creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사 학위논문

상장회사의 물적분할과 자회사 상장에 관한 연구

2023년 8월

서울대학교 대학원

법과대학 상법 전공

김 정 택

상장회사의 물적분할과 자회사 상장에 관한 연구

지도교수 송 옥 렬

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함

2023년 5월

서울대학교 대학원
법과대학 상법 전공
김 정 택

김정택의 법학석사 학위논문을 인준함

2023년 7월

위 원 장 천 경 훈 (인)

부위원장 노 혁 준 (인)

위 원 송 옥 렬 (인)

요약 (국문초록)

회사분할제도가 1998년 우리 상법에 도입된 이래 물적분할은 기업구조개편의 방법으로 많이 이용되어 왔다. 그런데 최근 LG화학에서 핵심사업인 전지사업부문을 물적분할하고 이어서 신설 자회사인 LG에너지솔루션을 상장하면서 물적분할 공시일과 자회사 상장일에 LG화학의 주가가 폭락하는 일이 발생하였다. 이러한 주가 폭락은 물적분할과 자회사 상장에 대한 부정적 여론을 상징하며 비판의 목소리가 높아지는 기폭제가 되었다.

2020년 들어 코로나19 팬데믹과 낮은 예금금리로 개인투자자의 주식시장 참여가 급증하였다. 이에 동반하여 일반주주 권리보호에 대한 사회적 관심이 높아지고 나아가 자본시장 공정성과 신뢰를 높이기 위한 정책개선으로 이어지고 있다. 물적분할과 자회사 상장의 문제도 핵심적 화두가 되어 2022년 관련된 법규 개정에 이르렀다. 다만, 그에 앞서 기업들이 물적분할과 자회사 상장을 왜 하고 무엇이 문제인지, 모회사의 기업가치와 주주가치에 미치는 영향에 대한 다각도에서의 검토와 연구가 충분하지는 않았던 것 같다.

본 논문에서는 물적분할 사례 중에서도 핵심사업부문을 분리한 케이스, 특히 가장 논란이 컸던 LG화학 사례를 중심으로 물적분할과 자회사 상장 논란과 그 당위성, 관련된 회사법적 이슈에 대해 다양한 관점에서 검토한다. 기존의 논란은 여러 문제의식이 혼재되어 혼란이 가중되었다고 생각되어 물적분할과 자회사 상장의 문제를 나누어 검토하고, 이어서 일반주주 보호방안 및 2022년 제도 개편에 대해서 평가하며 앞으로 나아갈 방향을 제시한다.

물적분할과 자회사 상장 논란에 대한 회사법적 고찰은 다음의 의의를 가진다. 첫째, 본 논란은 근본적으로는 지배주주와 일반주주 간의 이해관계의 조정, 이사와 주주 간의 권한 재분배의 문제로 생각되며 일반주주 보호에 대한 사회적 관심이 높아지면서 향후에도 유사한 문제가 발생할 수 있는 점, 둘째, 개편된 제도를 어떻게 운영하고 남은 과제에 대

해 어떻게 대응할 것인지에 대해 검토가 필요하다는 점에서 그 시사점을 생각해 볼 수 있다.

물적분할은 분할대상사업에 대해 이사와 주주 간의 권한의 재분배를 일으키지만 경영효율성을 강화하여 기업구조개편에 효과적인 수단임은 부인하기 어렵다. 최근 물적분할과 자회사 상장에 대한 부정적 인식과 맞물려 물적분할 직후나 자회사 상장 직후 모회사의 주가가 하락하는 경향이 나타났으나, 수일 내 주가를 회복하거나 LG화학과 같이 주가 회복 후 더 상승하는 경우도 존재한다. 물적분할과 자회사 상장이 주가와 기업가치에 미치는 영향은 기업 내부요인으로서 분할 규모, 분할 전후의 모회사의 사업내용, 모자회사 관계, 모회사의 주주정책과 주주들과 소통한 정도, 기업 외부요인으로서 국내외 경기와 업황 등 다양한 원인이 작용될 수 있다. 반면, 물적분할로 설립된 자회사를 적절한 시기에 상장함으로써 대규모로 자금을 조달해 자회사는 사업경쟁력을 높이고 모회사는 자회사 지분가치 상승, 재무구조 개선 등 큰 이점을 누릴 수 있다. 따라서 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 기업가치와 주주가치를 훼손하거나 모회사 일반주주에게 손해를 입힌다고 일반화하기는 어렵다.

이러한 관점에서 물적분할과 자회사 상장에 관하여 모회사 일반주주를 위한 보호대책은 정보공개 수준의 상향을 제외하고는 기본적으로 그 필요성이 높지 않다고 본다. 다만, 상장회사의 주가는 기업의 내재가치나 영업성과와 다르게 투자자의 주관적 인식과 평가가 중요한 영향을 미치는 점, 최근의 거셌던 부정적 여론은 주식시장에서 자생적으로 해소되기 어렵고 물적분할과 자회사 상장의 순기능마저 작동하기 어렵게 하는 점, 개별 사례에 따라서는 기업가치와 주주가치 향상에 효율적이지 않은 물적분할이나 자회사 상장이 실행될 가능성도 배제하기는 어려운 점들을 고려하여, 일정 수준의 제도보완은 부득이 하였다고 생각된다. 여러 보호방안이 거론되었으나 2022년 정부가 채택한 주식매수선택권 부여나 상장심사 강화 정책은 면밀한 논리적 필연성에 따른 것이기 보다는 일반투자자의 주식시장 참여 증가, 자본시장의 신뢰와 공정성 추구 기조와 맞물려 일반투자자 보호 요구의 여론을 감안한 정책적 타협으로 생각된다.

이러한 전제 하에, 모회사 일반주주 보호방안은 법규 개정을 통해

일반주주에게 적극적이고 참여적인 권리를 새로이 부여하기 보다는 현행 법제와의 충돌을 줄이면서 기업이 자율적인 노력을 기울여 정보비대칭을 완화하고 주주정책을 보완하여 주주들의 인식을 개선하도록 유도하는 것이 바람직하다. 그러한 측면에서 2022년 제도개편은 물적분할과 자회사 상장에 대해 제기되었던 우려와 단기적 주가하락, 저평가 현상을 완화하는 데에 도움이 될 것으로 생각된다. 다만, 소규모 분할은 달리 취급하여 주식매수청구권 부여에 예외를 둘 필요가 있다. 또한 상장심사에 있어서 개별 기업의 주주정책은 자율적 경영판단을 존중하고 특정 주주정책이나 무리한 수준을 강요함으로써 상장 진입을 어렵게 하는 것은 자칫 당초의 정책적 필요성을 넘는 과도한 제한에 해당될 수 있다는 점에서 운영에 유의할 필요가 있다.

주요어 : 물적분할, 기업구조개편, 자회사 상장, 지주회사 디스카운트, 모자회사 동시상장, 주식매수선택권
학 번 : 2019-24761

목 차

제1장 서론 1

제1절 연구의 배경 1

제2절 연구의 내용 3

제2장 물적분할과 자회사 상장 논란의 개관 6

제1절 기업조직재편의 수단으로서 회사분할제도 개요 6

1. 회사분할 의의와 구분 6
2. 물적분할의 기능 8
3. 물적분할 후 지배구조 개편현황 8

제2절 물적분할과 자회사 상장 논란 사례 9

1. 서론 9
2. LG화학-LG에너지솔루션 사례 10
3. 그 외의 사례 11

제3장 물적분할의 당위성에 대한 논란 검토 14

제1절 서론 14

제2절 해외의 회사분할과 기업구조개편 제도 16

1. 미국 16
2. 일본 20
3. 프랑스 20
4. 독일 21

제3절 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 논의 22

1. 기존의 실증연구 22
2. 최근의 실증연구 26

제4절 대규모 자금조달을 위한 방법으로서 물적분할의 효용성 27

1. 물적분할을 하는 이유 27
2. 다른 분사 방식의 대체 효용성 28
3. 다른 자금조달 방식의 대체 효용성 30

가. 자기자본 조달(유상증자)의 경우 30

나. 타인자본 조달(차입)의 경우 33

4. 인적분할의 대체 효용성 35
5. 소결론 36

제5절 물적분할에 따른 모회사 일반주주 손해 발생 논란에 대한 검토 37

1. 주주권리에 대한 영향 37
   가. 서론 37
   나. 주주의 공익권으로서 의결권에 대한 영향 38
   다. 주주의 자익권으로서의 배당 받을 권리에 대한 영향 40
2. 물적분할로 인하여 모회사의 기업가치가 하락하는지 41
3. 물적분할 공시 이후 모회사의 주가 변동 추이 42

제6절 소결론 45

제4장 물적분할 후 자회사 상장의 당위성 논란에 관한 검토 47

제1절 서론 47

제2절 물적분할로 신설된 자회사를 상장하지 않을 경우의 문제점 47

1. 상장의 경제적 함의 47
2. 물적분할 후 자회사 비상장화에 따른 기업지배구조상의 문제점 48

제3절 물적분할 후 자회사 상장시 모회사 일반주주에 대한 문제점 50

1. 주주간(자회사 공모주 투자자와 모회사 간) 부의 이전 가능성 50
2. 모회사와 자회사 주주간의 conflict 가능성 54
   가. 이해상충의 가능성 54
   나. 미국 55
   다. 일본 57
   라. 검토 63

제4절 모회사의 주식가치에 미치는 영향에 대한 검토 64

1. 서론 64
2. 물적분할 후 자회사를 상장한 모회사의 주가 변동 64
3. 지주회사 디스카운트 이슈 69
4. 모자회사 동시상장 이슈 73
5. Equity Carve-out(분리공모)가 모회사의 주주의 부에 미치는 영향 75
   가. Equity Carve-out 개요 75
   나. 해외의 연구 76
   다. 국내의 연구 78
   라. 시사점 79
6. 모회사 재무구조 개선과 효율적인 자산운용 80
   가. 서론 80

나. 대규모 자금조달과 자회사 지분가치 상승 80
다. 보유자산의 효율적인 운용 81
라. 배당 가능성 82
7. 소결론 83

제5절 물적분할과 자회사 상장에 대한 지배주주의 유인 요소 84

1. 서론 84
2. 가능성(1) – 근시안적 경영(myopia)에서 벗어나 장기적 관점에서 모회사의 기업가치 상승 기대 84
3. 가능성(2) – 지배주주나 모회사 경영진의 사적이익 추구 기회 86
가. 기업구조개편에서 지배권의 사적이익 이익 추구 86
나. 지배권의 사적이익에 대한 다른 관점 89
4. 평가 90

제6절 최근 이슈의 배경 – 자본시장에 대한 관심 증대 91

제7절 소결론 95

제5장 모회사 일반주주 보호방안에 대한 검토 97

제1절 서론 97

1. 보호방안의 필요성 97
2. 보호방안의 방향성 99

제2절 일반주주 보호방안들에 대한 검토 100

1. 서론 100
2. 모자회사 동시상장 금지 법제의 도입 101
3. 모회사 주주에 대한 자회사 신주의 우선배정 102
4. 모회사 주주에 대한 자회사 신주인수권증서 발행 104
5. 소수주주 다수결 동의 제도 105
6. 모회사 주주에 대한 주식매수청구권 부여 106
7. 주주에 대한 비례적 이익 보호를 반영한 이사의 주주에 대한 충실의무 규정 개정 107
8. 트래킹 주식(tracking stock) 도입 110
9. 자회사 상장시 모회사 주주총회 특별결의 승인을 정관에 반영하는 방안 111

제3절 정부의 제도개편과 법령 개정 112

제4절 보호방안들과 법령 개정에 대한 평가 114

1. 전체적인 평가 114

2. 개별적 방안에 대한 평가 115
3. 물적분할에서 주식매수청구권 부여에 대한 검토 117
4. 제도개편의 문제점 119

제5절 앞으로의 과제 120

제6장 결론 127

참고 문헌 129

ABSTRACT 136

제1장 서론

제1절 연구의 배경

기업구조개편의 방법으로서 물적분할과 인적분할이 1998년 우리 상법에 들어온 이래 실제 많이 이용되어 왔고 그 중에서도 물적분할은 인적분할보다 빈번하게 활용되어 왔다. 기업분할은 합병과는 반대 방향에 있는 것으로 전통적으로는 '규모의 비경제'(diseconomies of scale)를 축소하기 위하여 이용되어 왔다.

그런데 최근 LG화학에서 핵심사업인 전지사업부문을 물적분할 하여 LG에너지솔루션을 설립한다는 결정이 공시된 날(2020.9.17) LG화학의 주가는 전날 종가 대비 6.11% 하락하였다. 주식시장에서는 분할결정이 발표될 당시 LG화학이 분할신설회사(LG에너지솔루션)를 상장할 것으로 전망했는데, LG화학의 주가가 폭락한 것은 물적분할 후 신설 자회사[1] 상장에 대한 부정적 여론을 보여주는 것이라면서 비판적 목소리가 높아지는 기폭제가 되었다. LG에너지솔루션 상장일(2022. 1. 27)에도 역시 전날 종가 대비 8.13% 하락하였다.

그 외 다른 기업에서도 유사한 논란이 발생하자 일각에서는 '한국 자본시장의 악습'이라고 불리면서, 물적분할 후 자회사 상장에 대한 규제 필요성, 모회사 일반주주 보호책에 대한 이슈가 사회적으로 큰 주목을 받게 되었다. 특히 2022년은 일명 '코리아 디스카운트'를 해소하기 위한 자본시장 제도의 개선에 관하여 다양한 사안이 논의되었던 해였는데, 물적분할과 자회사 상장은 그 핵심적 화두 중 하나였다. 제20대 대통령 선거 과정에서도 관련된 공약이 제시되었고, 새 정부는 자본시장 분야의 8개 국정과제 중 하나로 '물적분할 자회사 상장시 일반주주 보호'를 내세웠다. 이어 금융위원회는 2022년 9월 '물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안'을 발표하고 같은 해 관련된 자본시장법 시행령, 상장규정 등을 개정하였다.

[1] 이 논문에서 '모회사'는 어느 회사에 대한 상법상의 모회사 또는 공정거래법상 지배력이 있는 회사를 의미하고, '자회사'는 상법상의 자회사 또는 공정거래법상 지배력을 받는 회사를 의미한다.

최근 들어 개인 투자자의 주식시장 참여가 활발해지고 주주의 권익 보호에 대한 인식이 높아지면서 일반주주 보호에 대한 요구에 여론이 집중되는 경향이 보였고, 이는 실제로 우리나라 자본시장에 대한 신뢰를 높이기 위한 개선 정책으로 이어지고 있다. 물적분할 후 자회사 상장 사례에서도 비판적 여론은 높았고 모회사 일반주주에 대한 여러가지 보호방안이 거론되었으나, 다만 그에 앞서 많은 기업들이 물적분할과 자회사 상장을 왜 하는지, 이것이 왜 문제인지, 물적분할이 문제인지 자회사 상장이 문제인지, 중장기적으로 모회사의 기업가치와 주주가치에 미치는 영향은 어떠한지 등 보다 다각도에서의 근본적인 검토가 충분하지는 않았던 것 같다.

기업환경이 급변하고 글로벌 경쟁이 심화되는 상황에서 우리나라 현실에 맞는 제도 개선으로 기업 경쟁력을 강화하기 위해서는 물적분할과 자회사 상장 논란에 대해 보다 균형적인 시각을 가지고 접근하는 것이 바람직하다고 생각된다. 그리하여 물적분할이 가지는 본래의 순기능을 살리고 중장기적 관점에서 전체 기업의 파이를 키움으로써 국가경제의 건전한 발전에 기여할 수 있는 하나의 방법으로 남길 필요가 있다. 이에 이 논문에서는 LG화학-LG에너지솔루션 물적분할 사례를 중심으로 기업의 핵심사업에 대한 물적분할과 자회사 상장을 둘러싼 최근 논란에 대해 보다 다양한 관점에서 검토하여 보고자 한다.

물적분할과 자회사 상장에 대한 뜨거운 논란은 지난 해 제도 개편으로 어느 정도 일단락이 되는 듯하나, 그럼에도 불구하고 기업 경영상 다양한 조직개편의 필요에 의해 물적분할과 자회사 상장의 요구는 여전할 것으로 보여 앞으로도 관련된 논란은 계속 이어질 것으로 예상되는 바, 회사법적 관점에서 이를 고찰하는 것은 다음과 같은 의의를 가질 수 있다.

첫째, 최근의 논란은 비단 물적분할과 자회사를 상장하는 현상의 문제에 그치는 것이 아니라 보다 근본적으로는 지배권을 가지는 지배주주와 일반주주 간의 이해관계 조정, 이사와 주주의 권한 배분을 어떻게 할 것인가의 문제와 관련되어 있다. 이는 특히 지배주주가 회사의 경영에 중요한 영향을 미치는 우리나라 특유의 기업지배구조에서 발생하는 문제이기도 하다. 아울러 최근 개인들의 주식시장 참여가 활발해지면서 주주들의 권리의식과 이에 대한 사회적 관심이 높아져 이와 유사한 논란은 향후에도 얼마든지 나타날 수 있다. 본 연구는 좀더 다양한 관점에서 현안을 진단하여 보고 지

배주주의 존재가 명확한 우리나라 기업지배구조에서의 회사법적 이슈와 이해관계의 조정에 대해 고찰하는 데에 의의가 있다.

둘째, 물적분할과 자회사 상장에 관한 제도 개편에 따라 관련 법령에 대한 개정이 이루어졌으나, 이러한 개정의 필요성과 기본적인 방향은 적절한지, 기업들이 변화된 제도 하에서 어떻게 대응할 것인지, 주식시장 참여자들은 어떠한 관점에서 평가할 것인지, 상장심사는 어떠한 수준으로 강화할 것인지 등 제도 운용에 대해서는 여전히 여러가지 문제들이 남아 있다. 향후의 바람직한 운영의 방향을 검토함으로써, 물적분할과 자회사 상장을 일률적으로 부정적으로 볼 것이 아니라 구체적인 사안별로 따져보아 기업이 장기적 관점에서 기업가치를 제고하는 기업구조재편 제도로 운용되도록 하기 위한 시사점을 줄 수 있다.

제2절 연구의 내용

앞서 언급한 바와 같이 물적분할은 그동안 기업구조개편의 방법으로 활용되어 왔으나, 최근 기업의 핵심사업부문을 물적분할 하여 자회사로 만든 후에 해당 자회사를 상장하는 사례들이 나타났다. 이는 모회사 또는 모회사의 지배주주가 분할된 사업부문에 대한 지배력을 유지하는 상태에서 신설 자회사가 제3자 배정 유상증자나 상장을 통해 대규모 자금유치를 할 수 있다는 장점을 고려한 것이었다.

반면 이로 인해 모회사의 일반주주의 권리가 침해되고 이들에게 손해가 발생한다는 비판도 많이 제기되었다. 물적분할 후 자회사 상장에 대한 비판적 의견을 정리하여 보면, (1) 주식시장에 자회사가 상장하게 되면 모회사의 시장가치에 자회사 주식의 시장가치가 할인되어 반영됨에 따라 모회사의 주식가치가 낮아진다는 점, (2) 자회사 신주발행 및 상장과정에서 모회사 주주들이 신주인수에 참여할 기회를 상실한다는 점, (3) 이에 따라 모회사의 일반주주들은 당초의 투자 목적과는 달리 해당 사업부문에 의결권 등 주주로서의 권리를 가질 수 없게 된다는 점으로 집약된다.

대표적으로 논란이 된 사례는 LG화학 물적분할 케이스이다. LG화학 사례는 최근 물적분할 사례 중에서도 (i) 핵심사업부를 분할하고 (ii) 물적분할 결정 당시부터 자회사 상장 의도를 공식화하였으며 (iii) 실제 상장까지 실

행된 사례로서 이러한 조건에 모두 해당되는 유일한 사례이자 분할 규모가 크고 가장 이슈가 된 사례이다. 본 논문은 물적분할 사례 중에서도 핵심사업부문을 분리한 케이스, 그 중에서도 주로 LG화학 사례를 중심으로 검토한다.

