

주식시장을 활용한 기업분할제도

1999. 3

연구위원 김 형 태
연구원 박 용 서

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

IMF 관리체제를 맞이하면서, 국내 기업구조가 유연하지 못하고 위기에 취약하다는 비판을 받고 있다. 이는 과거 국내 기업들이 대체로 외형위주의 성장과 시너지 효과에 주력한 다각화 중심의 성장전략을 취해왔기도 하지만, 다른 한편으로는 기업이 자신의 특성 및 사업영역에 맞게 각기 다양한 기업조직형태 및 경영전략을 선택할 수 있도록 하는 제도적 뒷받침이 부족했기 때문이기도 하다. 이러한 요청에 따라 작년 말에 기업분할제도에 관한 규정이 상법상 신설되었고, 이로써 기업분할이 M&A와 대비되는 유력한 구조조정 수단의 하나로 대두되었다.

기업분할에는 그 목적 및 기업의 제반 환경여건에 따라 활용가능한 다양한 방법들이 존재하는데, 연구결과에 따르면 일반적으로 다음과 같은 유효성을 갖고 있다. 우선 모기업 및 분할기업 모두 각자의 핵심사업이 명확해짐으로써 경영자원의 집중이 가능하고, 기업성과의 측정이 보다 투명해짐으로써 경영진과 종업원에게 효과적인 인센티브 시스템을 적용할 수 있으며, 또한 기업지배구조의 효율성도 높일 수 있다. 특히 주식시장을 통해 기업분할제도를 활용할 경우 위와 같은 장점들이 보다 강화될 뿐 아니라 주식시장을 통한 자금조달도 가능해진다.

국내의 경우 제조업 중심이기는 하지만, 삼성물산·현대전자·LG산전 등 여러 회사들이 분사화를 통해 기업분할을 실행했으며, 또 다른 다수의 기업들도 기업분할을 추진하기 위한 준비작업을 하는 것으로 알려졌다. 그런데 기업분할의 수준이 아직 초보적일 뿐 아니라, 종종 개념 및 용어사용상에도 혼동이 있음을 발견할 수 있다. 이는 기업분할의 추진과정에서 의사결정상의 혼선을 초래할 소지가 있다.

본 조사보고서는 여러 가지 기업분할 방법들을 주주의 입장 및 주식시장의 활용정도를 기준으로 하여 분류한 후, 각각에 대해 명확한 개념정의를 시도하였다. 또한 사업부주식(Target Stock), 자회사상장

(Equity Carve-out), 배당형 분할(Spin-off), 주식상환형 분할(Split-off), 모회사청산형 분할(Split-up) 등 주식시장을 통한 기업분할의 의의와 활용방안을 검토함으로써 기업분할의 활용폭을 넓히고자 하였다. 그리고 공정거래법의 개정으로 지주회사제도가 부분 해금됨에 따라, 지주회사와 기업분할을 연계하여 활용하는 방안에 대해, 특히 금융지주회사를 중심으로 서술하고 있다.

마지막으로, 결론을 대신하는 본 보고서의 핵심적인 부분은 증권회사의 기업분할제도 활용방안에 대한 고찰이다. 외국의 사례를 들지 않더라도, 이제 국내증권산업에서도 시장의 틈새 및 전문화된 분야를 개척함으로써 생존전략을 찾고자 하는 증권회사들의 출현이 필요한 시기이다. 이러한 시도에 기여하기 위해 본 보고서는 증권회사 지점의 분할방안, 온라인증권회사의 설립, 타 금융기관과의 전략적 제휴를 통한 합작분할기업의 설립, 후선업무(back-office operations)의 외부화 방안 등에 대한 정책적 시사점 도출을 목적으로 연구를 진행하였다.

본 보고서는 조사보고서로서의 성격상 사안별로 좀더 깊이 있는 연구를 필요로 하는 부분이 있긴 하지만, 중요한 이슈들에 대한 분석과 시사점 도출에 노력한 모습이 돋보인다. 여기서 제시된 분석결과들이 검증되고 활용됨으로써 우리나라 증권산업의 발전에 보탬이 되었으면 하는 바램이다.

끝으로 본 보고서는 김형태 박사, 박용서 연구원의 노고를 통해 작성되었다. 또한 김경애 연구조원도 자료 및 원고정리에 많은 도움을 주었다. 이에 감사의 뜻을 전한다. 그리고 본 보고서에서 제시된 내용과 의견은 전적으로 연구진의 개인의견이며 본 연구원의 공식견해는 아님을 밝힌다.

1999년 3월
한국증권연구원
원 장 최 운 열

목 차

I. 기업분할제도의 의의	3
1. 기업분할의 의의	3
2. 증권시장과 기업분할	4
3. 기업분할의 유용성	5
II. 기업분할제도의 특징 및 활용방법	11
1. 기업분할의 분류기준과 종류	11
2. 기업분할의 종류별 특징	20
III. 주식시장을 활용한 기업분할의 경제적 효과	43
1. 기업분할의 이론적 근거	43
2. 기업분할방법의 선택기준	47
IV. 지주회사제도를 활용한 기업분할	63
1. 지주회사제도의 개요	63
2. 지주회사 허용요건	65
3. 지주회사제도와 기업분할	67

V. 기업분할관련제도	73
1. 미국의 제도	73
2. 일본의 제도	77
3. 우리나라의 제도	82
VI. 증권회사의 기업분할제도 활용전략	93
1. 증권회사 경영환경변화와 기업분할의 활용	93
2. 증권회사 지점의 분할가능성 검토	97
3. 기업분할을 통한 온라인 증권회사의 설립	101
4. 기업분할과 전략적 제휴	108
5. 후선업무의 아웃소싱 활용	109
참고문헌	119

표 목 차

<표 I-1> 구조조정의 차원과 방법	3
<표 II-1> 분할주체에 따른 분할방법 비교	15
<표 II-2> 각국의 주식상장요건 비교	32
<표 II-3> 전략적 가치별 업무의 수행형태	39
<표 III-1> 자회사상장, 배당형 분할의 공시효과	48
<표 III-2> 주식시장을 이용한 자산리스트럭처링 - 기업가치가 증대한 이유	49
<표 III-3> 분할 후 기업조직형태의 비교	53
<표 V-1> 일본의 자회사 상장규정	78
<표 V-2> 분사화와 관련하여 필요한 제도개선사항(일본)	81
<표 VI-1> 국내 증권회사의 지점현황 분석	98

그림 목 차

<그림 II-1> 분할기업의 독립성 정도에 따른 분류	12
<그림 II-2> 사업구조조정 방법의 구분	13
<그림 II-3> MBO의 메카니즘	17
<그림 II-4> 각 기업분할제도의 특징과 자리매김	20

<그림 II-5> 사업부주식(Target Stock)	27
<그림 II-6> 자회사상장(Equity Carve-out)	30
<그림 II-7> 배당형 분할(Spin-off)	33
<그림 II-8> 주식상환형 분할(Split-off)	36
<그림 II-9> 모회사청산형 분할(Split-up)	37
<그림 IV-1> 계열사 출자를 통한 지주회사설립	67
<그림 IV-2> 분사화를 통한 지주회사로의 전환	68
<그림 IV-3> 분사화를 통한 부채상환	69
<그림 IV-4> 지주회사를 통한 소유관계의 단순화	69
<그림 VI-1> 블랙먼데이 전후 후선업무의 운영형태 변화	110
<그림 VI-2> 업무의 라이프사이클과 아웃소싱의 효과	115

1. 기업분할제도의 의의

1. 기업분할의 의의
2. 증권시장과 기업분할
3. 기업분할의 유용성

I. 기업분할제도의 의의

1. 기업분할의 의의

- 기업분할이란, 기업의 일부분을 분리시켜 신설의 별개회사로 이전하는 자산차원의 구조조정을 의미함¹⁾
 - M&A가 기업의 자산규모를 확장하는 방향의 구조조정인데 반해 기업분할은 기업의 규모를 축소하는 방향의 구조조정 방법임
 - 구조조정수단 중 기업분할의 위치는 다음의 <표 I-1>과 같음

<표 I-1> 구조조정의 차원과 방법

자산 차원			재무 차원			
자산확대	자산축소	자산교환	부채차원	주식차원	부채+주식	증권설계
M&A 합작투자 영업 양·수도	분리매각 분리설립 분리공개	사업교환	부채탕감 부채회수 증권화 장·단기 부채 교환	유상증자 전환사채	대출금출자 전환 청구권교환	재무적 곤경하의 증권설계

- 기업분할 이후, 분할기업의 모기업에 대한 의존성 정도는 기업분할의 목적과 분할방법에 따라 상이함

1) 구조조정의 차원과 방법 그리고 구조조정 관련기구에 관한 구체적 연구로는 다음을 참조바람. 김형태·박용서, 『한국의 구조조조정 관련기구 : 그 기능과 연계성』, 한국증권연구원 연구보고서 98-08, 1998.10

4 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 모기업에 대한 의존도가 높은 경우를 **종속형 기업분할**²⁾, 의존도가 낮은 경우를 **독립형 기업분할**이라 부름

— 분할되기 전의 기업을 피분할회사, 분할되어 떨어져 나간 별개의 회사를 분할회사라 부름(이하에서는 모회사란 용어를 피분할회사와 동일한 의미로 사용하도록 함)

○ 기업구조조정과 기업분할

- 우리나라의 경우에는 기업분할제도가 새로이 상법에 도입
- 규모의 경제효과를 거둘 수 있는 규모 이상으로 지나치게 대규모화되어 있거나, 범위의 경제를 거둘 수 있는 범위 이상으로 지나치게 다각화되어 있는 기업의 구조조정 수단으로 적합함

○ 기업분할과 지주회사제도

- 기업분할제도와 밀접한 관계에 있으며 기업분할제도의 활성화를 위한 하나의 전제조건이 되는 것이 지주회사제도임
- 기업분할의 활성화를 위해 지주회사를 통한 기업분할도 함께 검토함

2. 증권시장과 기업분할

○ 증권시장을 활용한 기업분할

- 기업분할을 수행함에 있어서 어떠한 방식으로 자금을 조달하느냐에 따라 주식시장을 활용한 기업분할(equity-based restructuring)과 부채시장을 활용한 기업분할(debt-based restructuring)로 구분

2) 분사화 또는 물적분할이라고도 함

됨

- 주식시장을 활용한 기업분할제도로는 자회사상장(Equity Carve-out), 배당형 분할(Spin-off), 주식상환형 분할(Split-off), 모회사청산형 분할(Split-up), 사업부주식(Target Stock) 등이 대표적인 방법임
- 활용한 기업분할의 대표적인 예로는, 고수익채권(정크본드)을 주로 이용하는 LBO(Leverage Buy-out)와 LCO(Leverage Cash-out)를 들 수 있음

○ 이 보고서에서는 증권시장을 활용한 기업분할제도 중, 주식시장을 활용한 기업분할제도를 중점적으로 다루고자 함³⁾

3. 기업분할의 유용성⁴⁾

○ 기업지배구조(Corporate Governance)의 효율성 증대

- 여러 가지 사업을 수행하는 모기업에 비하여 특정한 사업에 특화된 분할회사의 경우에는 정보의 양과 질이 증대되기 때문에 투자자의 입장에서 기업가치의 평가가 용이함
 - 투자분석가들이 기업가치를 분석하기 용이하기 때문에 주식시장에서 보다 많은 주목을 받을 수 있음
- 주주의 감시기능 강화
- 독립된 분할회사는 모기업이 아닌 시장의 평가를 직접 받음

3) 부채시장을 활용한 기업분할이나 고수익채권(정크본드)에 대한 구체적인 연구로는 다음을 참조 바람. 김형태·박용서, “고수익채권(정크본드)에 관한 연구,” Working Paper, 한국증권연구원, 1999.2

4) 주로 독립형 기업분할을 전제로 함

6 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 구조조정의 원활화

- 다각화된 모기업 전체 보다는 특정부분에 전문화된 분할기업이 인수나 투자의 표적이 될 가능성이 높음
- 또한 분리사업에 관해서는 시장에서 객관적인 가치의 부여가 용이하기 때문에 매수·합병의 성사 가능성이 높음

○ 스톡옵션을 비롯한 경영자 인센티브제도의 효율성 증대

- 스톡옵션제도의 성공적 운영을 위한 전제조건중의 하나는 주가가 경영자의 성과를 나타내는 정확한 지표이어야 한다는 것임
- 분할회사의 경우에는 특정한 한가지 분야에 특화된 기업이기 때문에 성과와 주가와와의 관계가 보다 명확하고 경영자의 능력이 보다 정확히 주가에 반영됨

○ 사업의 전문화

- 모회사 및 분리대상사업 모두 각각의 핵심사업에 경영자원을 집중할 수 있기 때문에 사업의 전문화 촉진
- 모회사의 관점에서는 비핵심사업과 채산성이 낮은 사업을 정리함으로써 조달된 자금을 본업에 집중투자할 수 있음
- 분할회사의 경우도 독립성 정도에 따라 다르기는 하지만, 모회사와의 이해상충에서 어느 정도 자유롭게 됨
 - 이로 인해 환경변화에 신속히 대응할 수 있게 되고, 모회사의 본업과는 별도의 경영스타일과 고용형태를 추구할 수 있어 의사결정의 신속성을 기할 수 있음
 - 이는 중장기적으로 기업가치의 상승으로 연결됨

○ 독과점규제의 회피

- 합병으로 의해 특정 사업부문의 시장점유율이 과다해질 경우, 합병이행을 위해 그 부문을 분리할 필요가 있을 수 있음
- 그러나 종속형 기업분할의 경우 주식보유관계가 유지되므로 기업결합규제를 완전히 회피할 수는 없음
 - 단, 공정거래위원회에서는 기업구조조정을 위해 기업분할을 촉진할 필요성을 인지하고 종속형 기업분할에 대해 엄격한 법적용은 하지 않는다는 방침을 밝힘

II. 기업분할제도의 특징 및 활용방법

1. 기업분할의 분류기준과 종류
2. 기업분할의 종류별 특징

II. 기업분할제도의 특징 및 활용방법

1. 기업분할의 분류기준과 종류

가. 분할기업의 독립성 정도에 따른 분류

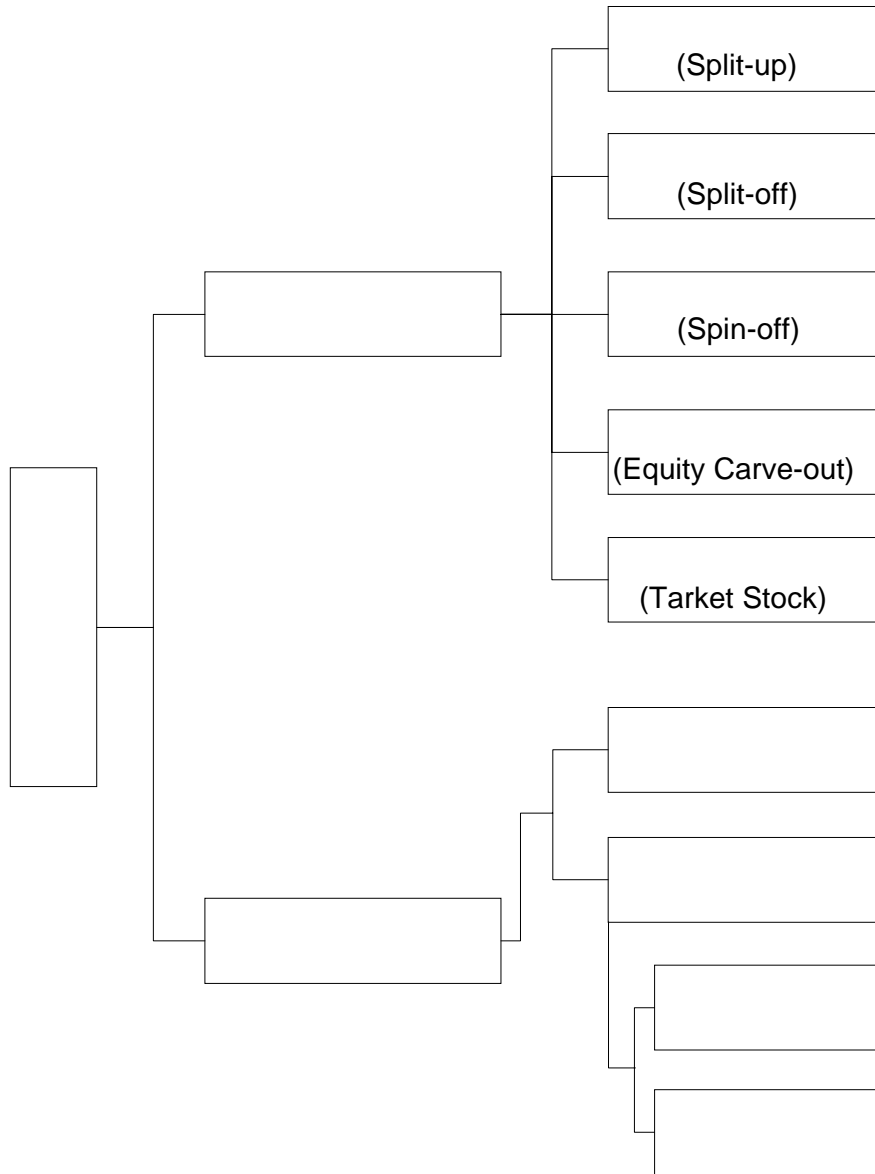
○ 종속형 기업분할과 독립형 기업분할

- 종속형 기업분할이란, 특정 사업 부분이 분리된 이후에도 계속 사내에 존속하거나(사내분할), 계열기업화 되더라도 모기업이 100% 지분을 보유하고 있는 경우(사외분할)를 의미
 - 종속형 기업분할의 경우에는 모회사의 주주들이 분할기업의 주식을 취득함이 없음
 - 사내분할과 사외분할을 포함하는 종속형 기업분할은 보통 실무적으로 분사화(分社化)⁵⁾란 용어로 사용됨
- 독립형 기업분할이란, 분할회사의 주식을 피분할회사(또는 모회사)의 주주가 취득하게 되는 방식의 기업분할임
 - 기업분할 후 피분할회사의 분할회사 주식보유비율 정도 즉 분할회사의 독립성 정도에 따라 사업부주식(Target Stock), 자회사상장(Equity Carve-out), 배당형 분할(Spin-off), 주식상환형 분할(Split-off), 모회사청산형 분할(Split-up) 등으로 구분됨

