

K-Discount 해소를 위한 일반주주 보호 강화 방안

2022.9.15

자본시장연구원/한국거래소

김우진

서울대학교 경영(전문)대학(원)

지배주주의 목적 함수

$$\alpha(1-k)V + kV = \text{security benefit} + \text{private benefit}$$

V : Undiverted Firm Value

k : Diversion proportion $\in [0, \bar{k}]$

α : Block size $\in [\bar{\alpha}, 1]$

Sometimes modeled as

$$\alpha(V - d) + d$$

d : Diversion amount $\in [0, \bar{d}]$

시가총액 및 주가

$$\text{Total market cap} = (1-k)V = (V-d)$$

$$p \text{ (market price)} = \text{security benefit (per share)} = \left[\frac{1-k}{N} \right] V = \left[\frac{V-d}{N} \right], \quad N: \text{주식수}$$

$$C_b + \pi S_b \quad \text{Kahan (93, JLEO)}$$

$$k(W - B) + nB \quad \text{Bebchuck (94, QJE)}$$

$$[\alpha(1 - \phi_I^\alpha) + d_I(\phi_I^\alpha)]v_I$$

Burkart et al. (00, JF)

$$\alpha(1 - s)RI + sRI - c(k, s)RI$$

La Porta et al. (02, JF)

$$V^{NS} = \alpha(1 - \bar{\phi})v_F + \bar{\phi}v_F$$

Burkart et al. (03, JF)

$$E(U_t) = \alpha(V_t - B_t) + B_t$$

Byun, Kim, Lee, Park (19, FM)

$$(V_1 - B) \times a + B$$

정준혁 (19, 증권법연구)

- k, d 가 클 수록 discount 심화 => 주주간 1/N 원칙 붕괴 => K-discount의 근본원인
- k, d 가 크고 α 가 적을수록 주주환원/배당유인 축소 => 기관/연기금 투자에 영향
- 기업지배구조 개선(의 목표) => k 또는 d 의 축소 => 일반투자자 보호!!!!

Investor Protection and Corporate Valuation

RAFAEL LA PORTA, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES,
ANDREI SHLEIFER, and ROBERT VISHNY*

Country	Anti-director Rights	부채포함 PBR Tobin's q	Country	Anti-director Rights	Tobin's q
Panel A: Medians					
Argentina	4	1.1494			
Austria	2	1.1180	Civil law median	2	1.2022
Belgium	0	1.2226	Australia	4	1.3724
Denmark	2	1.5040	Canada	5	1.7533
Finland	3	1.1018	Hong Kong	5	1.1626
France	3	1.2728	Ireland	4	1.2937
Germany	1	1.1921	Israel	3	1.1669
Greece	2	1.6734	New Zealand	4	1.3344
Italy	1	1.0320	Singapore	4	1.5486
Japan	4	1.3263	United Kingdom	5	1.7165
Korea	2	1.0725	United States	5	3.0815
Mexico	1	1.6388	Common law median	4	1.3724
Netherlands	2	1.7404	Sample median	3	1.2728
Norway	4	1.1443			
Portugal	3	1.0910			
Spain	4	1.1560			
Sweden	3	1.2123			
Switzerland	2	1.3351			
			Panel B: Test of Medians (z-statistic)		
			Civil versus common law	-3.53*	-2.16**

물적분할과 (모회사) 시가 총액

분할 후 모회사, 자회사의 undiverted 가치: $V_p = V'_p + V_s$

분할 후 모회사에 대한 지배주주의 목적함수: $\alpha(1-k_p)V'_p + k_p V'_p$

분할 후 자회사에 대한 지배주주의 목적함수: $\alpha\beta(1-k_s)V_s + k_s V_s$
 β : 모회사의 자회사 지분율

$\Rightarrow \alpha\beta < \alpha$ 이므로 $k_s > k_p$ 가능성....