물적분할로 신설된 자회사가 상장하는 것은 물적분할과 상장이라는 일련의 절차가 복합적으로 이어진 것으로 상당한 기간이 소요되는 바, 본 논란은 구체적으로 무엇이 문제가 되는 것인지에 대해 구분이 되지 않은 채 여러가지 문제가 혼재된 측면이 있다. 그렇다면 기업들은 물적분할과 자회사 상장을 왜 하려고 하고 무엇이 문제인 것인가. 이를 크게 나누어 보면 (i) 물적분할 자체의 문제와 (ii) 자회사를 비상장상태로 두지 않고 상장함으로 인하여 모자회사 중복상장 상태로 만든 문제가 혼재되어 혼란이 가중되었다고 보인다. 따라서 먼저 양자를 구분하고 물적분할 또는 그 신설자회사의 상장으로 일반적으로 모회사의 기업가치와 주주가치가 훼손된다고 평가할 수 있는지에 대한 검토가 필요하다. 이에 대한 명확한 검토가 되어야 그에 맞는 대응방안의 내용이나 수위를 도출할 수 있을 것이다.

물적분할은 현재의 법제도 하에서 기업이 취할 수 있는 효율적인 기업구조재편의 수단이자 자본조달을 위한 수단임을 부인하기 어렵다. 따라서 물적분할과 자회사 상장은 나쁜 것이라고 일률적으로 단정하는 것은 바람직하지 않다. 그렇지만 기존에 당연하게 여겨졌던 방법이라 하더라도 모회사 일반주주 보호 요구의 관점에서 미흡한 부분이 있다면 이를 보완하는 것이 장기적인 자본시장 발전에 바람직할 것이다. 이러한 제도적 보완으로 물적분할과 자회사 상장에 대한 인식 개선으로 이어진다면 최근 나타난 단기적 주가하락 현상과 저평가의 문제를 완화하는 데에 도움이 될 수 있을 것으로 보인다.

본 논문에서는 위와 같은 관점에서 연구하고자 한다. 먼저, 제2장에서는 기업조직재편의 수단으로서 물적분할의 기능과 활용, 물적분할과 자회사 상장 논란의 사례 현황에 대해 본다.

제3장에서는 물적분할 자체의 정당성에 대한 논란에 대해서 검토한다. 우선 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 선행 실증연구 결과를

살펴보고, 기업이 왜 물적분할을 선택하는지 관점에서 검토한다. 특히 이 논문에서는 대규모 자금조달을 위해 필요한 선행조치로서 물적분할의 효용성을 검토한다. 또한 물적분할에 따라 모회사 일반주주의 주주로서의 권리에 미치는 영향에 대해 평가하고, 물적분할 자체로 모회사의 기업가치가 하락하는지에 관한 쟁점들을 살펴본다.

제4장에서는 물적분할 후 자회사 상장의 정당성에 대한 논란에 대해서 검토한다. 우선 미국의 기업구조개편으로서 기업분리 방식에 대해 알아본다. 특히 미국의 Spin-off, Equity Carve-out을 중심으로 검토하고 우리나라 물적분할과 비교하여 본다. 다음으로, 물적분할 자회사를 상장하지 말아야 한다는 시각에 대해서 그 타당성을 검토하고, 물적분할 자회사가 상장시 모회사 일반주주에 대한 영향으로 주주간 부의 이전 가능성, 이해상충의 문제를 검토한다. 또한 자회사 상장이 모회사 주식가치에 미치는 영향으로서 (i) 실제로 모회사의 주가가 하락하는지, 공시 후 단기적인 영향 외에도 중장기적인 측면에서는 어떠한지, (ii) 지주회사 디스카운트 현상, 모자회사 동시상장의 문제를 검토하고 (iii) 모회사의 기업가치가 훼손되었다고 단정하기 어려운 이유들을 살펴본다. 또한 지배주주가 이러한 논란에도 불구하고 물적분할과 자회사 상장을 단행할 인센티브에 대해서도 검토한다. 마지막으로, 최근 물적분할과 자회사 상장이 주목을 받게 된 배경을 분석한다.

제5장에서는 모회사 일반주주의 보호방안에 대해서 본다. 앞서 검토한 바에 따라 모회사 일반주주의 보호대책의 필요성은 높지 않다고 보나 물적분할과 자회사 상장에 대한 우려와 저평가 현상을 완화하기 위한 관점에서 보호방안의 필요성과 방향에 대해 먼저 검토한다. 20대 대선 후보들의 정책공약에서부터 시작하여 여러가지 방안이 제시되었는데, 각 방안들의 장점과 단점을 검토하고, 금융위원회의 제도개편에 대해서도 평가하면서 개편된 제도 하에서의 문제점과 운영 방향을 제시한다. 마지막으로 앞으로의 과제에 대해서 살펴본다.

제2장 물적분할과 자회사 상장 논란의 개관

제1절 기업조직재편의 수단으로서 회사분할제도 개요

1. 회사분할 의의와 구분

회사분할은 하나의 회사의 영업이 두 개 이상의 회사로 분리되면서 그 영업에 관하여 발생한 권리의무를 신설회사 또는 승계회사에 승계시키는 것을 목적으로 하는 회사의 행위를 의미한다. 회사분할은 기업의 신축적인 구조조정을 제도적으로 지원하기 위하여 1998년 프랑스의 법제도를 도입한 것으로 알려져 있다.[2]

회사분할을 구분하는 기준으로는, ① 분할된 영업이 독립성을 유지하는지 여부에 따라 해당 영업이 독립하여 신설회사로 남는 단순분할(상법 제530조의2 제1항)과 분할된 영업이 독립성을 잃고 다른 회사로 흡수되는 분할합병(상법 제530조의2 제2항), ② 신설회사 또는 승계회사가 발행하는 분할신주를 누구에게 교부하는지에 따라 분할신주를 분할회사의 주주에게 교부하는 인적분할과 분할회사에게 교부하는 물적분할로 나뉜다. 상법 제530조의2 이하는 인적분할을 규정하고 있지만 제530조의12에서 물적분할에도 준용하도록 한다.[3]

이러한 기준을 결합하면 분할은 인적단순분할, 물적단순분할, 인적분할합병, 물적분할합병 네 가지 유형이 가능하다. 그러나 실제 사례에서는 물적분할합병이나 인적분할합병은 거의 없고 대부분의 회사분할은 인적단순분할 또는 물적단순분할이다.[4] 이 중에서도 실무적으로는 물적분할이 인적분할보다 훨씬 높은 비중으로 활용되고 있다.

---

[2] 송옥렬, 상법강의 제12판, 홍문사, 1281면

[3] 송옥렬, 전게서, 1281면

[4] 송옥렬, 전게서 1282면, 이하에서는 인적단순분할을 '인적분할', 물적단순분할을 '물적분할'이라고 지칭하고, 분할의 대상이 되는 회사를 '분할존속회사' 또는 '모회사', 단순분할에 의하여 신설되는 회사를 '분할신설회사', '신설 자회사' 또는 '자회사'라고 칭한다. 분할합병의 상대방이 되는 회사는 '승계회사'라고 지칭한다.

최근 남길남(2022)의 연구에 의하면, 2010년부터 2021년까지 12년동안 482건의 국내 상장기업의 기업분할 공시를 물적분할, 인적분할, 기타 분할(분할합병 등 복합적인 분할)로 구분하였는데, 이 중에서 물적분할은 377개, 인적분할은 82개, 기타 분할은 23개로 조사되었고 물적분할이 연평균 78%를 차지하였으며, 최근 5년(2017년~2021년) 동안에는 연평균 86% 비중으로 크게 증가한 반면 인적분할은 다소 감소하는 추세라고 한다.[5] 전통적으로는 재벌기업(대기업집단)이 물적분할을 선호하였는데, 최근 5년 동안은 대기업집단이 아닌 일반기업의 물적분할도 늘어나고 있다고 한다.[6]

윤소정(2020)의 분석에서도 유사한 추이가 나타났다. 2018년 1월부터 2020년 10월말까지 물적분할에 대한 주주총회 승인일이 경과한 상장법인을 대상으로 분석한 결과, 2018년 이후 물적분할은 지속적으로 증가 추세에 있으며, 2020년의 경우 12월까지 주주총회 승인일을 기준으로 본다면 50건 이상이 발생하였다. 이를 기업집단으로 보았을 때, 국내 주요 30개 기업집단보다 그 외 기업집단에서 물적분할이 보다 활발하게 발생하였다고 한다.[7]

[표1] 소유구조에 따른 물적분할과 인적분할 비율 비교

(단위: 개, %)

	대기업집단			일반기업		
	물적분할	인적분할	전체	물적분할	인적분할	전체
2010~2016년	34(77.3)	9(20.5)	44	142(69.6)	47(23)	204
2017~2021년	51(77.3)	10(15.2)	66	150(89.3)	16(9.5)	168
유가증권시장	76(76.8)	18(18.2)	99	91(65.5)	35(25.2)	139
코스닥시장	9(81.8)	1(9.1)	11	201(86.3)	28(12)	233
합계	85(77.3)	19(17.3)	110	292(78.5)	63(16.9)	372

-주: ( )안은 전체 기업분할 대비 비율이며, 기타 분할로 인해 물적분할과 인적분할 비율의 합이 100%는 아님

-자료: 금융감독원(DART), 공정거래위원회, 자본시장연구원

-출처: 남길남, 각주5의 논문, 3면에서 인용함

[5] 남길남, "물적분할과 모자기업 동시상장의 주요이슈", 자본시장연구원, 이슈보고서 22-07, 2022, 2면

[6] 남길남, 앞의 문헌(각주5), 3면

[7] 윤소정, "물적분할이 발생한 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석" KCGS 리포트 10권 12호, 한국지배구조원, 2020.12, 18-19면

2. 물적분할의 기능

기업은 물적분할을 통해 아래와 같은 효과를 기대할 수 있다.

첫째, 분할하고자 하는 사업부문을 기존 사업부문과 분리하여 기존 사업부문의 실적이나 위험 등에 영향을 받지 않고 해당 사업부문의 가능성을 온전히 평가받아서 유리한 조건으로 자본을 조달하고, 이렇게 구조화한 자회사의 성장을 통해 모회사의 이익도 극대화하기 위한 것이다. 특히 최근 나타난 물적분할은 특정 사업부문의 성장에 필요한 자금을 조달하기 위한 선행조치인 경우가 많다.

둘째, 물적분할은 분할회사에서 일부 사업부문을 분리하여 별도 기업으로 설립함으로써 기업규모 거대화 및 복잡화에 따른 경영관리의 비효율을 제거하고, 신속하고 효율적인 의사결정 및 경영환경 변화에 대한 빠른 대응을 가능하게 한다. 기존의 거대한 기업에서 분리하여 독립함으로써 해당 사업부문의 실적이나 전망 등을 온전히 평가받아 책임경영을 도모하는 기능도 가지고 있다.

셋째, 물적분할을 통해 해당 사업부문의 신설회사는 분할존속회사의 100% 자회사가 되고, 그 후 외부 투자를 유치하여 유상증자를 하더라도 모회사의 지배력이 상실되지 않는 한 분할존속회사의 연결종속기업으로서 연결재무제표에 반영된다. 이러한 측면에서는 모회사의 경제적 실질에는 변동이 없고, 자회사의 성장이 이루어지면 연결회계에 따라 모회사의 가치 상승으로 연동될 수 있다.

3. 물적분할 후 지배구조 개편현황

물적분할은 분할대상 사업부문을 별도 법인화 한 후 다양한 후속조치를 가능하게 한다. 윤소정(2020)이 2018년 1월부터 2020년 10월말 기준으로 물적분할에 대한 주주총회 승인일이 경과한 상장법인(유가증권시장 및 코스닥시장 한정)을 대상으로 후속 지배구조 개편현황을 분석한 바에 따르면, 47개 대상기업에서 지분 일부 또는 전부 매각(34개사, 72.3%)이 가장 높은 비중을 차지하였고, 이로 인해 종속회사에서 제외된 경우가 19개사(55.9%)로 종속회사로 유지되는 경우(15개사, 44.1%)보다 많은 비중을 차지하였다.

지분 매각 외에도 청산(5건), 합병(5건), 제3자 배정 유상증자(2건), 상장(1건) 순으로 나타났다.[8]

[표2] 물적분할 이후 후속 지배구조 개편 현황

유형분류	종속회사 유지(A)	종속회사 제외(B)	합계	비중
지분 일부 매각	15	7	22	46.9%
지분 전부 매각	0	12	12	25.5%
제3자배정 유상증자	2	0	2	4.3%
분할자회사와 타사간 합병	1	4	5	10.6%
분할자회사 상장	1	0	1	2.1%
청산 및 재흡수합병	0	5	5	10.6%
합계	19	26	47	100.0%

-분석기간 : 2018년 1월부터 2020년 10월말 기준 주주총회 승인일이 경과한 상장법인 대상
-자료: 각 회사 공시 및 사례 자체 분류, 한국기업지배구조원
-출처: 윤소정, 각주7의 문헌 19면에서 인용

제2절 물적분할과 자회사 상장 논란 사례

1. 서론

물적분할에 관한 논란에서 분할대상사업부문이 분할존속회사의 핵심사업인지, 아니면 큰 비중을 차지하지는 않으나 사업 다각화를 위한 신사업이나 비핵심사업인지를 구분할 필요가 있다. 특히 후자의 물적분할의 경우 분할의 규모가 적은데, 본 논문에서는 분할대상 사업부문이 분할존속회사의 직전 사업연도말 기준 매출총액 또는 자산총액의 10% 이상인 경우를 '소규모 물적분할'로 명명한다. 위 두가지 유형으로 구분하는 이유는 각 사안별로 회사가 물적분할을 추구하는 배경이나 목적에 차이가 있고 모회사 일반주주에 대한 영향에도 차이가 있기 때문이다. 기존의 논란이 혼란스러웠던 이유 중 일부는 사안별로 물적분할의 분할대상사업부문의 규모나 중요도를

[8] 윤소정, 앞의 문헌(각주7), 18-19면. 해당 분석은 분할신설법인이 2020년 3분기말 시점에 분할존속법인의 100% 자회사로 유지되는지 여부를 살펴보고자 하였으며, 인적분할과 물적분할을 동시에 병행한 회사와 공시 이후 분할계획을 철회한 회사 등은 본 분석대상에서 제외하였다고 한다.

고려하지 않고 양자를 구별하지 않은 채 모든 물적분할이 문제인 것으로 취급되는 경향이 있었기 때문이다. 물적분할 반대론에서 제기된 소수주주의 권익 침해의 문제는 소규모 물적분할에서는 그다지 적용되지 않는다(이에 대해서는 제5장 제5절에서 다시 살펴본다).

본 논문에서는 핵심사업 물적분할 논란의 대표적인 사례인 LG화학의 물적분할 케이스에 주안점을 두고 검토한다. LG화학 사례는 최근 물적분할 사례 중에서도 (i) 핵심사업부를 분할하고 (ii) 물적분할 발표시부터 이미 자회사 상장의 의도를 공식화하였으며 (iii) 실제 상장까지 완료된 유일한 사례이자 가장 규모가 크고 이슈가 된 건이다. 본 논문은 LG화학 사례와 같이 핵심사업을 물적분할 하는 경우를 중심으로 연구한다.

2. LG화학-LG에너지솔루션 사례

LG화학은 2020. 9. 17. 전지사업부문을 물적분할 하기로 결정하고 같은 날 이사회 결정을 공시하였다. 전지사업부문은 LG화학의 핵심사업으로 공시된 분할계획서에 포함된 분할 전후 재무제표(이하 '분할재무제표'라고 함)를 바탕으로 살펴보면, 해당 물적분할은 LG화학의 분할 전 자산총계 기준 30%의 비중을 분할하는 것이었다. 전지사업부분을 이전하고 나면 LG화학 자체에는 석유화학사업, 첨단소재사업, 생명과학 등의 사업이 남는다.

LG화학이 배터리사업부문을 분사할 것이라는 풍문은 그 이전부터 주식시장에 존재했고 2020년 8월초 2분기 실적발표에서도 배터리사업부문 분사에 대해 언급이 된 바 있었다.[9] 그러다가 2020. 9. 17. 물적분할 이사회 결의 및 공시가 있자 각종 매체에서 개인투자자들의 반발과 비난의 여론이 쏟아졌고 같은 날 주가(종가기준)는 전날 726,000원에서 687,000원으로 6.1% 하락했고 다음 날도 645,000원으로 하락하였다.

이에 LG화학은 주주들의 반발에 대한 대응으로 2020. 10. 14. '주주가치 제고를 위한 배당 정책 안내' 공정공시에서, 분할신설법인 설립 추진에 따라 배당안정성 및 주주가치 제고를 위한 LG화학의 배당정책으로 ① 분할 전과 동일한 배당재원 기준을 적용하기 위해 연결재무제표 당기순이익 기준 배당성향 30% 이상을 지향하고 ② 분할로 인한 불확실성을 제거하고

[9] 이래학, 'LG화학, 배터리 분사하면 주가는 어떻게 될까", 사이다경제, 2020. 9. 10.

주주가치 제고를 확고히 하고자 향후 3년간(2020년부터 2022년) 보통주 1주당 최소 1만원 이상의 현금배당을 추진한다고 밝혔다.[10]

그 후 2020. 10. 30. 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회에서 분할계획서가 원안대로 승인되었다(주주총회 참석률 77.5%, 찬성 82.3%).[11] 2대 주주인 국민연금(지분율 10.43%)은 수탁자책임전문위원회 회의 후 '지분가치 희석 가능성 등 국민연금의 주주가치 훼손 우려가 있다고 판단하여 반대 표시를 하였고, 의결권 자문사인 ISS를 비롯해 한국기업지배연구원, 글래스루이스 등 국내외 주요 의결권 자문기관들은 대부분 LG화학 배터리 분사에 찬성한 것으로 알려졌다.[12] 이에 따라 2020. 12. 1.을 분할기일로 하여 같은 날 분할신설법인인 LG에너지솔루션이 설립되었다.

LG에너지솔루션은 다음 해인 2021. 6. 8. 상장예비심사를 신청하여 2021. 11. 30. 상장예비심사결과 상장 적격으로 확정되고 그 다음 해인 2022. 1. 27. 유가증권시장에 상장되었다. 물적분할 결정 공시 이후 약 1년 4개월만에 상장이 완료된 것이다. LG화학은 물적분할 결정 당시 이미 분할신설법인의 상장신청이 예정되어 있어서 비교적 단기간 내에 물적분할과 LG에너지솔루션 상장을 마친 것으로 보인다.

3. 그 외의 사례

LG화학 사례 외에 물적분할 후 신설 자회사를 상장한 사례는 다음과 같다. 아래의 삼기 사례(마항)와 필옵틱스 사례(라항)는 핵심사업부문 물적분할은 아니나, 2022년 개선정책이 발표되기 전후에 많은 기업들이 물적분할 계획을 철회하거나 보류한 와중에 신설 자회사를 상장하거나 상장절차를 진행하고 있는 희소한 사례로 주목되고 있어 함께 소개한다.

가. SK케미칼-SK바이오사이언스 사례

---

[10] LG화학, 수시공시의무관련사항(공정공시), '주주가치 제고를 위한 배당정책 안내', 2020. 1. 14. 공시 참조

[11] 김강한, "LG화학 배터리 떼낸다, 개미들 반대에도 찬성 82%로 주총 통과", 조선일보, 2020. 10. 30.

[12] 이윤재, 강봉진, "개미원성 의식한 국민연금…LG화학 분할안 변수되나", 매일경제, 2020. 10. 27.