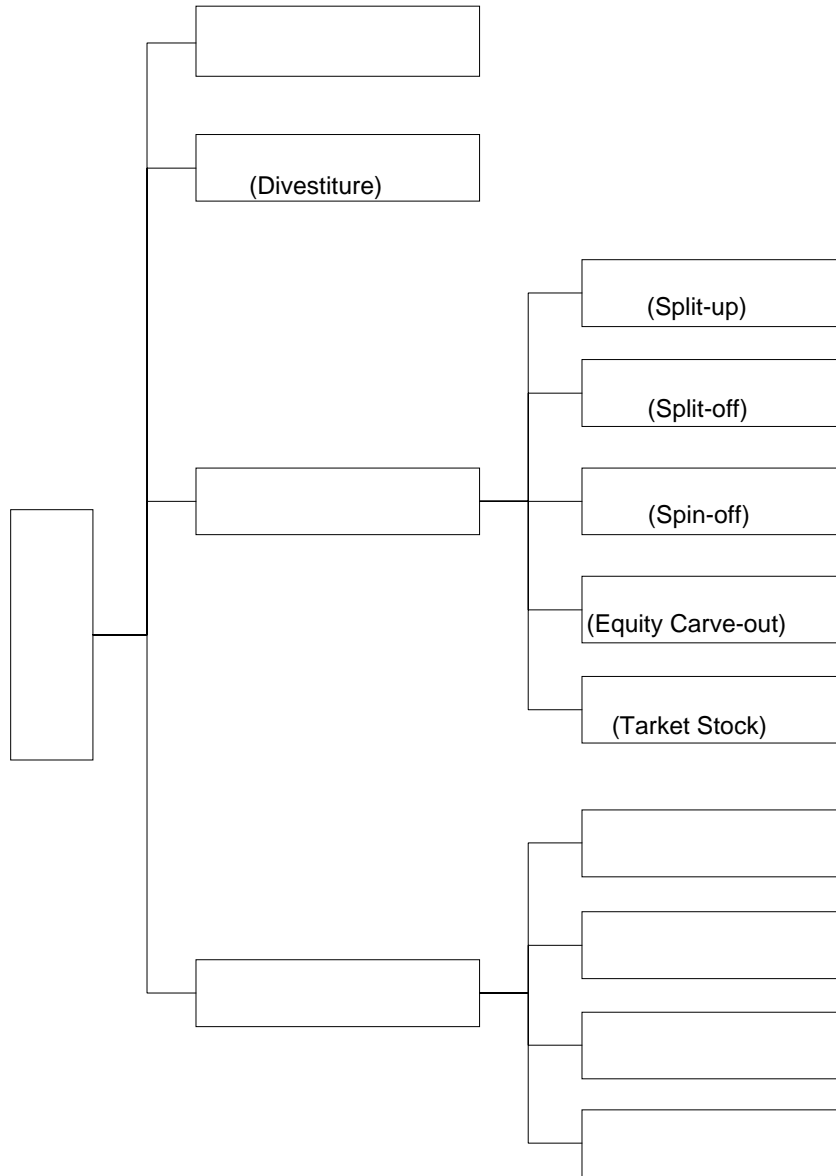
5) 사내분사와 사외분사로 나뉨

12 주식시장을 활용한 기업분할제도

<그림 II-1> 분할기업의 독립성 정도에 따른 분류



<그림 II-2> 사업구조조정 방법의 구분



14 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 분사화와 독립형 기업분할의 비교

- 종속형 기업분할 중 사외분사의 경우에는 분할회사의 주식을 분할 후에도 존속하는 피분할회사가 보유하고 분할회사는 피분할회사의 자회사가 됨
 - 분사화의 과정은 자회사의 설립, 자회사로의 영업부문의 이전이란 2가지 요소로 구성됨
 - 광의의 의미로는 영업의 이전을 수반하지 않는 단순한 자회사 설립에 의한 신규사업 개시, 기존 자회사에 대한 영업부문의 이전도 분사화에 포함됨
 - 주주의 분할이 수반되지 않는 재산상의 분할로 물적분할이라고도 불림
- 독립형 기업분할은 분사화의 요소에 분할회사 주식을 피분할회사 주주에게 교부하는 요소가 추가됨
 - 물적분할에 대비하여 인적분할이라고 불림

나. 분할주체에 따른 분류

○ 분할회사를 누가 인수하느냐에 따른 구분

- 개념적으로는 현 경영진이 매수를 주도하는 MBO(Management Buy-Out), 종업원이 매수를 주도하는 EBO(Employment Buy-Out), 현 경영진이 아닌 기업외부 경영진이 매수를 주도하는 MBI(Management Buy-In), 투자자가 매수를 주도하는 IBO(Investor Buy-Out) 등으로 구분됨(<표 II-2> 참조)
- 실제적으로는 한가지 방식보다는 다수의 방법이 복합적으로 결합되어 활용되는 경우가 많음
 - MBI의 변형태(變形態)인 BIMBO(Buy-In Management Buy-

Out) 등

- 모회사의 입장에서는 주식시장을 활용하여 기업을 분할하지만, 분할기업에 대한 투자자는 필요한 자금을 주로 LBO(Leveraged Buy-Out)를 통해 조달함

<표 II-1> 분할주체에 따른 분할방법 비교

구분	현경영진이 매수주도	종업원이 매수주도	인수단이 매수주도	부채에 의한 자금조달	외부경영자 초빙
MBO	○	×	×	○	×
EBO	×	○	×	○	×
MBI	○	△	×	○	○
IBO	×	×	○	○	△

1) MBO

○의의

- MBO란 사업구조조정을 통해 매각하는 사업부나 계열사를 매각대상 사업부와 계열사의 현 경영진이 중심이 되어 인수하는 기업분할방식을 의미함
- 인수단에는 현 경영진을 중심으로 하여 투자은행, 벤처캐피탈 등이 참여함
 - 투자은행이나 벤처캐피탈은 대출이나 지분매입의 형태로 투자하나 주로 부채의 비중이 높고, 경영자는 대출자금을 이용하여 필요한 지분을 확보함

16 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 미국의 경우를 예로 들면, 은행이나 벤처캐피탈로부터 조달한 부채는 이자율이 높기 때문에 이를 상환하기 위해 고수익채권(정크본드)을 발행하는 경우가 많음
- 인수 후 사업·자산의 분할 또는 매각에 의한 프리미엄 회수보다는 경영의 안정성과 독립성을 확보하는 것이 목적임
 - 단, 자금조달이 주로 부채에 의해 이루어지기 때문에 인수 후 부채를 줄이기 위한 경영합리화나 사업재편이 필요함
- MBO는 일반적으로 피인수회사의 자산을 담보로 채권을 발행하여 자금을 조달하는 차입매수(LBO) 방식으로 행해짐

○ MBO의 확산 이유⁶⁾

- 현 경영진 입장에서는 사업운영의 자율성을 보장받음과 함께 기업에 대한 지분을 확보할 수 있어서 인센티브효과 증대
- 현 소유주 입장에서는 사업포트폴리오상 전략적 중요성이 작은 사업부문 정리하고 이 자금을 활용하여 특정 사업에 집중투자 가능함
- 투자자의 입장에서는, MBO의 인센티브효과에 의해 경영진이 기업경영에 몰두할 유인이 증대되므로 주가상승 등의 이익기대 가능

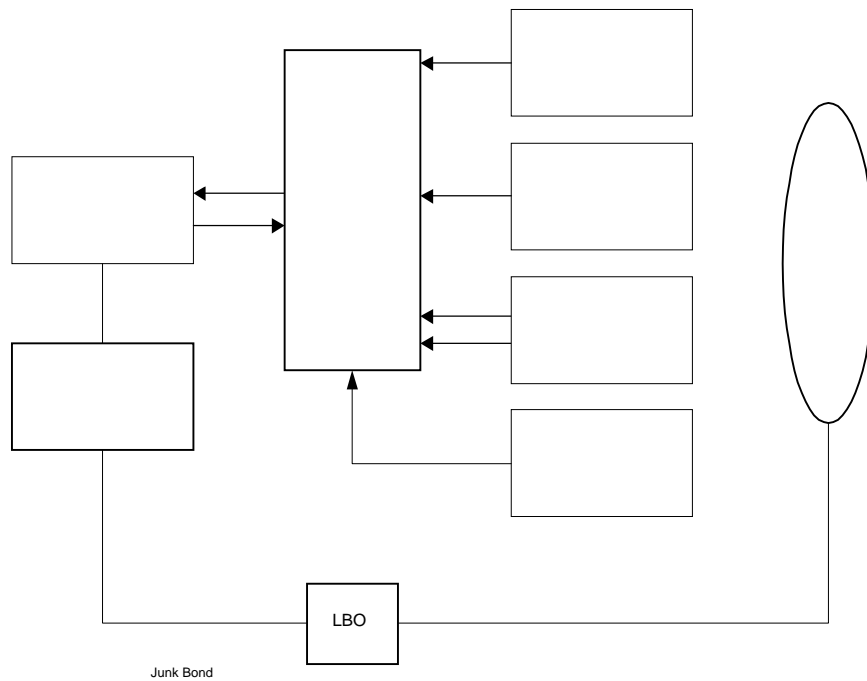
○ 국내 MBO의 특징

- 주로 5대 기업이 한계사업 정리를 목적으로 수행하고 있으며 아웃소싱 성격을 띠는 사업에서 많이 발생함

6) 박상수·이원흡, “사업구조조정의 Win-Win 전략(II),” 『주간경제』 459호, LG경제연구원, 1998. 3. 25.

- 소규모이고 따라서 고용효과가 미미함
- 자금조달의 대부분이 임직원의 출자에 의해 이루어짐
- EBO를 포함하는 형태로 진행됨

<그림 II-3> MBO의 메카니즘



2) EBO

- 대체로 종업원지주제(ESOP : Employee Stock Ownership Plan)를 통해 기업을 전직원에게 매각하는 방식의 비중이 증대되고 있음
 - LBO 중에서 차지하는 비중이 점차 증가하고 있음

18 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 제3의 기관을 통해 자금을 조달하는 LBO에 비해 유리한 점

- 직원들의 동기유발효과가 강함
- 미국, 영국 등 다수의 국가에서 ESOP거래에 대해 세제혜택이 주어짐
- 구조조정시 직원들의 희생을 무리없이 이끌어내기 위한 수단으로 이용될 수 있음

3) MBI

○ 의의

- 인수대상 기업의 외부에 있는 경영진에 의한 기업인수를 일컫음
- 외부경영진의 경우 해당 사업에 대해 현 경영진보다 전문지식과 경험이 떨어지는 것이 일반적이므로 MBO에 비해 위험도가 높음
 - 기업인수 후 현 경영진은 대개 외부의 전문경영인으로 대체됨
- 외국의 경우 MBI의 대상기업은 500만~1억 달러 규모의 비공개 회사가 대부분임

○ BIMBO⁷⁾

- '90년대 들어 출현한 MBI의 변형된 형태로서, 인수대상 기업 외부의 경영진과 인수대상 기업의 현 경영진이 함께 기업을 인수하는 형태
- BIMBO의 장점
 - 기존 기업의 경영진들이 지분참여 등의 방법으로 기업인수에 함께 참여함으로써 신뢰성 있는 경영정보와 경험에 기반하여

7) 3i Group, "Buying a Business : Management Buy-in," <http://www.3i.com/buying/bimbo.htm>

사업을 운영할 수 있음

- 인수 후, 경영진 물색 등 경영정상화까지 소요되는 시간 및 자원을 줄일 수 있음
- 현 경영진의 지분참여는 이들의 성취동기를 자극함

4) IBO⁸⁾

○ 의의

- IBO란 투자자가 기업인수에 중심적 역할을 하고 경영진은 부수적인 역할을 수행하는 형태의 기업분할임
- '95년 이후 기업에 대한 대형매수가 다시 활성화되었을 때, 벤처캐피탈을 중심으로 한 투자자들이 이에 적극적인 관심을 표명하고, 이들이 중심이 되어 매수를 행함

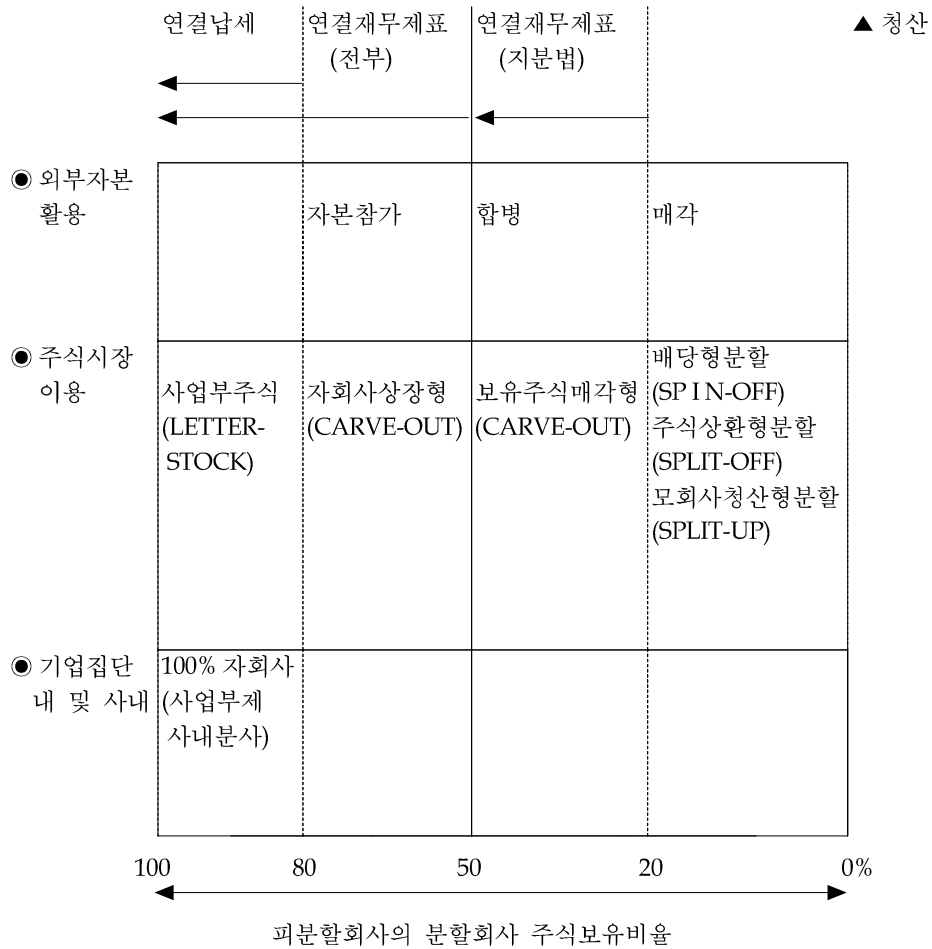
○ 특징

- 인수회사의 경영을 기존의 경영진이나 MBI 팀에 이관하기보다는 투자자들이 주체적으로 이사회 구성원들을 선임함
 - BIMBO 형태를 취하기도 함

8) 小谷野薫・東伸之, “イギリス經營者買收の我が國への示唆,” 『財界觀測』, 1997.5.1

2. 기업분할의 종류별 특징

<그림 II-4> 각 기업분할제도의 특징과 자리매김



* 출처 : 松古樹美, "アセット・リストラクチャリング - 美國のグループ價值創造事例と我が國への示唆," 『財界觀測』, 1997.11.1

가. 종속형 기업분할(분사화)

○ 의미

- 모회사의 다른 업무와는 특성이 다른 사업부문을, 의사결정과 성과평가 그리고 고용체계 측면에서 보다 독립적으로 운용하도록 하는 사내 또는 기업집단 내의 자산구조조정(asset restructuring) 방법을 의미
- 사업부제보다 분권화와 독립성이 진전된 형태

1) 사내분사

가) 사내분사

○ 사내분사의 의의

- 회사 내의 각 사업부문을, 독립된 법인격은 없으나 별개의 경영주체로 분할하는 형태
- 사업부제와 달리 분사간의 거래시에는 사내대체가격제를 이용하며, 각 사업단위가 하나의 회사처럼 독립채산제의 형태로 운영됨
- 사내분사는 사업부제보다는 좀더 분권화된 형태이며 최종적으로는 지주회사로 이행하기 위한 중간적 단계임

○ 사내분사의 목적

- 권한위양을 통한 의사결정의 신속화로 급변하는 기업환경에 기민하게 대응할 수 있음
- 직원들에게는 능력을 충분히 발휘할 수 있도록 권한을 위임하는 동시에 책임소재도 명확히 할 수 있음

22 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 사내분사의 특징⁹⁾

- 각 사업단위들을 독립회사처럼 경영해야 하므로, 분사별 독립채산제에 의한 자주경영이 보장되고 또 그에 따른 분사별 실적평가가 이루어져야 함
- 사내자본금제도 : 각 사업부나 사내분사 단위별로 자본금을 배분하여 그 운용에 대한 책임을 부과. 보통 분사 단위의 고정자산 금액을 기준으로 분할함
- 사내도산제 : 사내분사가 본사로부터 각기 차입한도를 부여받고 자체적으로 자금을 운영함
 - 차입한도 초과금액에 대해서는 범칙금이 부과됨
 - 한도초과가 지속될 경우 사내분사를 도산시킬 수 있음
 - 예컨대 1차 한도초과시 자구대책을 강구토록하고, 2차 한도초과시에는 법정관리 또는 화의와 유사한 절차를 밟아 강도높은 자구대책을 강구토록 하거나 아니면 퇴출시킴
- 사내금리제도 : 각 사업단위가 본사의 재무관리부서에 지불하는 금리제도. 사업단위의 채고자산, 외상매출금 등에 부여하여 금리절감 동기를 부여
- 사내대체가격제도 : 사내분사간 내부거래에 이용되는 가격

나) 사내벤처

○ 사내벤처의 의의

- 새로운 틈새시장이나 제품 및 서비스를 개발할 목적으로 기업이 사내의 기존 조직과는 별도로 설립하는 자율적이고 독립적인 사

9) 현대경제사회연구원, “책임경영의 출발점 - 사내분사제,” 『Prime Business Report』, 제16호, 1997.7.19

업체

- 생산, 마케팅, 재무 등 사업추진에 필요한 모든 기능에 대해 팀 스스로 결정할 권한을 가지고 사업기획부터 실행까지 모든 업무를 수행함

○ 사내벤처의 유형 및 특징¹⁰⁾

— 별도법인형

- 독립회사나 자회사를 세워 사업을 완전히 분리시킴
- 아이디어 제안자에게 일정 부분 지분참여시킴 (스톡옵션, 창업투자 등의 방식)

— 사내기업형

- 참여 사원의 신분을 전출형태로 유지하면서 성공시 특별승진이나 상여 등을 제공
- 향후 사업확대시 별도 사업부로 독립시키거나 관련 사업부로 이전시킴

— 사업제안형

- 아이디어를 공모하여 제안자에게 포상하는 방식으로 가장 초보적인 단계

○ 사내벤처의 기대효과

- 신속히 신규사업을 개발할 수 있고 불확실한 사업영역에 대한 실험효과 기대
- 벤처기업 등으로 인재의 유출을 막고 조직 내에서 자신의 능력을

10) 현대경제사회연구원, “사내벤처와 경쟁력 제고,” 『Prime Business Report』, 제16호, 1997.5.8

24 주식시장을 활용한 기업분할제도

자유로이 발휘할 수 있는 열린 기업문화 창출

○ 사내벤처 도입시 유의점

- 고수익·고위험의 모험적 성격을 갖기 때문에 관련시장 및 기술 등에 대한 사전조사분석이 중요함
- 시장 및 기술에 대한 노하우가 사내에 어느 정도 축적되어 있을 경우 적합한 전략임
 - 기술과 시장이 미개척 분야일 경우 인수·합병 등이 오히려 적합한 전략임

다) 소사장제도

- 기업주로부터 하청을 받아 독립된 자격으로 사업을 수행하는 제도
 - 자금 및 사업물량 등은 모기업에 의존하고 회계처리 및 인사관리 등은 소사장 책임 하에 팀 내에서 수행함

2) 사외분사

- 사외분사는 분할회사의 주식을 분할 후에도 존속하는 피분할회사가 보유하고 분할회사는 피분할회사의 자회사가 됨
 - 광의로는 영업의 이전을 수반하지 않는 단순한 자회사 설립에 의한 신규사업 개시, 기존 자회사에 대한 영업부문의 이전도 분사화에 포함
 - 주주의 분할이 수반되지 않는 재산상의 분할로 물적분할이라고도 불림

○ 특징

- 회사자산(사업)의 일부를 분리한 100% 자회사
 - 어느 정도 독립채산제를 지향함으로써 책임경영을 도모
 - 자회사 경영진의 자유재량에 한계가 있고 자금조달도 모회사에 대한 의존도가 큼
 - 기업집단내 역할분담이 명확지 않을 경우 기능의 중복가능성 존재
 - 일본의 경우 고용유지를 위한 수단으로도 이용되었음

나. 독립형 기업분할

○ 주식시장을 활용한 기업분할 또는 구조조정 방법

- 미국의 경우 '90년대 들어 Conglomerate의 해체와 사업영역의 재정의시에 많이 이용됨
- 종속형 기업분할 또는 분사화와 달리 분할회사가 공개회사로서 투자자에게 직접 정보를 공시하고 그 성과에 대한 평가도 피분할 회사(모회사)와 상이하게 받음
 - 권한과 책임이 명확해지고 인센티브 효과가 있음