분할 전 모회사의 시가 총액 = $(1-k_p)V_p = (V_p - d_p)$

분할 후 모회사의 자회사 지분 매각 대금 (fair value) = $(1-\beta)(1-k_s)V_s = (1-\beta)(V_s - d_s)$

분할 후 모회사의 시가 총액(fair value 지분매각대금 포함)

$$= (1-k)V'_p + \beta(1-k_s)V_s + (1-\beta)(1-k_s)V_s = (V'_p - d_p) + \beta(V_s - d_s) + (1-\beta)(V_s - d_s)$$

$$= (1-k)V'_p + (1-k_s)V_s = (V'_p - d_p) + (V_s - d_s) = V_p - d_p - d_s < V_p - d_p < V_p$$

- 자회사에서 신규로 발생하는 **k** 또는 **d**만큼 모회사 가치 하락...
(\leq 자회사 k, d에 대한 모회사 일반주주의 통제 곤란)
- 자회사 지분 저가 매각 (또는 신주 저가 발행)시 모회사 가치 추가 하락...

물적분할과 (모회사) 시가 총액

Panel B: Market reaction to the announcement of the *Ausgliederung* by the purpose of division

AR/CAR	Financing & Investment		Rehabilitation		Holding Company		Improving Efficiency	
	N	mean	N	mean	N	mean	N	mean
AR (Market Adjusted Model, 1 day, %)	168	-1.780***	23	1.668	38	1.984*	380	0.445
AR (CAPM, 1 day, %)	168	-1.903***	23	1.636	38	1.911*	380	0.432
CAR (Market Adjusted Model, 2 days, %)	168	-2.754***	23	1.958	38	1.040	380	0.131
CAR (CAPM, 2 days, %)	168	-2.945***	23	2.122	38	0.954	380	0.142
CAR (Market Adjusted Model, 3 days, %)	168	-3.852***	23	1.720	38	0.252	380	0.086
CAR (CAPM, 3 days, %)	168	-4.020***	23	1.804	38	-0.079	380	0.101

$$\beta < 100\%$$

K-M&A (부분지분인수)와 시가 총액

피인수기업 지배주주의 목적함수: $\alpha(V_t - d_t) + d_t$

인수 후 새로운 지배주주의 목적함수: $\alpha(V_b - d_b) + d_b$

M&A 성립 조건: $\alpha(V_b - d_b) + d_b > \alpha(V_t - d_t) + d_t$

$$\Rightarrow d_b > d_t + \alpha / (1 - \alpha) (V_t - V_b)$$

• 인수 후 k 또는 d 가 충분히 크면 V 가 작더라도 M&A 성립.....

인수 전 시가 총액: $V_t - d_t$

인수 후 시가 총액: $V_b - d_b$

인수 후 시가 총액 하락 조건: $V_b - d_b < V_t - d_t \Rightarrow d_b - d_t > V_b - V_t$

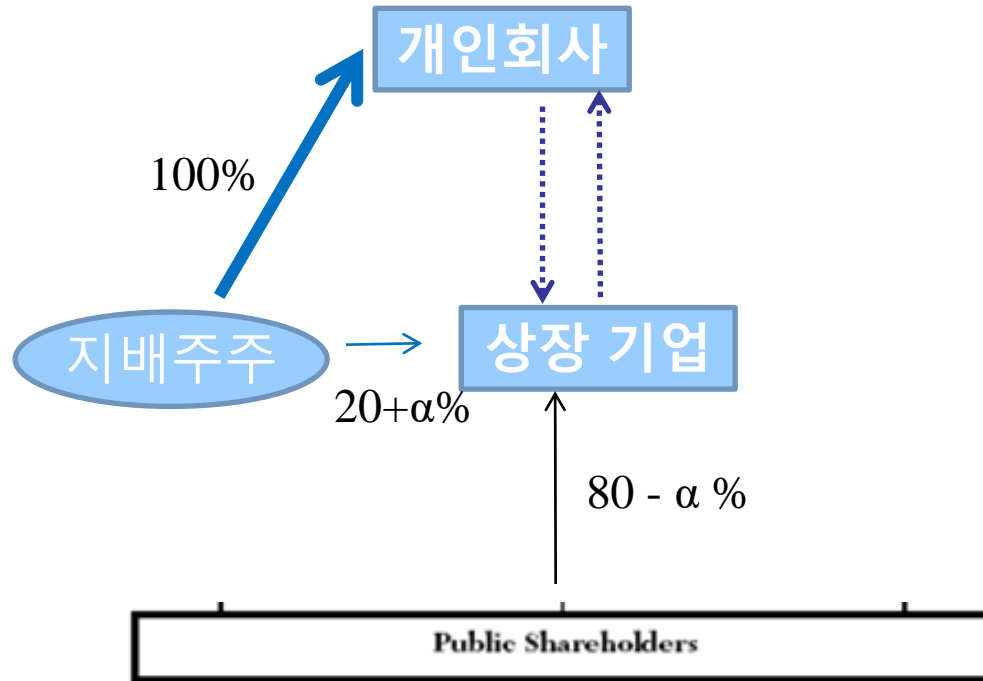
- V 의 증가분 대비 d 의 증가분이 더 크면, 인수(발표) 후 시가 총액 하락...
- 신 지배주주가 상장기업일 경우, 복수상장(물적분할)에 따른 문제도 병존...