SK케미칼은 2018. 5. 2. 백신사업부문 물적분할 결정을 공시하고, 2018. 6. 16. 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회를 거쳐 물적분할을 완료하였다. 백신사업부문은 SK케미칼의 분할 전 자산총계 기준 22%의 비중이었다.[13] 그 후 물적분할 공시로부터 약 3년 후인 2021. 3. 18. 유가증권시장에 상장하였다. 2021년 흥행한 대형 IPO 중에 하나로 알려져 있다.[14]

나. 한국조선해양-현대중공업 사례

현대중공업은 2019. 2. 1. 투자사업부문을 제외한 조선사업부문 등을 물적분할 하는 결정을 공시하고, 2019. 5. 31. 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회를 거쳐 물적분할을 완료하였다. 분할존속법인은 사명을 한국조선해양으로 변경하고 분할신설법인의 사명을 현대중공업으로 하였다. 분할대상 사업부문은 분할존속법인의 분할 전 자산총계 기준 70.2%의 비중이었다.[15] 그 후 현대중공업은 물적분할 공시로부터 약 2년 7개월 후인 2021. 9. 17. 유가증권시장에 상장하였다.

한국조선해양은 물적분할을 통해 현대중공업을 자회사로 두고 대우조선해양을 인수하여 중간지주사로 전환하는 의도가 있었다는 점에서 특이점이 있는데(다만 그 후 대우조선해양 인수는 불발되었다), 핵심사업부문을 물적분할 후 상장하여 모회사의 주주가치를 훼손하였다는 지적은 동일하였다. 한국조선해양은 현대중공업 상장과정에서 일부 지분을 매각하고 상장 후에도 일부 지분을 추가로 매각하여 상당한 규모의 자금을 확보하였고 이를 미래투자재원으로 활용하겠다는 것으로 알려진 바 있다.[16]

다. SK이노베이션-SK아이이테크놀로지 사례

SK이노베이션은 2019. 2. 27. 전지, 영상표시장치, 정보통신기기 관련 소

---

[13] SK케미칼 2018. 5. 2.자 공시, 2018. 6. 16.자 공시 참조

[14] 홍승빈, “SK바이오사이언스, 화려한 데뷔…’따상’ 코스피 입성 성공’, 한국금융, 2021. 3. 18. 공모가가 주당 6만5천원이었는데, 막대한 청약증거금이 몰리고 시초가가 13만원으로 형성된 후 상한가를 기록하여 소위 ‘따상’(시초가가 공모가의 2배로 형성된 후 상한가 기록)에 성공하였다.

[15] 한국조선해양 2019. 5. 2. 주요사항보고 정정공시 참조

[16] 구태우, “한국조선해양의 ‘물적분할 효과’…주가 안정화와 투자금 확보 ‘일석이조’”, 블로터, 2022. 5. 17.

재사업 부문을 물적분할 하는 결정을 공시하고, 2019. 3. 21 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회를 거쳐 물적분할을 완료하였다. 분할대상 사업부문은 분할존속법인의 분할 전 자산총계 기준 4.1%의 비중이었다.[17] 그 후 SK아이이테크놀로지는 물적분할 공시일로부터 약 2년 3개월 후인 2021. 5. 11. 유가증권시장에 상장하였다.[18]

라. 삼기-삼기이브이 사례

삼기는 2020. 8. 24. 전기차 배터리 사업부문을 물적분할 하는 결정을 공시하고, 2020. 10. 5 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회를 거쳐 물적분할을 완료하였다. 분할대상 사업부문은 분할존속법인의 분할 전 자산총계 기준 3.2%의 비중이었다.[19] 그 후 삼기이브이는 2022. 6. 상장예비심사를 청구하였고 같은 해 10. 27. 한국거래소 상장예비심사 통과 후 2023. 2. 3. 코스닥 시장에 상장하였다.[20]

삼기는 물적분할 후 소수주주들의 반발이 컸으나 기업설명회를 열어 주주들에게 삼기이브이의 상장계획을 설명하고 주주들의 의견을 듣기도 하였으며 그 결과 모회사 주주들에게 자회사 주식을 현물배당 하기로 결정해 적절한 노력을 기울인 점이 상장예비심사에 긍정적으로 평가된 것으로 알려졌다.[21] 2022년 물적분할 개선 정책이 발표된 이후 첫 상장 사례로 보인다 (다만 한국거래소 규정 개정 전인 2022. 6.에 상장예비심사를 청구하였으므로 개정된 심사기준이 적용된 사례는 아니라는 지적이 있다[22])

마. 필옵틱스-필에너지 사례 (현재 상장예비심사 중)

필옵틱스는 2020. 1. 16 이차전지 사업부문을 물적분할 하는 결정을 공시하고, 2020. 2. 27. 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회를 거쳐 물적분할을 완료하였다. 분할대상 사업부문은 분할존속법인의 분할 전 자산총계 기

---

[17] SK아이이테크놀로지 2019. 2. 27 주요사항보고 공시 참조
[18] 이은정, “기본 ‘따상’은 갈 줄 알았는데…SKIET 무너진 이유는”, 이데일리, 2021. 5. 11.
[19] 삼기, 2019. 3. 7. 주요사항보고 정정공시 참조. 일반공모주 청약에서 역대급 청약 증거금이 몰렸으나 상장 첫날 따상에는 실패하였다
[20] 김현정, “삼기이브이, 상장 첫날 ‘따상’…LG엔솔 고객사 보유”, 매일경제, 2023. 2. 3.
[21] 최윤신, “ ‘모회사 주주 현물배당’, 물적분할 상장 공식될까”, 더벨, 2022. 11. 10.
[22] 최윤신, “물적분할 심사 ‘첫타자’ 필에너지, 예심 난항 예상”, 더벨, 2023. 2. 2.

준 7.3%의 비중이었다.[23] 2022년 9월 금융위원회 개선대책 발표 후 한국거래소는 2022년 9월 17일 코스닥 상장규정 시행세칙 별표6의 개정을 통해 물적분할로 설립된지 5년 이내에 상장을 추진하는 기업의 중점심사 항목으로 '상장신청인의 모회사가 주주의 의견수렴, 주주와의 소통 등 주주 보호 노력을 충실히 이행한 것으로 인정되는지 여부'를 중점심사 사항에 포함하였다. 필옵틱스 사례는 이러한 규정 개정 이후 코스닥시장 상장예비심사를 청구한 첫 사례이다. 필옵틱스는 주주간담회를 수차례 진행하고 주주의견 반영에 따라 필에너지 공모 물량의 12.5% 규모(일반주주 배정 물량의 60% 상당)를 현물배당 하겠다는 등 주주환원정책 강화방안을 공시하며 코스닥 상장예비심사에 대응하였다.[24] 그 후 2023. 5. 필에너지는 상장예비심사를 통과하였다. 제도 개편 후 첫 상장심사를 통과한 사례가 되었다.[25]

제3장 물적분할의 당위성에 대한 논란 검토

제1절 서론

앞서 살펴본 바와 같이 LG화학 사례를 기폭제로 하여 물적분할 반대 여론이 확산되었다. 물적분할로 신설된 자회사가 상장하는 것은 물적분할과 상장이라는 일련의 절차가 복합적으로 이어진 것으로 상당한 기간이 소요되는 바, 본 논란은 구체적으로 무엇이 문제가 되는 것인지에 대한 구분이 되지 않은 채 여러가지가 혼재된 측면이 있다. 그렇다면 물적분할과 자회사 상장은 무엇이 문제이고 왜 문제되는가. 그 비판적 시각은 합리적인가. 본 논란은, 크게 나누어 보면 물적분할 자체의 문제와 자회사를 비상장상태로 두지 않고 상장함으로 인한 모자회사 중복상장의 문제가 혼재되어 있으므

[23] 필에너지 2020. 1. 16. 주요사항보고 공시 참조
[24] 필옵틱스 2022. 12. 22.자 공시, 최윤신, "물적분할 심사 '첫타자' 필에너지, 예심 난항 예상", 더벨, 2023. 2. 2.
[25] 강도원, "필에너지, 코스닥 상장예심 통과…'물적분할 나침반' 되나", 서울경제, 2023. 5. 15

로 양자를 구분하여 검토할 필요가 있다. 이에 본 장에서는 먼저 핵심사업부 물적분할 자체의 당위성에 대해 검토한다.

물적분할 반대론에서는 물적분할을 하게 되면 분할대상사업의 주식을 모회사를 통하여 간접보유하기 때문에 물적분할은 인적분할에 대비하여 지배주주의 지배권이 유지·강화되면서 주식상장과 매각의 이익을 지배주주가 몰취하고, 일반주주는 분할대상사업에 대한 접근권과 관리권, 처분권을 지배주주에게 몰취되는 손해를 입는다고 본다. 또한 물적분할로 지주회사-자회사의 수직구조로 만들어 모회사에는 지주회사 디스카운트를 초래하므로 모회사 일반주주의 이익이 침해될 수 있다고 본다.[26]

또한 모회사가 직접 자금을 조달하지 않고 물적분할 후 자회사 상장으로 해결하는 방식은 한국의 특수한 기업지배구조 하에서 지배주주의 경영권을 유지하면서 그 비용을 소액주주에게 전가하는 거래라는 주장도 제기된다. 최고경영자 시스템이 정착된 미국이나 일본의 경우 대주주 지분이 낮아져도 경영자의 경영에 큰 문제가 발생하지 않으나, 한국의 재벌구조에서는 지배주주(재벌 일가)가 기업을 실질적으로 운영하고 있고 지분율이 낮아져 지배권이 훼손되는 것을 극도로 꺼리기 때문에 모회사가 스스로 증자하는 것이 아니라 물적분할로 자회사를 떼어내고 상장을 한다는 것이다.[27] LG화학이 유상증자를 하고 지주회사가 그 유상증자에 참여하려면 지주회사의 대주주가 유상증자 대금을 납부하여야 하고 그렇지 않으면 지분율이 희석되는 문제가 있으므로, 기업구조개편의 방법과 목적이 순수하게 기업가치 증대가 아닌 지배주주의 이해관계에 따라 이루어지고 있다는 지적이다.[28]

물적분할 후 자회사 상장에 대한 비판적 여론에서는 대부분 물적분할 자체에 대한 부정적 시각이 포함되어 있는데, 구체적인 사안마다 물적분할의 배경이나 영향에 대한 차이가 있음에도 불구하고 물적분할에 대해 일괄적으로 부정적 반응이 나타나는 경향도 보였다. 이에 물적분할 자체에 대한

---

[26] 이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트: LG화학의 사례를 소재로”, 법학논고 제71집, 경북대학교 법학연구원(2020.10)

[27] 이관휘, “대기업의 물적분할, ‘한국식 기업지배구조’ 때문이라고?”, 시사인 736호, 2021. 10. 30,

[28] 이은정, ‘분할 등 기업구조개편의 효과분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로’, 경제개혁이슈 2021-01호(2021.1), 경제개혁연대 9면~14면

비판이 합리적인지에 대한 검토를 할 필요가 있다.

본 장에서는 먼저 해외의 기업구조개편으로서 기업분리 방식, 특히 미국의 Split-up, Split-off, Spin-off, 그리고 Equity Carve-out을 중심으로 검토하고 일본, 프랑스, 독일의 기업분할제도를 살펴보면서 우리나라 기업분할제도와 비교하여 본다. 그 다음 앞서 설명한 물적분할의 당위성에 관한 논란에 대해 검토한다.

제2절 해외의 회사분할과 기업구조개편 제도

1. 미국

(가) 회사가 일부 사업부를 분리하여 별도 법인을 만들고 그 주식을 기존주주에게 분배하는 것은 미국, 유럽 등 해외에서 종종 있는 일이다. 우리나라를 비롯하여 독일, 프랑스, 일본 등 주요 국가들은 회사법상의 독립된 제도로서 회사분할제도를 갖추고 있는 반면, 미국은 독립된 제도로서 회사분할제도를 갖추지 않고 있다.[29] 그러나 실제로 기업분할이 많이 이루어지고 있기 때문에 그 과정에서 발생하는 주식 이전에 대해 적절히 과세하기 위하여 기업분할의 유형을 연방소득세법에서 정하고 있다. 구체적으로는 연방소득세법(Internal Revenue Code, IRC) 제355조에서 회사분할을 크게 split-up, split-off, spin-off로 분류하고 있고[30], 연방소득세법 외에는 기업구조개편 방식의 하나로 Equity Carve-out(이하 'ECO'라고 한다)가 있다(국내에서는 '자회사 상장' 또는 '분리공모'로 지칭된다).[31] ECO는 모회사에서 분리할 사업을 100% 자회사로 만들고 자회사를 IPO하면서 모회사가 가지는 자회사 주식 일부를 공개시장에 매각하는 것을 말하는데[32], ECO가 모회사 주주의 부에

[29] 황남석, "미국 회사법상의 회사분할제도에 관한 연구", 증권법연구 제12권 제3호, 한국증권법학회, 2011, 263면
[30] 정봉진, "미국 연방소득세법 제355조상의 비과세 Spin-off와 지분 계속성 요건", 숭실대학교 법학연구소, 2017, 3면
[31] 기현희, 장원경, "기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향", 대한경영학회지 제17권 제2호, 대한경영학회, 2004, 730면
[32] Otsubo, Minoru, "Gains from equity carve-outs and subsequent events", Journal of business research, 2009, 1207면

미치는 영향에 대해서는 제4장 제4절에서 살펴본다.

(나) 미국 세제에서 기업이 주주에게 자산을 분배하는 것은 원칙적으로 모두 과세대상이므로 신설 자회사의 주식을 교부하는 것도 마찬가지이나, 아래의 경우는 예외로 두고 있다. 위와 같은 주식 교부에 대해 비과세 특례를 두는 이유는 비과세 조직재편(tax-free reorganization)의 경우 지분에 실질적인 변동 없이 단순히 법인형태만 수정된 것이기 때문이다.[33]

Split-up(모회사청산형 분할, 소멸분할)은 분할되는 회사(모회사), 즉 분배회사(distributing corporation)가 둘 이상의 피지배회사(controlled corporation)를 설립하고 피지배회사의 주식을 모회사의 주주에게 그 소유주식의 비율에 따라 분배하고 모회사는 청산하는 기업분할 방법이다.

Split-off(주식상환형 분할, 존속분할)는 모회사가 피지배회사 주식을 모회사의 주식과 교환하여 모회사 주주에게 분배하는 기업분할 방법이다.

Spin-off(배당형 분할)은 미국의 기업구조개편 방식 가운데서 가장 많이 쓰이는 방식이다. A회사가 두 개의 사업부문 중 하나를 분할하여 B회사를 설립하고 B회사로부터 주식을 발행 받은 뒤 그 주식을 주주들에게 지분 비율에 따라 분배하는 경우이다. 이와 같이 spin-off에서는 모회사가 피지배회사의 주식을 자신의 모든 주주에게 지분비율에 따라 분배한다. Spin-off는 분할회사의 발행주식 총수를 감소시키지 않고 피지배회사의 주식을 모회사의 주주에게 무상으로 분배하므로 모회사가 주주에게 자회사의 주식을 현물배당 하는 것과 동일한 경제적 효과가 발생하고, 피지배회사의 주식을 모회사의 주주가 소유하는 점에서는 우리나라의 인적분할의 성질도 가진다.[34]

한편, 미국 연방소득세법 §368(a)(1)에서는 비과세 조직개편의 형태로 A형 조직개편에서부터 G형 조직개편까지 7종류의 조직개편을 규정하고 있다. 이 중 D형 조직개편은 회사 분할을 의미하는데 D형 조직개편은 다시 취득적 D형 조직개편(acquisitive Type D Reorganization)과 분할적 D형 조직개편(divisive Type D Reorganization)으로 나누어진다. 취득형 D형 조직개편은 목표회사는 실질적으로 모든 자산을 양수회사에게 이전하고 조직개편에 따라 양수회사의 주식 등을 교부 받는 것이고 목표회사는 실무상 청산하는 것이

[33] 전병목, 구자은, 정희선, "주요국의 합병 및 분할세제", 세법연구 08-12, 한국조세연구원, 2008
[34] 정봉진, 앞의 논문(각주30), 3면, 10면

보통이다.[35] 분할형 D형 조직개편은 분할회사가 자산의 전부 또는 일부를 양수회사에게 이전하고 그 즉시 분할회사 및 그 주주가 양수회사의 주식을 지배하게 되는 경우를 말한다{IRC §368(a)(1)(D)}. Spin-off는 분할형 D형 조직개편으로 구성될 수도 있다. 즉, Spin-off 전에, 분배회사가 자산의 전부 또는 일부를 새로 설립하거나 이미 존재하고 있던 피지배회사에게 양도하면 그 spin-off는 분할형 D형 조직개편으로서의 성격도 가지게 된다.[36] Spin-off가 분할적 D형 조직개편에도 해당할 경우에는 회사 분할 직후에 분배회사 또는 분배회사의 주주가, 또는 분배회사와 분배회사의 주주가 합쳐서, 피지배회사를 지배(control)해야 한다는 요건이 추가로 적용된다[37]

연방소득세법에 따른 과세혜택을 받기 위해서는 이러한 지배요건으로서 모회사가 자회사 주식의 80% 이상을 보유하고 있다가 모회사의 주주에게 분배해야 하는데[38] 이 때문에 많은 경우에 Spin-off는 자회사 주식의 80% 이상의 수준으로 하게 된다. 실제로 미국에서 기업구조개편 방법으로 많이 사용되는 것은 Equity Carve-out과 Spin-off인데 이를 조합하여 활용하기도 한다. 이와 같이 조합하는 경우 Equity Carve-out은 20% 미만으로 이루어지는 경우가 많은데, 이는 위와 같이 자회사 지분의 80% 이상을 유지해야 그 뒤에 Spin-off가 이어질 경우 조세혜택을 받을 수 있기 때문이라고 한다.[39]

---

[35] 전병목, 구자은, 정희선, 앞의 논문(각주33), 53면

[36] 정봉진, 앞의 논문(각주30), 10면, 11면

[37] 정봉진, 앞의 논문,(각주30) 15면

[38] 비과세 적용 요건 중 특기할 부분은 다음과 같다. 먼저, (i) 지배(control) 요건으로서 분배회사가 피지배회사의 주식을 그 주주에게 분배하기 직전에 분배회사는 그 피지배회사를 지배하고 있어야 하는데, 여기서 지배하고 있다는 것은 의결권주 발행주식 총수의 80% 이상과 무의결권주 발행주식 총수의 80%를 각각 가지고 있다는 것을 의미한다. (ii) 주식의 분배요건으로서 분배회사는 분배 직전에 자신이 가지고 있던 주식을 전부 분배하거나 지배권을 구성하기에 충분한 양의 피지배회사의 주식을 분배하여야 하며, (iii) 지분의 계속성 요건으로서 spin-off 전에 직,간접적으로 분배회사의 주식을 소유했던 주주들은 분배 후에도 계속하여 분배회사와 피지배회사의 주식을 소유해야 한다. 비과세가 적용되는 것은, 회사에 대한 소유 지분 구조조정을 주된 목적으로 하는 거래에만 손익 불인식이 적용되는 것인데, 회사 분할을 매매가 아니라 구조조정으로 보기 위해서는 분배회사와 피지배회사의 주식을 계속적으로 보유하고 있어야 한다는 차원이다. 정봉진, 앞의 논문(각주30), 13~15면

[39] Patrick A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions & Corporation Restructurings”, Wiley, 7th Ed., 2017, 425면, 김지평, 이서연, “물적분할 및 자회사 상장의 실무상 쟁점”, BFL 제144호, 서울대학교 금융법센터, 2022, 14면

(다) 이와 같이 미국 회사법상으로는 강학상 회사분할을 인식하고 있으나 우리나라의 물적분할과 인적분할이라는 개념은 존재하지 않는다. 다만, 미국의 회사분할은 전체적으로 보면 먼저 양도회사(분할회사)가 자산을 현물출자 또는 양도하여 그 대가로 양수회사(분할신설회사)의 주식을 취득하는 절차(1단계) 및 그 취득한 주식을 위와 같이 split-up, split-off, spin-off에 의하여 양도회사의 주주에게 교부하는 절차(2단계)의 두 단계 절차로 구분하여 이해할 수 있는데, 앞의 절차는 우리나라의 물적분할에 대응되고, 앞의 절차와 뒤의 절차 중 spin-off를 합하면 우리나라의 인적분할에 대응된다고 설명되기도 한다.[40]

위 1단계의 경우, 모범회사법과 대부분의 주법은 회사가 자산의 전부 또는 실질적인 전부를 현물출자할 경우 주주총회 결의를 요하는 것이 일반적이나, 양도회사가 완전자회사에게 현물출자하는 경우 또는 기존 주주의 지배권이 희석되지 않으면서 양도회사가 존속하는 경우에는 주주총회 결의 없이 이사회 결의로 가능한 경우가 대체적인 것으로 보인다.[41] 2단계에서 자회사 주식의 교부 또는 분배를 하기 위해서는 모범회사법, 뉴욕주 회사법, 델라웨어주 회사법 등에서 정한 일정한 재정적 요건에 따르되 지분비율에 따라 분배하는 경우는 대체로 주주총회 결의 없이 이사회 결의로 가능하고, 양도회사에 청산이 수반되는 경우에는 주주총회 결의가 요구되는 것으로 보인다.[42]

(라) 미국의 회사분할 제도는 우리와 매우 상이하나 유사한 요소에 비추어 일정한 시사점을 얻을 수 있다. 미국의 Spin-off는 우리나라의 인적분할과 유사한 결과를 가져오는데, Spin-off와 아래에서 볼 ECO의 차이점에서 보듯이 Spin-off는 자금이 유입되지 않는 기업분리 방법이고 기존 회사에 분리하여 stand alone하는 것이 목적이다. 따라서 최근 물적분할 논란 관련하여, 대부분 자금조달의 필요에 의해 물적분할을 단행하는 경우임에도 불구하고 우리도 미국의 spin-off 방식을 취해야 한다는 시각은 다소 접근의 맥락이 맞지 않은 측면이 있다.