○ 모회사의 분할회사에 대한 주식보유 정도에 따른 구분

- 모회사의 주식보유비율이 높은 순으로 사업부주식(Target Stock), 자회사상장(Equity Carve-out), 배당형 분할(Spin-off), 주식상환형 분할(Split-off), 모회사청산형 분할(Split-up)이 있음
- 사업부주식이나 자회사상장은 완전한 의미의 기업분할이라기 보다는 기업분할로 나아가기 위한 중간적 단계로서의 의미를 가짐

26 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 독립형 기업분할을 행하는 이유¹¹⁾

- 다각화된 모회사의 자산포트폴리오 재구성 계획의 일환
- 모기업 전체가 아닌 일부 사업만을 매수하고자 하는 투자자가 있을 경우, 매수를 원하지 않는 사업부문을 미리 비과세로 분할함으로써 매수를 원활히 이루어지도록 정지작업
- 모회사의 핵심사업영역에 속하지 않는 사업의 분리
- 분할회사의 독립지향
 - 모회사와의 경합회피, 독자적 자금조달, 모회사와 상이한 고용체계·경영스타일 추구

○ 주식시장을 이용한 기업분할방법의 이점

- 사업전략의 명확화 도모
 - 모회사와 분할회사가 각기 핵심사업에 경영자원을 집중할 수 있기 때문에 전보다 높은 성장성을 기대할 수 있음
- 투자자를 위한 정보공시의 질과 양이 향상됨
- 경영진과 종업원에 대한 효과적인 인센티브 부여 가능
- 자회사상장과 기업분할에 의해 분할회사는 주식시장으로부터 직접 자금조달 가능
- 향후 추가적인 구조조정을 위한 준비작업
 - 모회사 뿐 아니라 분할회사에 대한 매수유인이 커지고, 이에 따라 매수가격이 상승
- 기업지배구조(Corporate Governance)의 효율성 증대
 - 분할회사에 대한 정보의 질이 증대되기 때문에 기업가치의 평

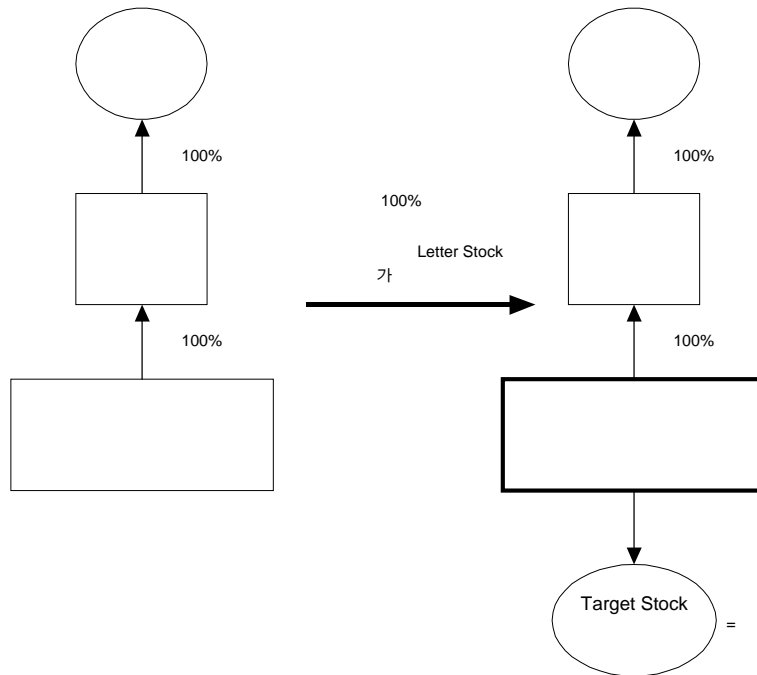
11) 松古樹美, “アセット・リストラクチャリング - 美國のグループ價值創造事例と我が國への示唆,” 『財界觀測』, 1997.11.1

가가 용이함

- 종속형 기업분할 또는 분사화의 경우에는 모회사를 통하지 않고는 자회사경영에 대한 감시가 불가능 하지만 독립된 분할회사는 시장의 평가를 직접 받음

가) 사업부주식(Target Stock 또는 Letter Stock)

<그림 II-5> 사업부주식(Target Stock)



* 출처 : 野村證券金融研究所, 『財界觀測』, 1997.11.1

○ 의의

— 모회사 자신이 발행한, 자회사 또는 특정 사업부문의 현금흐름 내

28 주식시장을 활용한 기업분할제도

지 이익에 대한 청구권을 나타내는 주식

- 기존주주에 대한 사업부주식의 교부 또는 신규공개를 통해 발행됨
- 모회사 주식과 상이한 가격결정이 이루어지며, 배당도 모회사와 달리 결정되나 자회사 및 사업부문은 주식발행 후에도 모회사의 완전지배하에 놓여 있어 진정한 의미의 자산의 분리는 아님
- 사업부주식의 발행자는 모회사이고 보유자는 모회사의 주주임

○ 장점

- 비록 공개기업은 아니지만 공개기업처럼 정보가 공시됨
- 따라서 사업부주식의 대상사업에 투자하고 싶은 투자자를 모아 독자적인 자금조달수단을 확보할 수 있음
- 경영자에 대한 주식형 인센티브제도를 도입할 때, 사업부주식을 근간으로 한 스톡옵션은 모회사의 주식을 대상으로 한 것보다 경영자성과에 대한 보다 정확한 지표로 인센티브 효과의 증대를 기대할 수 있음
- 자금조달의 유연성 증대
- 모기업과 사업부가 하나의 실체로 인정되므로 기업의 전체자산을 기반으로 차입가능. 이는 자회사상장이나 배당형 분할에서 얻어 수 없는 장점임
 - 각각의 사업부가 주식발행을 통해 자금조달 가능
- 세금상의 혜택
- 과세목적상 모기업과 사업부가 하나의 실체로 인정되므로 추가적인 세금부담이 없음. 즉 특정 사업부에서 (-)이익이 발생하면 전체기업의 세금부담을 감소시킴

○ 단점

- 사업부주식의 보유자는 모회사의 주주로 간주되기는 하지만 일반적인 주주의 권리는 보장되지 않음
 - 의결권은 해당 사업부주식에 관한 사항 이외에는 제한적임
- 이해상충의 우려
 - 모기업의 기존 주주와 특정 사업부주식을 보유한 주주가 상이한데 반해, 사업부주식에 관한 투자와 배당 결정권을 갖는 이사회가 모회사의 이사회와 동일하여 양자간에 이해상충 가능성
 - 서로 다른 사업부의 경영자간에 비용배분이나 내부가격 결정문제에 이해상충 발생 가능성 존재
- 모회사가 채무초과상태에 놓일 경우 해당사업부 자산 자체는 가치가 있더라도 사업부주식 보유자에게 추가적인 잔여재산청구권이 인정되지 않음

○ 사업부주식을 활용한 자산구조조정의 예

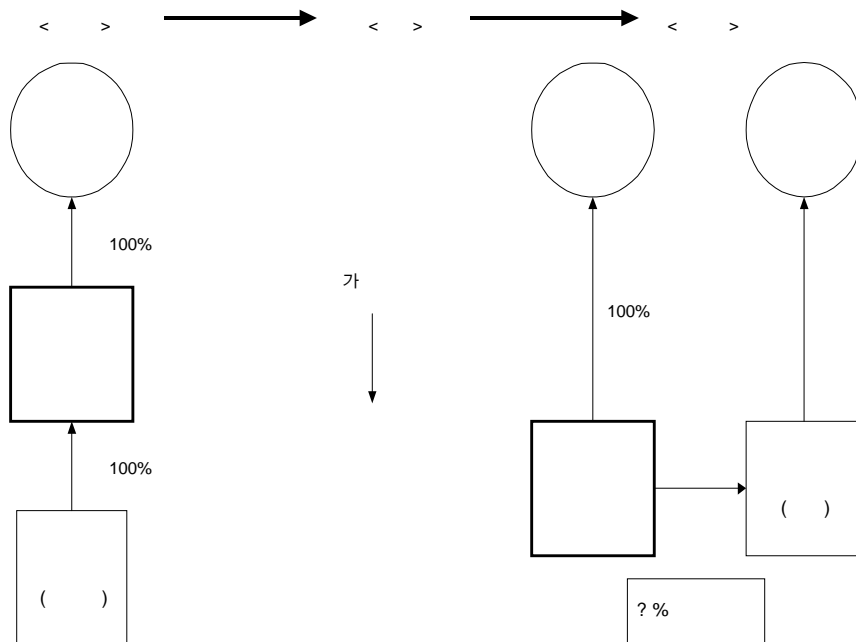
- 최근 들어 상이한 업종에 속하는 사업을 산하에 두고 있는 다각화기업이 주식시장을 통한 자산구조조정 수단으로서 사업부주식을 이용하고 있음
- 사업부주식의 최초의 예는, GM이 '84년 EDS사(정보통신업)를 매수할 때 발행한 「E사업부주식」(Class E주식)임
 - GM은 '96년 Class E주식을 상환하고 EDS사를 배당형 분할(Spin-off) 방식으로 분리함
- 그러나 자회사상장이나 여타 분할방식에 비해 분리의 정도가 불완전함

나) 자회사상장(Equity Carve-out)

○ 의의

- 미국에서는 자회사 경영상의 자립성을 촉진시키기 위해, 분리시키고자 하는 사업 또는 100% 자회사를 상장시켜 모회사의 지분을 줄임
- 공개 후 분할회사에 대한 모회사의 지분비율이 과반수를 유지할 경우 이를 「자회사형 Carve-out」, 과반수가 못될 경우 「매각형 Carve-out」이라 함

<그림 II-6> 자회사상장(Equity Carve-out)



* 출처 : 野村證券金融研究所, 『財界觀測』, 1997.11.1

○ 자회사 공개 및 상장의 선결과제

- 모회사와 독립된 이사회 설립 및 경영진의 임명
- 필요할 경우 스톡옵션과 종업원지주제 등 인센티브제도 마련
- 대주주의 경우 해당연도 연결납세를 위해 모회사와 주주계약 및 법인세 지불계약 체결
- 독립 직후 자회사 경영을 지원하기 위해 본사부문의 지원계약(법무, 경리업무 등을 모회사에 위탁) 및 공동R&D계약 등 체결
- 자회사 신규공개의 경우 통상적인 신규공개와 동일한 절차를 거쳐야 함

○ 자회사상장(Equity Carve-out)과 배당형 분할(Spin-off)의 관계

- 자회사를 공개한 후에도 모회사가 자회사 주식의 80% 이상을 보유하고 있는 경우가 많음
- 이는 자회사 상장을 행하는 다수의 기업들이 그 후 배당형 분할을 하고자 하기 때문임
 - 배당형 분할의 비과세 적용요건¹²⁾ 중 하나가, 모회사가 분할 직전 분할대상 자회사의 의결권 중 80% 이상 그리고 기타 주식총수의 80% 이상 보유해야 하는 것임
- 즉, 미국에 있어 자회사상장은 배당형 분할과 같은 자산구조조정을 수행하기 위한 중간적 단계로서의 의미를 가짐
 - 우리나라의 경우 세제 및 기업공개요건 등 제도상의 차이로 인해 이와 동일한 의미를 부여하기는 어려움

○ 기업공개요건

- 미국의 경우 기업공개란 기업이 주식을 최초로 공모하는 것을 의

12) 각주 15) 참조

32 주식시장을 활용한 기업분할제도

미합

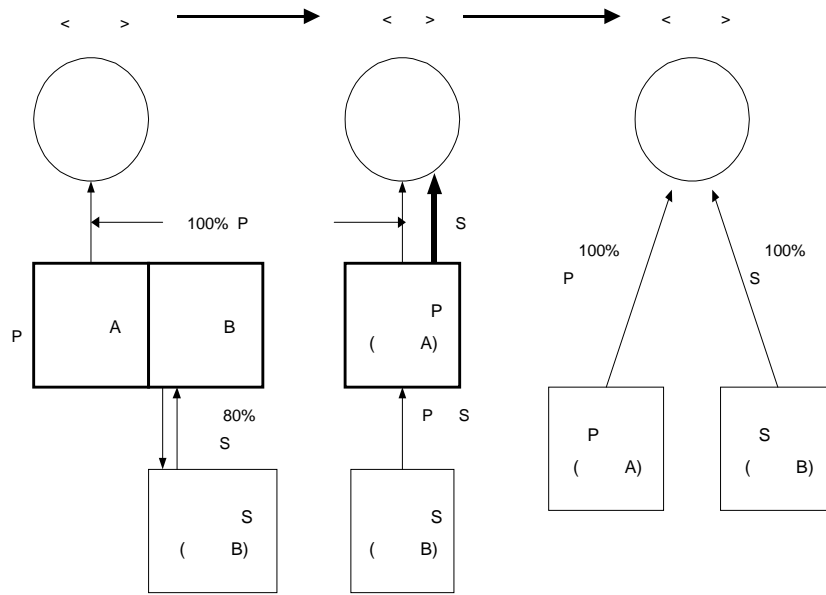
- 기업공개 후에는 대부분 NASDAQ에 상장되어 거래됨
- 그러나 NYSE 등의 증권거래소에 상장하기 위해서는 거래소에
서 요구하는 상장요건을 구비한 후 별도의 상장절차를 거쳐야
함
- 우리나라에서 기업공개란 실질적으로 유가증권시장(증권거래소)에
상장하는 것과 협회중개시장(코스닥시장)에 등록하는 것을 의미함
- 기업공개를 하기 위해서는 주식분산요건을 충족해야 하는데,
분산비율은 상장의 경우 발행주식의 30%, 공개의 경우 20% 이
상임

<표 II-2> 각국의 주식상장요건 비교

	한국(KSE)	일본(TSE)	미국(NYSE)
회사규모	- 자본금 : 30억원 이상 - 자기자본 : 50 "	- 순자산(주주자본금) : 10억엔 이상	- 순자산(시가총액) : 1,800만 달러
상장주식수	- 30만주 이상	- 2,000만주 이상 (1,000주 단위종목)	
주식분포 현황	- 100분의 30이상이거나 또는 100분의 10 이상 으로서 1,000만주 이상	- 1,000명 이상	- 100주 이상 2,000명 이상 일반소유주식수가 110만 주 이상
영업활동 기간	- 설립 후 5년 이상	- 5년 이상	
기 타	- 매출액 · 최근 3 사업년도 평 균 150억원 이상 · 최근 사업년도 200억 원 이상 - 투자자 보호상 부적당 사유가 없을 것	- 납세전 순이익 · 최근 3년간 각 20억 엔 이상	- 법인세차감전 순이익 · 직전, 직전전 사업년도 200만 달러 이상 · 최근 사업년도 250만 달러 이상

다) 배당형 분할(Spin-off)

<그림 II-7> 배당형 분할(Spin-off)



* 출처 : 野村證券金融研究所, 『財界觀測』, 1997.11.1

○ 메카니즘

- 분할하고자 하는 사업부문 B를 현물출자하여 자회사 S를 설립함
- 이때 모회사 P의 기존 주주가 갖고 있는 P에 대한 주식수에는 변화가 없음
- 현물출자의 대가로 받은 자회사 S의 주식은 모회사 P의 기존 주주에게 배당형식으로 분배됨
 - 자회사 S주식의 배정비율은 모회사 P에 대한 기존 주주의 주식보유비율과 동일하게 적용됨

34 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 미국의 경우 기업분할을 전제로 사업부문 B를 먼저 자회사상장시킨 후에 배당형 분할을 하는 경우가 많으며, 이때 모회사 P는 자회사 S의 주식을 80% 이상 보유하는 것이 일반적임
 - 기존 자회사가 이미 존재할 경우에는 우선 자회사 지분의 20% 이하를 처분하여 상장시킨 후 분할절차를 밟는 기업도 많음

○ 자회사상장(Equity Carve-out)과 배당형 분할(Spin-off)의 차이점

- 배당형 분할의 경우에는 분할기업의 주식이 기존주주들에게만 배분되지만 자회사상장의 경우에는 새로운 주주들에게도 분할기업의 주식이 배분됨
- 자회사상장의 경우에는 기업에게 현금유입이 있지만 배당형 분할의 경우에는 즉각적인 현금흐름이 없음
- 자회사상장의 경우에는 기업분할비용이 많이 들고 SEC로부터 엄격한 공시의무가 부과됨. 일례로 미국의 경우 투자은행 등에 지불하는 수수료는 자회사상장의 경우가 배당형 분할에 비해 3배정도 많이 소요됨

○ 자회사상장과 배당형 분할의 선택기준

- 비대칭정보
 - 분할기업이 시장에서 과소평가 받고 있다고 판단되면, 기존주주들을 위한 의사결정을 하는 경영자는 배당형 분할을 선택
- 모기업의 현금필요성
 - 성장을 위한 투자, 현금배당 그리고 부채상환 등을 위해 현금이 필요한 기업은 자회사상장을 선택
- 자본시장에의 접근가능성

- 자회사상장에 수반되는 공시의 엄격성이나 높은 거래비용 때문에, 불량기업이나 부채비율이 높은 기업 입장에서는 자본시장을 활용하기 곤란. 따라서 이런 기업들은 배당형 분할의 방법으로 기업분할 도모
- 규모가 크고 부채비율이 낮은 우량기업의 경우에는 자회사상장의 방법을 선호
- 자회사상장의 방법을 통해 기업분할을 행한 기업의 성과가 배당형 분할의 방법을 택한 기업의 성과보다 높음이 실증적으로도 증명됨

라) 주식상환형 분할(Split-off)

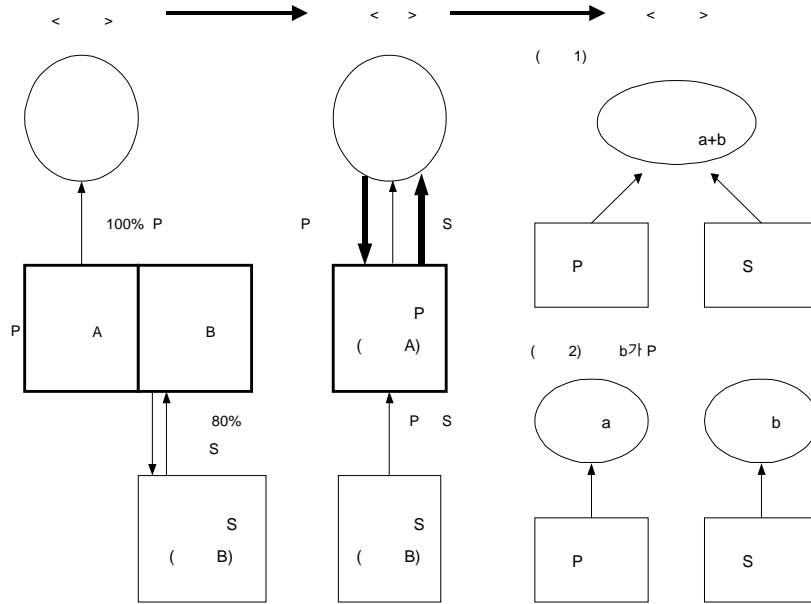
○ 의의

- 주주는, 주식상환과 유사하게, S주식을 수취하는 대가로 보유 중인 P주식을 모회사에 반환함(<그림 II-8> 참조)
 - 모회사는 상환주식을 감자함

○ 특징

- P사와 S사의 별개의 회사가 탄생함
- 자회사 주식은 P주식의 보유비율에 반드시 비례하여 교부할 필요 없음
- 주식상환형 분할이 실제로 이용되는 경우는, 사업부주식이 발행된 경우 사업부주식 보유자에 대하여 분할회사주식을 교부하고 사업부주식을 상환하기 위함이 대부분임

<그림 II-8> 주식상환형 분할(Split-off)



