

# 정책브리핑



정책브리핑 | 2022-29호 | 2022년 10월 12일 | 발행처 민주연구원 | 발행인 노웅래 | idp.theminjoo.kr

## 개미 울리는 물적분할, 반쪽짜리 정부 대책

최 환 석 연구위원

### 《요약》

#### ■ 금융당국 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」 발표

- 물적분할 공시 강화: 물적분할의 구체적 목표, 추진사유, 주주보호방안 등을 의무공시
- 주식매수청구권 부여: 반대주주의 주식을 기업에 매수하도록 청구할 수 있는 권리 부여
- 자회사 상장심사 강화: 분할 후 5년 이내 자회사 상장 시 모회사 주주 보호노력 심사

#### ■ 금융위 방안의 3대 한계점

- 한계점①: 주식매수청구권 행사 사각지대 존재 → 자산양수도 방식 활용 시 반대주주의 주식매수청구권 행사 불가
- 한계점②: 매수가격으로서의 시장가액 적정성 문제 → 시장가액이 해당 주식의 계속기업 가치를 제대로 반영하지 못 해 반대주주의 재산권이 침해될 가능성
- 한계점③: 지배주주 소유-지배 괴리(ownership-control disparity) 확대에 대한 대응 방안 부재 → 피라미드 구조 심화 등으로 지배주주의 지배력 확대 불가피

#### ■ 정책적 제언

- 제언①: 경상적이 아닌 중요한 자산양수도(예: 총자산대비 100분의 10 이상)에 대해 반대주주 주식매수청구권 행사가 가능하도록 상법, 자본시장법 개정
- 제언②: 주식매수청구권 매수가격을 공정가격과 시장가격 중 높은 가액으로 산정할 수 있도록 자본시장법 개정
- 제언③: 소수주주 과반결의제(Majority of Minority Rule) 도입 등을 통해 일반주주의 목소리가 충분히 반영될 수 있는 제도적 장치 마련

♣ 이 글의 내용은 연구자의 의견이며, 민주연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

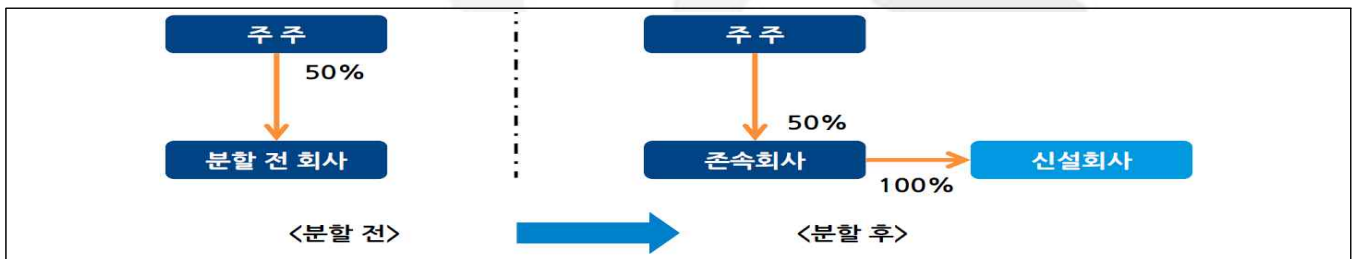
## 1. 물적분할 및 모회사 동시상장 이슈

### ○ 일부 대기업들의 물적분할에 대한 소액주주 반발이 주요 사회적 이슈로 부각

- 물적분할은 1998.12월 IMF 위기 극복 과정에서 기업구조조정을 원활하게 진행하기 위해 상법에 도입된 기업분할 유형 중 하나
- 지배주주 입장에서는 지배력을 상실하지 않으면서도 대규모 자금을 조달할 수 있기 때문에 물적분할은 전통적 재벌기업 등에 의해 자주 활용

\* 2010~2021년 국내 상장기업의 총 기업분할공시(482개) 중 물적분할이 78% 비중 차지

- 최근 풍산, DB하이텍 등 중견기업들도 물적분할을 추진하려다 사회적 논란 등으로 계획 철회한 사례 존재



자료: 하이투자증권

- 핵심 사업부문을 물적분할하고 단기간 내 신규상장하는 기업분할사례가 반복되면서 소액주주 보호를 위한 대책마련 요구 확대
- 고성장 사업부문을 물적분할하는 경우 모회사 가치하락에 대한 우려 등으로 주가 동반하락 불가피
- \* LG에너지솔루션 물적분할 계획이 이사회 의결 하루 전 언론보도 등을 통해 알려지자 모회사인 LG화학의 주가가 이틀 연속 각각 5.37%, 6.11% 하락
- 분할한 자회사를 상장하는 과정에서 모회사 주주가 배제되는 등 주주로서의 권리와 잠재적 부가 훼손