---

40 황남석, 앞의 논문(각주29), 261, 266-267면
41 황남석, 앞의 논문(각주29), 270~273면
42 황남석, 앞의 논문(각주29), 273~279면

2. 일본

일본의 구 상법은 회사분할에 대한 별도의 규정을 두지 않고 있다가 2000년 상법을 개정하면서 회사분할제도를 도입하였는데, 신설분할과 흡수분할로 나누고 다시 양수회사가 발행한 주식을 양도회사 주주에게 교부하는 인적분할과 양도회사에게 교부하는 물적분할로 나누었다. 그 후 2005년 단행법으로 제정된 일본회사법에서는 인적분할을 폐지하고, 물적분할 제도를 원칙적인 형태로 하면서 분할의 대가로 교부 받은 주식을 현물배당 형태로 양도회사의 주주에게 교부하는 방식으로 인적분할의 효과를 거둘 수 있도록 규정하였다(일본 회사법 제758조 제8호, 제763조 제12호). 이와 같이 규정 방식을 변경한 입법취지는, 인적분할은 실질적으로 물적분할과 잉여금 배당의 결합이라는 성질을 가지므로 인적분할 제도를 별도로 두지 않더라도 배당재원에 관한 규제를 하지 않으면 인적분할과 실질적으로 동일하고 따로 구별하여 규정할 이유가 없기 때문이라고 한다.[43]

절차적으로는 흡수분할계약서 및 신설분할계획서에 대해 주주총회 특별결의 승인이 요구되고, 분할에 반대하는 주주에 대해서는 주식매수청구권이 부여되나, 간이분할에 대해서는 주주총회 특별결의와 주식매수청구권 부여 절차가 요구되지 않는다(일본회사법 제783조 제1항, 제795조 제1항, 제804조 제1항, 제805조 및 제785~제788조, 제797조~제798조).

3. 프랑스

우리 상법은 1998년 주식회사의 분할제도를 도입한 바 있는데, 이는 프랑스 상법(Code de commerce)에 그 연원을 둔 것으로 이해되고 있다. 프랑스는 1966년 처음 회사분할(la scission)을 법제화한 이후, 1982년 EU 제6지침 제정과정 등을 통해 유럽에서의 분할법제에 관한 논의를 주도하였다.[44]

프랑스 상법이 정하는 원래의 분할(la scission)은 분할회사(분할을 실행하는 기존회사)가 분할을 통해 소멸되는 이른바 소멸분할을 의미한다. 이러한 협의의 분할은 분할회사가 적극재산과 소극재산을 일체로 다른 기존 또

[43] 정우영, 이현균, “상법상 물적분할에 대한 비교법적 연구: 물적분할제도의 쟁점을 중심으로”, 연구보고서 상-21-02, 한국법학원, 2021, 63,64면

[44] 노혁준, “프랑스의 회사분할 법제에 관한 연구: 분할의 효력을 중심으로”, 법제연구 제39호, 한국법제연구원, 2010, 418면

는 신설회사들에게 이전하고, 그 분할 결과 분할회사는 청산 없이 해산되며, 승계회사들의 지분은 분할회사의 기존주주들에게 분배되는 것을 특징으로 한다. 또한 포괄승계 효력이 인정된다. 분할회사가 소멸한다는 측면에서 합병과 유사하고, 미국법상으로는 split-up에 상응하는 것으로 보인다.[45]

위와 같은 전형적인 분할과 달리 분사 이후에도 분할회사를 존속시켜야 할 필요가 있는 경우에는 '영업일부의 포괄출자'(l'apport partiel d'actif soumis au régime des scissions) 방식으로 프랑스 상법 제L236-22조가 활용된다. 이 조항은 "자산의 일부를 다른 회사에 출자하는 회사와 그 승계회사는 이러한 거래가 상법 제L.236-16 내지 제L.236-21의 조항에 의해 이루어지도록 상호 합의할 수 있다"고 규정하여 협의의 분할의 절차에 관한 규정을 준용하도록 한다. 원래 자산의 현물출자는 상법의 일반적인 출자조항에 의해 이루어지고 부채가 아닌 자산만의 이전이 이루어지며 개별적인 자산이전 절차를 밟아야 하지만, 위 제236-22조에 의한 일부영업의 포괄출자는 위 일반적인 현물출자와 달리 부채를 포함할 수 있으며 포괄승계효가 인정되어 유용하게 활용될 수 있다. 프랑스 상법상의 원칙적인 분할형태와 비교하여 일부영업을 포괄출자 하는 방식의 가장 큰 특징은 분할회사가 분할실행 이후에도 존속하고, 포괄출자의 대가인 분할신주에 관하여 분할회사는 이를 그대로 보유하거나 재차 그 주주들에게 분배할 수 있다고 해석되는 것이다. 분할회사가 분할신주를 그대로 보유하면 우리나라의 물적분할과 유사하고, 분할신주를 주주들에게 분배하면 우리나라의 인적분할, 미국의 spin-off와 유사한 것으로 보인다.[46]

회사의 분할 또는 영업일부의 포괄출자에는 분할계획안 작성 후 분할검사인의 검사를 거쳐 주주총회 특별결의 승인을 얻어야 한다(제L236-16조, 제236-9조, 제L.236-10조) 분할검사인은 주로 분할비율이 적절한지를 검사하고 자본충실의 검사를 위하여는 별도로 현물출자검사인을 선임한다. 반대주주의 주식매수청구권은 규정되어 있지 않다.[47]

4. 독일

---

45 노혁준, 앞의 논문(각주44), 420면

46 노혁준, 앞의 논문(각주44), 420-423면

47 황남석, "상법상 물적분할제도의 쟁점 및 입법적 개선방안", 상사법연구 제34권 4호, 한국상사법학회, 2016, 133면

독일법상 조직재편에 관하여는 단행법인 조직재편법(UmwG)이 규율하고 있는데, 분할의 종류에 대해 제123조에서 (i) 양도회사가 자산을 이전하고 청산 없이 해산하는 경우(제1항, Aufspaltung, 미국법상 split-up에 해당되어 보임), (ii) 기존 회사 또는 신설회사에게 자산을 양도하고 양도회사의 주주에게 자산을 양도받은 회사의 주식을 분배하는 경우(제2항, Abspaltung, 미국법상 spin-off, 우리나라의 인적분할에 해당되어 보임), (iii) 양도회사가 기존 회사 또는 신설회사에게 자산을 양도하고 양도회사에게 자산을 양도받은 회사의 주식을 분배하는 경우(제3항, Ausgliederung, 영문으로는 'hive-down'으로 표현됨, 우리나라의 물적분할에 해당되어 보임)로 구분한다.

그리고 제3편 제1장 제2절은 세 종류의 분할이 흡수분할(Spaltung zur Aufnahme) 형태로 이루어지는 경우와 신설분할(Spaltung zur Neugründung)의 형태로 이루어지는 경우를 각 상정하고 있다. 신설분할의 경우 분할계약에 대해 주주총회결의를 거치는데, 위 제2항 분할의 경우 주식매수청구권이 인정되지만 제3항 분할의 경우 주식매수청구권이 인정되지 않는다(UmwG 제125조, 제29조). 그 이유에 관하여 독일연방참의원 조직재편법 입법초안에 의하면, 주식매수청구권은 주주의 지위와 성격이 강제로 변경되는 경우에 부여되는 것인데 제3항 분할은 분할대가인 주식이 분할회사로 귀속되므로 분할당사회사의 주주의 지위에 직접적인 변동이 없다는 점을 이유로 들고 있다고 한다.[48] 이는 우리나라에서 물적분할의 경우에 주식매수청구권이 부여되지 않는 이유와 동일해 보인다.

제3절 기업분할이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 논의

1. 기존의 실증연구

기업분할로 인한 양(+)의 성과의 원천과 기업분할의 추진 동기가 무엇인지는 해외에서 고전적으로 많은 관심의 대상이었다. 관련이론으로는 채권자로부터 주주에게 부가 이전된다는 가설, 규제회피나 세금절약의 이득이 있다는 가설, 인센티브 계약의 재구성 가설, 사업의 집중화와 음(-)의 시너지

[48] 황남석, 앞의 논문(각주47), 136면

(negative synergy) 제거 가설, 정보비대칭(information asymmetry)의 완화 가설 등이 있다.[49] 대체로 기업분할 공시 후 단기적으로 주가에 긍정적 영향이 있고 장기적 성과도 긍정적이라고 보는 연구 결과가 많은 것으로 보인다. 다만 미국 등 해외에서는 우리나라와 같은 물적분할이라는 제도를 별도로 두지 않는 경우가 있고 기업분할의 방법으로서 spin-off를 많이 활용하고 있으며, Spin-off 자체는 분리매각이나 분할상장 또는 어느 한 회사가 소멸하는 split-up과도 구분되고 모회사와 분리된 회사의 주식이 모두 존재하여 분리의 효과를 분석하기 용이하여, 위와 같은 기업분할효과에 대한 논의는 주로 spin-off를 대상으로 한 것으로 보인다. 이러한 연구대상의 차이는 기업분할의 개념과 실무적 운영이 다르다는 것에서 기인할 것이나, 위 가설 중 현재 우리나라의 기업분할 현실과도 상통하는 면이 있어 살펴보면 다음과 같다.

인센티브 계약의 재구성 가설은 기업분할로 경영자 보상 인센티브가 보다 명확하게 이루어져 경영효율성을 증가시킨다는 가설이다. 다양한 제품을 생산하는 기업에서 주가는 부문별 생산성을 명확하게 반영하기 어려우므로, 기업분할을 통해 부문별 생산성이나 효율성을 기초로 하여 경영자 보상 인센티브 체계를 구축하면 성과를 개선할 수 있다고 본다.[50]

사업집중화 및 음(-)의 시너지 제거 가설과 정보비대칭 완화 가설은 특히 타당한 가설로 받아들여졌다. 사업집중화와 음(-)의 시너지 제거 가설은 기업분할이 기업의 다각화에서 비롯되는 비효율성을 제거하거나, 이종 사업부문을 독립시켜 전문화하여 효율성을 높인다는 가설인데, 이는 많은 연구자들의 지지를 받았다.[51] Desai and Jain(1999)는 집중화를 높이는 Spin-off(focus-increasing spin-off)에서의 단기적 공시 효과뿐만 아니라 장기적 비정상 초과 수익률은 집중화를 높이지 않는 Spin-off(non-focus-increasing spin-off)에서의 그것보다 유의하게 높고, 운영성과에 있어서도 마찬가지라고 분석하였다.[52]

---

[49] 강효석, 서재웅, "기업분할 정도가 주주의 부에 미치는 영향", 글로벌경영연구 제23호 제3권, 한국외국어대학교 글로별경영연구소, 2011, 2-3면

[50] 강효석, 서재웅, 앞의 논문(각주49) 3면, Seward, J. and J. Walsh, "The governance and control of voluntary corporate spin offs," *Strategic Management Journal*, Vol.17, 1996

[51] 강효석, 서재웅, 앞의 논문(각주49) 3면

[52] Hemang Desai, Prem C. Jain, "Firm performance and focus: long run stock market performance following spin-off", Journal of Financial Economics 54, 1999, 75~78면

또한 정보비대칭 완화에 대한 가설도 이를 지지하는 견해가 늘었는데, 이 가설에 의하면 한 기업 내에 다양한 사업부문이 혼재되어 있을 경우 내부자는 각 부문별 영업성과를 알 수 있어도 외부자에게는 해당 정보가 공개되지 않는 정보비대칭의 문제가 발생하고 정보비대칭 하에서 일반투자자는 역선택(adverse selection) 문제 때문에 기업가치를 공정가치보다 낮게 평가한다. 따라서 기업분할로 인하여 투자자가 각 사업부문의 경영성과와 미래전망을 보다 정확히 파악할 수 있기 때문에 기업가치가 증가한다는 것이다.[53] Krishnaswami and Subramaniam(1999)은 기업분할의 방법 중 spin-off는 주주의 변동이나 지분 희석, cash transaction이 없는 것이라고 하면서 spin-off는 하나의 기업 내에 있는 여러 사업부의 생산성과 운영 효율성에 관한 정보비대칭을 완화하기 때문에 기업가치가 증가하고, Spin-off를 단행하는 기업은 애널리스트의 이익예상 오류, 애널리스트 사이에 예상의 상이함 정도 등 정보비대칭의 지표들이 다른 비교군에 비하여 높았으며 Spin-off를 완료한 이후에는 정보비대칭의 지표들이 감소하였음을 확인하였다. 또한 spin-off 이후 2년 동안 자본이 증가하는 경우가 많아지는 점에 비추어 보면 정보비대칭을 줄여 외부 자금조달을 용이하게 하는 효과도 있다고 한다.[54]

국내의 연구는 1998년 상법 개정으로 기업분할제도가 도입된 이후 공시효과에 관한 실증분석이 주로 연구되었다. 김지수, 조정일(2005)은 기업분할의 단기 시장성과를 분석할 결과 양의 초과수익률과 누적평균초과수익률이 나타나되 공시 15일~20일 이내에 상당 부분 사라지는 것으로 분석하였고 장기적 시장성과도 전반적으로 양(+)으로 평가하였으며 분할 이후 장기적인 영업성과도 개선되는 것으로 나타났는데 이는 사업집중화의 영향이 큰 것으로 분석되었다.[55] 강효석, 서재응(2011)은 1999년부터 2008년까지 상장기업의 기업분할 정보공시가 주주의 부에 미치는 영향을 실증분석한 결과, 사업전문화를 통한 음의 시너지제거나 정보비대칭 완화와 같은 경제적 동기로 추진되는 일반기업분할은 주주의 부에 정(+)의 영향을 미쳤고, 모회사와 분할된 자회사의 업종이 같은 동종분할보다 업종이 다른 이종분할의

[53] 강효석, 서재웅, 앞의 논문(각주49) 3-4면
[54] Krishnaswami, S., P. Spindt, and V. Subramaniam, “Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision”, Journal of Financial Economics 53, 1999, 73-76면
[55] 김지수, 조정일, “분리설립의 기업성과와 성과요인”, 재무연구 제18권 제2호, 한국재무학회, 2005, 38~40면

공시효과가 더 큰 것으로 나타난 점에서, 사업집중화를 통한 음(-)의 시너지 제거가설과 정보비대칭 완화 가설이 타당함을 실증적으로 지지하는 결과임을 제시하였다. 인적분할과 물적분할을 비교하면 두 경우 모두 공시일 주변에 누적초과수익률을 보이고 있어 기존 일부 연구결과와 달리 양자 간의 유의한 차이는 나타나지 않았다.[56]

강내철・진태홍(2012)는 2001년부터 2010년까지 374건의 분할공시 분석에서 물적분할의 공시효과가 인적분할이나 분할매각보다 작게 나타났는데 이는 물적분할이 경제적 의미가 크게 없는 법적 분할에 불과하므로 기업 일부분이 실질적으로 분리되고 상대적으로 구조조정 효과가 큰 인적분할이나 분할매각에 비해 공시효과가 작을 것이라는 가설을 지지하는 것이라고 분석하였다.[57] 김상우・남명수 (2013)는 2001년부터 2010년까지 265건의 분할공시를 분석하여 공시일에 누적평균초과수익률이 유의한 양의 값을 보이고 물적분할의 경우 그 수익률이 지속되는 모습을 보인 만면 인적분할의 경우 빠르게 사라지는 모습이 보였으며, 거래소 종목군이 코스닥 종목에 비해 장기적으로 수익률이 지속되는 모습을 보였다고 분석하였다.[58]

조용대・김동하(2015)는 2000년부터 2014년까지 349건의 기업분할을 분석하여 유가증권시장에서 물적분할과 인적분할이 모두 단기적으로 주가에 긍정적 영향을 미치고 인적분할의 효과가 물적분할보다 높게 나타나며, 코스닥시장에서는 물적분할은 단기적으로 긍정적 영향이나 장기적으로는 기업가치가 하락하고 인적분할의 경우 단기적으로 부정적인 반응을 보이는 것으로 나타났다.[59] 김종국 외(2018)는 2000년부터 2012년까지 302개의 분할공시를 분석하여 유가증권시장에서는 기업분할 목적이 구조조정인 경우에만 양(+)의 추세를 가지고 나머지 전문화, 지주회사, 지배구조인 경우 대체로 음(-)의 추세를 보였고, 코스닥에서는 전문화 목적일 때 양(+)의 추세를 가지고 구조조정에 대해서는 (-)의 추세를 보이는 것으로 나타나 분할 목적과 시장에 따라 상이한 결과를 가지는 것으로 분석되었다.[60]

---

[56] 강효석, 서재웅, 앞의 논문(각주49) 11-19면

[57] 강내철, 진태홍, “기업분할 방법과 공시효과”, 재무관리연구 제29호 제1권, 한국재무관리학회, 2012, 76면

[58] 김상우, 남명수, “기업분할이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 기업경영연구 제20권 제5호, 한국기업경영학회, 2013, 209-210면

[59] 조용대, 김동하, “이사회의 기업분할 결의가 기업가치에 미치는 영향 분석”, 대한경영학회지 제28호 제1권, 대한경영학회, 2015, 186~198면

[60] 김종국, 변영태, 김수경, “기업분할의 목적별 공시효과에 대한 주가반응에 관한

이상과 같은 기존의 실증연구에 의하면 세부적인 유형에 따른 차이는 존재하나 고전적으로 기업분할, 주로 spin-off에 대한 해외 실증연구들은 대체로 spin-off 공시시점에 시장 반응에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보았다. 우리나라에서 물적분할에 대해 단기적으로 긍정적으로 보는 연구결과가 대체적이나 유의하지 않거나 장기적으로 부정적이라는 연구결과도 일부 있어 일관되지는 않는다.