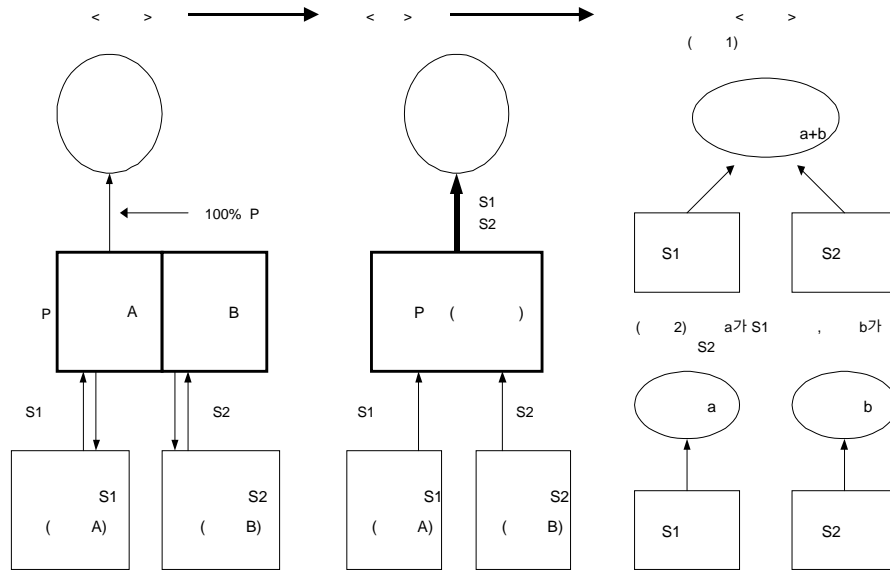
* 출처 : 野村證券金融研究所, 『財界觀測』, 1997.11.1

마) 모회사청산형 분할(Split-up)

○ 의의와 특징

- 모회사는 회사재산을 복수의 회사에 현물출자하는 대가로 자회사
주식을 취득하고, 이를 모회사 주주들에게 교부함
- 모회사는 청산되어 소멸함
 - 이로써 복수의 새로운 분할회사가 탄생함

<그림 II-9> 모회사청산형 분할(Split-up)



* 출처 : 野村證券金融研究所, 『財界觀測』, 1997.11.1

다. 자본참가, 합병, 매각(divestiture), 청산

- 자본참가, 합병, 매각은 외부의 제3자를 이용한 리스트럭처링 수단임
 - 모회사의 주식보유비율에 따라 자본참가, 합병, 매각으로 구분됨
 - 가장 직접적인 사업분리수단임
 - 미국에서 '80년대 후반 많이 이용됨
- 청산
 - 주식시장이나 특정 외부인을 이용하여 분리할 수 없을 경우 최종적으로 청산에 의존할 수밖에 없음

라. 아웃소싱(Outsourcing)

○ 전략적 아웃소싱

- 명확한 전략적 목적 하에 업무의 설계에서 운영까지의 일체를 외부에 위탁하여 핵심역량에 경영자원을 집중함으로써 자사의 사업역량을 극대화하려는 전략
 - 기업분할방식, 제3자위탁방식, 매각방식으로 구분가능함
- 비용절감이나 부품의 하청생산에 그치지 않고 외부의 전문성을 활용하여 자사사업의 역량강화를 목적으로 함
 - 통상 제조기능 보다는 서비스 관련 부문의 외부위탁임
- 국내 대기업의 경우 분사화 방식의 아웃소싱을 현재 적극 추진 중임

업 기 무 획 의 · 설 계	(YES)	컨설팅	전략적 아웃소싱
	(NO)	인재과건	하 청
		(NO)	(YES)
		업무의 운영	

○ 아웃소싱의 대상

- 기업의 핵심역량이 아닌 업무
- 외부의 전문적인 공급업체에서 더욱 잘 행할 수 있는 업무

- 부가가치가 낮은 단순·반복적 업무
- 정형화·표준화된 업무 등

<표 II-3> 전략적 가치별 업무의 수행형태

↑ 고 전략적 가치 ↓ 저	기능은 아웃소싱하지만 프로세스에 대한 통제권은 계속 보유 (정보시스템)	Insourcing (금융상품개발, 시스템기획)	
	분리 (구내식당, 건물관리, 청소)	Outsourcing (후선업무)	
	← 저	자사의 수행능력	고 →

○ 유형 및 장단점

- 제3자 위탁방식 : 동일 그룹 외 제3자의 전문업자에게 위탁
 - 인적 자원을 전략사업에 집중
 - 경쟁입찰에 의한 비용절감, 전문성 확보
 - 사내기밀 유출 위험
- 자회사방식 : 자사의 해당 부문을 분리독립시킨 후 업무위탁
 - 본사 조직의 슬림화, 사업다각화, 신규사업진출
 - 비용절감, 전문성 활용 측면에서 큰 효과없음
 - 분리된 부문이 모회사의 업무 뿐 아니라 독립법인으로서 사업을 수행할 수 있는 경쟁력을 갖춘 경우 효과적
- 매각방식 : 자사의 해당부문의 일부 또는 전부를 제3자 매각 후

40 주식시장을 활용한 기업분할제도

그에게 해당 부문의 기능, 운영을 위탁

- 매각으로 인한 현금유입으로 재무구조 개선
- 본업에의 전념 가능
- 사내기밀 유출 위험

○ 도입 효과

— 경제성

- 규모의 경제효과로 동일 품질을 적은 비용으로 처리 가능
- 고정비의 변동비화

— 자산의 효율적 활용

- 핵심부문 이외에 투자하던 자원을 보다 생산성이 높은 업무로 전환투자

— 전문성 확보 및 업무의 질 향상

○ 성공적 도입조건

— 자사의 업무수행능력과 장단점을 분석하여 아웃소싱의 목적과 범위를 명확히 해야 함

- 이를 바탕으로 아웃소싱 방식(분사, 제3자 위탁 등) 결정

— 적절한 서비스 공급자의 선택

— 조직적 학습을 통한 Co-Sourcing 실현

- 전략적 아웃소싱은 위탁자와 수탁자간의 경영자원 교환을 수반한 조직적 지식의 교류, 즉 학습을 통해 상대방의 강점을 흡수하고 이를 자사의 강점과 통합함으로써 고부가가치를 창출하는 과정임

Ⅲ. 주식시장을 활용한 기업분할의 경제적 효과

1. 기업분할의 이론적 근거
2. 기업분할방법의 선택기준

Ⅲ. 주식시장을 활용한 기업분할의 경제적 효과

1. 기업분할의 이론적 근거

가. 기업분할과 기업가치

○ 기업분할과 기업가치변화

- 기업이 기업분할을 수행하는 이유는 기업분할로부터 기업가치의 증대가 기대되기 때문임
- 실증분석의 결과 M&A는 합병기업의 주가를 하락시키지만 기업분할은 피분할기업(모기업)의 주가를 상승시킴
- 기업분할이 주가를 상승시키는 이유는, 경영자의 참호구축 유인(Entrenchment Incentive)에 의해 설명될 수 있음

○ 음(-)의 시너지

- 기업분할이 주가를 상승시킨다는 사실은, 각 부분 가치의 단순한 합이 전체가치 보다 크다는 음(-)시너지 효과를 반영함

나. 경영자의 참호구축(Entrenchment) 유인

○ 참호구축유인

- 기업의 경영자는, 다른 경영자들에 비해 자신에게 상대적 우위(comparative advantage)가 있는 투자안, 즉 자신의 전문영역에 속하는 투자안을 확대하려는 유인을 보유
 - 비록 투자안의 NPV가 (-)인 경우에도 투자유인 존재
- 경영자가 참호구축을 도모하는 이유는, 기업으로 하여금 자신을

44 주식시장을 활용한 기업분할제도

축출하거나 대체하는 것을 불리하게 만들기 위해서임

○ 특정기업에 특화된 투자(Relation-Specific Investment)

- 자산의 특이성(Asset Specificity)이 높은 경우 즉 자산의 전용가능성(Redeployability)이 낮은 자산의 경우에는, 이 같은 특성이 자산가치결정에 적절히 반영되지 않는 이상 적정수준의 투자가 이루어지기 곤란함. 즉 과소투자가 이루어지는 것이 일반적임
- 이와는 반대로, 경영자는 자신의 자금이 아닌 주주들의 자금으로 투자를 하고 주주들의 자신에 대한 의존도를 증대시키려는 유인을 갖기 때문에, 경영자에 특화된 자산(Management-Specific Investment)에 대해서는 과대투자하려는 유인 보유
 - 예를 들어, 메모리칩 분야에 전문성을 가지고 있는 전자회사의 경영자는 메모리칩 분야의 투자를 최대한 확대하고 비메모리칩 분야의 투자는 최대한 억제하려는 유인 보유.
 - 이 같은 투자가 시행되고 나면 이 기업의 주주는 더욱 더 기존 경영자에 대한 의존도가 높아지고 이를 통해 기존경영자는 더욱 더 확고히 참호를 구축할 수 있음

다. 모형

○ 기호의 정의

- V_1 : 기존 경영자 하에서의 기업가치
- V_2 : 새로운 경영자 하에서의 기업가치
- α_1 : 기존 경영자의 경영능력

α_2 : 새로운 경영자의 경영능력

I_1 : 기존 경영자에 특화된 투자

I_2 : 새로운 경영자의 추가적 투자

$NPV(I_1)$: 투자액이 I_1 일 때, 경영자능력 한 단위당 이익의 현재가치

C : 투자단위당 비용

θ : 경영자의 지분비율

○ 가정

- 경영자에 특화된 투자는 취소불가능(irreversible) 즉 $I_2 \geq 0$
- 기존투자에 대해서는 기존경영자가 상대적 우위 보유. 즉 $\alpha_1 \geq \alpha_2$
- 경영자는, 기업주주로서의 부의 증대 뿐만 아니라, 자신이 경영할 경우의 기업가치와 다른 경영자가 경영할 경우의 기업가치의 격차를 극대화하기 위해 투자수준을 결정

○ 기존경영자 하에서의 기업가치

$$V_1 = \alpha_1 \cdot NPV(I_1) - C \cdot I_1$$

○ 새로운 경영자 하에서의 기업가치

$$V_2 = \alpha_2 \cdot NPV(I_1 + I_2) - C \cdot (I_1 + I_2)$$

○ 경영자의 보상

$$W = f[\alpha_1 \cdot NPV(I_1) - \{\alpha_2 \cdot NPV(I_1 + I_2) - C \cdot I_2\}]$$

- 경영자의 보상은, 기존 경영자가 경영할 경우의 기업가치와 다른

46 주식시장을 활용한 기업분할제도

경영자가 경영할 경우의 기업가치의 격차의 함수

- 경영자보상은 기존경영자의 투자비용에 의존하지 않는데 그 이유는, 이사회에서 경영자의 교체여부를 결정할 당시에는 그 비용이 매몰비용(sunk cost)이 되기 때문

○ 기존 경영자의 목적함수

$$\text{Max}_{I_1} \quad W + \theta \cdot [a_1 \cdot NPV(I_1) - C \cdot I_1 - W]$$

$$\text{Where} \quad \theta < 1$$

$$\leftrightarrow \text{Max}(1-\theta) \cdot f[(a_1 - a_2) \cdot NPV(I_1)] + \theta[a_1 \cdot NPV(I_1) - C \cdot I_1]$$

○ 최적투자수준

- 기업의 최적투자수준

$$a_1 \cdot B(I^*) = C$$

- 경영자의 최적투자수준

$$\theta[a_1 \cdot NPV'(I_1^*) - C] + (1-\theta) \cdot f'(a_1 - a_2) \cdot NPV'(I_1^*) = 0$$

- 위의 최적화조건으로부터 기업의 가치를 극대화시켜 주는 투자수준에 비해 기존경영자의 부를 극대화시켜 주는 투자수준이 큼을 알 수 있음. 즉 $I^* < I_1^*$

○ 모형분석결과의 해석

- 경영자가 왜 과도하게 규모의 확장을 도모하는 가를 설명가능
 - 경영자의 참호를 강화하기 위해 자신의 전문영역에 대한 규모 확장을 도모

- 기업분할이 왜 주가상승을 유도하는가를 설명
 - 과도하게 투자되어 음(-)의 시너지를 나타내는 기업을 분할하여 음(-)의 시너지 제거

라. 기업분할의 공시효과(announcement effect)

- 자회사상장과 배당형 분할의 공시효과
 - 앞에서 설명한 이론적 모형에 의하면 기업분할은 모회사 주가의 상승을 가져와야 하는데 실증분석 결과도 이를 지지함
 - 자회사상장형 분할과 배당형 분할계획의 공시는 모두 (+)의 초과 수익률을 발생시킴 (<표 Ⅲ-1> 참조)
 - 보다 완전한 형태의 기업분할인 배당형 분할의 공시효과가 자회사상장형 분할의 공시효과 보다 큼
 - 일반적으로 배당형 분할과 자회사상장 계획의 발표 2~5일 후 모회사의 주가변동에 주는 영향은 (+) 2~3%인데, 배당형 분할 쪽이 조금 큰 것으로 나타남

2. 기업분할방법의 선택기준

가. 주식시장을 통한 기업분할의 우위성

- 단순한 100% 자회사의 경우나 매각의 경우와는 달리, 주식시장을 이용한 리스트럭처링(Target Stock 포함) 수단이 갖는 이점으로는 다음과 같은 사항들이 있음
 - 우선 사업전략이 명확화됨으로써 핵심부문에 역량을 집중할 수 있고, 주식시장과 직접 연계됨으로써 질과 양적인 면에서 정보공시가 향상됨

50 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 그리고 경영성과에 대한 평가가 주가에 직접 반영됨으로써 경영에 대한 책임감 및 인센티브가 강화되며, 주식시장을 통한 직접적인 자금조달이 가능해짐
- 또한 기업지배구조의 개선도 가능해지며, 덧붙여 향후 구조조정을 위해 유리한 위치를 차지할 수 있게 됨
- 이에 대한 구체적인 내용은 <표 III-2>에 정리되어 있음¹³⁾

1) 사업전략의 명확화

- 조사대상기업의 사업계획서에 따르면, 모회사 및 분리대상사업 모두 각각의 핵심사업에 경영자원을 집중할 수 있기 때문에 종전보다 높은 성장성이 기대된다고 함.
 - 모회사의 관점에서는 비핵심사업과 채산성이 낮은 사업을 정리함으로써 조달된 자금을 본업에 집중투자할 수 있음
 - 분리대상사업의 경우도 분리 정도에 따라 다르기는 하지만, 모회사와의 이해상충에서 어느 정도 자유롭게 됨.
 - 이로 인해 환경변화에 신속히 대응할 수 있게 되면 모회사의 본업과는 별도의 경영스타일과 고용형태를 추구할 수 있어 의사결정의 신속성을 기할 수 있음.
 - 이는 중장기적으로 기업가치의 상승으로 연결이 기대됨

2) 투자가를 위한 정보공시의 질과 양 향상

- 기관투자자는 스스로 분산투자를 행하기 때문에 다각화기업보다는 본업에 특화된 기업을 선호하는 경향이 있음.

13) 松古樹美, “アセット・リストラクチャリング - 美國のグループ價值創造事例と我が國への示唆,” 『財界觀測』, 1997.11.1

- 기업분할이 수행될 경우, 수익성이 떨어지는 사업에서 손을 떼 모회사에 대한 평가가 향상되든가, 아니면 모회사보다도 성장성 있던 자회사의 사업가치가 주식시장에서 직접 현재화될 수 있음
- 애널리스트들이 분석하기 쉽다는 점도 주식시장에서 주목을 받을 수 있는 한 가지 이유가 됨

3) 경영진과 종업원에 대한 인센티브

- 사업영역이 명확해짐으로써, 기업의 성과와 주가의 관계가 보다 직접적으로 연결됨.
 - 또한 분리사업 쪽의 경영진과 종업원에게 있어서는 새로이 출범 시 스톡옵션과 종업원지주제 등이 유효하게 이용될 수 있음

4) 주식시장으로부터 자금의 직접조달 가능

- 분할기업의 입장에서는 자신의 사업전개를 위해 자유재량으로 자원을 투자하는 것이 가능해져, 모회사와는 별개로 주식시장을 통해 자금을 조달하는 것이 가능함.
 - 자금조달비용도 모회사보다 낮을 수 있음.
 - 모회사로서도 자회사에 투자함으로써 희석화가 초래된다고 고비용으로 자금조달할 필요가 없음
- 참고로, 모회사에 의한 증자와, 자회사공개에 의한 자금조달이 모회사주가에 미치는 영향에 관해 조사한 연구(1968~83년)에 의하면 발표 5일전에 전자는 -4.1%, 후자는 3.1% 변동함

5) 향후 추가적인 리스트럭처링을 위한 포석 가능

- 모회사가 사업을 분리하여 핵심사업에 전문화하는 과정에서 분리대상사업뿐 아니라 전문화된 본업을 매수하려는 기업이 출현할 가능성이 있음.
 - 다각화된 기업을 그대로 매수하기는 어렵기 때문에 사업부문마다 분리된 기업 쪽이 표적이 되기 쉬움.
 - 또한 분리사업에 관해서는 시장에서 객관적인 가치가 부여되기 때문에 매수·합병에 있어서 사업가치의 산출이 쉬움.

6) 기업지배구조의 강화

- 분사화의 경우 주주는 모회사를 통하지 않고는 자회사경영을 감시할 수 없음.
 - 한편 사업부주식과 자회사상장의 경우에는 모회사와의 이익상충의 문제가 있음.
 - 하지만 주식시장을 이용하면 신설회사도 시장의 평가를 직접 받게 됨

나. 기업분할방법의 선택시 고려요인

- 기업구조조정을 수행함에 있어, 100% 자회사, 사업부주식, 자회사상장, 배당형 분할, 사업매각 중 어떠한 방법을 선택할 것인가를 결정하기 위해서는 다양한 측면에서 이들에 대한 비교·분석이 선행되어야 함
 - 구체적인 고려요인들은 다음과 같음(표 III-3)

1) 기업집단 내에서의 전략적 위치부여

- 주식시장을 이용한 구조조정(restructuring) 수단에 의해 기업가치가 높아지는 것은 전술한 것처럼 사업부와 100% 자회사였던 것이 주식 시장에서 직접 평가를 받게 됨으로써 긴장감이 높아지기 때문임.
 - 단, 그 긴장감이란 모회사에 의한 해당 신설회사의 통제정도에 따라 다름
 - 따라서 기업집단의 핵심적인 본업을 우선 정의한 후 사업부와 자회사가 갖는 기업집단내 전략상의 위치를 명확히 부여할 필요

- 본업에 관계된 부분에 관해서는 본체에 흡수하든가, 100% 지배권을 유지할 필요가 있음
 - 한편 본업 이외의 사업의 경우 기업집단 외부로 분리하기 위해 주식시장을 이용하는 방법을 포함한 다양한 선택수단들을 고려하여야 함
 - 예를 들어, 사업부주식의 발행은 기업집단에서 본업 이외의 사업이 그 대상이 되고 사업부주식에 대해서는 독자적인 시장평가가 부여됨
 - 그러나 사업부주식 발행사업부문은 모회사와 동일한 법률적 실체로서, 사업자산은 모회사에 귀속되어 완전히 기업집단내에 존속하게 됨.
 - 자회사를 상장할 경우, 모회사의 주식보유비율 저하에 수반하여 영향력도 저하됨.
 - 주식보유비율을 유지하여 영향력을 보존하면 기업집단내의 기업과의 시너지를 유지할 수 있음.
 - 그러나 기업집단의 전략상 또는 자회사의 사업상 기업집단내에

존속하기를 희망한다고 시장이 인식하지 않는 한, 독자성장에는 장애가 될 수 있음.