### 《최근 시가총액 10조원 이상 기업의 물적분할 결정 사례》

| 분할년도        | 물적분할 결정기업 | 분할설립회사        |
|-------------|-----------|---------------|
| 2018 ~ 2019 | 네이버       | 엔스토어, 네이버파이낸셜 |
|             | SK이노베이션   | SKIET         |
| 2020 ~ 2021 | LG화학      | LG에너지솔루션      |
|             | SK텔레콤     | 티맵모빌리티        |
|             | LG전자      | LG마그나 이파워트레인  |
|             | 카카오       | 멜론컴퍼니         |
|             | SK이노베이션   | SK온           |
|             | POSCO     | 포스코           |

자료: 한국거래소

주: 시가총액은 물적분할 공시 당일 종가 기준

## 2. 금융위 대책안 주요내용

### ○ 금융당국 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」 발표 (9.6일)

- 물적분할 및 모자기업 동시상장 문제는 윤석열정부 국정과제 중 하나인 ‘자본시장 혁신과 투자자 신뢰 제고로 모험자본 활성화’의 하위과제로 既定

### ○ 물적분할 추진 시 관련 공시 강화 (금감원 기업공시서식 개정)

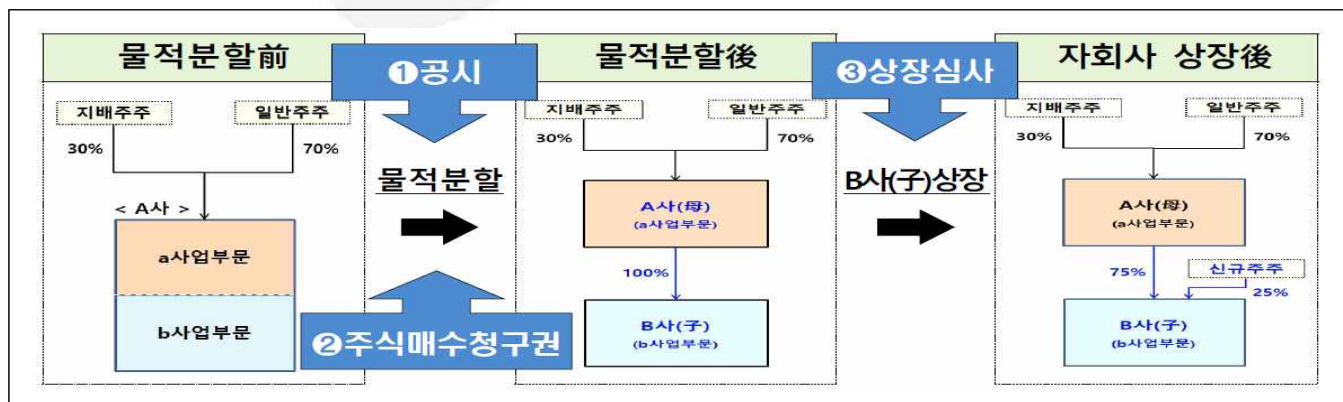
- 이사회 의결 3일 이내 ‘주요사항보고서’를 통해 물적분할에 대한 구체적 목표, 추진 사유, 기대효과, 주주보호방안 등을 상세하게 공시
  - 분할 자회사 상장 계획 시 예상일정 등을 함께 공시, 추후 계획이 변경되는 경우 정정공시

### ○ 주식매수청구권 부여 (자본시장법 시행령 개정)

- 상장기업의 주주가 물적분할에 반대하는 경우 본인의 주식을 매수해줄 것을 기업에 청구할 수 있는 권리 부여
    - 물적분할을 의결하는 주주총회에서 청구권 행사 가능
    - 청구권 행사에 따른 매수가격은 주주와 기업 간 협의로 결정하되, 협의되지 않으면 시장가격\* 적용
- \* 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월, 과거 1개월, 과거 1주일 간 각각 가중평균한 가격을 산술평균하여 계산