2. 최근의 실증연구

물적분할과 자회사 상장이 논란이 된 이후 최신의 데이터에 기반하여 물적분할을 인적분할과의 구분 하에 주가와 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증 분석한 연구는 그리 많지 않다. 그러한 와중에 최근 남길남(2022)의 실증 연구가 있어 소개한다.

위 연구에 의하면, 우선 물적분할 기업의 공시 효과에 관해서는, 물적분할의 누적초과수익률이 공시일 직전 거래일(T-1)부터 상승하여 공시일(T)에도 상승하여 긍정적 효과를 나타났다가 T+1부터 T+10까지 하락함으로써 부정적 반응으로 바뀌고 T+11부터는 반등하여 T+16부터는 양(+)의 값이 되면서 부정적 효과는 상쇄되는 모습이 나타났다. 인적분할은 물적분할에 비해 긍정적 효과를 보였다. 물적분할 공시효과를 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 보면 시장 간 뚜렷한 차이를 보이는데, 특히 최근 5년간 물적분할 공시 이후 유가증권시장에서 반응이 더 악화되고 상대적으로 코스닥 시장에서는 긍정적 효과를 보였다. 이러한 반응의 차이는 일반주주와 각종 미디어의 관심이 유가증권시장의 대기업 물적분할로 집중되면서 유가증권 시장의 부정적 반응이 코스닥 시장에 비해 커진 것이 하나의 요인으로 지적되었다.[61]

자기자본의 시장가치-장부가치 비율로 측정한 물적분할 기업의 기업가치에서는 중장기적으로 유의하게 개선되었으며 업종 평균 기업가치와 비교해도 향상된 것으로 나타나 물적분할이 일반적으로 기업가치를 훼손하다고

연구", Journal of The Korean Data Analysis Society, 제20호 제3권, 한국자료분석학회, 2018, 1251~1252면

[61] 남길남, 앞의 문헌(각주5), 6~8면. 다만 해당 연구에서 물적분할 전후의 얼마간의 기간을 기준 시점으로 분석하였는지에 관해 본 문헌에서 파악하기는 어렵다.

보기는 어려운 것으로 보고되었다. 물적분할 이후 기업가치가 개선되는 현상은 물적분할의 목적이 대부분 전문화에 따른 효율성과 경쟁력 제고인 점을 고려하면 자연스러운 결과일 수 있으나 물적분할 공시가 기업가치를 훼손하여 주가를 하락시키는 사건으로 보는 대중적 시각과는 대비가 된다는 점이 지적되었다. 특히 유가증권시장에서는 기업가치 개선효과가 뚜렷이 나타나 단기적으로는 물적분할 공시가 부정적 효과를 보인다고 해도 중장기적으로 기업가치가 향상되었다고 분석하였다.[62]

기존의 실증연구는 물적분할과 인적분할, 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 주가 및 기업가치에 대한 영향을 분석한 바 있으나, 여기에서 더 나아가 LG화학 사례와 같이 핵심사업부를 물적분할 하는 경우와 관련하여 물적분할의 분할대상사업의 성격과 규모에 따른 영향도를 실증 분석한 연구는 아직 발견되지 않는다. 향후 더 발전된 실증연구가 필요한 부분이다.

제4절 대규모 자금조달을 위한 방법으로서 물적분할의 효용성

1. 물적분할을 하는 이유

일반적으로 모회사에서 특정 사업부문을 분리하여 별도 법인화 하는 이유는 다음과 같이 정리하여 볼 수 있다. 첫째, 분할대상 사업부문을 기존 사업부문과 분리하여 기존 사업부문의 실적이나 위험 등에 영향을 받지 않고 분할대상 사업부문의 가치와 성장가능성을 온전히 평가받아서 유리한 조건으로 자본을 조달하고, 그 자회사의 성장을 통해 모회사의 이익도 극대화하기 위한 것이다. 해당 사업부문의 운영과 성장에 필요한 자금조달은 물적분할의 중요한 동기이자 목표이다. 둘째, 물적분할은 기존 회사 및 그에 속한 다른 사업부문과 분리하여 기업규모 거대화 및 복잡화에 따른 경영관리의 비효율을 제거하고, 신속하고 효율적인 의사결정, 경영환경 변화에 빠른 대응 및 책임경영을 가능하게 한다. 셋째, 신설 자회사에 대한 지분 희

[62] 남길남, 앞의 문헌(각주5), 8~10면

석으로 모회사의 지배력이 상실되지 않는 한 자회사의 실적은 모회사의 연결재무제표에 반영되어 모회사 입장에서 경제적 실질의 변동이 없고, 나아가 자회사의 성장하면 모회사의 이익도 증대될 수 있다.

2. 다른 분사 방식의 대체 효용성

물적분할에 의하지 않고 자회사를 설립한 다음 해당 사업부문을 영업양도 하거나 현물출자 하는 방법도 있다. 이는 해당 사업부문이 분사되는 결과에서는 차이가 없다. 물적분할 자체가 문제라면 위와 같은 방법으로 물적분할에 대한 규율을 회피하는 상황도 가정해 볼 수 있다.

그러나 자회사 설립 후 영업양도 또는 현물출자는 (상법상 '중요한' 영업양도인 경우를 제외하고는) 주주총회 승인을 요하지 않거나 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않고 현물출자는 법원의 검사절차를 거쳐야 한다는 점에서 번거로움이 있다. 또한 분할이나 합병과 같은 포괄적인 권리의무승계가 불가능하여 개별적인 권리이전조치를 취해야 한다는 점에도 매우 번거롭고 경우에 따라서는 제3자의 동의를 얻는 것이 여의치 않을 경우 권리의무 이전에 장애가 생길 리스크도 있다.

반면 물적분할은 주주총회 승인을 요하고 분할계획서가 공시되며 상법과 분할계획서에서 정한 바에 따라 분할기일 또는 분할등기일을 기준으로 일률적인 조직법적 효과가 발생하고 포괄적인 권리의무 승계가 가능하다는 이점이 있다. 채권자보호절차가 있어 이의가 있는 채권자는 별도의 보호조치를 받을 수 있다. 채권자보호절차를 거치지 않는 경우 분할기일 이전에 발생된 분할존속회사의 의무는 분할신설회사가 연대하여 부담한다.

[표3] 물적분할, 현물출자, 영업양도의 비교

	물적분할	현물출자	영업양도
이사회 승인	필요	중요성 있는 경우 또는 이사회 규정에 정하고 있을 경우 필요	중요성 있는 경우 또는 이사회 규정에 정하고 있을 경우 필요
주주총회 승인	필요 (특별결의)	불요(단, 사실상 중요한 영업양도에	중요성 있는 경우 필요(특별결의, 실

		해당할 경우 필요하다고 보는 견해 존재)	무상 통상 10% 기준), 간이영업양도는 이사회승인으로 갈음 가능
법원 절차	불요	자산가치가 적정하게 평가되었는지 법원 검사 필요	불요
권리의무 이전	포괄적 권리의무 승계 효과 있음. 개별적 동의 불요	개별적 동의 필요	개별적 동의 필요
반대주주 주식매수청구권	없음	없음	있음
채권자보호절차	있음	없음	없음
신설법인에 관한 정보 공개 의무	분할계획서(공시)에서 정관, 사업목적, 이사 등 분할신설법인에 관한 정보, 분할로 이전되는 범위 및 분할재무제표 공개 필요	없음	없음

이와 같이 물적분할은 제도적으로나 실무적으로 상당한 이점을 가지고 주주총회 승인절차와 채권자보호절차 또는 연대책임 조항이 존재하여 영업양도나 현물출자에 비하여 이해관계자에 대한 보호장치가 덜 하다고 보기도 어렵다. 따라서 영업양도나 현물출자가 물적분할의 대안이라고 단정하기는 어렵다. 기업들은 구조재편이 필요한 각 개별적 사안마다 여러가지 요소를 감안하여 회사법적으로 가능한 수단 중 가장 적합한 방식을 택하여 왔고, 기존에 현물출자나 영업양도는 규모가 크지 않고 대외적으로 공시하여야 할 필요성도 높지 않은 기업분리의 경우에 주로 활용되었다. 물적분할 자체에 대한 무조건적인 비판은 물적분할 논란에 따른 규제를 회피하는 수단으로 영업양도나 현물출자가 역선택 되는 부작용을 낳을 수 있다. 물적분할에 대한 과도한 규제로 거래방식의 다양성과 자율적 선택을 저해하는 역효과가 초래되는 것은 경계되어야 할 것으로 생각되며, 이와 별개로 물적분할에 대한 규제시 영업양도와 현물출자에도 일괄 규제할 것인지에 대해서

는 별도의 논의가 필요한 부분이다.

3. 다른 자금조달 방식의 대체 효용성

가. 자기자본 조달(유상증자)의 경우

첫째로, 물적분할을 하지 않고 회사 자체가 유상증자를 하여 자금을 조달하면 되는 것 아닌가 하는 의문이 들 수 있다. LG화학이 물적분할을 하지 않고 LG화학 자체가 유상증자로 자금을 조달하여 배터리사업에 투입하면 되는 것 아닌가 하는 점이다. 여기에는 두가지 측면의 문제가 있다. 회사 사업부문 혼재의 문제 그리고 상장회사의 유상증자 방식의 문제이다.

(1) 우선, 회사에는 여러 사업부문이 혼재되어 있으므로 회사에 대한 출자는 특정 사업부문에 대한 출자와 같을 수 없으며, 특정 사업부문에 편중된 자금 투입은 기업의 균형적인 사업 포트폴리오 운영에 어려움을 야기할 수 있다. LG화학에 새로운 투자자를 유치한다 하여도 회사에 대한 투자금을 어떻게 배터리 사업부문에 한정하여 사용할 것을 보장할지, 투자자가 배터리사업부문에 관한 한정된 회사의 의사결정에 어떻게 참여할 수 있을지, 투자자가 어떻게 배터리사업에 한정된 배당 또는 매각을 통한 투자금 회수에 참여할 수 있을지도 문제이다.

이에 대해서는, 대규모 상장회사일수록 투자금을 유치함에 있어 특정 사업부문에 쓰이도록 법적 구속력을 갖추는 것은 용이하지 않은 측면이 있다. 제3자 배정 유상증자의 경우 일반적으로는 주주간 약정을 통해 간접적으로 강제할 수는 있지만, 대규모의 상장회사는 정관이나 이사회 규정 등 기업지배구조에 관한 공개된 문서가 아닌 별도의 사적인 주주간계약을 통하여 투자금의 사용을 구속하는 것은 현실적으로 부담이 되는 부분이다. 기업의 규모가 클수록 더욱 그러하다. 또한 (비상장회사의 경우와 달리) 상장회사는 회사의 기존 의사결정구조(주주총회, 이사회, 각종 위원회, 그 밖에 경영진의 내부 의사결정)에서 벗어나 특정 투자자에게 동의권 또는 반대권을 부여하는 것은 신중을 요하는 일이며, 상장회사의 규모가 클수록 더욱 그러하다. 무엇보다 투자자는 회사 전체가 아닌 특정 사업부문에 한정된 성과에 대해 배당을 받을 방법이 없으며 다른 사업부문의 손익이나 각종 리

스크와 분리되기 어렵다. 회사 전체의 재무제표와 별도로 특정 사업부문의 재무제표를 작성하는 것은 많은 비용을 초래하고 회계감사의 문제도 있다.

이와 같이 특정 사업부문에 대해 투자하려는 투자자는 해당 사업부문이 기존 사업부문과 분리되지 않으면 투자를 꺼려할 수 있다. 물적분할은 기존 사업부문의 실적이나 위험에 영향을 받지 않도록 구조화 하여 투자 유치를 용이하게 하도록 한다.

(2) 다음으로, 상장회사가 유상증자를 하는 방법은 주주배정, 제3자 배정, 공모가 있는데, 상장회사가 이들을 직접 행하는 것이 쉽지 않은 측면이 있다.

먼저 주주배정에 대해서 보면 상장회사가 기존 주주에게 주주 배정하는 것은 법적으로 당연히 가능하고 실제 이루어지고 있기도 하지만, 추가로 주주들에게 출자금을 부담하도록 하여 대규모의 자금조달을 할 것을 기대하기는 현실적으로 쉽지 않고, 주주배정을 거치더라도 결국 실권주에 대한 일반공모를 진행해야 할 가능성이 높다. 또한 제3자 배정이나 일반공모의 경우 앞서 언급한 바와 같이 회사 자체에 자금이 조달되는 것이고 어느 특정 사업부에 투자되는 것이 아니므로 투자의 위험은 여러 사업부와 혼재되며, 비상장회사와 달리 새로운 투자자와 주주간계약 등 어떠한 약정을 하기 용이하지 않은 면이 있다. 모회사 지배주주의 지분율이 안정적이지 않으면 지배권 지분 희석으로 인한 불안정성이 유발될 수도 있다.

또한, 일반적으로 유상증자의 배정방식에 따라 주가 반응이 다르게 나오는 것으로 알려져 있는데, 주주배정과 일반공모는 악재로 평가받고 제3자 배정은 호재로 평가되는 경향이 있다. 실제로 일반공모와 주주배정 방식으로 유상증자에 나서는 상장회사의 주가는 해당 공시 이후 일정기간 약세를 보이는 것으로 알려져 있다. 한 분석에 의하면, 일반공모와 주주배정 방식으로 유상증자 실시 결정을 공시하고 자본을 조달한 코스닥 상장회사 20개사 중 공시일로부터 약 한달 간 2개의 회사를 제외한 회사가 모두 주가가 하락하였다고 한다.[63]

김동영, 양일우(2022)에 의하면, 지난 10년간 국내 증시 전 종목(코스피, 코스닥 불문) 기준으로 주주배정 유상증자를 발표한 주식은 대체로 급락하고 일반공모 유상증자를 발표한 주식에도 대체로 주가가 하락하는 패턴이

63 박경훈, “주가하락 공식된 ‘주주배정, 공모 유상증자”, 서울경제, 2019. 12. 2.

나타났는데 제3자 배정 유상증자에서는 공시 전후 주가가 상승하는 패턴을 나타냈다고 한다. 다만, 코스피200 주식의 경우 최근 3년간의 일반공모 유상증자의 성격이 다소 다른 가운데, 대형·중형주 기준에서는 전체적으로 주가의 영향폭이 작은 추세로 나타난 바, 그 원인으로는 중소형주에서 일반공모의 경우 한계기업의 자금조달용으로 유상증자를 하지만, 대형·중형주에서는 주로 지주사 전환 작업의 일종으로 유상증자를 하기 때문에(최근 3년내 코스피200종목의 일반공모 유상증자는 모두 지주사 전환 작업 용도이라고 한다) 지주사 전환 발표시 주가 변동이 먼저 일어나서 일반공모 유상증자 공시에서는 특별한 주가 변동이 나타나지 않는 것이라는 분석이다. 이를 보면 대규모 기업은 지주사 전환 목적이 아닌 일반적인 사업자금조달을 위해 일반공모 하는 것은 흔한 일은 아님을 추론해 볼 수 있다. 한편 제3자 배정의 경우, 일반적으로 제3자 배정 유상증자시 주가 상승 패턴이 나타나는 것과 달리, 코스피200종목은 주가 상승이 미미한 것으로 나타났다고 한다. 그 이유는 효율적 시장의 작동, 제3자 배정 행위에 대한 기관투자자의 견제 등으로 거론되었다.[64]

다시 말하면, 대규모 상장기업 입장에서는 일반적으로 악재로 평가받는 주주배정과 일반공모 방식을 선택할 유인이 적으며, 제3자 배정은 대체로 호재로 평가[65]되기는 하지만 대규모 상장회사일수록 유상증자 공시에서 주가상승은 미미하듯이 그다지 호재로 인식되지 않는 경향이 있다. 실제로 대규모 회사일수록 제3자 배정 사례는 드문데, 이는 모회사 주주의 지분가치를 희석시키는 문제 이외에도 회사의 규모가 클수록 특정사업부문에 한정하여 주주 권리를 보장하기 어려운 구조적 한계가 있을 뿐만 아니라 현실적으로 업황이나 현금흐름 사정에 대한 부정적 시그널이 될 수 있기 때문이다.

따라서 모회사 자체에 유상증자를 하는 것보다는 특정사업부문을 독립하여 별도의 자회사로 만들고 그 회사가 공모 또는 제3자 배정으로 새로운 외부 투자자를 유치하는 것이 특정사업부문에 집중하여 대규모 자금조달을

---

64 김동영, 양일우, “유상증자 이벤트와 이의 활용 전략”, 삼성증권, 2022.7.11, 3~11면

65 제3자 유상증자시 주가가 상승하는 패턴은 대리인 관점이나 정보비대칭 측면으로 설명할 수 있는데, 대리인 관점에서는 사모 참여자가 기업의 감시, 감독에 적극적인 투자자이므로 기업의 효율적 자원 배분 및 가치 극대화를 위해 노력할 것이라는 관점(Wruck, 1989), 정보비대칭 측면은 사모 참여자가 주로 정보 거래자이므로 그 행동이 현재의 저평가된 기업가치를 확장해 줄 수 있다는 관점(Hertzel and Smith, 1933)으로 설명된다 (김동영, 양일우, 앞의 문헌 5면)

하기에 효율적인 측면이 있다.

나. 타인자본 조달(차입)의 경우

둘째로, 물적분할을 선택하지 말고 모회사 자체가 차입을 하여 외부자금을 조달하면 되는 것 아닌가 하는 의문이 들 수 있다.

회사가 기업경영에 필요한 대규모 자금을 조달하기 위해서는 차입을 선택할 수도 있고 자기자본을 확충하는 것을 선택할 수도 있다. 외부 투자자를 통해 자기자본으로 조달하면 부채 상환과 신용도 리스크의 부담은 없지만 기존 주주의 지분율이 희석되는 단점이 있고, 반대로 차입을 선택하면 지분율 희석은 없지만 부채 상환의 부담과 신용도 하락, 유동성 리스크가 있다.

양자 중 어느 방법을 선택할 것인지는 궁극적으로 이사의 신인의무에 따른 경영상 판단에 달려 있다. 모회사의 이사회는 모회사의 기업가치와 전체 주주의 주주가치가 훼손될 것이 명백하게 예상됨에도 다른 대안에 대한 신중하고 합리적인 검토 없이 핵심사업부 물적분할 안건을 가결하였다면 이사의 신인의무를 충실히 이행하였는지가 논란이 될 소지가 있을 것이다. 다만, 현재로서는 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 주주에게 손해를 입히는 것이라고 단정하기 어려운 바, 어느 것이 최선의 방법인지는 구체적인 사안과 회사가 처한 상황, 업종의 성격(시설투자금이 요구되는 정도 포함), 국내외의 기업환경에 따라 달라질 것이며, 주식시장의 단기적인 반응보다는 중장기적 관점에서 기업가치를 상승시킬 수 있는 방법을 고려해야 한다. 충분한 정보를 바탕으로 신중한 검토를 함으로써 경영판단의 원칙이 발동되는 경우 이사의 신인의무 위반이 인정되기는 쉽지 않을 것이다.

