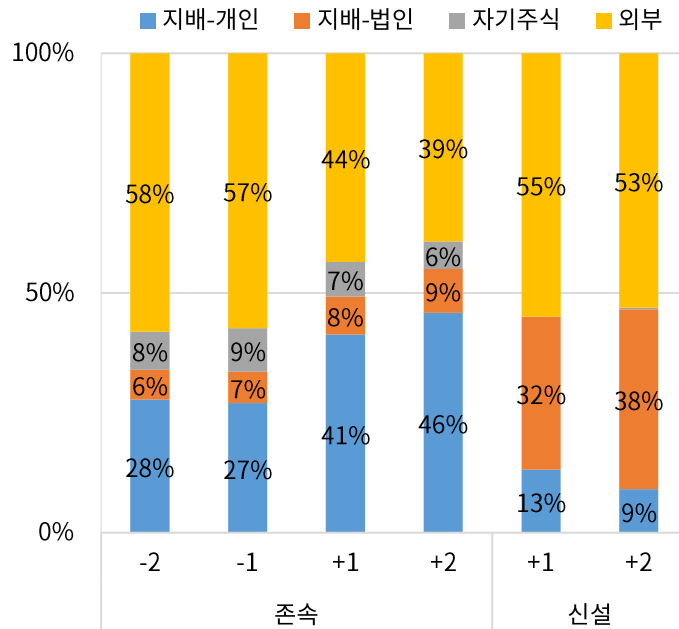


	36개월전	3개월전	차이
지주회사 전환	7.40%	9.07%	1.67%***
지주회사 비전환	2.98%	4.26%	1.28%*
차이	4.42%***	4.81%***	

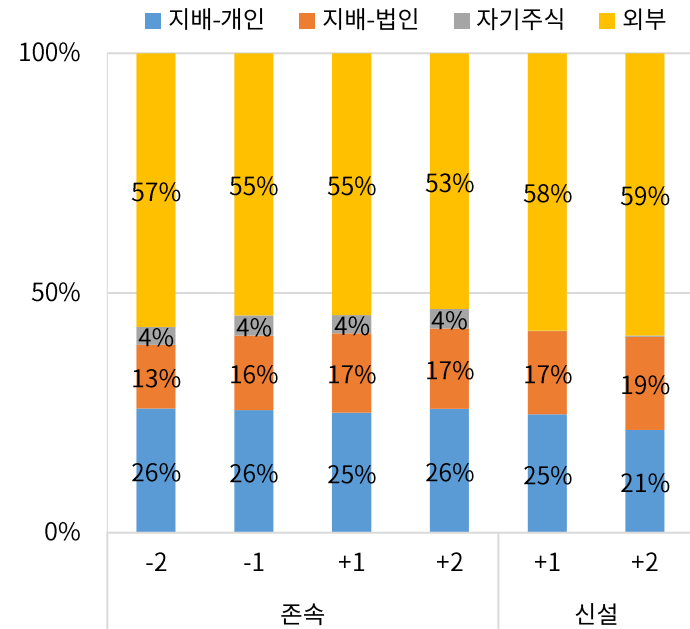
자사주 마법 실증분석(3)

인적분할 전후 소유구조 변화

소유구조 변화 - 지주전환



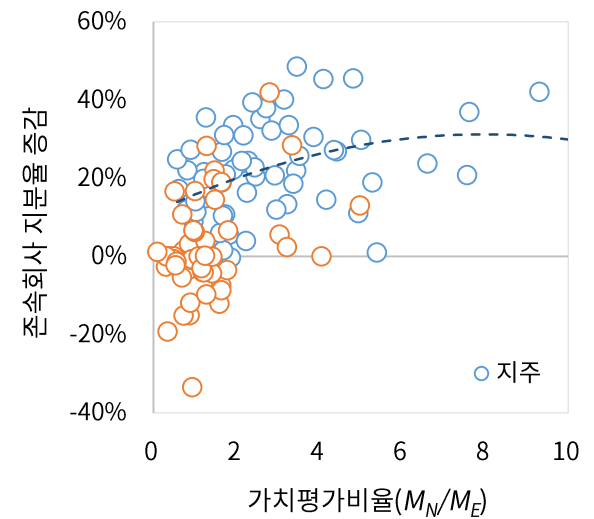
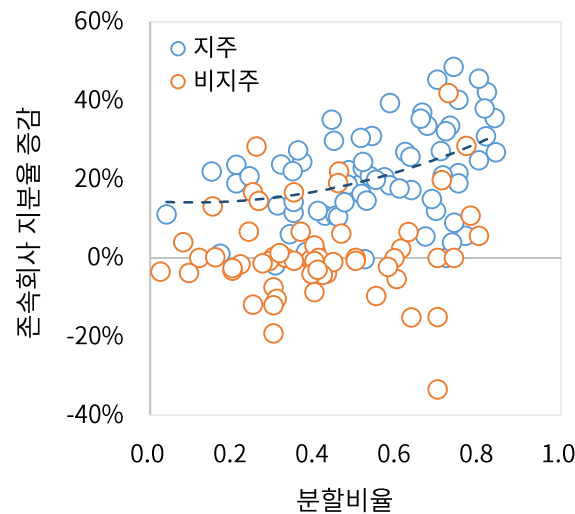
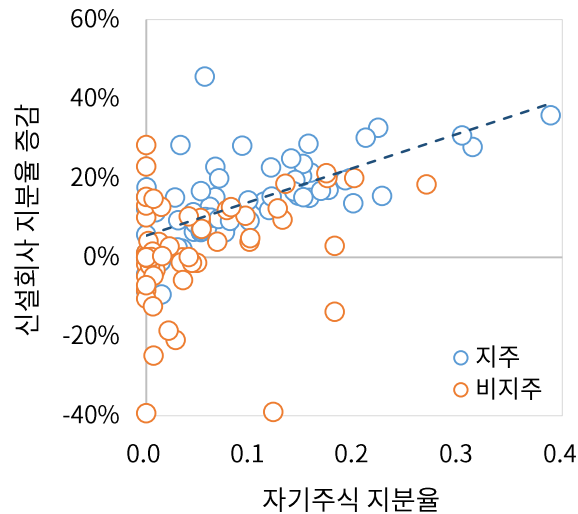
소유구조 변화 - 비전환