### ○ 분할 자회사 상장심사 강화 (한국거래소 규정 개정)

- 물적분할 이후 5년 이내 자회사를 상장하는 경우 모회사 일반주주 보호노력에 대한 질적 심사를 강화하고 미흡한 경우 상장제한
  - 물적분할을 이미 완료한 기업에 대해서도 분할 후 5년이 경과하지 않았다면 새로운 상장심사제도 적용



자료: 금융위원회

### 3. 금융위 방안의 3대 한계점

#### ○ 한계점①: 주식매수청구권 행사 사각지대 존재

- 영업양도 방식이 아닌 자산양도를 통한 현물출자 방식으로 자회사를 신설하는 경우 모회사 주주들의 주식매수청구권 행사에 한계 발생
  - 상법 상 ‘영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도’ 시 주주총회 특별결의를 거쳐야하며, 이에 반대하는 주주는 주식매수청구권 행사 가능
  - 반면 ‘중요한 자산의 처분 및 양도’의 경우 영업양도와 실질적 차이는 없지만 주주총회를 거치지 않고 이사회 결의만으로 추진 가능, 주식매수청구권 행사 불가능

제374조(영업양도, 양수, 임대등) ① 회사가 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 할 때에는 제434조에 따른 결의가 있어야 한다.

1. 영업의 전부 또는 중요한 일부의 양도

제374조의2(반대주주의 주식매수청구권) ① 제374조에 따른 결의사항에 반대하는 주주(의결권이 없거나 제한되는 주주를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)는 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에는 그 총회의 결의일부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다.

제393조(이사회의 권한) ① 중요한 자산의 처분 및 양도, 대규모 재산의 차입, 지배인의 선임 또는 해임과 지점의 설치·이전 또는 폐지 등 회사의 업무집행은 이사회 결의로 한다.

#### ○ 한계점②: 매수가격으로서의 시장가액 적정성 문제

- 주식매수청구권 행사에 따른 매수가격을 시장가격으로 산정할 경우 해당 주식의 거래가격이 가치를 제대로 반영하지 못 해 반대주주의 재산권이 침해될 가능성
  - 이사회 결의일 등을 기준으로 짧은 이벤트 기간(event period) 동안 산정되는 시장가격은 기업의 계속가치를 충분히 반영하기 어렵다는 한계점 존재
  - 물적분할, 자회사 상장 등의 주요 이벤트가 발생할 경우 해당 리스크가 시장가격에 선반영되면서 주가가 상당폭 하락하는 것이 일반적
  - 대주주 등이 자신에게 유리한 조건으로 이벤트를 추진하기 위해 인위적으로 해당 법인의 주가를 조정할 동기를 부여하는 사례도 일부 발생
- 미국 델라웨어주 대법원은 상장회사가 주식매수청구권 행사에 따른 매수가액을 결정할 때 시장가격이 아닌 공정한 가격을 적용해야 한다고 결정한 판례 존재<sup>1)</sup>
  - 시장가격은 공개된 정보에 기초하여 형성된 거래가격을 의미, 미공개 정보를 포함할 수 있는 계속기업가치를 기준으로 하는 공정한 가격을 산정해야 한다는 지적

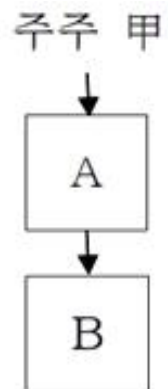
1) 457 A.2d 701 (Del. 1983).

참고: 주식매수청구권 행사 시 매수가격 산정에 대한 미 델라웨어주 대법원 판례

- 1983년 델라웨어 대법원은 Weinberger vs. UOP 사건을 통해 주식매수청구권 행사에 따른 공정한 가격 산정과 관련된 새로운 방법론을 제시
- 주식매수청구권에 있어서 기본적 개념은 주주가 계속기업가치를 기준으로 합당한 지분 이익만큼 지급받을 권리가 있다는 것 (The stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him, viz., his proportionate interest in a going concern.)
- 합당한 지분 이익이란 주식의 내재적 가치를 의미하며, 합리적 관점에서 가치형성에 관여한 것으로 인정되는 모든 요소를 고려하여야 한다고 제시
  - 반대주주의 이익을 평가함에 있어 주식의 시장가치뿐만 아니라, 자산가치, 수익전망, 기업의 특성, 지배주주 프리미엄 등을 충분히 고려해야함을 인정