2020년 9월 당시 LG화학은 신용등급이 AA+로 안정적이었으나 배터리 사업은 LG화학의 미래 성장 동력인 동시에 최대의 신용 리스크이기도 한 것으로 알려져 있다. 배터리사업의 특성상 경쟁력을 갖추기 위해서는 막대한 시설 투자가 요구된다. 실제로 2017년말 2659억원이던 순차입금은 매년 2조원씩 급증하여 2020년 2분기말 순차입금 규모는 9조4938억원에 달하고 총차입금 역시 2017년말 3조원 수준에서 2020년 2분기 말 11조8612억원으로 4배 가까이 늘었다. 신용등급 하락의 리스크도 커졌다. 이렇게 차입규모

가 폭발적으로 늘어난 것은 배터리 투자에 집중하면서인데, 2015년부터 2017년까지 연간 자본적 지출(CAPEX)은 2조원 안팎이지만 배터리 사업 투자에 집중하면서 2018년~2019년 연간 CAPEX가 5조5000억원 수준으로 급증한 것으로 알려져 있다. 이와 같이 현금 창출력을 훨씬 웃도는 자금을 투입하려면 외부 자금을 유입할 수밖에 없다.[66]

이와 같이 막대한 자금이 투입되어야 하면서도 재무위험이 따르는 사업의 특성상 LG화학 자체가 부채로 자금을 조달하는 것은 LG화학으로서는 선택하기 어려운 방법이었을 것이라 생각된다. LG에너지솔루션이 상장을 통해 막대한 자금을 확보하면서 LG화학의 신용지원이나 자금지출 부담도 크게 감소되었는데 이 역시도 LG화학의 기업가치에 긍정적으로 작용한다. 자회사 상장의 성공은 모회사의 현금흐름을 크게 개선할 수 있는 기회가 되어 기존의 대규모 순차입 규모를 줄이고 LG화학의 연결재무제표를 개선하여 신용도를 올리고 유동성도 확보할 수 있는 등 득이 많다고 보는 시각도 만만치 않다.[67]

물적분할 공시가 있은 2020. 9 .17. 당시 LG화학의 시가총액은 46.4조이었고, 그 후 LG에너지솔루션이 상장한 이후 상당한 시간이 흐른 2023. 5. 18. 기준 LG화학 시가총액은 50조원(코스피 시가총액 순위 5위), LG에너지솔루션 시가총액은 131.5조원(코스피 시가총액 순위 2위)에 이른다. 기업환경이 빠르게 변화하고 글로벌 경쟁이 심화되는 상황에서 배터리사업은 막대한 시설투자금이 요구되는 특성이 있는바, 안정적인 기업 운영을 위해서는 차입보다는 자기자본을 확충하는 것이 합리적 선택 중에 하나가 될 수 있으며, 그와 같이 특정 사업분야에 집중적으로 자기자본을 확충하기 위해서는 물적분할로 기존의 사업과 위험을 분리하고 기업전문성을 강화하는 것이 선행적으로 요구된다.

요컨대, 자금조달의 방법은 회사의 여러가지 사정을 감안하여 개별적으로 판단하고 선택할 문제인 바, 일률적으로 물적분할 사안에서 차입의 방법을 선택하지 않았음을 비난하는 것은 적절하지 않다.

---

66 양정우, “LG화학 물적분할, 초우량 신용도 공고히 할 묘수”, 더벨, 2020. 9. 24
67 양정우, 앞의 기사, 이경주, “LG화학, LG에너지솔루션 IPO 과연 ‘실’만 있을까”, 더벨, 2020.9.21

4. 인적분할의 대체 효용성

물적분할 반대론에서 지적하는 것 중에 하나는, 인적분할을 하면 되는데도 물적분할을 선택했다는 것이다. 분할신설회사의 지분을 기존 주주가 보유할 수 없는 물적분할과 달리, 인적분할은 분할신설회사의 지분을 기존 주주가 기존의 지분율에 따라 보유할 수 있으므로, 인적분할로 인한 기업가치 상승의 이익을 기존 주주가 누릴 수 있다는 장점이 있어 일반 투자자들이 선호하는 방식임을 이해할 수 있다.

다만, 여기서는 인적분할과 물적분할이 각각 활용되는 목적이나 효과가 다르다는 점을 생각할 필요가 있다. 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 앞서 살펴보았듯이 물적분할은 지배권을 유지하면서도 대규모 자금조달을 하기에 적합한 구조이다.

인적분할 후 신설법인에 제3자로부터 투자를 유치할 경우 기존 주주의 지분은 당연히 희석된다. 그런데 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 '공정거래법') 제18조에 의하면, 지주회사 체제에 있는 회사의 경우, 상장자회사(자회사의 경우 상장 손자회사)에 대해서는 30%(개정 전 20%) 이상, 비상장 자회사(자회사의 경우 비상장 손자회사)에 대해서는 50%(개정 전 40%) 이상 지분을 보유하여야 하므로 대규모의 자금 유치시 공정거래법상 의무보유 기준을 안정적으로 유지하기 어려울 위험이 있다. 따라서 공정거래법 위반 및 기업집단 제외의 리스크를 줄이고 안정적인 지배구조를 유지하기 위한 점도 인적분할보다 물적분할을 선택하는 요인이 된다. 지배권 유지를 위한 수단이라는 지적이 있기도 하나, 일반주주 입장에서도 해당 회사에 지배권이 존재하고 대규모 기업집단 내에 편입·유지됨으로 인한 기업가치 측면의 이점이 있으므로 기업집단 차원에서 지분 희석 영향을 가볍게 생각할 수는 없다.

둘째, 인적분할을 하면 분할존속회사와 분할신설회사는 상호간 지배관계가 상실되고 기업집단 내 특수관계인인 것을 제외하고는 상호 관련이 없어진다. 물적분할은 완전자회사 설립 후 모회사가 수직계열 구조 하에서 자회사의 경영계획이나 중요한 사안에 대한 의사결정에 영향을 미치고 해당 사업에 대한 지식과 경험 하에 전략적 추진이나 시너지 창출이 가능하며

종속연결회사로서 회계연결이 되므로 재무적 이익에도 연동이 된다. 반면 인적분할은 수평적으로 분할되어 수평계열 구조가 되므로 분할신설회사의 모회사는 분할존속회사가 아니라 분할존속회사의 지배주주가 된다. 더군다나 분할신설회사는 분할존속회사와는 재무적 이익의 연결이 되지 않는다. 따라서 구조 측면에서 보면 인적분할을 하면 분할존속회사과 분할신설회사 간에 효율적인 지배구조와 시너지를 일으키는 것이 어려워진다.

LG화학의 경우로 대입을 해보면, 물적분할의 경우 LG화학은 LG에너지솔루션을 설립한 이후에도 배터리사업에 대한 이해와 전략적 성장을 이끌 수 있는 인적·물적 자원을 바탕으로 모회사로서의 컨트롤 타워의 역할이 가능하나, 인적분할을 하면 LG화학은 더 이상 그러한 역할을 할 수 없고 그 역할을 지주회사인 LG㈜가 해야 하는 구조가 된다. LG㈜가 지주회사로서의 고유의 역할 외에 배터리사업에 대해 LG화학만큼 잘 알기는 어려울 수도 있고 LG에너지솔루션을 지주회사가 직접 지배하고자 하는 역할을 의도하는 것이 아니라면 인적분할은 최적의 기업구조개편 방식이라고 보기 어려울 가능성이 높고 그렇다면 LG화학의 기업가치나 그 주주들에게도 긍정적이지 않을 수 있다. 따라서 인적분할은 경우에 따라서는 기업의 당면한 과제와 목적을 해결하는 데에 최선의 방법이 아닐 수 있다.

이와 같이 물적분할과 인적분할은 회사법상 모두 가능한 방식이지만 그 활용의 국면이 다르다. 이러한 이유로 실제로 인적분할은 자금조달의 목적보다는 지주회사(중간지주회사 포함) 전환 등 구조개편을 할 때 주로 더 많이 이용된다. 지주회사 체제로 전환한 LG, SK, 현대중공업, 효성, 대림 등 재벌그룹 뿐만 아니라 오리온, 원익IPS, 크라운제과 등 중견기업의 지주회사체제 전환에서도 인적분할이 활용되었고[68], 2021년에는 SK텔레콤이 중간지주회사를 설립하는 데에도 인적분할이 활용되었다.

5. 소결론

이와 같이 물적분할은 현행 법제 하에서는 사업경쟁력과 효율성 강화를 위한 기업구조개편과 대규모 자금조달에 효과적인 수단이며, 물적분할

[68] 박진우, “LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할”, Korea Business Review 26권 3호, 한국경영학회, 2022, 79면

후 투자유치를 통해 합작법인화, 매각, 상장 등 다양한 개편방법과 결합되어 활용될 수 있다. 물적분할 후 신설 자회사의 기업가치 향상으로 이어진다면 모회사의 기업가치에도 역시 긍정적일 수 있다. 물적분할에 대한 비판적 지적에도 불구하고 현재로서는 물적분할을 대체할 만한 동위의 효과적인 법적 수단은 별로 없어 보인다.

물적분할 후 자회사 상장 논란에 대해 보다 근본적으로는 장기적인 회사 자본조달 구조 개선방안이 필요하다는 지적이 제기되는 것도 이러한 법적 수단의 한계 때문으로 이해된다. 예컨대, 트래킹 주식(Tracking Stock) 등 유연한 자본조달 수단이 도입되어야 한다는 주장이 그러하다. 트래킹 주식은 특정 사업단위 또는 자회사에 연동하여 해당 사업단위의 이익에 대해 이익배당 또는 잔여재산분배 등의 청구권을 갖는 주식으로서 이익배당에 관한 종류주식의 유형 중 하나이다.[69] 미국 등의 경우 이러한 트래킹 주식 등 유연한 자본조달 방법이 많아서 굳이 물적분할한 후 상장하여 투자자본을 조달하는 것을 고려할 필요가 없으나, 우리나라는 트래킹 주식이 2005년부터 진행된 상법 회사편 개정 논의 과정에서 채택되지 않아 물적분할 후 상장 구조가 불가피한 측면이 있다는 지적이 있다.[70] 생각건대, 트래킹 주식은 법률관계가 복잡해지는 등 우리 법체계에 반영되기는 어려움이 있어 보이나, 보다 근본적인 시각에서 자본조달의 요구를 해결하려는 측면에서는 긍정적이라고 본다.

제5절 물적분할에 따른 모회사 일반주주 손해 발생 논란에 대한 검토

1. 주주권리에 대한 영향

가. 서론

[69] 김지평 외 8인, “상장회사 자금조달 수단 중 Tracking Stock 제도 도입방안 연구”, 상장협연구 2022-2, 한국상장회사협의회, 2022, 20면

[70] 한국상장회사협의회 “물적분할 후 동시상장 이슈와 시사점”, ISSUE PAPER Vol.70, 2022, 11면

물적분할에 대한 비판론에서는 모회사의 일반주주들이 당초의 투자 목적과는 달리 분할대상 사업부문, 즉 신설 자회사에 더 이상 주주로서의 의결권을 행사할 수 없고 직접 배당을 받을 수도 없다는 점을 지적한다. 즉, 배터리사업을 보고 주식을 매수하였는데 배터리사업은 없어지고 신설된 자회사에는 주주로서 아무런 권리를 가질 수 없으며 감시하거나 통제할 수 없게 된다는 것이다.

이는 기본적으로 타당한 지적이다. 다만 물적분할의 결과 모회사는 자회사 지분을 100% 보유하고, 또한 물적분할이라는 구조개편에 대해 주주총회 특별결의에 의한 승인 절차를 거쳐서 기본적인 절차적 정당성이 있다는 점에서, 신설법인에 대해 주주로서의 권리를 가지지 못하는 것이 과연 기존 모회사 주주에 대한 근본적이고 중대한 이익의 침해인지는 더 검토를 해보아야 한다.

나. 주주의 공익권으로서 의결권에 대한 영향

(1) 물적분할로 신설되는 회사는 분할존속회사의 100% 자회사라는 점에서 모회사의 경제적 실질에는 변동이 없고 모회사에 대한 주주권리가 그대로 유지된다는 점에서 법적으로 모회사의 주주로서의 권리가 중요하게 침해되었다고 평가하기는 어렵다. 실제로도 우리나라 상장회사의 일반주주는 의결권 행사 비율이 높지 않은 편이고 주로 매매차익의 실현을 목적으로 주식을 사고 파는 경우가 많다. 모회사 주주가 분할대상사업에 대해 종전과 같이 직접 의결권을 행사하기 어려운 것은 사실이나, 그럼에도 불구하고 자회사에 직접 의결권을 행사하지 못한다는 점으로 모회사 주주에게 중요하고 본질적 손해가 있다고 평가할 수 있을지는 의문이다.

(2) 비판적 시각에서는 자회사 상장시 구주매출로 인한 수익금이나 상장 후 자회사 지분 처분으로 인한 수익금이 모회사의 계좌로 입고되므로 그 이익을 모회사의 법인계좌가 몰취하는 효과가 생기며, 이는 물적분할의 경우 주식에 대한 처분권한을 모회사의 대표이사(그에 대한 인사권을 갖고 있는 지배주주)가 100% 대주주로서 독점적으로 행사하므로, 인적분할이었으면 일반주주들 각자에게 분유 되었을 배터리 주식에 대한 처분권을 지배주주 앞으로 집중, 이관하여 일반주주의 주주가치에 디스카운트 요인을 야

기한다고 지적하기도 한다.[71]

이는 물적분할 전 모회사의 일반주주가 주주로서의 직접 의결권을 가졌으나 물적분할 후에는 간접보유가 되고 모회사의 이사회가 자회사 주식의 처분에 대한 의사결정 권한을 가진다는 점에서 타당한 지적이나, 이로 인하여 모회사 일반주주에게 손해가 있다고 평가하기에는 무리이다. 주식회사에서 소유와 경영의 분리, 지배권의 개념, 상법이 예정한 모회사와 자회사의 각 주주와 이사, 주주총회와 이사회 간의 권한 분배에 부합하지 않은 측면이 있기 때문이다.

물적분할은 위와 같이 거론되는 바와 같이 지배구조의 변화, 주주와 이사 간의 권한의 재분배를 야기하는데, 물적분할에 대해서는 이사회 결의 후 상법에 따른 주주총회 특별결의를 거친다. 주주총회에서 일반주주가 의결권을 가지는 이상 비록 특별결의 통과를 저지시킬 만한 비율이 되지 않는다고 하더라도 이는 주주가 자신이 가지는 지분에 비례하여 권리를 행사할 수 있는 회사법의 대원칙, 그리고 소유와 경영이 분리되고 이사회가 회사의 운영에 관한 중요한 의사결정을 하는 대원칙에 의하면 당연한 결과이다. 우리나라는 주식의 소유가 분산되지 않고 집중되어 있는 편이고 지배주주가 경영에 지대한 영향을 미친다는 특수성이 있는데, 지배권은 그 속성 자체가 다수결의 원칙에 따라 회사의 중요한 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 권리이다. 지배주주는 주주의 이익을 대표하는 한 대리인 비용(agency cost) 통제, 경영진 감시라는 긍정적 역할을 한다는 점은 긍정되어야 한다. 경영진에 대한 감시비용을 지출하지 않는 소수주주는 지배주주의 지배력을 일정 부분 수인해야 할 필요가 있다는 회사법의 기본원리를 고려할 필요가 있다.

그렇다면 모회사의 일반주주는 아무것도 할 수 없다는 것인지 의문이 제기될 수 있으나, 회사법은 모회사의 일반주주가 이사의 행위를 통제할 수 있는 장치를 두고 있다. 즉, 회사법은 주주총회와 이사회 간에 권한을 분배하고 있는데, 개별적인 사안에서 지배주주가 회사의 이사를 통하여 과도한 이익을 누리고 소수주주의 이익을 해하는 결정을 할 경우, 지배주주의 권한은 회사법 상의 장치에 의해 그 작동이 정지될 수 있다. 예컨대, 회사법은 대주주와의 이해상충 방지와 소액주주 보호를 위해, 상법 제398조의 자기거래에 해당할 경우 이사회 특별결의가 필요하고, 모회사의 이사가 모회사가

[71] 이상훈, 앞의 문헌(각주26), 308~309면

가지는 자산(자회사 주식 포함)을 모회사와 모회사 전체 주주의 이익이 되지 않는 방향으로 처분할 경우 이사는 상법 제399조의 손해배상책임을 지며 주주대표소송의 대상이 된다. 지배주주는 상법 제401조의2 업무집행지시자로서 이사와 동일한 책임을 질 수도 있다. 또한 2020년 개정 상법에서 다중대표소송 도입으로 모회사의 1% 이상 주주는 자회사의 이사를 상대로 직접 손해배상소송을 제기할 수 있다. 따라서 현재의 회사법상의 장치를 통해서도 모회사 일반주주가 권리를 행사할 수 있는 길이 있다.

아울러, 물적분할로 모회사 주주와 이사, 자회사 이사와 주주 간의 권한이 재분배된 결과, 물적분할로 모회사 소수주주의 의결권이 상실되고 자회사 주식에 대한 처분권한이 모회사의 대표이사(그에 대한 인사권을 가지는 지배주주)에게 이관된 점에만 염두 하여 일반주주의 주주가치가 훼손되었다고 단정하기 보다는, 보다 구체적이고 실질적인 관점에서 물적분할로 분할대상사업에 대한 처분권한을 가지게 된 모회사의 이사와 경영진이 실제로 어떠한 잘못된 경영상 판단을 하여 모회사에 손해가 발생하였는지에 관한 문제로 접근해야 한다. 모회사의 이사가 지배주주의 이익만을 위하다가 모회사의 이익에 해가 되는 행위로 실제로 나아갔다면 이는 모회사 및 모회사 전체 주주(여기에 소액주주도 포함된다)의 이익에 해가 되는 행위를 한 것이고 그에 상응하는 이사의 책임 문제로 해결이 되어야 할 것이며, 궁극적으로는 이사회의 독립성 확보의 문제이다. 즉, 물적분할 만을 놓고 일반주주의 주주가치가 훼손되었고 나아가 손해를 입었다고 말하기는 상당히 섣부른 측면이 있는 것이다.

다. 주주의 자익권으로서의 배당 받을 권리에 대한 영향

자회사에 대규모로 조달된 자본은 대부분 CAPEX(Capital Expenditures)로 투자되어 기업의 경쟁력을 강화할 수 있고 이는 곧 회사의 영업이익으로 돌아올 수 있으며 자회사의 배당을 거쳐 모회사 배당의 재원이 될 수 있다. 물론 자회사의 배당절차와 모회사의 배당절차를 모두 거쳐야 모회사의 일반주주에게 귀속되나 이는 모회사의 지배주주 역시 마찬가지이므로 특별히 일반주주의 배당 받을 권리가 훼손되었다고 평가하기는 어렵다. 우리나라는 다른 선진국에 비하여 배당성향이 낮은 편이지만 이는 우리나라 자본시장의 근본적인 문제이고 배당 활성화를 통하여 해결할 문제이지 물

적분할의 문제라고 보기는 어렵다. 물적분할과 자기자본 조달이 아닌 차입을 할 수 있는 것 아니냐는 지적이 있을 수 있으나, 만일 모회사가 물적분할을 택하지 않고 차입을 택하였다면 부채의 증가로 인한 재무 상황 악화로 모회사의 주주에게는 오히려 배당금이 지급되기 어려울 가능성이 높아진다는 점도 생각해볼 필요가 있다.

2. 물적분할로 인하여 모회사의 기업가치가 하락하는지

물적분할로 자회사를 설립한 것만으로는 모회사에 경제적 실질의 변동은 없으므로 모회사의 기업가치에도 변동은 없다는 것이 전통적인 설명이었다. 그런데 대부분의 물적분할은 앞서 살펴봤듯이 물적분할 자체가 궁극적 목적이 아니라 그 이후의 다양한 후속조치를 염두하고 이루어진다. 그 중 자금조달 목적에서 보면 물적분할 실행 이후에 자회사는 주로 제3자 배정의 유상증자를 의도할 것이다(자회사가 상장을 의도하는 것은 제4장에서 본다).