Table I. Distribution of the Mode of Acquisition by Geographic Region

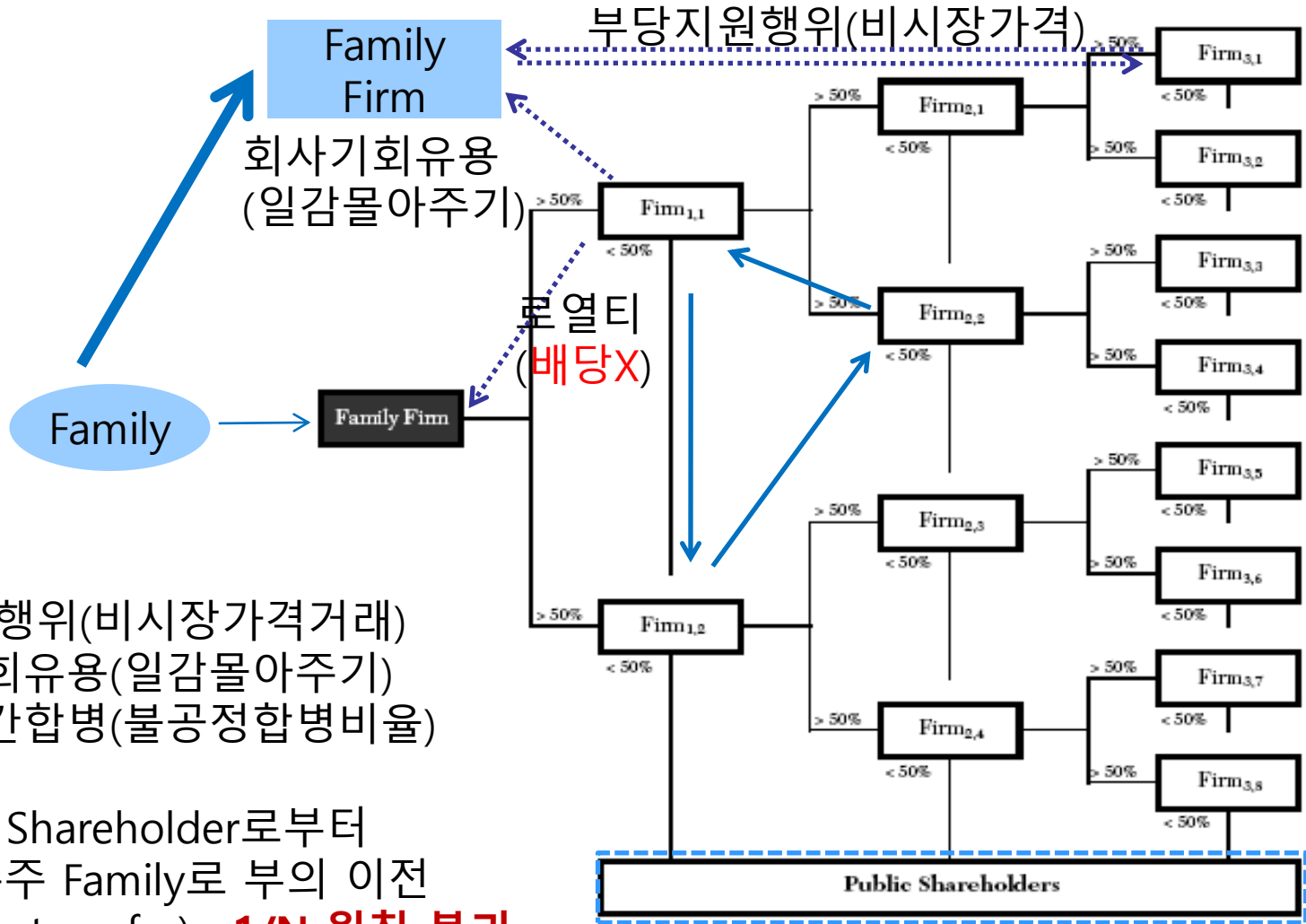
This table presents the distribution of the mode of acquisition across 38 target countries based on the percentage of ownership acquired. Relative proportions of each acquisition type within each country are presented in parentheses. The sample period is from 1990 to 2009.