		분할 이전(-1y)		분할 이후(+2y)	
		기존회사	존속회사	신설회사	
지주회사 전환	지배주주-개인	27.01%	45.89%***	9.08%***	
	지배주주-법인	6.55%	9.13%***	37.53%***	
	외부주주	57.36%	39.29%***	53.09%***	
지주회사 비전환	지배주주-개인	25.57%	25.86%	21.47%***	
	지배주주-법인	15.55%	16.72%	19.37%	
	외부주주	54.68%	53.31%	58.84%*	

자사주 마법 실증분석(4)

소유구조 변화 영향요인



	종속변수: Δ 지배주주의 신설회사 지분율	
	지주	비지주
상수	0.0551***	-0.0400
자기주식 지분율	0.8569***	0.8239**
R-squared	0.4587	0.0833

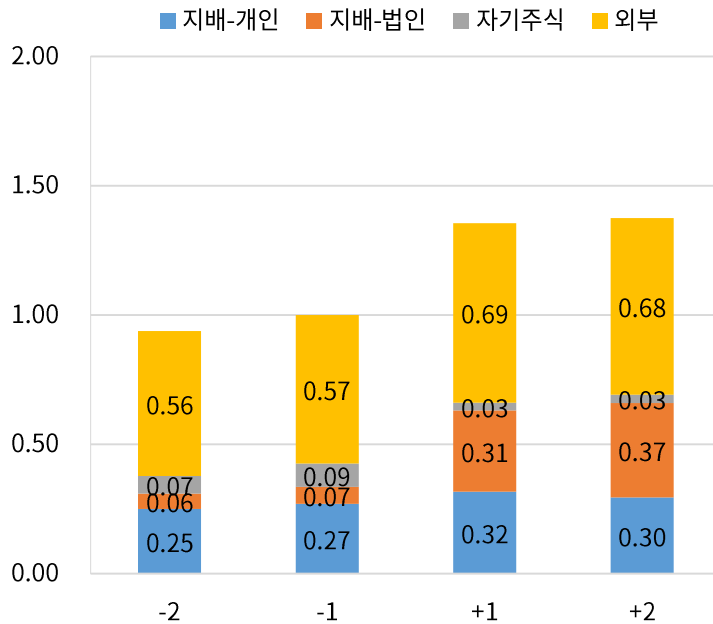
	분할비율	가치평가 비율 (+1)	가치평가 비율 (+2)
지주	0.5490	3.2980	2.9970
비지주	0.4135	1.2851	1.6569
지주-비지주	0.1355***	2.0129***	1.3401***

종속변수: Δ 지배주주의 존속회사 지분율			
A. 지주회사 전환			
상수	0.0769*	0.1727***	0.0150
분할비율	0.2508***		0.2743***
가치평가비율		0.0140**	0.0164***
R-squared	0.1630	0.0835	0.2761
B. 지주회사 비전환			
상수	-0.0120	0.0119	-0.0200
분할비율	0.0663		0.0741
가치평가비율		0.0019 (0.0053)	0.0028
R-squared	0.0114	0.0023	0.0160