○ 한계점③: 지배주주 소유-지배 괴리 확대에 대한 대응 방안 부재

- 기업분할로 인해 자회사 또는 손자회사가 만들어질 경우 대기업집단 내 피라미드 구조가 한층 심화되는 결과 발생
  - 피라미드 구조는 최상위 모회사를 지배하는 지배주주 등이 계층적 소유관계를 통해 순차적으로 하위단계의 회사까지 실질적으로 지배하는 경우를 의미
  - 넓게는 지배주주 지배력이 기업집단 전체에 미치게끔 하는 직간접 상호출자를 포함
- 피라미드 구조가 심화될 경우 이미 심각한 재벌총수들의 소유-지배 괴리도\*가 더욱 확대되는 것은 불가피
  - \* 소유-지배 괴리도(ownership-control disparity)는 기업이익에 대한 배당 권한인 소유권 (cash flow right)과 경영활동에 대한 의사결정 권한인 의결권(voting right) 간 차이를 의미
- 2019년 기준 국내 공시대상기업집단에 속한 2,103개 기업의 경우 총수 일가가 평균 3.9% 소유권을 가지고 있는 반면 57.5% 통제권을 행사
- 소유-지배 괴리가 커질수록 지배주주와 소액주주 간 이해관계 충돌 가능성이 커지고, 기회주의적 행동 유인이 강화될 가능성
  - 소유권보다 높은 지배권을 가진 지배주주는 의사결정에 대한 위협이나 비용을 소유권만큼만 부담하는 반면, 지배권을 활용하여 자신에게 귀속되는 사적이익은 완전하게 취할 수 있기 때문
  - 지배주주의 사적이익 극대화를 위한 기회주의적 행동 유인이 높아질 경우 궁극적으로 기업가치가 훼손되거나 소액주주의 잠재적 부가 침해될 가능성



## 4. 정책적 제언

### ○ 중요한 자산양수도 시 주식매수청구권 행사가 가능하도록 법적 근거 강화

- 현재 자산양수도로 인한 주식매수청구권은 원칙적으로 인정되지 않으나, 영업폐지 또는 중단을 초래할 정도의 중요한 자산양수도\*에 대해서는 예외적 청구가능성 인정
- \* 자본시장법 시행령 제171조는 양수양도하려는 자산액(장부가액과 거래금액 중 큰 금액)이 최근 사업연도말 자산총액의 100분의 10 이상인 경우를 중요한 자산양수도로 정의, 다만 상품·제품·원재료 매매 등 일상적 영업활동으로 인한 자산의 양수도는 제외
- 상법 및 자본시장법 개정 등을 통해 중요한 자산양수도 시에도 반대주주의 주식매수청구권이 보장될 수 있는 법적 근거 마련

### ○ 주식매수청구권 매수가격을 공정가격으로 산정할 수 있도록 자본시장법 개정

- 주식매수청구권 대상 기업의 자산가치, 수익가치 등을 가중평균한 금액을 기준으로 공정가격을 산정하여 매수가격으로 적용, 일반주주의 권익을 보다 두텁게 보호
- 자산가치 및 수익가치에 근거한 가치평가 방법은 현재도 비상장기업의 합병가액 산출 시 자주 활용되는 방법 중 하나
- 공정가격이 실제 시장에서 거래되는 가격에 미치지 못 할 경우 시장가격으로 산정된 금액을 적용할 수 있도록 허용하여 소액주주의 이익을 최대한 보장

참고: 이용우 의원 자본시장법 개정안 발의 (2022.9.19.)

- 매수가격을 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가격으로 하되, 증권시장의 거래가격에 미달하는 경우 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정

### ○ 중장기적으로 소수주주 과반결의제(Majority of Minority Rule) 등 도입 검토

- 대기업의 중요한 조직·사업영역 재편 등에 관한 의사결정 시 지배주주와 특수관계인 의결권을 일정 수준 이하로 제한(voting restriction)
- 지배주주의 과도한 지배력을 제한하여 사적이익추구 행동을 감소시키고 주요 전략적 의사결정 과정에서 소액주주의 목소리가 제대로 반영될 수 있는 제도적 장치 마련