- 한편 배당형 분할과 같은 보다 완전한 분할을 하면 기업집단내의 자본관계는 완전 소멸함.
 - 모회사와 기업집단의 전략적 의도로부터 완전히 자유롭게 되는 대신 기업집단내 기업으로서 향유하게 되는 다양한 이점(본사 기능의 대체, 모회사의 유통망, 브랜드의 이용, 모회사에 의한 신용공여 등)은 소멸됨.
- 따라서 긴장감을 높임으로써 기업가치를 증대시키기 위해서는, 모회사의 영향을 배제한 분할이 가장 효과적이지만, 동시에 위험도 높음.
 - 분할하여 독립할 수 있으리라 기대되지 않는 사업과 담당 경영자의 능력이 충분치 않은 경우 가치의 대폭적인 하락도 가능함

2) 주주와 기업가치의 상승

- 주주에게 있어 가장 가치가 높은 자산구조조정 수단의 선택기준은 경우에 따라 다름.
 - 자회사상장과 기업분할이 기업가치에 있어 (+)효과가 있는 경우는 전술했던 바와 같지만, 매각을 통해 모회사에게 큰 (+)효과를 주는 경우도 생각할 수 있음
 - 자회사상장에 의해 기업가치가 상승되는 경우는, 완전분할을 하기 위한 준비단계로서의 경우를 포함하여 모회사의 지배대상에서 벗어나는 것을 목적으로 하는 경우가 많음.
 - 이 같은 의미에서 분리대상에 자립능력이 있는 경우, 기업분할 쪽이 자회사상장보다 명확한 사업분리수법이고 또 전향적임

- 또한 기업분할은 분할후 신회사주식을 주주에게 교부하기 때문에 신주가 상장되면 신주식을 매각하여 시장에서 현금할 수 있는 선택권이 주주에게 주어짐.
 - 자회사상장을 하여 시장에서 일단 주가를 형성시킨 후 배당형 분할하는 경우에는 이러한 장점이 더욱 커짐.
 - 그러나 자회사상장을 통해 모회사에 의한 주식처분이 행해지는데 그칠 경우 모회사의 주주에게는 그와 같은 선택권이 주어지지 않을 수 있음

3) 인센티브

- 주식시장을 활용하여 구조조정을 할 경우 기업가치가 증대되는 이유는, 스톡옵션 등 주식형 인센티브의 도입에 의해 신회사 경영진과 종업원의 동기부여 효과가 증대되기 때문이기도 함
 - 따라서 모회사의 영향이 남아있는 사업부주식과 자회사상장보다 기업분할이 보다 인센티브로서의 효과가 높음
 - 종업원에게 있어, 매각과 자회사 분리는 채산성이 떨어지는 사업으로부터의 후퇴와 잉여인력대책이라는 후향적 이미지도 있지만, 위와 같은 인센티브를 만들어내는 자산구조조정 수단이라면 전향적으로 볼 수 있음

4) 조직변경과 관련된 비용

- 조직변경 그 자체와 관련된 비용도 경우에 따라 차이가 큼. 분할은 필요요건이 충족될 경우 모회사의 주주도 과세가 이연됨
 - 주식보유비율이 0으로 되는 효과가 있는 매각의 경우, 양도차익이 발생할 경우에 자본이득세가 과세됨

- 사업전략상 중요한 조직변경이라 하더라도, 사내대상 사업 등이나 이익이 큰 사업, 시가총액이 큰 사업 등에서는 과세부담 때문에 매각이란 방법이 이용되지 않는 경우도 있음
- 분할과 동일하게 주식시장을 이용하는 자회사상장이란 모회사가 지분을 처분한 경우 자본이득세가 부과됨
 - 자회사에 의한 증자일 경우 주식보유비율은 저하하지만 모회사에 대한 과세부담은 없음
 - 또한 자회사상장과 분할의 경우 공개회사로 되므로 정보공시에 수반된 비용이 새롭게 발생함

5) 조직변경 후의 납세비용

- 주식보유비율 80% 이상(의결권 및 경제가치 기준)일 경우에는 연결납세의 대상이 됨
 - 80% 미만의 주식을 모회사가 보유한 자회사상장일 경우 연결납세 대상에서 제외되므로 흑자화된 신규사업 등이 아닐 경우 자회사상장이 유리한 점은 없음
 - 한편 분할과 매각의 경우에는 기업집단 내의 기업이 아니므로 연결납세는 당연히 적용되지 않음

6) 회계상 비용

- 주식보유비율이 50% 이상인 자회사상장일 경우 모회사의 연결대상이고 모회사의 재무제표에 결부되어 계상되며, 50% 이하로 되면 지분법이 적용됨
 - 사업부문을 매각한 경우, 해당 연도의 손익계산서에는 분리된 사업의 자산이 계상됨

60 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 그러나 매각과 마찬가지로 모회사의 지분이 영(零)으로 되는 기업 분할의 경우에는 특정사업이 그 자산, 부채, 자본이 모두 모회사의 대차대조표로부터 분리됨
 - 배당형 분할의 경우 이익잉여금을 감액함
 - 주식상환형 분할의 경우에는 자본금을 감액(감자)함
- 손익계산서에 있어서는 퇴출사업으로부터의 매상이 계상될 수 없음.
 - 그 때문에 회계상의 이익을 중시하면 매각과 자회사상장이 선호되지만, 현금흐름을 중시하면 비과세분할쪽이 더 합당하다고 할 수 있음

IV. 지주회사제도를 활용한 기업분할

1. 지주회사제도의 개요
2. 지주회사 허용요건
3. 지주회사제도와 기업분할

IV. 지주회사제도를 활용한 기업분할

1. 지주회사제도의 개요

가. 지주회사의 의미

- 지주회사(Holding Company)란 주식보유를 통해 타회사 지배를 주된 사업으로 하는 회사를 의미
- 현행 공정거래법에 의하면 지배목적으로 보유한 주식보유총액이 자기 총자산의 50%를 초과하는 회사는 지주회사로 간주됨

나. 지주회사제도의 장점

- 기업분할의 원활화
 - 지주회사제도의 가장 큰 장점 중의 하나는 기업분할을 원활히 하여 기업구조조정의 효율적 수행을 가능케 한다는 점임
 - 특정사업분야에 대한 진출과 퇴출이 용이
 - 지주회사제도하에서는 조직문화, 행동유인, 보수체계가 상이한 기업을 별도의 기업으로 관리함으로써 이들 기업이 하나의 조직 내에 포함되어 있을 때 발생할 수 있는 이해상충의 가능성을 사전에 예방
 - 기업의 분사화를 통해 조직의 특정부문을 떼어내어 독립된 기업을 설립하고 기존조직과의 관계는 지주회사를 통해 유지

64 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 자원배분의 효율성 증대

- 지주회사는 자회사들로 구성된 사업포트폴리오를 구성하고 외부 금융시장으로부터 자금을 조달하여 사업의 수익성에 따라 자회사들에게 배분하는 내부자본시장의 역할 수행
- 각 자회사는 지주회사로부터 최대한 자금을 조달받기 위해 경쟁하며 이는 각 자회사 경영자에게 경영성과를 증대시키는 유인(incentive) 제공

○ 자회사간 부실이전 가능성 감소

- 지주회사제도하에서는 특정 자회사가 부실화될 경우 그 피해가 다른 자회사에 영향을 미치지 않음
- 동서증권이나 만도기계 등의 경우와 같이, 그 기업자체에는 별 문제가 없으나 계열기업의 부실이전으로 인해 부실화될 가능성이 현저히 감소

○ 자회사간 업무시너지 효과 증대

- 지주회사제도하에서는 지주회사의 최적 사업포트폴리오 구성계획에 의해 자회사 포트폴리오가 구성됨
- 고로 각 자회사간의 관계가 상호보완적 대등관계로 형성되어 자회사간의 이해관계 조정 및 협조관계 유지가 용이
- 기존 자회사방식의 경우에서와 같이 자회사가 모회사 인사적체의 해결수단으로 인식되어 양자간에 이해상충이 증폭되는 현상 방지 가능

○ 경영평가의 효율성 제고

- 지주회사제도하에서는 자회사별로 성과가 측정되기 때문에 평가가 용이하고 성과증진을 위한 인센티브 제공가능
- 모회사와 자회사간 또는 자회사간의 내부거래 가능성 감소

다. 지주회사제도의 단점

○ 경제력의 집중

- 소액자본으로 다수기업을 용이하게 지배할 수 있어 경제력집중의 수단으로 악용될 가능성

2. 지주회사 허용요건

○ 지주회사의 부채비율의 제한

- 부채에 의한 과도한 자회사 지배를 방지하기 위해 부채비율을 순자산 대비 100% 이하로 제한
- 그러나 부채를 과도하게 사용하는 기업이 구조조정의 일환으로 수행하는 기업분할·매각을 지원하기 위해 자산을 다른 회사에 현물출자하고 지주회사로 전환하는 경우는 1년간 예외 인정

○ 지주회사의 자회사 주식보유비율 하한제한

- 지주회사의 자회사 주식보유비율에 대한 제한이 없을 경우 낮은 지분율에 의해서도 자회사를 지배할 수 있어 경제력집중의 폐해가 심화될 우려
- 자회사주식을 50% 이상 소유하도록 하고 상장된 자회사의 경우에는 30% 이상을 보유하도록 제한

66 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 그러나 기업분할을 통한 기업의 구조조정을 지원하기 위해, 분사화를 통해 지주회사로 전환하는 경우에는 소유주식이 50%에 미달하더라도 2년간 예외 인정

○ 자회사의 회사주식의 지배목적 소유금지

- 소액자본으로 다수기업을 지배하는 것을 방지하기 위해, 지주회사가 자회사 이외의 주식을 50% 미만이라 하더라도 지배목적으로 소유하는 것을 제한할 필요

○ 금융자회사와 비금융자회사의 동시소유 금지

- 산업에 의한 금융지배를 방지하고 금융과 산업의 분리 도모
- 미국의 은행지주회사법에서는 은행지주회사의 비금융자회사 소유를 제한하고 있으며 일본의 공정거래법도 지주회사에 의한 금융·비금융자회사 동시 보유를 제한

○ 손회사(손자회사) 비허용

- 손회사를 허용할 경우 부채비율에 제한을 받지 않는 자회사를 통해 다수기업의 지배를 도모할 우려
- 손회사를 통해 지주회사에 출자하는 순환식 상호출자에 의해 가공자본을 형성하여 우회적으로 지주회사 부채비율 요건을 충족할 수 있음
- 다만 자회사의 사업과 밀접한 관련성이 있다고 판단되는 경우에는 예외적으로 허용
- 또한 구조조정 지원차원에서 지주회사의 자회사로 편입될 당시 자회사가 소유하던 자회사의 자회사 즉 지주회사의 손회사는 2년

간 허용할 방침임

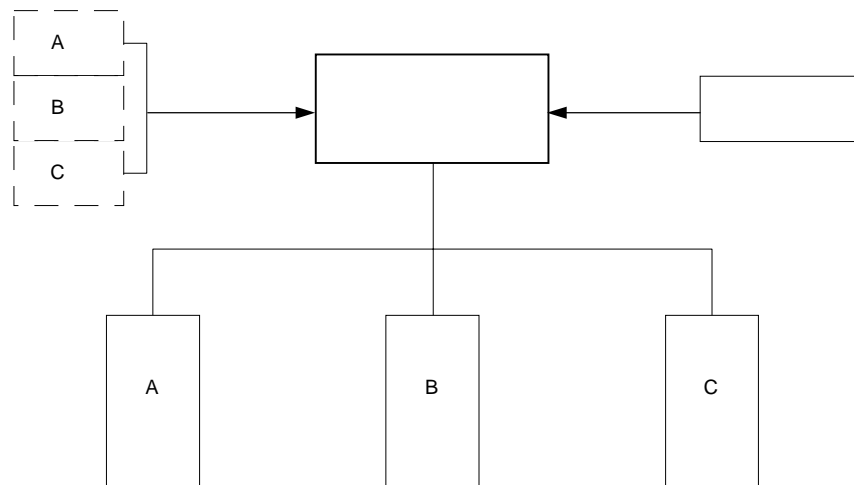
○ 30대 기업집단의 채무보증 해소

- 지주회사제도를 허용한다 하더라도 계열사간 채무보증이 복잡하게 얽혀있는 경우에는 기업분할 등 지주회사제도의 장점을 활용하기 곤란
- 고로 지주회사제도가 실효성을 거두기 위해서는 지주회사와 자회사간, 자회사와 자회사간, 지주회사와 다른 계열사간의 채무보증해소가 선결되어야 함

3. 지주회사제도와 기업분할

가. 계열사 출자를 통한 지주회사 설립

<그림 IV-1> 계열사 출자를 통한 지주회사설립



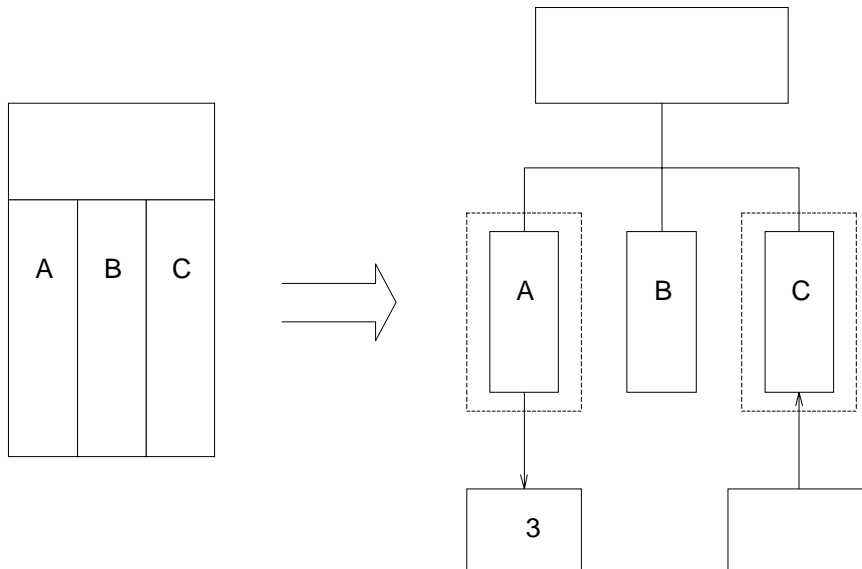
68 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 동일인이나 주력기업 등이 보유하고 있는 계열사 주식을 현물출자하여 지주회사를 설립
 - 지주회사가 주체가 되어 외국인 투자자 등의 외부자금을 조달하고 이를 자회사 재무구조개선에 활용

나. 분사화를 통한 지주회사로의 전환

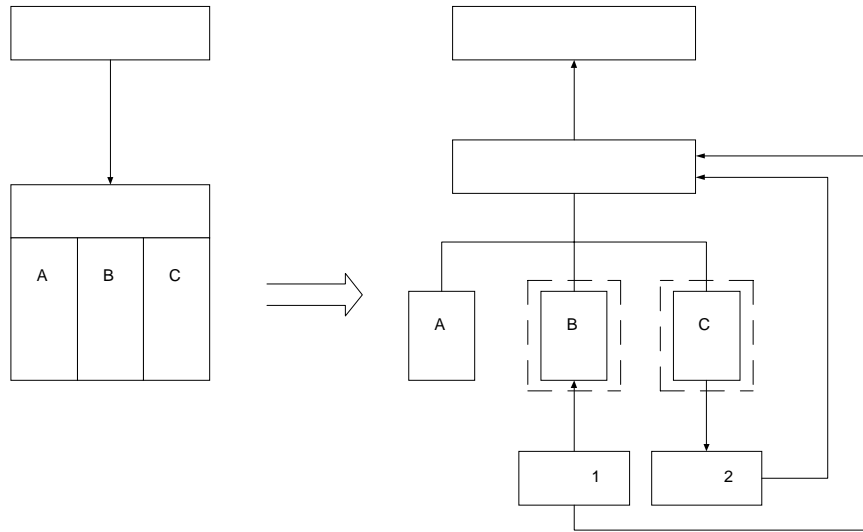
- 기존의 회사를 분사화하여 특정 사업부문을 매각하거나 지분참여 등 외국인 투자를 유치

<그림 IV-2> 분사화를 통한 지주회사로의 전환



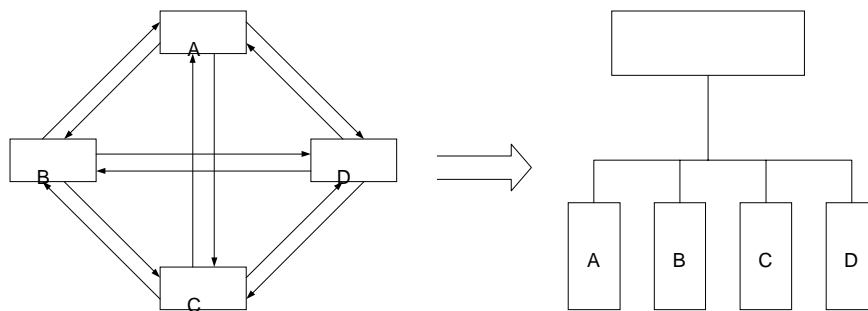
○ 주식매각대금으로 부채 상환

<그림 IV-3> 분사화를 통한 부채상환



○ 분사화를 통한 복잡한 소유관계의 단순화

<그림 IV-4> 지주회사를 통한 소유관계의 단순화



V. 기업분할관련제도

1. 미국의 제도
2. 일본의 제도
3. 우리나라의 제도

V. 기업분할관련제도

1. 미국의 제도

○ 기업분할에 대한 규정

- 회사법상 기업분할에 관한 규정은 없지만, 세법(IRC : Internal Revenue Code)상 배당형 분할, 주식상환형 분할, 모회사청산형 분할 3가지 형태의 기업분할을 비과세되는 조직형태변경¹⁴⁾으로 규정하고 있음
- 이에 대해서는 자산의 양도 및 취득회사(피분할회사)의 주식분배에 관한 규제가 적용됨
 - 단, 모회사청산형 분할의 경우에는 청산절차에 관한 규제가 적용됨

1) 분할당사자간 계약

○ 관련 내용

- 분할회사의 주식교부에 관한 계약 (교부비율 및 단주의 취급 등)
- 분할회사의 자산·부채배분을 결정하는 조직변경(분할)계약
- 세법 355조 적용요건¹⁵⁾ 유지계약 체결

14) 세법 368조는 이들 3가지 형태의 기업분할을 D형 비과세조직변경으로 정의하고 있음

15) 355조가 적용될 경우, 기업분할시 분배된 분할회사의 주식에 대해서는 매각시점까지 과세이연됨. 비과세기업분할의 요건은 다음과 같음.