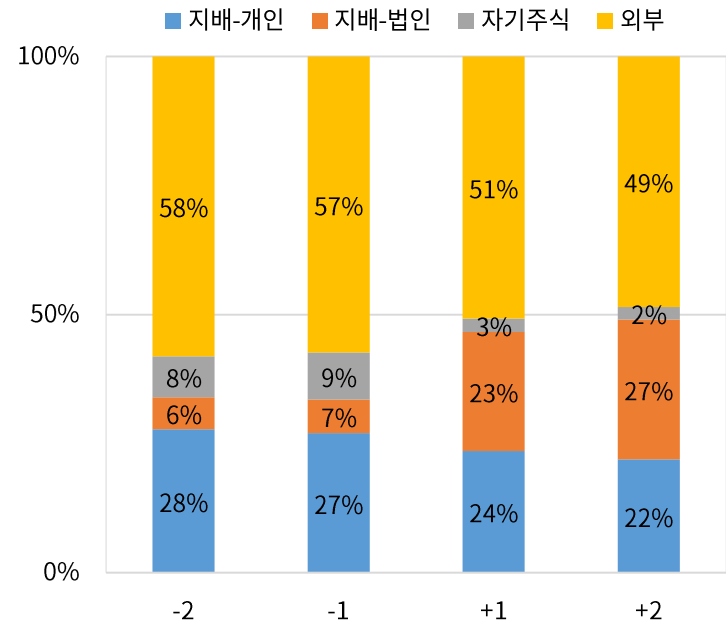
자사주 마법 실증분석(5)

인적분할 전후 시가총액 및 보유비중 변화(존속회사와 신설회사 합산)

시가총액 변화 - 지주전환



시가총액 보유비중 변화 - 지주전환

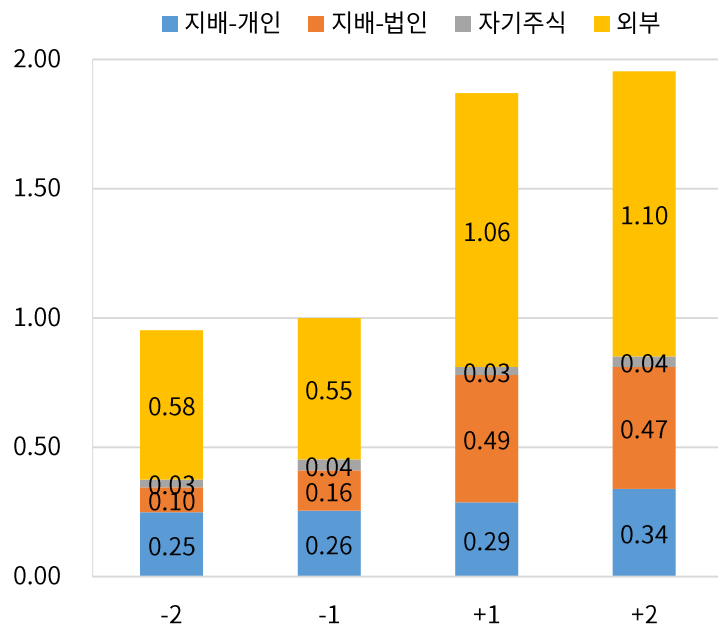


	분할이전(-1y)	분할이후(+2y)	차이
지배주주-개인	27.01%	21.93%	-5.08%***
지배주주-법인	6.55%	27.09%	20.54%***
외부주주	57.36%	48.55%	-8.81%***

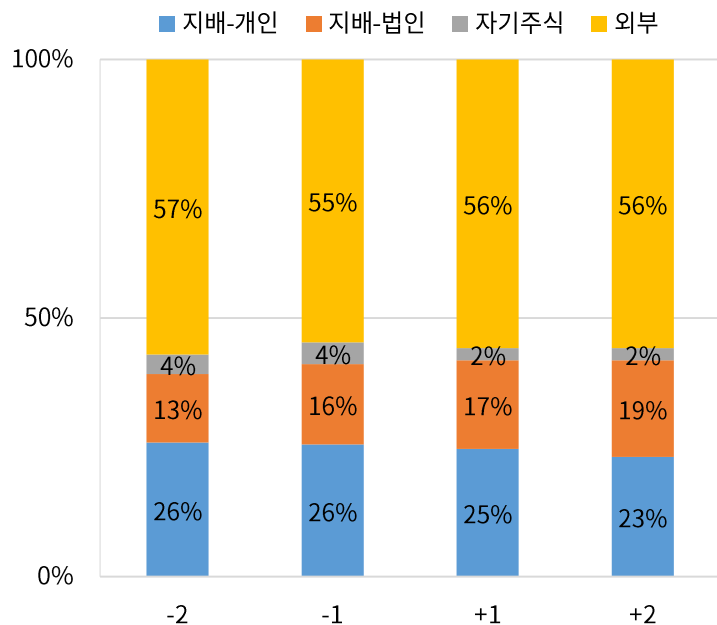
자사주 마법 실증분석(6)