Region	Nation	Total N	Noncontrol		Quasi Control		Control Acquisition				Quasi Merger		Merger	
			5% to 9.9%		10% to 19.9%		20% to 49.9%		50% to 79.9%		80% to 99.9%		100%	
			N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Asia	Hong Kong	214	38	(17.8)	57	(26.6)	67	(31.3)	22	(10.3)	11	(5.1)	19	(8.9)
	India	222	53	(23.9)	47	(21.2)	35	(15.8)	40	(18.0)	8	(3.6)	39	(17.6)
	Indonesia	63	11	(17.5)	15	(23.8)	18	(28.6)	14	(22.2)	4	(6.3)	1	(1.6)
	Japan	937	212	(22.6)	220	(23.5)	227	(24.2)	90	(9.6)	19	(2.0)	169	(18.0)
	Malaysia	168	20	(11.9)	30	(17.9)	75	(44.6)	20	(11.9)	6	(3.6)	17	(10.1)
	Philippines	55	5	(9.1)	11	(20.0)	20	(36.4)	9	(16.4)	6	(10.9)	4	(7.3)
	Singapore	127	20	(15.7)	25	(19.7)	33	(26.0)	20	(15.7)	9	(7.1)	20	(15.7)
	South Korea	312	88	(28.2)	74	(23.7)	94	(30.1)	18	(5.8)	8	(2.6)	30	(9.6)
	Taiwan	86	14	(16.3)	20	(23.3)	10	(11.6)	4	(4.7)	4	(4.7)	34	(39.5)
	Thailand	136	20	(14.7)	42	(30.9)	46	(33.8)	12	(8.8)	7	(5.1)	9	(6.6)
	Subtotal	2,320	481	(20.7)	541	(23.3)	625	(26.9)	249	(10.7)	82	(3.5)	342	(14.7)
Cont'l Europe	Austria	46	11	(23.9)	8	(17.4)	9	(19.6)	10	(21.7)	3	(6.5)	5	(10.9)
	Belgium	52	12	(23.1)	7	(13.5)	4	(7.7)	8	(15.4)	7	(13.5)	14	(26.9)
	Denmark	59	5	(8.5)	10	(16.9)	12	(20.3)	4	(6.8)	5	(8.5)	23	(39.0)
	Finland	65	8	(12.3)	13	(20.0)	16	(24.6)	9	(13.8)	2	(3.1)	17	(26.2)
	France	381	61	(16.0)	59	(15.5)	49	(12.9)	57	(15.0)	80	(21.0)	75	(19.7)
	Germany	315	53	(16.8)	54	(17.1)	72	(22.9)	52	(16.5)	46	(14.6)	38	(12.1)
	Greece	60	11	(18.3)	9	(15.0)	11	(18.3)	15	(25.0)	2	(3.3)	12	(20.0)
	Ireland-Rep	32	8	(25.0)	6	(18.8)	1	(3.1)	1	(3.1)	1	(3.1)	15	(46.9)
	Israel	89	15	(16.9)	17	(19.1)	19	(21.3)	10	(11.2)	4	(4.5)	24	(27.0)
	Italy	134	40	(29.9)	25	(18.7)	11	(8.2)	24	(17.9)	13	(9.7)	21	(15.7)
	Netherlands	95	19	(20.0)	8	(8.4)	11	(11.6)	3	(3.2)	10	(10.5)	44	(46.3)
	UK	1,134	136	(12.0)	121	(10.7)	95	(8.4)	18	(1.6)	10	(0.9)	754	(66.5)
	US	6,204	297	(4.8)	236	(3.8)	216	(3.5)	125	(2.0)	97	(1.6)	5,233	(84.3)