- 분할 직전 피분할회사는 신회사를 지배하고 있어야 함. 즉, 의결권 주식의 80%, 또한 기타 무의결권 주식을 포함한 발행주식 총수의 80% 이상을 보유해야 함
- 분할 직후 피분할회사는 신회사의 주식을 모두 처분하여야 함. 잔존지

74 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 요건에 저촉되는 행동을 한 측에서 추징과세를 부담함
- 향후 양자관계를 정하는 제 계약 체결(본사의 서비스 계약, 영업경합계약, 지적소유권계약 등)

2) 증권거래법

- 자회사 주식을 신주주에게 주식배당하기 위해 신회사는 주주에게 통지함과 함께 주식등록서류(양식 10)를 SEC에 제출함
 - 신회사의 주식을 수취한 주주는 분할회사가 상장되면 시장에서 매각할 수 있음
 - 신회사의 주식매각에 관한 제한은 모회사의 주식에 관한 사항과 조건이 동일함

3) 회사법

- 미국의 회사법은 州마다 다르기 때문에 특별한 규정은 없음
 - 분할회사를 설립할 때, 모회사와 분할회사간 현물출자계약을 체결
 - 모회사 자산의 일부를 출자할 경우 이사회의 결정으로 족함
 - 모회사 자산의 전부 또는 중요한 자산을 출자할 경우 주주의 특별승인이 필요함
 - 분할회사의 주식발행은 정관 또는, 수권주주수의 범위내의 경우

분에 대해서는 국세청(IRS : Internal Revenue Service)에 그 이유를 설명할 수 있어야 함

- 피분할회사와 분할회사 모두가 분할 전후 이익창출을 목적으로 활발한 사업을 전개해왔어야 함. 유동자산이나 투자자산만의 이전은 인정되지 않음. 그 기간은 전후 각각 5년 이상으로 함
- 기업분할이 회사이익을 주주에게 비과세로 배분하기 위한, 즉 조세회피를 위한 행위로 이용되어서는 아니됨

이사회결로 가능함

- 모회사가 그 주주에게 분할회사의 주식을 교부할 경우
 - 배당형 분할의 경우 주주의 주식보유비율에 따라 현물배당하는 것을 이사회가 결정
 - 주식상환형 분할의 경우 자기주식을 매입하여, ① 소각에 의해 감자하는 것은 이사회가 결정하고, ② 상환 및 분배를 주식보유비율에 따라 행하지 않을 경우 주주평등권 원칙에 따라 전체 주주의 동의를 얻어야 하며, ③ 직접소각의 경우의 수권주식수가 감소하므로 정관변경을 위한 주주총회의결이 필요함
 - 모회사청산형 분할의 경우 현물출자계약을 체결한 후 신회사 청산에 관한 주주총회가 필요함
- 분할에 관한 주주승인은 州 회사법에서 특정하여 요구하고 있는 바는 아니나 기업지배구조를 중시하는 관점에서 행해지는 경우가 많음

4) 거래소규정

- 모회사가 상장기업인 경우, 기업분할에 의해 신주주가 분할회사의 주식을 취득함과 동시에, 통상 상장과 동일한 상장요건을 충족시키고 NYSE와 NASDAQ의 절차를 밟음
 - 분할기업에 적용되는 특별규정은 없음
- 동경증권거래소에서는 분할회사의 경우 설립 후 2년이 경과되어야 상장될 수 있음
 - 기업분할을 목적으로 신회사를 설립하는 방법은 사용치 않음

5) 미국 기업분할제도의 특징

○ 미국식과 유럽식 기업분할의 비교

— 미국식

- 회사법 상 통합적인 분할규정을 갖추고 있지 않고 신회사설립, 영업이전, 피분할회사에 자회사주식의 교부라는 3단계의 독립적인 절차를 거침

— EU와 유럽국가식

- 회사법 상 합병과 반대되는 것으로 분할의 개념을 파악하고 거기에 기초하여 관련 규정을 구축함

○ 장·단점 비교

- 미국형에서는 3가지 단계를 시간을 두고 별도로 행하는 것이 가능하나 EU형은 불가능함

— 미국형과 EU형의 장단점

- 미국형 : 일단 분사화하고 일정 기간 경과 후 자본관계의 단절을 가져오는 기업분할을 행하는 것이 가능함. 또한 통합적인 분할규정을 만드는데 비해 작업이 용이함
- EU형 : 회사법상 분할개념 및 분할규정을 정비해야 함. 채권자 보호와 분할의 특수한 효과 등에 대해 체계적으로 규정할 수 있음.

2. 일본의 제도¹⁶⁾

가. 개요

○ 법적인 문제

- 상법상 기업분할에 관한 규정은 존재하지 않지만, 자회사를 설립하고 영업부문을 이전하는 방식의 분사화는 실무적으로 많이 이용되고 있음
- 기업분할에 관해서는 주식을 피분할회사의 주주에게 교부하는 것이 현행 상법상 가능한가에 대해 논쟁이 계속되고 있음
 - 통설은 배당형식으로는 교부할 수 없다는 것임
- 기업분할제도를 상법상 도입하기 위한 작업 진행 중

○ 현행 법제 하에서 분사화에 이용되는 방법

- 현물출자
 - 피분할회사가 분리하려는 영업부문에 대해 현물출자하여 신회사를 설립
- 재산인수
 - 신회사를 설립 후 발기인이 피분할회사의 영업부문을 양수하기로 계약함
- 사후설립
 - 피분할회사가 금전출자 등의 방식으로 신회사를 설립한 경우, 설립 후 2년 이내에 영업부문을 이전함

16) 通算産業省 産業定策局 産業組織課, 『會社合併・分割の現状と課題』, 商事法務研究會, 1996

— 신회사가 발행하는 신주에 대해 현물출자

- 피분할회사가 금전출자 등의 방식으로 신회사를 설립한 경우, 그 후 신설회사가 신주를 발행할 때 이에 대해 피분할회사가 현물출자함

나. 기업집단의 경영에 관한 제도정비

1) 동경증권거래소의 자회사상장 기준 완화

<표 V-1> 일본의 자회사 상장규정

	자회사상장 규정 (현행)
◎ 영업상 모회사와의 관계	- 신규상장신청회사나 모회사에 불이익을 주는 거래행위를 부당하게 강제하거나 유도하지 않을 것 - 통상적 거래조건과 현저히 다른 조건의 거래가 아닐 것 - 신규상장 신청자회사가 실질적인 의미에서 모회사 사업의 일 부분이 아닐 것
◎ 인적 관계	- 양사간 상근임원 및 종업원의 겸임이 없을 것 - 모회사로부터의 파견인력(관리직 또는 주요부문 종업원)에 의존하지 않을 것
◎ 모회사의 공시상황	- 모회사가 상장 또는 장외등록되어 있든가, 만약 그렇지 않을 경우 계속공시회사일 것 - 계속공시회사일 경우 자회사 경영에 중요한 영향을 미치는 모회사의 정보에 관해 적시공시를 행할 것
◎ 설립경과 년수	- 3년 - 분사화 자회사의 경우 2년
<ul style="list-style-type: none"> ● 개정목적 : 자회사상장의 필요성이 높아진데 대응하여 투자매력이 있는 자회사상장을 촉진하기 위함 ● 모 회사 : 발행주식의 20% 이상을 실질적으로 소유하고 있고 또한 재무·경영방침에 중요한 영향력을 행사할 수 있는 회사 	

○ 자회사상장 규정 ('90년 제정, '96년 개정)

- 모회사로부터 인사 및 경영면에서 독립적이지 못한 자회사의 일반주주를 보호하기 위한 규정
- 미국의 경우 별개의 상장규정은 존재치 않으며, 모회사와의 관계와 그로 인해 발생할 수 있는 위험에 대해 사업계획서 (Prospectus)에 공시하는데 그침
 - 경과년수에 대한 기준도 없으며, 따라서 분사 또는 분할 직후 바로 상장할 수도 있음

2) 지주회사 해금

○ 독점금지법 개정('97.6)

- 과거의 독점금지법
 - 9조 : 지주회사의 설립 및 지주회사로의 전환 금지
 - 9조의 2 : 대규모회사가 자기자본금 또는 순자산 중 큰 금액을 초과하는 국내회사의 주식보유 규제
- 개정법
 - 사업지배의 집중이 과도한 형태의 지주회사만 금지
 - 대규모회사의 주식보유규제 대상에서 제외되는 주식에 대해 규정 : ㉠ 분사화에 의해 설립된 회사의 주식(해당 자회사가 분사시 사업을 영위하는 경우에 한함), ㉡ 100% 자회사의 주식, ㉢ 일정 요건을 충족하는 벤처비지니스의 주식

○ 개정의 의의

- 기존 사업분야를 분사화하여 경영권한과 책임의 명확화, 의사결정의 신속화를 실현하여 경영의 효율성을 도모

80 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 신규사업분야에 대한 효율적인 전개 추진
- 합병처럼 일체화시키지 않고 각각의 조직형태와 기업문화를 살리면서 경영전략면에서 일체화를 도모

○ 조직형태의 선정과 관련된 기타 과제

- 자회사상장 : 상장기준에 설립년수 제한
- 합작 : 세법상 특례인 압축기장 이용불가, 과세이연 혜택없음
- 매각 : 양도차익에 대한 과세

3) 연결재무제표의 개선

○ 기업회계심의회의 「연결재무제표제도의 개선에 관한 의견」

- 기업평가 및 투자판단은 연결베이스가 주가 되고, 연결대상범위도 확대됨
- 따라서 기업집단 내에서의 전략적 위상을 명확화한 후 사업분리 등에 대한 검토 필요

<표 V-2> 분사화와 관련하여 필요한 제도개선사항(일본)

주 제	현 행 제 도	개 선해 야 할 사 항	
◎ 기업집단의 신속하고 유연한 조직변경 실현			
(1) 분사화에 관한 세제 개선	세 법	모회사가 주식의 95% 이상을 보유하게 되는 현물출자에 의해 자회사를 설립할 경우, 압축기장에 의해 출자자산의 양도차익에 대한 과세 이연이 인정됨	단, 출자자산에 토지 등이 포함될 경우 전 출자 자산에 관해 압축비율이 80%로 되고, 또한 자회사주식을 5년 이상 보유하고 모회사사업의 전부 또는 일부를 계속하는 것이 필요
	상 법	이전재산의 평가에 타당성을 담보하기 위해 재판소가 선임하는 검사역의 조사가 의무화됨	검사역이 적임자인가 의문. 또한 조사기간이 길어 부담이 큼
(2) 지주회사 설립을 위한 주식 교환제도의 도입	상 법	자회사를 설립하고, 이에 대해 현물출자형식으로 영업을 양도하는 「분사화 방식」등이 고려되고 있지만 분사화의 경우 위와 같은 문제점이 있음	기존회사의 주식과 신규 설립된 지주회사의 주식을 교환함에 의해 지주회사를 설립하는 「주식 교환방식」 제안
(3) 기업분할 제도의 도입	상 법	분할규정이 상법상 존재하지 않음	제도정비 필요
	세 법	기업분할이 불가능하므로 그에 대한 세제도 없음	제도정비 필요

◎ 기업집단의 경영을 전제로 한 제도정비			
(1) 연결납세 제도의 도입	세 법	연결납세제도는 존재하지 않음	기업집단내에 있어 기업조직 선택에 대한 중립성, 국제정합성 관점에서 동제도를 조기 도입할 것 제안
(2) 연결회계 제도의 도입	증권거래법 상 법	연결재무제표의 작성은 증권거래법의 의무사항이긴 하나 개별재무제표가 주입	
(3) 기업 집단의 경영에 대응한 주주·채권자의 이해 조정에 관한 규정검토	상 법	지주회사와 분할을 상정한 경우 불명확한 점이 있음 (→)	모회사로부터 자회사 경영에 관한 권리보호
		"	모회사 및 이사회에 대한 책임 명확화
		"	자회사에 의한 소수주주 및 채권자 보호

* 通算省 産業政策局, 『わが國企業組織關聯制度の見直していて』, 平成 9년

3. 우리나라의 제도

가. 상법

○ 기업분할제도의 도입(상법 530조의 2~10 신설)¹⁷⁾

— 주식회사에 한하여 주주총회의 결의로 기업분할을 할 수 있도록

17) 상법 530조의 2 “① 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 회사를 설립할 수 있다. ② 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 존립 중의 회사와 합병할 수 있다. ③ 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 회사를 설립함과 동시에 분할합병할 수 있다. ④ 해산 후의 회사는 존립 중의 회사를 존속하는 회사로 하거나 새로 회사를 설립하는 경우에 한하여 분할 또는 분할합병할 수 있다.”

규정함(법 530조의 2)

- 분할 전 회사(피분할회사)의 주주 및 채권자에 대한 보호장치도 마련함(법 530조의 9)
- 또한 출자재산의 범위 등 발생할 수 있는 법률관계를 명확히 하기 위해 분할계획서 및 분할합병계약서의 기재사항도 법으로 정함(법 530조의 3, 5, 6)

○ 상법상 허용된 새로운 기업분할의 형태

- **피분할회사**가 분할 또는 분할합병으로 인해 설립되는 회사의 주식을 취득하는 **종속형 기업분할(물적분할)**
- 분할회사의 주식을 피분할회사의 주주에게 배정하는 **독립형 기업분할**

○ 분할과 관련된 주요 사항들

- 주주총회의 승인 요구(법 530조의 3)
 - 기업이 분할 또는 분할합병을 하기 위해서는 분할계획서 또는 분할합병계약서를 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 함
 - 회사가 수종의 주식을 발행한 경우에 분할 또는 분할합병으로 인해 특정 주주에게 손해를 미치게 되었을 경우 그 주주의 총회의 결의가 있어야 함
 - 이러한 두 가지 주주총회의 결의와는 별도로, 분할 또는 분할합병으로 인해 그와 관련된 각 회사의 주주부담이 가중되는 경우에는 이에 해당되는 주주 전원의 동의가 추가로 있어야 함
- 검사인의 조사·보고(법 제299조) 생략가능
 - 분할에 의해 설립되는 회사는 회사의 출자만으로 설립가능

- 피분할회사에 대한 주주들의 주식보유비율에 따라 신설회사의 발행주식이 이들에게 배정될 경우 감사인의 조사·보고 절차를 거치지 않아도 됨

— 채무에 대한 연대책임(법 530조의 9)

- 분할 또는 분할합병에 의해 설립되는 회사나 존속하는 회사는 분할 또는 분할합병 전의 회사채무에 대해 연대하여 변제할 책임이 있음

— 분할반대주주에게 주식매수청구권 부여(법 530조의 11 제1항)

- 분할행위에 관한 주주총회의 소집을 통지 또는 공고하는 때에는 주식매수청구권의 내용 및 행사방법을 명시하여야 함(법 374조 제2항)¹⁸⁾

나. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률

○ 공정거래법의 목적

- 공정하고 자유로운 경쟁을 촉진함으로써 창의적인 기업활동을 조장하고 소비자를 보호함과 아울러 국민경제의 균형있는 발전을

18) 제374조의 2 (반대주주의 주식매수청구권) ① 제374조의 규정에 의한 결의 사항에 반대하는 주주는 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에는 그 총회의 결의일로부터 20일 내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다. ② 회사는 제1항의 청구를 받은 날부터 2월 이내에 그 주식을 매수하여야 한다. ③ 제2항의 규정에 의한 주식의 매수가액은 주주와 회사간의 협의에 의하여 결정한다. 다만, 협의가 이루어지지 아니하는 경우에는 회계전문가에 의하여 산정된 가액을 매수가액으로 한다. ④ 회사 또는 주식의 매수를 청구한 주주가 보유한 주식의 100분의 30이상이 제3항 단서의 규정에 의하여 결정된 매수가액에 반대하는 경우에는 그 가액을 결정한 때부터 30일 내에 법원에 대하여 매수가액의 결정을 청구할 수 있다.

도모함

- 이에 따라 공정거래위원회는 사업자의 시장지배적 지위의 남용과 과도한 경제력의 집중을 방지하기 위한 조치를 취하고, 부당한 공동행위 및 불공정거래행위에 대해서도 규제하고 있음

1) 기업결합에 대한 규제

- 누구든지 직접 또는 특수관계인¹⁹⁾에 의한 기업결합²⁰⁾행위를 통해 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 행위를 하여서는 아니 됨(법 제7조 제1항).
 - “경쟁을 실질적으로 제한하는 행위”라 함은 일정한 거래분야의 경쟁이 감소하여 특정 사업자 또는 사업자단체의 의사에 따라 어느 정도 자유로이 가격·수량·품질 기타 거래조건 등의 결정에 영향을 미치거나 미칠 우려가 있는 상태를 초래하는 행위를 말함

- 다음의 경우 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 것으로 추정함(법 제7조 제4항)
 - 기업결합의 당사회사의 시장점유율(계열회사의 시장점유율을 합산한 점유율)의 합계가 아래의 요건을 갖춘 경우

19) ① 당해 회사를 사실상 지배하고 있는 자, ② 동일인관련자(공정거래법 시행령 제3조 1), ③ 경영을 지배하려는 공동의 목적을 가지고 당해 기업결합에 참여하는 자

20) 기업결합의 형태

- 다른 회사 주식(지분을 포함)의 취득 또는 소유
- 임원 또는 종업원에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임
- 다른 회사와의 합병
- 다른 회사 영업의 전부 또는 주요 부분의 양수·임차나 경영의 수입, 또는 다른 회사 영업용고정자산의 전부 또는 주요 부분의 양수
- 새로운 회사설립에의 참여

86 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 시장점유율의 합계가 시장지배적 사업자의 요건에 해당
 - 시장점유율의 합계가 당해 거래분야에서 제1위
 - 시장점유율의 합계와 시장점유율이 제2위인 회사의 시장점유율과의 차이가 그 시장점유율의 합계의 100분의 25이상
- 대규모회사²¹⁾가 직접 또는 특수관계인을 통하여 행한 기업결합이 다음의 요건을 갖춘 경우
- 중소기업기본법에 의한 중소기업의 시장점유율이 3분의 2이상인 거래분야에서의 기업결합
 - 당해 기업결합으로 100분의 5이상의 시장점유율을 가지게 됨

○ 기업분할과 기업결합과의 연관성

- 분할에 의해 신설될 회사에 모회사(피분할회사)가 출자를 할 경우 이로 인해 모회사가 분할회사의 주식을 취득하였다면 이는 기업결합으로 간주됨
- 분할합병의 경우 타 회사와의 합병이 역시 기업결합의 형태에 해당됨
- 물적분할(분사화)의 경우도 그 형태에 따라 타 회사의 영업의 양수 또는 새로운 회사설립에의 참여에 해당하므로 기업결합의 형태에 속함
- 어떠한 형태이든 이로 인해 경쟁을 실질적으로 제한한다고 판정될 경우 금지될 수 있음

2) 불공정거래행위의 금지

○ 사업자는 공정한 거래를 저해할 우려가 있는 행위를 하거나, 계열회

21) 자산총액 또는 매출액 규모가 2조원 이상인 회사

사 또는 다른 사업자로 하여금 이를 행하도록 하여서는 아니 됨(법 제23조)

- 부당하게 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·무체재산권 등을 제공하거나 현저히 유리한 조건으로 거래하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위
- 부당하게 거래를 거절하거나 거래의 상대방을 차별하여 취급하는 행위
- 부당하게 경쟁자를 배제하기 위하여 거래하는 행위

○ 공정거래위원회는 불공정거래행위를 행한 사업자에 대하여 당해 불공정거래행위의 중지, 계약조항의 삭제, 정정광고, 법위반사실의 공표 기타 시정을 위한 필요한 조치를 명할 수 있음(법 제24조)

- 또한 당해 사업자에 대하여 과징금을 부과할 수 있음(법 제24조의 2)

○ 기업분할과의 연관성

- 근래 기업구조조정의 일환으로 주목받고 있는 기업분할의 형태로 분사형 아웃소싱을 들 수 있음
 - 이는 모회사와 독립된 별도의 회사를 설립하되, 자산의 분할보다는 기능의 분할에 초점을 둔 아웃소싱 전략임
- 분할기업에 대해서는 모기업이 건물·시설 등을 무상 또는 시중가보다 낮은 가격으로 제공하거나, 독립 후 일정기간 안정적인 물량보장을 통해 자립기회를 제공하는 등의 지원을 하는 것이 일반적임

- 이는 공정거래법 상 불공정거래행위로서 규제를 받을 소지
 - 이에 대해 공정거래위원회는 기업구조조정 시급성을 감안하여 엄격한 규제는 하지 않는다는 방침을 밝힘
 - 하지만 법률 적용의 자의성 문제가 발생할 소지를 내포함

3) 위장계열사의 문제

- “기업집단”이라 함은 동일인이 다음의 구분에 따라 대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 말함(법 제2조 2)
 - 동일인이 회사인 경우 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나 이상의 회사의 집단
 - 동일인이 회사가 아닌 경우 그 동일인이 지배하는 복수의 회사의 집단
 - “계열회사”라 함은 둘 이상의 회사가 동일한 기업집단에 속하는 경우에 이들 회사는 서로 상대방의 계열회사라 함(법 제2조 3)

- 공정거래법에 의해 대규모기업집단에 소속된 것으로 지정될 경우 여러 가지 규제가 가해지며, 또한 소규모회사라도 중소기업으로서의 혜택을 받을 수 없게 됨
 - 대규모기업집단 중에서도 “채무보증제한 대규모기업집단”에 속하는 회사는 국내계열회사에 대하여 채무보증²²⁾을 할 수 없음(법 제10조의 2)²³⁾