인적분할 전후 시가총액 및 보유비중 변화

시가총액 변화 - 비전환



시가총액 보유비중 변화 - 비전환



	분할이전(-1y)	분할이후(+2y)	차이
지배주주-개인	25.57%	23.16%	-2.41%**
지배주주-법인	15.55%	18.66%	3.11%***
외부주주	54.68%	55.81%	1.13%

자사주 마법에 대한 논의(1)

○ 자사주 마법의 문제

- › 지배주주의 추가적인 출연 없이 지배주주의 지배력 강화, 부의 배분 왜곡
- › 주주환원이나 자기주식의 재무적 활용이 아닌, 지배주주의 자기주식 남용 행위

○ 자사주 마법 관련 법안

- › 김기준 의원, 상법 개정안(2015.2): 자기주식에 대한 분할신주 배정 금지
- › 이종걸 의원, 자본시장법 개정안(2015.6.): 자기주식 의무소각 또는 주주균등배분
- › 박용진 의원, 상법 개정안(2016.7.): 자기주식에 대한 분할신주 배정 금지
- › 제윤경 의원, 공정거래법 개정안(2016.11): 상호출자제한기업집단 소속회사가 지주회사 전환 목적으로 인적분할하는 경우, 자기주식 의무소각
- › 박용진 의원, 공정거래법 개정안(2016.12.): 상호출자제한 기업집단 소속회사가 분할하는 경우, 자기주식에 배정된 분할신주의 의결권 행사 금지
- › 오신환 의원, 상법 개정안(2017.2): 자기주식에 대한 분할신주 배정 금지
- › 박용진 의원, 상법 개정안(2020.6.): 자기주식에 대한 분할신주 배정 금지
- › 이용우 의원, 상장회사법 제정안(2020.8.): 자기주식에 대한 분할신주 배정 금지, 신설회사의 자기주식 승계 금지
- › 이용우 의원, 공정거래법 개정안(2021.12.): 상호출자제한 기업집단 소속회사가 분할하는 경우, 자기주식에 배정된 분할신주의 의결권 행사 금지

자사주 마법에 대한 논의(2)

○ 자기주식에 대한 분할신주 배정의 합리화 논리*

- › 자기주식에 대한 분할신주 배정을 금지하는 규정이 없음
- › 재산권 침해(자기주식의 자산성)
 - 자기주식은 회사가 유상으로 취득한 자산으로, 담보, 자본거래 대가 등으로 활용할 수 있고, 채권자의 강제집행 대상이며, 법인세법상 자기주식 취득 및 처분은 손익거래에 해당
 - 자기주식에 대한 분할신주 배정을 금지하면 회사자산이 증가될 기회를 박탈하는 결과
- › 지주회사 전환 관련
 - 지주회사의 자회사 지분보유 요건(상장회사 30%, 비상장회사 40%)을 충족하기 위해서는 자기주식에 대한 신주 배정이 필요
 - 자기주식에 대한 분할신주 배정을 금지할 경우 지주회사 전환비용을 높여 지주회사 전환을 유도해온 정책과 상충
- › 소유주체 관련
 - 자기주식에 배정된 신주의 소유자는 지배주주가 아닌 존속회사이므로, 지배주주의 지배력 확대와는 무관
- › 법인세법 관련
 - 분할법인 주주의 주식 보유비율에 따라 배정해야 적격분할로 인정되고 세제혜택 부여

* 소관위 검토보고 요약

자사주 마법에 대한 논의(3)

○ 자기주식의 본질

› 자기주식은 자산으로 볼 수 없음

- 회사가 회사를 소유하는 것은 모순, 기업가치가 자기주식 가치에 연동되는 것 또한 모순
- 상법상 의결권이 인정되지 않고, 실무상 이익배당청구권, 잔여재산분배청구권, 신주인수권(유상증자)이 인정되지 않음
- 자기주식 취득을 회사재산 유출로 보고 채권자 보호를 위해 취득재원 규제 적용
- 상법상 자기주식 취득에 의한 자본결손 가능성 인정
- 회계적으로 자기주식 취득 및 처분은 자본거래로 취급(자기자본의 증감)

› 자기주식의 취득은 이익배당, 처분은 소각 후 신주발행과 실질이 동일

- 취득은 이익배당으로 취급하나, 처분은 신주발행으로 취급하지 않는 비일관성이 자산성 논란을 유발
- 독일, 영국, 일본의 경우 자기주식 처분은 신주발행으로 취급

○ 자기주식의 본질을 고려할 때, 자기주식을 미발행주식 혹은 소각된 것으로 간주하여 자기주식에 대해 분할신주를 배정하지 않는 것이 타당

› 자기주식의 자산성을 인정하더라도 지배력 및 부의 배분에 왜곡을 일으키는 행위는 차단 필요