물적분할 후 자회사가 제3자 배정의 유상증자를 하면 신주인수금액이 자회사에 유입되면서 자회사의 자산규모는 증가된다. 그러면 모회사의 지분율은 감소하기 마련인데 여기서 모회사의 기업가치가 하락했는지 여부는 유상증자의 발행가격이 공정한지 여부에 달려 있다.

유상증자의 발행가격이 기업가치를 제대로 반영하지 않고 법적으로 인정되지 않는 범위의 할인된 가격에 발행되었다면 모회사로부터 신규 투자자에게 부의 이전이 발생한다. 예를 들어, 만일 자회사의 기업가치가 주당 1,000원이고 150주가 발행되어 있는데, 신규 투자자에게 이보다 낮은 가격으로 주당 700원에 50주를 발행한다면, 신주 발행 후의 기업가치는 주당 925원이 된다 {(1,000원×150주+700원×50주)/200주=185,000원/200주=925원/1주}. 모회사의 부는 150,000원에서 137,750원(925원×200주×150/200=138,750원)으로 11,250원 감소하고 신규투자자의 부는 35,000원(700원×50주)에서 46,250원(925원×50주)으로 11,250원 증가한다. 모회사에서 자회사 신규 주주로 부가 이전되는 것이다. 회사의 입장에서는 신규 투자자에게 저가 발행을 한 만큼 손해를 입었다고 볼 수 있다.

이와 같이 신설 자회사의 유상증자로 신규자금이 유입되고 자회사의 총자산규모가 커지면서 모회사의 기업가치는 증대되며 그 이익은 모회사의 주주들에게 귀속될 수 있다. 유상증자 발행가격이 공정하다면 자회사의 지배주주인 모회사로부터 자회사의 신규 투자자로 부의 이전이 일어나지 않는다. 유상증자 발행가격이 공정하다는 전제 하에서는 물적분할로 인하여 모회사의 기업가치가 하락하거나 모회사의 일반주주가 간접적으로 피해를 입었다고 단정하기는 어렵다.

한편, 최근 남길남(2022)의 연구에 의하면, 물적분할 후 자기자본의 시장가치-장부가치 비율로 측정한 모회사의 기업가치는 중장기적으로 유의하게 개선되었으며 업종 평균 기업가치와 비교해도 향상된 것으로 나타나 물적분할이 일반적으로 기업가치를 훼손하다고 보기는 어려운 것으로 보고되었으며, 특히 유가증권시장에서는 기업가치 개선효과가 뚜렷이 나타나 단기적으로는 물적분할 공시가 부정적 효과를 보인다고 해도 중장기적으로 기업가치가 향상되었다고 분석하였음[72]은 앞서 언급한 바와 같다.

3. 물적분할 공시 이후 모회사의 주가 변동 추이

코스피 상장기업 중 2017년 이후 물적분할을 완료한 회사는 84개사이고 이중 4개의 회사{SK바이오사이언스(모회사 SK케미칼), SK아이테크놀로지(모회사 SK이노베이션), 현대중공업(모회사 한국조선해양), LG에너지솔루션(모회사 LG화학)}가 상장을 완료하였고 코스닥 시장에는 네패스아크(모회사 네패스), 삼기EV(모회사 삼기)}가 상장을 완료하였다[73]. 물적분할 후 모회사의 주가는 상승하는 사례와 하락하는 사례가 병존하였으나, 최근에는 물적분할 발표 직후 주가가 하락하는 사례가 많아졌다.[74] 그러나 물적분할 발표일 당일과 이틀 이내에는 주가가 하락하는 현상이 있더라도 수일 내에 주가를 회복하는 경우도 다수 있고, 물적분할 이후 자회사 상장 무렵에는 물적분할 발표일 주가 대비 상승한 경우도 있다. 따라서 물적분할이 모회사

[72] 남길남, 앞의 문헌(각주5), 8~10면
[73] 이하에서는 코스피 상장기업 4건 위주로 보되, 코스닥 시장에서는 2022년 정부대책이 발표된 이후 상장한 건으로 관심을 받은 삼기EV건을 포함하여 본다.
[74] 한국거래소 송영훈, “물적분할 및 자회사 상장시 소액주주 보호방안”, 2022. 1. 6.

의 주식가치를 유의미하게 훼손하였다고 단정하기 어려운 사실들이 발견되며, 물적분할 공시 직후 주가 하락은 일시적인 현상이라는 평가도 가능하다.

[표4] 2017년 이후 물적분할 신설자회사를 상장한 모기업의 주가 추이(분할공시일 기준)

상장모회사	SK케미칼	한국조선해양	SK이노베이션	LG화학	삼기
분할 자회사	SK바이오사이언스 (상장)	현대중공업 (상장)	SK아이이테크놀로지 (상장)	LG에너지솔루션 (상장)	삼기EV
분할규모	22%	70.2%	4.1%	30%	3.2%
분할공시일(D)	**2018.5.2 67,054원 (전일대비 ∇ 1%)**	**2019.2.1 128,000원 (전일대비 ∇ 7.6%)**	**2019.2.27 188,000원 (전일대비 3.87%)**	**2020.9.17 645,000원 (전일대비 ∇ 6.1%)**	**2020.8.24 3,235원 (전일대비 3.52%)**
자회사 상장	코스피 2021.3.18 200,827원 (200%)	코스피 2021.9.17 105,500원 (∇17.6%)	코스피 2021.5.11 269,000원 (42.7%)	코스피 2022.1.27 610,000원 (∇5.4%)	코스닥 2023.2.3 3,855원 (19.2%)
D+3	2018.5.4 67,054원 (0%)	2019. 2.7 128,000원 (0 %)	2019.2.28 188,000원 (0%)	2020.9.20 666,000원 (3.3%)	2020.8.27 3,405원 (5.3%)
D+7	2018.5.9 65,652원 (∇2%)	2019.2.8 128,000원 (0%)	2019.3.6 192,000원 (2.1 %)	2020.9.24 611,000원 (∇5.3%)	2020.8.31 3,455원 (6.8%)
D+1개월	2018.6.1 58,780원 (∇12.3%)	2019.2.28 131,500원 (2.7%)	2019.3.27 188,800원 (0.004 %)	2020.10.16 640,000원 (∇0.8 %)	2020.9.24 3,140원 (∇3%)
D+3개월	2018.8.2 58,980원 (∇12.04%)	2019.4.30 124,500원 (∇2.7%)	2019.5.27 164,500원 (∇12.5%)	2020.12.17 830,000원 (28.7%)	2020.11.24 3,085원 (∇4.6%)
D+1년	2019.5.2 45,036원 (∇32.8%)	2020.1.31 114,000원 (∇10.9%)	2020.2.27 116,500원 (∇38%)	2021.9.17 701,000원 (8.7%)	2021.8.24 5,820원 (80%)
D+2년	2020.4.29 51,841원 (∇22.7%)	2021.2.1 99,900원 (∇22%)	2021.2.26 260,500원 (38.6%)	2022.9.16 635,000원 (1.6%)	2022.8.24 3,110원 (∇3.9%)
D+3년	2021.4.30 177,809원 (165%)	2022.1.28 79,700원 (∇37.7%)	2022.2.25 201,000원 (6.9%)	-	-

1) 주가는 한국거래소 정보데이터 시스템상의 종가 데이터에 의함

2) '분할규모'는 물적분할 결정 주요사항공시에서 공시된 분할재무제표상 분할 전 자산총계 대비 분할대상사업부문의 자산총계의 비중을 의미함

3) D+해당일이 공휴일이거나 거래일이 아닌 경우 그 전일 중 가장 가까운 거래일을 기

준으로 하되, 적용가능한 날이 없을 경우 해당일 이후의 첫 거래일을 기준으로 함

4) 등락폭(%) 표시는 기준일(D)을 기준으로 한 수치임. 기준일(D)인 분할공시일 대비 주가가 같거나 상승한 날은 회색음영 표시하였고, 분할공시일 당일은 전일 대비 주가가 상승한 날을 회색음영 표시함

핵심사업부를 물적분할한 대표적인 케이스인 LG화학 사례에서 특기할 점은, 물적분할과 자회사 상장의 일련의 과정에서 주요한 절차상 이벤트 시점(물적분할 이사회 결정 발표, 임시주주총회, LG에너지솔루션 상장예비심사결과 발표, 상장일 등)에는 다수의 언론 보도와 일반 투자자들의 비판적 반응이 나오고 주가가 하락하는 모습이 나타났으나, 수일 이내에 하락 전의 주가를 회복하고 그 이후에 주가가 상승하기도 하였다는 점이다. 특히 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회 이후에는 주가가 크게 상승하였고, 2021년 2월경 최고점에 이른 이후로 하락 추세가 있었으나 2021년 하반기, 2022년 연초부터의 하락세는 그 무렵 시작된 글로벌 경기둔화와 엔데믹의 영향이 동반되었을 것으로 추정된다. 그 후 2022년 3월부터 다시 꾸준히 상승하여 반등하였으며, 2022년 8월에는 LG에너지솔루션 상장일 전일의 주가를 회복하고 그 뒤에도 꾸준히 상승하였다.[75]

[그림] LG화학 주가추이 (2020.5.4~2023.5.4)

*한국거래소 정보데이터시스템의 종목정보 선차트 및 주가 정보를 토대로 각 일자별 이벤트를 표시함

[75] 2022년도에는 글로벌 경기둔화와 엔데믹으로 성장률이 급격히 둔화되어 대부분의 대기업들의 주가가 부진하였는데, LG화학은 시가 총액 상위 10개 기업 중 유일하게 주가가 상승한 기업으로 알려졌다 안혜신, "시총 상위 10개 종목 올해 '처참한 성적'…LG화학만 상승", 이데일리, 2022. 12. 23.

이에 비추어 보면, 최근 물적분할 공시 후 모회사의 주가가 하락한 사례가 존재하여 단기적 주가 하락 경향이 나타났으나 수일 내에 주가를 회복하는 경우가 많으며, 중장기적 영향력은 주식시장 전반의 상황과 업황 등 다양한 가변적 요소들이 작용함을 알 수 있다. LG화학의 경우 물적분할 임시주주총회 이후 급등하였고 LG에너지솔루션의 상장 이후 LG화학의 꾸준한 반등 추세를 보여주고 있다. 결과적으로, 일반적으로 물적분할이 모회사의 주식 가치를 훼손하다고 단정하기는 어렵다.

제6절 소결론

물적분할로 인하여 모회사 주주의 권리가 간접화 되는 영향을 부인하기 어려우나, 이로 인하여 물적분할 자체가 문제이거나 모회사 일반주주에게 바로 손해를 미친다고 일반적으로 평가하기는 무리가 있다. 물적분할은 기업의 경쟁력 강화를 위해 효율적인 기업재편의 수단이고. 현재로서는 물적분할을 대체할 만한 효과적인 법적 수단은 별로 없어 보인다. 물적분할 후 자회사의 성장은 모회사의 기업가치 향상에도 긍정적이다. 다만 물적분할 이후 다양한 후속조치가 이루어질 가능성이 높은 점에서 물적분할 자체의 문제이기 보다는 물적분할 뒤의 자회사의 운영과 모회사의 주주정책의 문제로 접근하는 것이 바람직할 것이다.

물적분할에 따라 모회사 주주(주주총회)와 이사(이사회), 자회사 주주(주주총회)와 이사(이사회) 간에 권한의 재분배가 이루어지는데, 물적분할 계획이 주주총회 승인을 받아 확정되고 물적분할 절차가 완료되면 그러한 재분배도 완료된다. 그 후에는 신설 자회사가 상장을 하거나 유상증자를 하는 등의 중요한 의사결정은 자회사의 이사회의 몫이며 그 과정에서 모회사 이사회와 자회사 이사회가 지배주주의 이익만을 위하는 잘못된 의사결정을 하지 않도록 하는 것은 물적분할 자체의 저지보다는 이사회의 기능 강화를 통하여 해결해야 할 과제라고 생각한다.

최근 물적분할에 대한 부정적 인식과 맞물려 공시 직후 모회사의 주가가 하락하는 경향이 나타났으나 수일 내에 주가를 회복하는 경우가 다수 있으며, 중장기적 영향력은 주식시장 전반의 상황과 업황 등 다양한 가변적 요소들이 함께 작용한다. LG화학의 경우 물적분할 임시주주총회 이후 급등

하였고 LG에너지솔루션의 상장 후 어느 시점 이후부터는 꾸준한 반등 추세도 보여주고 있다. 결과적으로, 물적분할이 모회사의 주식 가치를 훼손하다고 단정하기는 어렵다고 본다.

최근 논란의 핵심은 상장회사인 모회사가 핵심사업부를 물적분할한 뒤 나아가 그 신설 자회사를 상장하는 경우이다. 이는 다음 제4장에서 검토하기로 한다.

제4장 물적분할 후 자회사 상장의 당위성 논란에 관한 검토

제1절 서론

본 장에서는 물적분할 이후 자회사 상장의 정당성 논란에 대해서 검토한다. 여기에는 다양한 회사법적 이슈가 포함되어 있다. 물적분할 후 자회사 상장에 대한 비판론은 곧 물적분할 자회사를 상장하지 말아야 한다는 시각에서 비롯되는데 공개된 시장에서 대규모 자금조달을 하지 못한다는 문제 이외에 회사법적 관점에서 그 타당성을 검토하고, 물적분할 자회사 상장시 모회사 일반주주에 대한 영향으로서 주주간 부의 이전 가능성과 이해상충의 문제를 검토한다. 또한 자회사 상장이 모회사 주식가치에 미치는 영향으로서 (i) 실제로 모회사의 주가가 하락하는지, 물적분할과 자회사 상장 발표 후 단기적인 주가 영향 외에도 중장기적인 측면에서의 영향, (ii) 지주회사 디스카운트 현상, 모자회사 동시상장의 문제를 검토하고 (iii) 해외에서 기업구조개편의 대표적 방식인 Equity Carve-out가 모회사의 가치에 미치는 영향에 대해 검토한 다음, (iv) 물적분할 후 자회사 상장의 이점을 살펴본다. 지배주주가 최근의 논란에도 불구하고 물적분할과 자회사 상장을 단행할 인센티브에 대해서도 검토한다. 마지막으로, 최근 물적분할과 자회사 상장의 문제가 사회적으로 큰 주목을 받게 된 배경을 분석해 본다.

제2절 물적분할로 신설된 자회사를 상장하지 않을 경우의 문제점

1. 상장의 경제적 함의

상장회사에 대한 규율은 투자자 보호와 경영 효율성 증대라는 두 가지의 목표를 동시에 추구한다. 원활한 기업공개와 상장회사의 수의 증가는 증

권시장 및 경제의 발전으로 이어질 수 있다.[76] 투자자가 비상장회사의 투자자와 비교하여 가지는 혜택이 상장의 경제적 함의라고 볼 수 있는데, 이는 비상장회사의 투자자가 상대적으로 어떠한 경제적 위험을 부담하는지를 봄으로써 알 수 있다.

이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. (1) 첫째, 해당 회사의 주식이 거래되는 시장이 없다는 것은 주식을 처분할 기회를 가지지 못하게 하고 주식에 대한 가치 평가를 어렵게 한다는 단점이 있다. 설령 처분할 기회를 발견한다 해도 그 거래비용은 상당히 높을 가능성이 있다. (2) 둘째, 폐쇄회사(close corporation)의 투자자는 회사 배당정책의 불확실성의 영향을 많이 받는다. 현금이 필요한 투자자가 회사로부터 배당을 받지 못하면 해당 주식을 담보로 차입하여야 하지만 해당 주식의 가치산정이 어려우므로 현실적으로 쉽지 않고 결국 불리한 가격에 처분을 하거나 매수상대방을 찾지 못하면 이 마저도 어려울 수 있다. 그러나 공개회사의 투자자는 시장에서 형성된 가격에 따라 처분하여 투자금을 회수할 수 있다. 즉, 폐쇄회사는 지배권을 가진 주주가 다른 주주들에게 영향을 미치는 정도가 커지고 다른 주주들에게 부정적 영향을 입힐 가능성도 상존하게 된다. (3) 셋째, 경영진에 대한 통제 및 인센티브 부여 관점에서, 회사에 대한 경영권과 소유권이 괴리된 경우 나타날 수 있는 대리인 비용(agency cost)에 관하여 효과적으로 억제할 수 있는 방법 중에 하나가 적대적 M&A인데, 폐쇄회사의 경영진은 적대적 M&A의 위협을 받지 않거나 그 가능성이 적기 때문에 효율적인 경영자 통제기구의 감독을 받지 않게 된다. 또한 공개기업은 경영진의 보수를 주가에 연동시킴으로써 간명하게 경영성과에 대한 인센티브를 부여하고 있으나 폐쇄회사는 이러한 방식을 적용하기에 한계가 있다. (4) 넷째, 신규 투자자 유입의 관점에서, 폐쇄회사는 주가가 형성되어 있지 않으므로 주가가 제공하는 회사가치 정보를 받지 못하고 경우에 따라서는 과도하게 높거나 낮은 가격에 신주나 구주를 인수하게 될 소지가 있다.[77]

2. 물적분할 후 자회사 비상장화에 따른 기업지배구조상의 문제

[76] 김화진, "상장회사를 어떻게 규제할 것인가?", 서울대학교 법학 제49권 제1호, 2008, 160면

[77] 김화진, 앞의 논문(각주76), 168~169면

점

물적분할 후 자회사 상장 논란으로 돌아와서 본다. 과연 물적분할을 한 뒤에 신설 자회사를 상장하지 않으면 문제가 없게 되는가. 예컨대, 분할대상 사업부문에 자금조달이 필요하면 신설자회사는 비상장상태를 유지하면서 제3자 배정 유상증자로 자금을 조달하면 되고 물적분할 후에 자회사를 상장하지만 않으면 되는 것 아닌가 하는 지적이 있을 수 있다. 그러나 상장회사의 기존 사업을 비상장화 하는 것이 과연 모회사의 가치증진에 도움이 되는지 의문이다. 우선 대규모 자금 조달에 한계가 있다. 또한 비상장화 내지는 상장 억제정책 자체로 앞서 본 바와 같은 상장의 경제적 이익을 누리지 못하고 나아가 모회사의 일반주주에게 부정적 영향을 미칠 수 있다.

상장회사는 경영의 투명성과 효율성, 내부통제, 일반주주 보호를 위하여 각종 규제들의 적용을 받는다. 상장회사가 물적분할을 통해 해당 사업부문을 자회사로 분리하고 이를 상장하지 않은 채로 유지하면 자회사의 이사회 기능이 형해화 되거나 특수관계인의 사적 이익 추구 수단으로 악용이 되더라도 상장회사에 비하면 이를 사전에 적절히 통제할 장치가 줄어든다는 점을 유의할 필요가 있다. 자회사를 비상장화 하는 것은 상법의 상장회사 특례규정, 자본시장법, 상장규정, 공시규정 등의 적용에서 배제되면서 모회사의 소액주주로 하여금 분할된 자회사의 정보(즉 분할대상사업에 관한 실적 등 경영정보)를 더욱 알기 어렵게 한다.

예를 들어, 상장회사의 경우 이사 총수의 1/4 이상 또는 3명 이상을 사외이사로 선임하도록 하면서 사외이사의 독립성을 위하여 이사자격에 관해 규율하는 점(상법 제542조의8), 계열회사간 신용공여를 금지하고 계열회사간의 대규모 내부거래에 대해서 이사회 승인을 받고 주주총회에 보고하도록 하는 점(상법 제542조의9). 자본시장법에서 임원의 보수, 임원 개인별 보수와 구체적 산정 기준, 영업실적 등 재무에 관한 사항 등 회사의 중요한 정보를 분기보고서, 사업보고서에 포함하여 공시하도록 하는 점, 회사의 주요경영사항에 대해서 즉시 공시하도록 하여 투자자들에게 정보를 제공하는 점이 비상장회사에는 적용되지 않는다. 그 외에 분기별 실적발표에 따른 정보공개와 이에 기반한 다수 매체와 주식시장 참여자의 정보 전파가 어려워

일반주주와 지배주주 간의 정보비대칭이 심화된다.