k 또는 d 생성 과정



k 또는 d 확대 재생산 과정



부당지원행위(비시장가격거래)
 + 회사기회유용(일감몰아주기)
 + 계열사간 합병(불공정합병비율)

⇒ Public Shareholder로부터
 지배주주 Family로 부의 이전
 (wealth transfer) : **1/N 원칙 붕괴...**

Figure 1. A Stylized Control Pyramid

k 또는 d에 영향을 미치는 요인

I. d의 생성: IPO시, 단일 상장사

1. (준)개인회사에 대한 일감 몰아 주기/회사기회 유용
2. (준)개인회사에 대한 부당 지원 (유리한 가격조건 등)
3. 횡령/배임 등 비자금 조성
4. 미공개정보, IPO 허수 청약 등 불공정거래

II. d의 확대 재생산: 복수 상장 / 피라미드형 소유지배구조

1. 상장사 부분 지분 인수 (K-M&A)
2. 물적분할/현물출자 등을 통한 자회사 상장
3. (상장) 계열사간 불공정한 합병 비율

k 또는 d 축소 방안

1. 지배주주 관련 기업과의 내부거래 공시 강화
2. 지배주주와의 이해 충돌 방지 등 상장심사 강화
3. 부분 지분 인수시 잔여 지분에 대한 공개 매수 의무화
4. 물적분할 등 복수 상장시 모회사 주주 보호 강화
5. 계열사간 합병 비율 심사 강화
6. 내부자 매도에 대한 물량 제한
7. IPO시 기관의 허수 청약 관행 개선

1. 지배주주 관련 기업과의 내부거래 공시 강화

- 현재 자본법령상 상장법인 내부거래 현황(대주주, 특수관계인 신용 공여, 일정규모 이상 자산양수도, 영업 거래) 일정 이상 공시 의무화
 - 다만, 신용공여, 자산 양수도 등에는 규모 제한이 없으나, 영업거래의 경우 매출액 5% 이상 등의 경우에만 공시 의무화
 - 매출액 1천억원 이상인 경우, 50억원 미만 거래는 공시 제외
 - 다수의 비상장사를 동원한 ‘쪼개기’ 영업거래로 우회 가능
- => 지배주주 관련 기업 (ultimate beneficiary가 지배주주 일가인 기업) 과의 영업 거래는 ‘규모에 관계 없이’ 전부 공시하도록 관련 제도 개선

2. 지배주주 이해 충돌 방지 등 상장 심사 강화

- 상장 이전부터 상장 예정 계열사에 지배주주 개인회사가 원부자재 납품하는 구조 형성
 - 이의 방지를 위해 현재 상장시 질적 심사요건으로서 '특수관계인과의 거래 등에 있어 경영투명성이 인정될 것'을 요구
 - 다만, 상장 심사시에만 일시적으로 특관자 거래를 축소하여 심사 통과 후, 상장 이후에는 특관자 거래를 재개한다는 지적
- ⇒ 상장 심사시 질적 심사 요건 충족 여부를 매년 정기적으로 재평가하도록 제도 개선
- ⇒ 요건 (개인회사 매각 또는 상장계열사로 내부화) 미 충족 시, 일정 제재 부과