22) 국내금융기관의 여신과 관련하여 채무보증제한 대규모기업집단에 속하는 회사가 국내계열회사에 대하여 행하는 보증

23) 예외조항 : ① 산업구조고도화촉진법 또는 조세감면규제법에 의한 합리화 계획 또는 합리화기준에 따라 인수되는 회사의 채무와 관련하여 행하는

- 단, 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 제외됨
 - 또한 채무보증제한 대규모기업집단으로 지정된 기업집단에 속하는 회사는 지정 당시의 채무보증잔액을 법에 지정된 날까지 해소하여야 함(법 제10조의 3)
 - 대규모기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없음(법 제11조)
- 기업분할은 비효율적으로 다각화된 대규모기업집단을 효율적으로 구조조정하는 수단으로 평가됨
- 분사화된 분할기업의 경우 모그룹의 계열사로 편입되므로 기업의 입장에서는 분할의 효과가 반감되는 측면이 있음
 - 이에 따라 공정거래위원회에서도 모그룹이 분할기업의 경영권 독립을 명확히 보장해준다는 점이 입증될 경우 예외적으로 계열사에 편입시키지 않을 수 있다는 입장임
 - 법제화되지 않을 경우 여러 가지 문제점이 발생할 수 있음
 - 그 우선적인 이유는 계열사 편입의 핵심적 기준이 되는 경영권의 독립성을 입증할 투명한 기준이 존재하지 않는다는데 있음
 - 그러나 기업집단을 그대로 유지하기 위해 기업분할제도를 편법으로 악용할 수 있는 소지가 있기 때문에 공정한 기준이 마련되지 않은 상태에서 법제화하기도 어려운 상황임

보증, ② 기업의 국제경쟁력강화를 위하여 필요한 경우 기타 대통령령이 정하는 경우의 채무에 대한 보증

4) 지주회사 금지²⁴⁾

○ 지주회사를 활용한 기업분할

- 현행 공정거래법상 지주회사는 설립 불가능
- 구조조정의 원활화라는 장점과 경제력의 집중가능성이라는 단점을 놓고 논란

○ 현행규정

- 누구든지 주식의 소유를 통하여 국내회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사("지주회사")를 설립할 수 없으며 이미 설립된 회사는 국내에서 지주회사로 전환하여서는 아니 됨 (법 제8조)
- 다른 회사의 사업내용을 지배할 목적으로 소유하는 주식의 대차 대조표상의 장부가액의 합계액이 당해 회사 자산총액의 100분의 50 이상인 회사

24) 좀더 구체적인 내용에 대해서는 '제IV장. 지주회사제도를 활용한 기업분할'을 참조바람

Ⅵ. 증권회사의 기업분할제도 활용전략

1. 증권회사 경영환경변화와 기업분할의 활용
2. 증권회사 지점의 분할가능성 검토
3. 기업분할을 통한 온라인 증권회사의 설립
4. 기업분할과 전략적 제휴
5. 후선업무의 아웃소싱 활용

VI. 증권회사의 기업분할제도 활용전략

1. 증권회사 경영환경변화와 기업분할의 활용

가. 증권회사 경영환경의 변화

○ 증권시장의 변동성 증대

- 외국인 투자비중의 확대, 다양한 파생상품의 활용, 자본시장 개방으로 인한 해외요인의 영향력 증대 등으로 가격과 거래량의 변동성이 증대됨
- 수익측면에서는, 시황변동에 관계없이 얻을 수 있는 수익원의 개발이 요구되고(예 : Wrap Account) 수익원을 다변화할 필요
- 비용측면에서는 고정비를 변동비용화하려는 노력이 필요함

○ 거래비용의 감소와 위탁수수료 인하

- 진입규제 완화, 외국증권회사 진출, 온라인 트레이딩, 할인위탁증권회사의 출현으로 수수료 하락이 예상됨
- 이로 인해 위탁수수료 수입에 크게 의존하는 국내 증권회사의 수익성 악화가 예상됨

○ 투자고객의 욕구 다양화

- 투자자의 투자욕구가 다양화됨에 따라 이를 충족시킬 수 있는 상품과 서비스의 개발이 요구됨
- 상품별·고객별 시장세분화와 이에 입각한 자사의 업무수행능력과 경쟁력 분석이 요구됨

94 주식시장을 활용한 기업분할제도

○ 정보기술(Information Technology)의 발전

- 정보기술의 발달로 온라인 트레이딩의 비중이 높아지고 있으며 금융상품의 설계와 개발에도 활용가능

○ 자본시장의 개방과 외국증권회사와의 경쟁

- 자본시장이 개방되고 선진기법을 보유한 외국의 증권회사가 업무 영역을 확대해감에 따라 이에 대응하기 위한 대책마련이 시급
- 외국증권회사와 비교하여 경쟁력 있는 분야 분석과 외국증권회사와의 전략적 제휴 필요성 대두

나. 증권회사의 대응과 기업분할제도의 활용

○ 기업분할을 통한 고정비의 변동비화

- 후선업무를 최대한 외부위탁(outsourcing)
- 사내벤처 등의 형태로 지점을 분할
- 스톡옵션 등 성과에 연계된 보상체계의 설계와 운용

○ 전략적 제휴와 상품개발

- 안정적인 수익을 확보할 수 있는 대표적인 예가 Wrap Account 등의 자산관리상품인데 이의 도입과 활성화를 위해서는 외국증권회사와의 전략적 제휴도 고려해 볼 필요
- 파생상품, 유동화상품, 기업주문형 상품 등의 증권설계 분야에서도 선진기법과 경험을 보유한 외국증권회사와의 전략적 제휴가 필요한 분야임

○ 기업분할을 통한 온라인 증권회사 설립

- 정보기술의 발달로 온라인트레이딩의 비중이 증대되는 추세에 있는데 현재에는 기존 증권회사 조직 내에서 별도의 팀을 구성하여 홈트레이딩을 관리하고 있음
- 그러나 앞으로 신설될 독립적인 온라인증권회사와 경쟁하기 위해서는, 처음에는 사내분사의 형태로부터 시작하여 점차 모회사로부터 독립된 분할회사의 신설을 고려해볼 필요
- 영업문화의 차이, 성과평가의 차이, 보상체계의 차이 등을 고려할 때, 조직을 분할하여 경영하는 것이 효율적임
 - 브로커였던 Charles Schwab의 경우에도 1996년 처음 인터넷 트레이딩을 시도함에 있어서 기업분할을 통해 e.Schwab이란 별개의 회사를 설립함

○ 지점조직의 탄력성증대

- 투자자의 욕구가 다양화됨에 따라 기존의 대중적 마케팅 방식에서 벗어나 고객의 데이터베이스를 활용한 고객밀착형 마케팅의 필요성 대두
- 비용절감과 친밀한 대(對) 고객 관계의 형성을 위해 사내벤처지점이나 지점의 분할과 같은 보다 탄력적인 조직의 설립이 요구됨
 - 모기업의 조직문화나 경영시스템과는 차별화된, 독자적인 성과평가와 인센티브 시스템 그리고 독립채산제 등의 제반여건의 구축이 선행되어야 함

다. 사내벤처의 활용방안

○ 사내벤처의 필요성

- 기존기업의 기업문화나 성과측정시스템 그리고 인센티브시스템 하에서 새로운 영업방식을 도입하면, 성과평가나 인센티브시스템 등에서 많은 부작용의 발생이 예상됨
- 기존조직과 독립적인 조직문화와 인센티브시스템을 갖는 조직 필요

○ 다단계 영업방식의 사내벤처

- 기존의 지점을 활용한 점포영업방식의 비효율성을 극복하고 수수료인하 경쟁에 대응하기 위해서는 일반관리비를 줄이고 영업의 효율성을 제고할 수 있는 새로운 영업방식 필요
- 사내벤처의 구성
 - 사내벤처의 책임자를 선발하고 책임자의 주도하에 필요인력 선발 및 영업계획 수립
 - 사내벤처 구성의 예
- 영업운영 방안
 - 다단계 운영방식 및 독립채산제 도입
 - 기존인력 활용, 퇴직사원 활용
 - 정보통신을 활용한 재택근무, 무점포, 소규모점포 지향
 - 100% 성과급제
- 고려사항
 - 기존 조직과의 연계성 - 전산활용, 입출금 통장발급, 공통비
 - 영업사고 발생에 대비한 위험관리체제 구축

- 고객세분화에 의한 영업망 구축과 전략거점 설치

○ 정보기술을 활용한 사내벤처

- 정보통신기술을 활용하여 실시간 정보제공, 거래유도, 금융상품의 소개 및 판매 등의 기능을 수행할 수 있는 사내벤처
 - 자산관리자 차원에서 각종 정보제공
- 영업운영 방안
 - 홈페이지 제작을 통한 홍보강화
 - 주식거래 및 금융상품 판매를 위한 기반 조성
 - 인터넷 트레이딩 시스템의 도입 및 운영
 - 선진 온라인트레이딩 업체와 전략적 제휴
 - 온라인 할인영업망 구축

2. 증권회사 지점의 분할가능성 검토

가. 분할여건 분석

○ 증권회사 지점의 현황²⁵⁾

- 퇴출증권회사의 지점정리 및 구조조정에 의한 적자지점 통합·폐쇄의 결과 증권회사당 평균 지점수는 '97년부터 감소하고 있음
 - 그러나 불황기였던 '95, '96년에는 오히려 지점수가 늘어나는 등 지점운영이 효율적이지 못했음
- 적자지점의 비율도 최근 감소하고 있으나 '95, '96년에는 높은 수

25) 노희진·이용무, 『증권회사 현황분석 및 시사점』, 한국증권연구원 Issue Paper 99-02, 1999.2 참조

준을 나타내는 등 경기상황을 이겨낼 만한 자체역량이 부족한 곳이 다수 있음

- 지점당 임직원수는 점차 감소하는 추세를 보임

<표 VI-1> 국내 증권회사의 지점현황 분석

회계년도	1993	1994	1995	1996	1997
평균 지점수	21.2	27.3	29.0	34.1	32.6
전체 지점수	762	873	958	1,224	1,142
적자 지점수	2	5	195	150	34
적자지점 비율	0.3	0.6	20.4	12.3	2.9
지점당 임직원수	21.2	20.6	19.2	16.7	14.7

* 출처 : 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』 각권

○ 증권회사 지점운영의 문제점

- 과거 증권회사들은 규모의 경제성을 증대시키기 위해 외형확장 위주의 대형화 전략을 추구하였음
 - 이러한 대형화로 인해 얻은 점은 지점확대에 따른 위탁중개업무 수입증대에 주로 기인하고 있음
 - 이는 바람직한 현상이라고 보기 어려움
- 왜냐하면 자본시장개방으로 국제적 투자은행과 직접 경쟁하여야 하는 현상황에서 필요한 것은 단순한 외형확장이 아닌 자본금 규모의 확대와 선진금융기법을 활용할 수 있는 전문인력집단의 확산이기 때문임
- 지점운영 등 증권회사의 경영효율성도 더욱 증대되어야 함
 - 그러기 위해서는 고정비용을 변동비용화하고, 비용과 성과를 연동시켜 상황변화에 신속적으로 대응할 수는 있는 방안이 필

요함

- 그 방안으로 기업분할제도를 활용할 수 있을 것인지가 이슈가 되고 있음

○ 국내증권산업의 현실여건

— 증권업무의 기능분해현상의 미발달

- 미국에서는 위탁수수료 자유화 이후, 고객의 요구파악·투자계획의 작성·종목선택·주문집행·평가 등 일련의 대고객 서비스의 특정 부문만을 할인하여 전문적으로 제공하는 업자들이 출현함
- 이처럼 증권업무의 외부위탁이 가능하려면 통합적으로 운영되고 있는 서비스가 단위별로 분할되어 각 서비스마다 공급가격이 설정될 수 있어야 함

— 고정비용을 변동비용화할 수 있는 다양한 외부위탁기관의 미존재

- 디스카운트브로커, 주문결제회사(Clearing Firm) 등이 아직 태동기를 거치고 있어 후선업무 등의 서비스를 공급할 기관이 존재하지 않음

— 성과급제의 미정착

- 최근 증권영업직원에 대한 성과급제가 확산되고 있으나 성과에 대한 명확한 기준이 설정되지 않은 채, 직원의 단순한 동기유발수단으로 이용되는 경우가 있음

○ 국내증권회사에 있어 기업분할 활용의 제약요건

- 앞서 언급했듯이 여건의 미성숙으로 인해 국내증권회사들이 기업분할의 다양한 방법들을 충분히 활용하는데는 다음과 같은 제약

이 존재함

- 평판 및 신뢰성이 아직 부족한 분할회사로서는 모회사의 브랜드를 계속 사용하고자 하는 유인이 존재하는데, 이 경우 분할된 지점에서 사고발생시 그 책임이 모회사에게도 미치기 때문에 모회사로서는 이러한 형태의 기업분할에 적극적이지 않음
- 또한 분할기업의 독자 생존력에 한계가 있기 때문에 모회사로부터 일정기간 업무지원을 받을 필요성이 있음
 - 이러한 요인들은 분할기업의 독립성을 제약하는 요소로서, 국내 증권산업에서 독립형 기업분할의 활용폭이 제한적임을 반증함
 - 그 보다는 종속형 기업분할이 더욱 적합한 활용방안임

나. 활용가능한 분할방법

○ 지점운영의 효율성 증대방안

- 경비의 종합적 관리, 고정설비의 타업무와 연계사용 및 외부위탁을 통한 변동비용화
 - 미국에서는 타사로부터 결제·주문집행 등의 후선업무를 위탁받아 처리하는 주문결제회사들이 발달되어 있음
- 성과급제를 통해 고정비 성격의 인건비를 변동비화하고 지점의 생산성 증대 도모
 - 미국의 경우 영업부문의 외부위탁 방법으로 독립형 영업사원 (Independent Contractor)을 이용하고 있으며, 일본의 경우도 외무원(外務員)이 직원수에서 높은 비중을 차지하고 있음
- 지역의 경제성, 인구수 등을 고려한 적정규모의 점포 유지

○ 종속형 기업분할의 활용

- 영업성과에 기초하여 인센티브와 패널티를 주고 직원의 충원 및 인사와 관련된 권한을 지점에 부여함으로써 각 지점을 독립적인 기업처럼 운용토록 하는 사내벤처를 활용할 경우 지점운영의 효율성을 증대시킬 수 있을 것으로 기대됨
- 위와 같은 사내벤처가 성공적으로 운영될 경우 더 나아가 그 독립성을 더욱 강화시키는 사외분사와 같은 방식을 활용할 수도 있을 것임

○ 독립형 기업분할의 활용

- 현재 수준에서, 기업을 분할함으로써 온라인 증권회사를 설립할 수는 있다고 생각되나 지점을 법적으로 별개의 독립된 기업으로 운영하기는 어려울 것으로 판단됨

3. 기업분할을 통한 온라인 증권회사의 설립

○ 온라인 트레이딩 Charles Schwab 등 디스카운트브로커에 의해 선도되었으나, 그 시장이 급속히 확대됨에 따라 최근에는 Merrill Lynch 등 종합증권회사들도 가세하려 함

- 이러한 과정에서 이 부문을 모회사와는 따로 분할하여 운영하려는 시도가 있었음

○ 디스카운트 브로커였던 Charles Schwab은 최초로 인터넷트레이딩을 시도함에 있어 사업상 불확실성의 위험으로부터 회사 전체를 보호하기 위해 1996년 e.Schwab이란 별개의 자회사를 설립하여 이 분야에 진출함

- 이후 인터넷트레이딩이 활성화됨에 따라 이제 이중체제를 하나로 통합하여 모든 고객에게 인터넷트레이딩의 기회를 부여함

- 또한 이 분야에 진출을 시도하고 있는 증권회사들도 Morgan Stanley의 사례에서 보듯, full-price 종합서비스(Morgan Stanley Dean Witter)와 저가의 인터넷트레이딩서비스(Discover Brokerage Direct)를 별개의 기업으로 독립적으로 운영하는 이중구조를 취할 가능성이 큼
 - 그렇지 않을 경우, 일단 기존 서비스와의 조화를 고려하여 시너지 효과를 얻는데 초점을 맞추면서, 향후 자신의 고객들 중 다수가 인터넷매체에 익숙해져감에 따라 인터넷트레이딩 부문을 확장하거나 분할시키는 전략을 취할 것으로 예상됨

1) 온라인트레이딩(online trading)의 발달과정

- 발전과정
 - 온라인트레이딩이란 터치톤(touch tone), PDA, Internet을 이용한 주식거래로서, 최근 인터넷의 이용이 확산되면서 그 비중이 급증하고 있음
 - 초기단계 : 인터넷 트레이딩을 조기에 수용한 이용자들을 위해 저렴한 수수료를 무기로 경쟁
 - 서비스, 정보의 질, 접근의 신속성(quick access) 등은 좋지 못함
 - 현재단계 : 인터넷 이용자가 확산됨에 따라 수준 가격요인 뿐만 아니라 높은 고객서비스, 정확한 정보, 적정한 수수료 등이 차별적인 경쟁력의 요인으로 부상하였음

○ 인터넷트레이딩의 특징

- 그 특성상 고객과의 친밀성에 기반한 장기적 거래관계의 형성이 어려움
 - 따라서 인터넷트레이딩의 경우도 궁극적으로는 고객의 요구에 맞춰 one-stop shopping을 실현하는 방향으로 나가야 할 것으로 생각됨
 - 이런 면에서 가장 앞선 기업이 Charles Schwab임

○ 인터넷 브로커리지 부문에 있어 경쟁력의 요소들

- 낮은 수수료 (박리다매형) : AmeriTrade
- 고객을 위해 적극적인 부가가치의 창출노력 : Charles Schwab
 - 여기서 실시간 호가, 리서치 보고서 등의 정보제공은 여타 경쟁업체들도 행할 수 있으므로 더 이상 차별적 경쟁력의 요소는 아님
 - 그 보다는 고객을 위해 통합적인 재무분석을 해줄 수 있는 시스템 구축이 중요함
 - Schwab의 Asset Allocation Tool Kit는 고객의 모든 계좌재산(account holdings)을 통합하여 관리할 수 있도록 해줌
 - E★Trade는 고객이 E★Trade가 아닌 다른 기관을 통해 보유하고 있는 유가증권까지도 함께 통합하여 재무상황을 파악할 수 있도록 해줌
- 이용의 편의성 · 거래의 신속성 : Web Street Securities
 - 최저 수준의 수수료, 신속한 체결정보 제공, 빠른 업데이트
 - Web Street의 경우 거래체결시간이 6~10초 정도에 불과함
- 제공서비스의 다변화 : 주로 전략적 제휴방식으로 실현함

- E★Trade : BancOne Corp과의 제휴로 인터넷을 통한 주식공모 등의 서비스 제공
- Charles Schwab : KeyCorp, First Union과의 제휴를 통해 Schwab은 다양한 뮤추얼펀드에 접근할 수 있는 기회를 투자자에게 제공하고, 제휴회사들은 이와 관련된 마케팅, 회계 등의 후선업무(back-office) 서비스를 담당함
- 이러한 방식으로 업무를 다양화함으로써 수수료에 과도하게 의존하고 있는 수익구조를 개선하고자 함

2) 온라인트레이딩 기업의 분석

가) Charles Schwab

○ Charles Schwab의 특징

- 전통적인 브로커리지 수수료에 비해서는 수수료가 낮은 편이나, 경쟁업체에 비해서는 상대적으로 높은 수준임
 - 지점에서 또는 전화 상으로 브로커를 통해 거래할 경우 부과되는 80달러 정도의 수수료에 비해 인터넷 거래의 경우 29.95달러에 불과
 - 그러나 E★Trade나 Ameritrade의 경우 각 15달러, 8달러의 수수료만 받음
- 대신 Charles Schwab은 실시간 정보 및 투자자문 제공 등 서비스 수준을 제고함으로써 경쟁력을 갖추고자 함
 - 초기에 웹을 이용한 주식거래자의 경우에 있어 중요한 것은 수수료의 수준이었음
 - 그러나 인터넷 트레이딩이 핵심적인 시장으로 자리잡고 있는 지금에 있어 중시되는 것은 이용의 편의성, 시스템의 신뢰성,