3. 부분 지분 인수시 의무 공개 매수

- 국내 M&A는 부분 지분 인수 형태가 일반적이거나, 이 방식에는 피인수기업에 대한 주주보호절차가 전무
 - 주총 승인 없고(구주 only의 경우 이사회도 없음)
 - 반대주주의 주식매수청구권 없음
- 상장기업에 의한 타 상장기업 부분 지분 인수 => 복수 상장
- 피인수기업 지배주주에게만 고가의 프리미엄 지급시 주가는 오히려 하락 가능성
 - 미국은 피인수기업 지분 100%인수=> 프리미엄만큼 주가 상승

⇒ 일반 주주 보호 차원에서는 영국식 의무공개매수 (30% 이상 인수시, 프리미엄 포함)가 바람직하나

⇒ 현실적으로 국내 M&A 시장에 미치는 영향을 고려, 최소한 시가에 주식매수청구권을 인정하는 방안 도입 필요

4. 물적 분할 등 복수 상장시 모회사 주주 보호 강화

- 물적 분할 후 자회사 상장시 모회사 주가 하락으로 인한 모회사 주주가치 훼손 사례 발생
- 모회사 주주 보호를 위해, 물적 분할 반대 주주에 대한 주식 매수 청구권 도입 방안 기 발표 (금융위, 2022.9.4)
- 다만, 자회사 설립 및 상장을 통한 복수 상장은 물적 분할에 국한되지 않고, 현물출자를 통한 자회사 설립으로도 가능

⇒ 현물출자를 통한 우회 차단 방안 마련 필요

⇒ 법적 형태를 불문하고 일부 사업부를 분할하여 추후 별도 상장시 모회사 주주 보호 장치 확인 후 상장 허용 등

5. 계열사간 합병 비율 심사 강화

- 현재 상장 기업의 합병시 기준 주가는 일정한 공식에 의해 기계적으로 도출
 - (전일 종가, 1주간 종가 평균, 1개월간 종가 평균)의 평균 등
- 한편, 국내에서는 발생하는 ‘합병’은 arm’s length 거래는 거의 전무하고, 대부분이 계열사간에 발생
- 지배주주 입장에서는 본인 지분이 많은 계열사 주가가 상대적으로 높고, 지분이 적은 계열사 주가가 상대적으로 낮은 시점에 합병을 발표할 가능성
 - 개정 공정거래법에서는 금융보험사의 의결권 제한 예외 사유 (의결권 허용 사유)에서 ‘계열사간 합병’은 제외

⇒ 계열사간 합병시 공식 충족 여부 이외에 일반주주 이익 침해 여부를 종합적으로 검토하여 승인하는 절차 마련 필요

투자자는 지배주주가 이번 여름에 할 일을 알고 있다:

박 경 서 (고려대학교 교수)

정 찬 식 (동아대학교 부교수)**

김 선 민 (한국기업지배구조원 선임연구원)

계열사 간 합병과 주주 간 이해상충문제*

〈표 3〉 지배주주 지분율이 높은 기업과 낮은 기업간 누적초과수익률의 차이

계열합병에서 지배주주 지분율이 높은 기업과 낮은 기업의 누적초과수익률 및 그 차이의 평균과 중앙값을 나타내고 있다. 이 때 사건연구 모형으로서 일별(daily) Fama-French 3-factor model을 사용하였다. 평균 차이의 경우 t-검정이며, 중앙값 차이의 경우 Wilcoxon z-검정이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다. 변수에 대한 정의 및 설명은 〈표 1〉 참조.