정보의 유용성이며 이 중에서도 핵심은 정보에 있음

나) Full Service 브로커회사의 움직임

○ Full Service 브로커회사의 온라인트레이딩시장 진출

- Merrill Lynch : 모든 주식관련 리서치자료를 인터넷을 통해 무료로 제공
 - 조만간 일정액의 수수료를 받는 인터넷주식거래를 제한적으로나마 제공할 계획임
- Salomon Smith Barney도 Merrill Lynch와 유사한 프로그램 계획
 - 물론 자신의 핵심적인 종합브로커리지 업무를 위축시킬 위험이 있는 저가의 인터넷트레이딩에 대해서는 우려가 없지 않지만, 온라인투자자를 자신의 full-price 고객으로 만들기 위해 등록된 웹사이트고객에게 애널리스트의 리서치보고서를 제공함
- Prudential : 온라인트레이딩을 실행하기 위해 몇 가지 가격책정 방식을 놓고 테스트 중
- Paine Webber Group : 온라인리서치자료를 유료로 제공하는 것에 대해 고려 중

○ 이들 브로커리지회사들은 더 이상 고객을 온라인투자자와 오프라인 투자자로 분리하여 차별화할 수 없게 됨

- 기존의 종합증권회사를 이용하면서도 인터넷을 통한 거래 및 정보탐색을 원하는 고객이 증가함
- Tower Group의 조사에 의하면, 1일 총 소매트레이딩(retail trading) 중 28% 이상을 사이버투자자들이 점유하고 있는 것으로 나타나 온라인주식거래의 비중이 크게 증가하고 있음을 알 수 있

음

- 그러나 온라인브로커리지기업과 전통적인 종합브로커리지기업이 온라인트레이딩분야에서 당장은 직접적인 경쟁관계를 형성하지 않을 듯함
 - 온라인브로커리지기업의 경우 인터넷을 중심으로 한 온라인트레이딩부문이 자신의 주력사업임
 - 반면 현재까지 종합브로커리지기업의 경우 투자자문·리서치를 중시하는 전통적 브로커리지부문을 보완·강화하기 위한 목적으로 온라인트레이딩에 참여하고 있음

3) 우리나라에서 온라인트레이딩의 개시

- '97년 근거규정(증권거래법 시행령 제66조의 2)을 신설함
 - 증권회사가 문서에 의한 수탁방법 외에 전화·전보·모사전송·컴퓨터, 기타 이와 유사한 전자통신의 방법에 의해 매매거래를 수탁할 수 있도록 함
- 현황
 - 대부분의 증권회사들이 천리안·하이텔 등이나 자체 개발한 소프트웨어를 통해 PC통신을 이용하여 홈트레이딩을 시작하였고, 근래에는 인터넷을 이용한 주식매매서비스를 제공하는 증권회사들이 늘고 있음
 - 수수료는 기존의 위탁매매와 동일하게 일률적으로 0.5%의 수수료가 적용되고 있음
 - 단, 세종증권, 일흥증권 등 몇 개의 회사만이 50%씩 수수료를 할인해주고 있음

- 앞서 언급한 미국의 경우 온라인증권회사는 수수료를 할인해주고 있는 일종의 할인위탁중개회사임
 - 우리나라의 경우 이제 막 태동하는 단계로서 수수료를 할인하고 있는 회사도 몇 개 안되고, 그것도 서비스의 차별화 정도에 따라 다르지 않고 50%로 일률적임
 - 또한 독립적인 할인위탁중개업자 등이 존재하지 않기 때문에 기존 종합서비스를 제공하는 증권회사들에 의해 서비스가 이루어지고 있음
 - 따라서 홈트레이딩을 위한 별도의 영업부나 팀을 구성하여 영업을 전개하고 있음
 - 아직은 본격적인 온라인증권회사를 설립하기 위한 준비단계임

- 준비단계에서는 독립적인 팀이나 사내분사 형태로 조직을 구성할 수 있음
 - 그러나 앞으로 온라인트레이딩이 본격화될 경우 다수 설립될 독립적인 온라인증권회사들과 경쟁할 수 있기 위해서는, 기존 증권회사에서 제공하던 서비스와는 차별화된 서비스를 제공할 필요가 있음
 - 그러기 위해서는 이러한 조직을 모회사로부터 분할하여 별개의 회사로 신설하는 방식을 고려해 볼 필요가 있음
 - 영업문화의 차이, 성과에 대한 평가방식의 차이, 그로 인한 보수체계의 상이성 등을 고려할 때, 조직을 분할하여 경영하는 것이 효율적이라고 생각됨
 - 분할방법으로는 기존 증권영업과의 시너지 효과를 중시할 경우 사외분사 등 종속형 기업분할을 이용할 수도 있지만, 양자의 특성을 전문적으로 살리고자 한다면 독립형 기업분할을 통해

독립적인 기업으로 분할할 수도 있음

4. 기업분할과 전략적 제휴

○ 의의

- 복수의 독립적인 기업들이 하나 또는 그 이상의 부가가치 활동 분야에서 노하우와 자원을 상호 제공함으로써 시너지효과를 통해 서로의 이익을 추구하고자 하는 기업간 협력방식
- 기업분할과 관련된 전략적 제휴의 대표적인 형태로는 모기업으로부터 법률적으로 독립된 사업체를 제휴쌍방기업들이 자본투자하여 설립하는 합작벤처기업들 들 수 있음

○ 최근 법제계적 차원에서 이루어지고 있는 금융기관간의 합종연횡 과정 중 특히 일본의 경우 위와 같은 방법들도 널리 이용됨²⁶⁾

- 다이와증권(大和證券)과 스미토모은행(住友銀行)은 양자간 제휴를 통해 각각 법인영업부문과 증권부문을 분할하여 공동출자회사를 신설함
 - 이렇게 하여 법인영업의 다이와증권 SB 캐피탈마켓, 파생상품의 SBCM 다이와증권 파이낸셜, 투신·연금의 프리덕츠다이컴 SB 애셋매니지먼트가 설립됨
- 닛코증권(Nikko Securities)과 트래블러스그룹은 전략적 제휴관계를 체결하면서 합작벤처기업인 Global Wrap Consulting과 Nikko Salomon Smith Barney Ltd.를 설립함
- 니혼코교은행(日本興業銀行)과 노무라증권(野村證券)도 파생금융상

26) 김형태·김정미·박용서, 『증권회사의 M&A와 전략적 제휴 - 외국의 사례와 시사점』, 한국증권연구원 조사보고서 99-01, 1999.1

품 등 금융신상품과 새로운 투자기법을 제공할 Global Financial Products와 자산운용 및 관리서비스를 제공할 Nomura IBJ Investment Services를 상호출자하여 신설함으로써 전략적 제휴관계를 형성함

- 국내증권회사의 경우 전문적 금융기법이 아직 부족한 장외파생상품이나 Wrap Account 등의 새로운 분야를 개척하는데 활용될 수 있음
 - 관련 사업부문을 분할하여 새로운 기업을 설립함에 있어 국내 진출을 꾀하고 있는 외국금융기관의 자본참여를 유도함으로써 그들의 노하우를 배울 수 있음

5. 후선업무의 아웃소싱 활용

가. 미국 증권산업에서의 활용²⁷⁾

- 위탁수수료자유화 이후 미국 증권회사들은 업무의 철저한 기능분해(unbundling)를 전제로 한 외부위탁(outsourcing)²⁸⁾을 풍부하게 활용하고 있음
 - 그 기반으로서는 정보통신기술의 발달로 브로커리지 서비스의 기능들이 개개의 서비스단위로 분해될 수 있게 되는데 있음
 - 이로써 각 서비스마다 별개의 가격책정(pricing)이 가능해지고 이들 서비스를 전문적으로 제공해주는 특화된 업자들이 발달함

27) 佐賀卓雄, “美國の證券會社,” 『證券經濟研究』, 1996.7

28) 아웃소싱이란 기업이 특정 업무 내지 기능의 일체를 외부에 위탁함으로써 자신의 사업역량을 극대화하려는 경영전략을 의미함. 아웃소싱에는 다양한 유형이 존재하는데, 일반적으로 제3자 위탁방식과 기업분할을 활용하는 분사화 방식으로 나뉘어짐. 후자를 분사형 아웃소싱이라 부르기도 함.

110 주식시장을 활용한 기업분할제도

- 주문집행업무에 특화된 할인중개업자(Discount Broker), 인터넷브로커, 결제·주문집행 등의 후선업무(back office operations)는 외부위탁하고 고객에 대한 영업활동에만 특화된 주문중개회사(Introducing Firm) 등
- 또한 다양한 후선업무들을 대행하는 주문결제회사들이 존재함
 - 이들을 이용하여 고정비용을 변동비용화함으로써 시장상황의 변화에 유연히 대응할 수 있는 체제를 만들어감.

○ 1995년 5,308개의 전체 증권회사들 중 대략 주문중개회사가 85%, 주문결제회사가 15%를 차지함 (SEC 1996년 연차보고서)

- 그리고 뉴욕증권거래소(NYSE)의 회원인 300여개의 증권회사 중에는 주문결제회사 18개, 주문중개회사 96개 사가 있음(1997년 기준)
- 이들은 각각 기능분해(unbundling)된 특정 기능에 전문화하고 있는 업자들임

<그림 VI-1> 블랙먼데이 전후 후선업무의 운영형태 변화

		1985년	1990년
외 부 위 탁	자 영	45%	22%
	정 보 서 비 스 회 사	33%	22%
	주 문 결 제 회 사	22%	56%

- 90년대 들어서는 증권시장의 활황세를 반영하여 뮤추얼펀드의 판매 수수료 수입이 증가했는데, 여기서도 업무의 기능분해 현상을 관찰할 수 있음
 - 이 당시의 특징으로는 상업은행(commercial bank)에 의한 투자신탁 판매액 및 시장점유율이 급증했다는 것임(91년 31% 점유)²⁹⁾
 - 투자회사협회(ICI)에 따르면 은행의 장기공사채투신 판매액의 약 30%가 각주의 ①이고 나머지가 ②③임(92년 1~6월).
 - 전용펀드의 경우 증권회사의 시장점유율을 직접적으로 감소시키지만, 그 외의 경우 오히려 투자자문회사나 증권회사의 운용수익이나 판매수수료의 증가를 가져옴.
 - 이는 투자신탁부문에서도 기능분해(unbundling)가 이루어졌다는 것을 의미함
 - 은행 창구에서 판매되는 일반 투신은, 대형 투신전업사나 증권회사의 계열투신사가 취급하는 경우는 적고 또한 독자의 판매망을 갖추지 못한 투신사가 많음³⁰⁾

29) 은행이 판매하는 투신상품의 종류

- ① 전용펀드(proprietary fund). 은행에서만 구입가능. 은행 자체나 관련회사가 실질적으로 운용하면서 판매수수료와 운용수수료를 챙김.
- ② Private Level Fund. 은행 독자의 이름이 붙어있으나 운용은 외부 투자신탁회사에서 행함.
- ③ 투신사의 투신상품(일반투신)을 은행이 판매함.

30) 은행도 브로커리지 면허를 갖고 있는 증권브로커를 점포내에 배치할 필요가 있는데, ① 그 은행의 증권자회사를 브로커로 두거나, ② 증권회사와 합병하여 브로커리지 자회사를 설립하거나, ③ 자본관계가 없는 독립계 브로커리지회사(Side Party Provider)로부터 브로커를 파견하는 방법을 씀. 투신을 취급하는 은행의 60% 정도가 ②의 방식을 이용함. 이는 비용리스크를 회피하기 위해 은행점포에서 투신을 판매하든가, 아니면 후선업무를 담당하는 독립계 브로커리지회사와 기능분담을 하기 때문임. 이것도 기능분해(unbundling)를 전제로 한 외부위탁(outsourcing)의 형태임.

나. 증권회사의 수익-비용구조

○ 수익-비용관계의 비대칭성

- 수입이 늘어남에 따라 비용도 함께 증가하는 경향이 있음.
- 그러나 수입이 급락하게 되었을 때 그에 맞춰 비용을 하향조정하는 데는 상당한 시차가 존재함
- 이러한 현상은 증권시장의 심각한 침체기(블랙먼데이 등)에 특히 두드러짐
 - 그리하여 과잉비용을 줄이고 수익성을 회복하는데 수년이상 걸리기도 함

○ 비용과 수익의 악순환 문제

- 비용구조를 개선하기 위해 행한 인원감축 등 경비절감방안이 결과적으로 영업의 규모를 축소시킴으로써 수익을 감소시켜 그 효능이 상쇄됨
- 따라서 비용을 절약하면서도 수익성을 유지하거나 상승시킬 수 있는 방법이 필요함

○ 이러한 문제점을 극복하기 위해서는 증권회사의 영업과 관련된 비용-수익관계에 대한 분석이 필요함

- 다음은 '97년 SIA에 의한 설문조사 결과임³¹⁾ (종합증권회사, 할인중개회사, 은행자회사형 중개업자, 독립형 중개업자의 CFO 90명을 대상으로 함. 복수응답 가능)

31) SIA, "Cost Management in the Securities Industry : Trends & Best Practices," *Securities Industry Trends*, Vol. X X III , No.5 (1997.9.12)

— 여기서 나타난, 증권회사의 영업비용 중 과다하다고 간주되는 항목에 대한 응답빈도

- 소매브로커리지 부문 (156명)
- 자료처리(data processing) (126명)
- 정보시스템 (120명)
- 투자은행업무 (119명)
- 트레이딩부문 (110명)
- 리서치부문 (77명)
- 후선업무(operations) (76명)
- 주문집행(execution) (43명)
- 자산관리업무 (23명)

○ 소매영업부문의 비용

— 브로커에 대한 보상(compensation)이 높은 비중을 차지함

○ 자료처리 및 정보시스템

— 상당한 고정자본투자를 필요로 함

— 이에 상응하는 생산성과 효율성 향상이 있어야 함

○ 아웃소싱의 역할

— 고정비용³²⁾을 변동비용화할 뿐 아니라 기업의 핵심역량에 경영자

32) 비용관리를 행하는데 있어 고정비용은 매우 중요하게 취급됨. 문제의 초점은 ① 고정비용이 수익증대에 기여하고 있는가, ② 고정비용을 변동비용화할 수 없는가라는 것임

114 주식시장을 활용한 기업분할제도

원을 집중할 수 있도록 도와줌

- 증권회사의 경우 아웃소싱의 대상이 아직까지는 주로 후선업무와 관련된 기능(administrative or back-office functions)들에 집중됨
 - payroll, 컴퓨터프로그래밍, statement printing 등

○ 전략적 제휴

- 전략적 제휴도 비용을 공동부담(cost-sharing)하고 위험을 분산(spreading risk)하는 형태로서 주목받고 있음

다. 개선방안

○ 악순환의 고리를 끊을 수 있는 해결책들³³⁾

- 새로운 금융상품의 개발
- 기업구조 및 업무처리방식의 유연성(flexibility) 제고
 - 이로 인해 계속 변화하는 시장의 요구에 신속히 대응할 수 있음
- 정확한 원가계산에 근거한 비용절감
- 경쟁에서 승리하기 위한 차별화 전략
 - 자신의 특성에 적합한 분야에 핵심역량을 집중함으로써 경쟁력 확보

○ 위와 같은 해결책을 제시할 수 있는 수단으로 후선업무의 아웃소싱, 특정 업무를 자회사화하여 분리독립시키는 분사화 등 조직부문을 외

33) エレクトロニック・バンキング研究會, 『リストラクチャリング・メソドロジー: 美國金融機關の合理化技法集』, 金融財政事情研究會, 1993.

부화(外部化)하는 다양한 형태의 경영방식이 모색될 수 있음

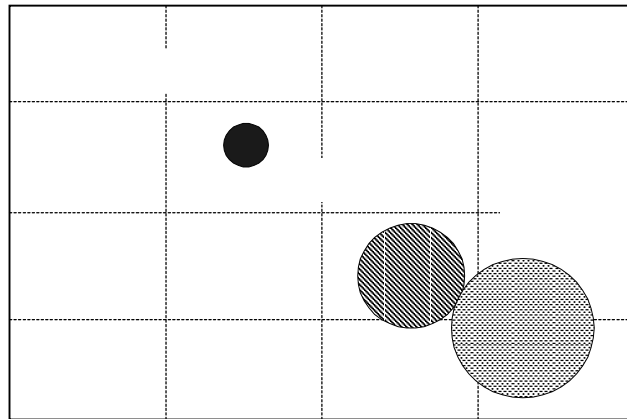
- 이는 기업조직의 유연성을 제고시킬 뿐 아니라
- 이로 인해 경영자원을 핵심역량에 보다 집중적으로 투하할 수 있게 해줌
- 또한 사내벤처 등을 활용하여 금융신상품을 개발하는 팀을 구성할 수도 있음

○ 아웃소싱 대상업무

- 일반적으로 성숙기에 접어든 사업부문일수록 자체 수행하는 것보다 외부화하는 것이 경제적임

<그림 VI-2> 업무의 라이프사이클과 아웃소싱의 효과

가 가



* 출처 : R.M.Tomasko, *Downsizing*, AMACOM

참고문헌

참고 문헌

- 김건식, “지주회사규제의 재검토 : 일본에서의 개정론을 중심으로”
- 김형태 · 김정미 · 박용서, 『증권회사의 M&A와 전략적 제휴 - 외국의 사례와 시사점』, 한국증권연구원 조사보고서 99-01, 1999.1
- 김형태 · 박용서, 『한국의 구조조정 관련기구 : 그 기능과 연계성』, 한국증권연구원 연구보고서 98-08, 1998.10
- 노희진 · 이용무, 『증권회사 현황분석 및 시사점』, Working Paper, 한국증권연구원, 1999.2
- 박상수 · 이원흠, “사업구조조정의 Win-Win 전략(II),” 『주간경제』 459호, LG경제연구원, 1998. 3. 25.
- 박상수, “국내의 MBO - 그 가능성과 한계,” 『주간경제』 483호, LG경제연구원, 1998.9.9.
- 한국상장회사협의회, “기업구조조정 관련제도 개선방안,” 상장협 연구보고서 98-4, 1998.8
- 한화경제연구원, “증권산업 개방에 따른 영향 및 사내 벤처조직 설립(案),” 『산경 Issue Paper』 98-1호, 1998.4.4
- 현대경제사회연구원, “사내벤처와 경쟁력 제고,” 『Prime Business Report』, 제16호, 1997.5.8
- _____, “책임경영의 출발점 - 사내분사제,” 『Prime Business Report』, 제16호, 1997.7.19
- 홍복기, “상법에 있어서 ‘회사의 분할’에 관한 규정의 도입검토,” 『상사

법연구』 제17권 제1호, 1998, pp.343~368

エレクトロニック・バンキング研究会, 『リストラクチャリング・メソ
ロジー : 美國金融機關の合理化技法集』, 金融財政事情研究会,
1993.

小谷野薫・東伸之, “イギリス經營者買收の我が國への示唆,” 『財界觀測』,
97.5.1

松古樹美, “アセット・リストラクチャリング - 美國のグループ價值創造
事例と我が國への示唆,” 『財界觀測』, 1997.11.1

宋戸善一, “持株會社と會社分割 - 企業グループのコーポレート・ガバナ
ンスにおける意義,” 『商事法務』, No.1412, 1996.1.25

佐賀卓雄, “美國の證券會社,” 『證券經濟研究』, 1996.7

通算産業省 産業政策局 産業組織課, 『會社合併・分割の現状と課題』, 商
事法務研究会, 1996

3i Group, "Buying a Business : Management Buy-in,"
<http://www.3i.com/buying/bimbo.htm>

Brown, D.P., "Why Do We Need Stock Brokers?" *Financial Analyst
Journal*, March/April 1996, pp.21~30

Comment R. and G. Jarrell, "Corporate Focus and Stock Returns,"
Journal of Financial Economics, Jan. 1995, pp.67~87

Cusatis P., J. Miles and J.R. Woolridge, "Restructuring through
Spin-off," *Journal of Financial Economics*, June, pp.293~311

- D.H. Chew, JR., "The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice" McGraw-Hill, 1993
- Logue D.E., J. Seward, and J. Walsh, "Rearranging Residual Claims: A Case for Targeted Stock," *Financial Management*, Spring 1996, pp.43~61
- Michael R. and W.H. Shaw, "The Choice of Going Public: Spin-off vs. Carve-out," *Financial Management*, Autumn 1995
- SIA, "Cost Management in the Securities Industry : Trends & Best Practices," *Securities Industry Trends*, Vol. X X III, No.5 (1997.9.12)