	지배주주 지분율이 평균 이상인 높은 기업			지배주주 지분율이 평균 미만 기업			차이	
	표본수	평균	중앙값	표본수	평균	중앙값	평균	중앙값
BHAR(-1, 1)	78	0.032**	0.010	78	0.029**	0.021	0.003	-0.011
BHAR(-30, -1)	78	0.110***	0.060***	78	0.027	0.007	0.083***	0.053**
BHAR(-60, -1)	78	0.134***	0.104***	78	0.029	0.015	0.105***	0.089***
BHAR(-90, -1)	78	0.170***	0.142***	78	0.016	-0.027	0.154***	0.169***
BHAR(-120, -1)	78	0.113**	0.049**	78	0.065*	0.051	0.048	-0.002
BHAR(-150, -1)	78	0.119**	0.087*	78	0.038	0.044	0.081	0.043
BHAR(-180, -1)	78	0.121**	0.057**	78	0.027	0.012	0.094	0.045

6. 내부자 매도에 대한 물량 제한

- 정보 우위에 있는 내부자의 장내 매도(시간외 포함)는 스톡옵션 행사에 국한되는 것은 아니고, 테마주를 포함한 일반적인 내부자 매도에 대한 절차적 통제 차원에서 접근 필요
 - (예) 테마주 고점에 대주주 전량 매도시 법적 통제 장치 없음

- 최근 금융위 발표안(2022.9.13)은 내부자의 주식 매매계획을 사전 공시하도록 함으로써 주주간 정보 비대칭을 크게 완화
 - 다만, 공시 대상이 주식수 1% 이상, 거래금액 50억원 이상으로 제한

⇒ 제도 도입 후 사후 공시(1천주, 1천만원) 대비 사전 공시가 미흡할 경우, 기준 강화 여부 검토 필요

⇒ 필요시, 미국 SEC 규정 144를 참조하여, 내부자 매도 물량 자체에 제한을 가하는 방안도 병행 검토

- 지배권과 관련된 주식 (control securities)의 장내 매도는 3개월간 (1) 발행 주식 총수의 1% 또는 (2) 직전 4주간 평균 주간 거래량 중 큰 경우로 제한

7. IPO시 기관의 허수 청약 관행 개선

- 공모주 청약시 예치 증거금에 비례하여 청약할 수 있는 개인 투자자와 달리, 기관은 자금 조달 능력과 무관하게 (hot) IPO 수요 예측시 과도한 물량을 제시하는 관행
 - 이에 따라 수요 예측 경쟁률이 상승하고 공모가가 밴드 상단에서 결정되는 비중도 높아지는 경향
 - 본질가치를 상회하는 공모가 결정은 추후 주가 하락으로 이어질 수 있으며, 이러한 현상이 반복되는 경우, 투자자 신뢰 저하로 K-discount 에 악영향
- ⇒ 기관에 대한 수요 예측 제도가 본연의 기능인 가격 발견 기능을 회복할 수 있도록 허수성 청약 방지를 위한 제도 개선 필요

결론

- ESG에서 G(governance)의 궁극적 목표는 일반 투자자 보호
- 지배주주와 일반주주간 이해 상충에 따른 주주간 부의 이전 및 1/N 원칙 붕괴가 K-discount의 근본 원인
- 지배주주 개인회사에 대한 일감 몰아주기, 부당지원 등은 본질 상 공정거래법의 규제 영역이라기 보다는 상장 기업 일반 주주의 이익을 침해하는 자본시장의 문제로 보는 것이 적절
 - G20/ OECD 에서도 특수관계인간 내부거래 (related party transaction)의 핵심 문제를 경제력 집중이 아닌 주주간 이해 상충의 관점에서 이해
- 일본에서는 2009년부터 복수 상장 자회사의 완전자회사화를 통해 모자회사 주주간 이해 상충을 해소하고 있는 반면, 국내는 아직도 복수 상장을 당연시하는 인식...

결론

- 중장기적으로 지배주주와 일반주주간 이해가 충돌하는 거래 (분할/합병/대규모 자산 양수도 등 조직개편, 신주발행 등 자본 거래, 일감몰아주기 등 영업거래)시

- 사전적으로는
 - (1) 소수 주주의 과반결의 (majority of minority) 또는
 - (2) 특수관계인의 의결권 제한을 검토하고,

- 사후적으로는
 - (1) Discovery, 충실의무 위반시 입증책임 전환 등 민사구제 강화
 - (2) 반환된 부당이득금은 disgorgement fund 에 편입하여 피해를 입은 투자자에게 반환하는 방안 등 검토 필요