이 때문에 물적분할 후의 상장여부가 문제가 아니라 결국엔 물적분할 자체가 문제라고 보는 지적도 있다. 그러나 그보다는 물적분할 뒤의 자회사를 어떻게 운영하고 독립성을 보장할 것인가의 측면에서 접근할 문제이며, 자회사의 상장을 억제하는 것이 장기적인 관점에서 자회사와 모회사 모두의 기업가치와 국가경제에 긍정적일지 의문이다. 사업 경쟁력 강화를 위하여 필요한 자금을 효율적으로 조달하면서 주주보호나 주주환원에 미흡한 부분이 있다면 이를 개선하는 것이 바람직하다고 본다.

제3절 물적분할 후 자회사 상장시 모회사 일반주주에 대한 문제점

1. 주주간(자회사 공모주 투자자와 모회사 간) 부의 이전 가능성

물적분할 후 자회사가 상장하면서 신주를 공모하면 대규모의 신주인수금이 자회사로 유입되면서 자회사의 자산규모는 증가된다. 그러면 모회사의 지분율은 감소하는데 여기서 모회사가 가지는 자회사 주식의 지분가치가 하락했는지 여부의 고려요소 중 하나는 공모가격이 공정한지 여부이다. 공모가격이 불공정하면 그 자체로도 문제이겠지만 기존 주주와 신규 공모주 투자자 간의 부의 이전이 일어나며, 공모가격이 공정하면 기본적으로 기존 주주와 공모주 투자자 간의 주주간 부의 이전 가능성은 낮아질 것이다.

앞서 제4절에서 물적분할 후 자회사를 상장하지 않은 상태에서 자회사가 제3자 배정 유상증자를 하는 경우 기존 주주(모회사)와 신규 주주 간의 부의 이전 가능성 여부에 대해서 보았다. 여기서는 자회사가 상장하는 경우를 볼 것인데, 상장 단계에서의 부의 이전에 대해서는 조금 더 생각해볼 문제가 있다. 최근 2020년, 2021년 주식시장 과열과 공모주 청약 열기로 소위 ‘따상’(더 나아가 ‘따상상’) 사례가 다수 등장한 점이다. 상장 첫날 공모가의 두 배로 시초가(기업공개 첫날 최초로 형성된 가격)가 형성된 뒤 그 날 시

초가 대비 상한가로 마감하는 경우 증권가에서는 '따상'이라고 부른다.

IPO에서 공모가격 결정은 매우 중요한 이슈 중에 하나이다. 이미 상장되어 있는 기업이 주식을 발행하여 자금을 조달하는 경우(Seasoned Offering)는 시가 기준으로 하되 법정 할인 범위에서 발행하면 공정가격으로 발행하는 데에 특별히 문제는 없고 그러면 부의 이전이 일어날 가능성은 낮아진다. 그러나 IPO의 경우 기존의 주식시장의 시세가 없기 때문에 시가 발행 원칙으로 해결되지 않는다. 일반적으로, 먼저 대표주관회사가 회사가치를 가장 적절하게 평가할 수 있는 분석방법을 사용하여 적정가격을 산정하고 상장신청인과 협의된 적절한 할인율을 반영하여 공모희망가격을 가격범위(밴드)로 정한다.[78] 그 뒤 수요예측결과 및 주식시장의 상황 등을 감안하여 대표주관회사와 발행회사가 협의하여 확정공모가액을 결정한다. 수요예측(Book Building)은 공모주식 중 우리사주조합 배정분과 일반청약자 배정분을 제외한 기관투자자 배정분을 대상으로 실시하며, 기관투자자가 수요예측에 참여할 수 있다. 기관투자자는 일반투자자에 비해 정보수집력과 분석능력이 우수하므로 대표주관회사가 제시한 공모희망가격의 적정성을 일반투자자를 대신하여 검증할 수 있다고 보기 때문이다. 대표주관회사와 발행회사는 이러한 수요예측결과를 감안하여 최종 공모가격을 결정한다.[79]

그런데 자본시장이 효율적이라면 이러한 공모가격이 공정하게 결정되어 기업은 저평가로 인한 손실이 없고 투자자는 시장평균수익율을 얻어 초과수익이 발생되지 않아야 한다. 그러나 실제 IPO에서는 많은 불확실성이 존재하여 공모가격이 과대 또는 과소 책정되는 일이 있을 수 있다.[80]

---

78 과거에는 공모가 산정방법을 정의하고 있어 비교적 정형화된 방법으로 산정하였으나, 현재는 대표주관회사가 회사의 가치를 적절히 평가할 수 있도록 공모가 산정방법이 자율화되었다. 주요 valuation방법 및 할인율로, 상대적 평가방법으로는 PER(주당 수익력의 Multiple 비교, 주식시장에서 판단지표로 가장 널리 사용됨), EV/EBITDA(순현금을 제외한 영업가치 Multiple 비교), PBR(주당 순자산가치(장부가)비교), 절대적 평가방법으로는 DCF(향후 5~10년 간의 영업현금흐름을 추정하여 가중평균, 단 공모가 평가방법으로는 거의 사용되지 못함), 본질가치(주당 순자산가치와 주당 수익가치를 각각 1:1.5로 가중평균하여 산정하는 방법, 합병비율, 상증세법 평가 및 유사회사 부재시 사용)가 있다. 한국거래소, "2022년 유가증권 상장심사 가이드북", 2022, 35면~36면

79 한국거래소, 앞의 문헌(각주78), 38면

80 한길석, "우리나라 자본시장의 공모주 저가발행현상에 관한 연구", 국제회계연구

다만, 기업공개 첫날 주가가 공모가보다 높은 사례는 특별한 것은 아니고 시장에 널리 존재하는 대체적인 현상으로 보는 것이 일반적 견해로 보인다. 기업공개시 공모가를 낮게 책정하는 관행으로 첫날 종가와 공모가의 차이가 발행하는 현상을 '공모주 발행 가격 저평가' 또는 '공모주 저평가'(IPO underpricing)라고 부른다. 미국에서는 2000년부터 2019년까지 미국에서 2100건에 이르는 기업공개가 이루어졌는데, 사례분석에 따르면 상장 첫날 주가는 공모가보다 평균 15% 오른 상태로 마감했다고 하고, 한국의 경우 1980년부터 2018년까지 공모주 저평가[81]가 20%를 훌쩍 넘겼다고 한다.[82]

왜 공모주 발행가격 저평가 현상이 생기는지에 대해서는 오랫동안 여러 이론이 분분해 왔다. 공모가격 저평가 원인을 규명하는 선행연구들은 크게 정보비대칭, 제도적 원인, 기업지배권, 행동재무적 요인 등으로 구분되어 설명되는데, 이 중 다수의 선행연구들은 발행회사, 주관회사, 그리고 투자자 간의 정보비대칭이 저가 발행의 주요 원인이라고 지적한다. Rock(1986)은 정보를 많이 가진 투자자는 저평가된 우량기업의 공모주에 선별 투자하는데 반해 정보가 부족한 투자자는 이를 구분할 수 없어 상대적으로 부실 공모주에 투자할 가능성이 높아지고 이러한 과정에서 소위 승자의 저주(Winner's Curse) 현상이 일어난다고 한다. 이렇게 정보가 부족한 투자자를 IPO 시장에 유인하기 위하여 공모가격을 할인할 필요가 있다는 의견이다. Benveniste and Spindt(1989)는, 주관사가 예상수요가 많을 경우 공모가를 상향조정하고 예상수요가 적을 경우 하향조정하는 방식으로 공모가를 조정하는데, 주관사가 투자자로부터 진실한 정보를 얻기 위한 대가로 예상수요가 많을 경우 가격 상향조정폭을 줄여서 그 차액을 보전해주는 경향이 있다고 한다.[83] Welch(1989)는 내재가치가 높은 기업은 자신의 우월성을 시장에서

제59집, 한국국제회계학회, 2015, 143,144면

[81] 공모가 저평가율=(상장일 종가-공모가격)/공모가격

[82] 이관휘, "SK바이오팜은 왜 공모가를 턱없이 낮게 책정했을까[자본시장 이야기]", 시사IN, 2020. 7. 29. 이 글에 의하면, 미국 사례의 분석결과는 플로리다 주립대학의 제이 리터 교수의 분석결과를 인용하였다고 한다.

[83] 송치승, 전진규, "IPO저가발행이 이후 공모에 미치는 영향", 한국증권학회지 제48권 5호, 2019, 593면 재인용 : Benveniste, L. M., and P. A. Spindt, "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues", *Journal of Financial Economics* 24, 1989, 343-362면

인정받고자 저가의 발행을 통해 투자자로 하여금 높은 초기수익률을 얻게 함으로써 기업에 대한 신뢰와 만족을 향상시키고 이는 미래 주식가치에 긍정적인 영향을 미치게 되며 발행회사는 추후 자금조달을 용이하게 하여 저가발행에 의한 비용보다 높은 효익을 얻을 수 있기 때문에 발행가격을 낮추기를 원한다고 한다.[84]

물적분할 후 자회사 상장의 사안으로 돌아와 보면, 최근 과열되었던 IPO시장에서 신주 모집 청약자들이 상장 즉시 주식을 처분하여 높은 수익률을 남기고 떠나는 상황은 모회사의 일반주주에게 상대적 박탈감을 안겨주기에 충분했다. LG에너지솔루션은 유가증권시장 상장 첫날인 2022년 1월 27일 '따상'에는 실패하였으나 공모가 30만원 대비 시초가가 59만7000원에 형성되었고 종가 기준 공모가 대비 68.33%의 수익률을 기록하였다. 상장일 종가 기준 시가 총액 118조1700억원으로 국내기업 시가총액 2위 기업이 되었다.[85]

그러나 공모가 대비 높은 시초가 형성에도 불구하고 앞서 살펴본 보편적인 공모주 저평가 현상에 비추어 보면 물적분할 후 자회사 상장 사안 만의 특이한 현상은 아니며 시초가가 공모가에 비해 높게 형성되는 것은 시장에서 형성되는 다양한 원인에 의하여 복합적으로 작용된 것으로 보인다. 상장 직후 주가는 매도세가 이어지면서 하락하였고 그 뒤 균형 가격으로 조정되어 갔다. 만일 공모가가 불공정하다면 이는 모회사 일반주주만의 문제가 아니라 모회사 지배주주의 문제이기도 할 것이다. 따라서 특히 최근 과열되었던 공모주 열기 상황에서 공모가 대비 높은 시초가 형성되는 현상이 보였지만, 물적분할 자회사 상장에서 공모가격이 불공정하였다고 평가하기는 어려우며, 유독 물적분할 자회사 상장 사안에서 새삼 모회사의 부가 자회사의 신규 투자자에게 이전되었다며 이를 문제삼기는 쉽지 않아 보인다. 결국 공모가 공정성의 측면에서도 자회사 상장에 따른 부의 이전으로 모회사의 기업가치가 하락하였거나 간접적으로 모회사의 소액주주가 피해

---

[84] 송치승, 전진규, 앞의 논문, 595면 재인용 : Welch, I., "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", Journal of Finance, Vol. 44, 1989, 421-449면

[85] 김영상, "'1주당 20만원 벌었네'…LG엔솔 '따상' 실패에도 시총 100조", 머니투데이, 2022.1.27

를 입었다고 보기는 한계가 있다고 생각된다.

2. 모회사와 자회사 주주간의 conflict 가능성

가. 이해상충의 가능성

물적분할 후 자회사 상장에 관한 논란은 '모회사' 지배주주와 일반주주 간에 이해상충 가능성이 있다는 측면에서도 제기되었다. 모회사의 일반주주가 지배주주의 이익을 위해 희생된다는 비판이다. 그런데 이해상충은 그 외에도 모회사와 자회사에 각각 존재하는 일반주주와 함께 전체적인 관점에서 생각해볼 필요가 있다.

먼저 '모회사의 일반주주'는 모회사의 지배주주와 지분율이 다를 뿐 같은 주식을 보유하고 있는데, 모회사의 지배주주는 모회사의 기업가치를 훼손하면서까지 장기적으로 모회사 스스로에게 손해가 될 행위를 할 유인은 높지 않다. 이는 모회사에 가장 많은 지분을 보유하고 있는 모회사 지배주주의 지분가치를 훼손하는 것이기도 하기 때문이다. 물론 모회사로서 자회사를 지원하는 일은 있을 수 있으나, 이러한 지원은 자회사의 안정과 성장이 궁극적 모회사의 재무적, 사업적 이익이나 평판으로 귀결될 것이라는 동기에서 이루어지는 경우가 많다. 최근 상장기업의 이익이 모든 주주에게 분배되지 않고 지배주주의 터널링(tunneling)에 이용된다는 문제의식에 따라 지배주주와 일반주주 간의 이해상충 가능성의 문제가 제기되어 온 바, 장기적 관점에서 다각도의 개선노력이 필요한 부분임은 물론이다. 다만, 구조적으로 놓고 본다면 '모회사의 일반주주'는 모회사와 자회사 간의 거래에 따르는 이해관계 상충으로 인한 불이익을 받을 가능성이 높지 않은 구조이다.

이와 달리, '자회사의 일반주주'는 모회사의 지배주주와 주식보유 대상회사가 다르고 (앞서 본 경우에 비하면 상대적으로) 주식보유에 따른 이익이 직접적으로 연계되지는 않으므로, 모회사와 자회사 간의 거래에 따르는 이해관계 상충으로 인한 불이익을 받을 수 있는 구조 하에 있게 된다. 따라서 모자회사에서 자회사의 독립성 확보를 통해 자회사 일반주주의 이익이 모회사를 위하여 희생되는 일이 없도록 건전한 기업지배구조를 갖추어야

할 필요성이 분명히 존재한다. 다만, 이는 물적분할과 자회사 상장에 대한 비판적 시각에서 근거로 제기되는 “모회사 일반주주”의 주주가치 침해 문제와는 다소 맥락이 다른 문제라는 점에서 구분하여 생각할 필요가 있다.

따라서 모자회사 동시상장에 관하여 모회사의 지배주주와 일반주주 간의 이해상충 가능성은 실제로는 크지 않은 구조이다. 오히려 그것보다는 자회사 상장으로 인하여 자회사의 일반주주와 모회사 간의 이해상충 가능성이 더 문제시되며 해외에서도 모회사의 일반주주보다는 자회사의 일반주주의 보호에 더욱 초점이 맞추어져 논의가 전개되었다. 이러한 측면에서도 모회사 일반주주 보호 관점에서 제기된 물적분할과 자회사 상장 논란이 우리나라에서 특수한 논의라는 지적은 수긍이 될 만하다. 이하에서는 미국과 일본에서 모회사와 자회사 간의 이해상충에 관한 논의를 살펴본다.

나. 미국

Equity Carve-out와 같이 자회사가 상장하는 경우 모회사는 대부분 자회사 지분의 과반수를 유지하므로, 공모를 통해 유입된 일반주주들에 대한 보호에 유의해야 한다고 인식되고 있다. ECO에서는 모회사 또는 자회사의 이사는 duty of loyalty의 준수를 유의해야 한다. 모회사는 자회사의 지배를 유지할 경우 자회사의 소수주주에게 신인의무를 부담하고, 모회사의 이사가 자회사의 이사를 겸임하는 경우, 이해충돌이 있을 수 있으므로 이사는 “entire fairness”의 기준에 의하여야 하며, 특정한 이해충돌 상황에서는 이사회 의결권 행사가 제한된다. 이사 겸임으로 이해충돌거래에 대한 법적인 이슈를 줄이기 위한 메커니즘으로, 독립이사(independent director)로 하여금 모회사와 자회사 간의 중요한 거래에 대해 승인하도록 한다. 이러한 승인 메커니즘은, 적절히 적용된다면 모회사와 이해관계 있는 이사가 거래의 공정성에 관하여 입증할 책임을 일반주주에게 이전시킬 수 있다. 또한, ‘corporate opportunity’ doctrine 관련해서도 사업의 기회가 모회사의 것인지, 자회사의 것인지 명확하게 판단하는 테스트 기준은 없지만, 법원은 사업의 기회가 어느 회사에 더 가까운지, 자회사의 기회에 대한 기대와 능력 등 여러가지 요소를 고려하여 정할 수 있다.[86]

[86] Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Spin-off Guide”, 2021, 28면

미국에서 경영판단의 원칙은 이사회의 결정이 주주의 부에 미치는 영향을 법원이 판단하지 못하도록 하는 취지이나, 경영판단의 원칙으로 자기거래에 대한 법원의 판단을 배제하지 못할 정도로 이해상충의 문제는 미국에서 중요한 회사법적 이슈이다.[87] 미국에서는 전통적으로 모회사와 자회사 간의 거래에 있어서 지배주주의 신인의무 관점에서의 이해충돌의 문제가 쟁점이 되어 왔는데, 초기 보통법에서는 주주가 자신의 지분에 대한 의결권을 행사함에 있어 다른 주주의 이익을 고려할 필요가 없다고 보았으나, 주주가 이사회의 이사로 선출되고 이사로서 행동하는 경우 주주 겸 이사는 자연스럽게 다른 주주에 대한 신인의무를 부담한다고 본다. 두 극단 사이에 있는 것은 지배권을 가진 주주인데, 이사회가 지배주주와 독립적으로 행동할 수 없다는 것을 인식한 법원은 일찍이 이사회의 신인의무를 지배주주에게 확대하여 적용하기 시작했다.[88]

모회사와 완전자회사 사이의 거래는 회사법적 문제를 거의 일으키지 않는다고 보지만, 이와 대조적으로, 완전자회사가 아닌 경우 모회사와 모회사가 과반수 지분을 보유하거나(majority-owned) 소수지분을 보유하면서도 지배를 하는(minority-controlled) 자회사 사이의 거래는 수많은 소송의 대상이 되어 왔다. 소수주주는 모회사의 이익을 위해 소수주주의 희생 하에 모회사가 의결권을 사용한다고 느끼는데, 이러한 케이스에서 소수주주들은 모회사가 이사에 버금가는 duty of loyalty를 부담해야 한다고 주장한다. 모회사와 자회사 간의 거래에 관한 고전적인 케이스인 Sinclair Oil Corp. v Levien 판결에서는, 모회사가 자회사의 배제와 희생으로 인해 이익을 얻었을 경우 법원은 경영판단원칙에 반대되는 완전한 공정성 기준을 적용하였다. 다시 말해 모회사가 지배주주로서 부담하는 신인의무는 자기거래의 경우에 한정되는데, 완전한 공정성 기준은 모회사가 거래의 양쪽에 있는 경우, 즉 모회사가 소수주주의 이익을 희생시켜 비례적이지 않은 이익을 얻기 위해 자신의 지위를 이용하였을 경우에 적용한다는 것이다.[89]

---

[87] Stephen M. Bainbridge, “Corporate Law”, 4rd Ed, Foundation Press, 2020, 175면

[88] Stephen M. Bainbridge, 전게서, 205면

[89] Stephen M. Bainbridge, 전게서, 209~211면
위 사건에서 법원은 자회사인 Sinven이 거액의 현금 배당을 한 것에 대해서는 경영판단의 원칙을 적용하였는데, 이는 소수주주들 역시 그들의 지분에 비례하여 배

다. 일본

일본에서도 모자회사가 중복 상장되어 있는 경우 상장 자회사의 소수주주와 지배주주(모회사) 간의 이해충돌 방지를 위한 제도 개선 논의에 초점이 맞추어졌다. 우리나라의 물적분할 후 자회사 상장 논란에서 문제의식은 “모회사의 일반주주”의 이익이 훼손될 수 있다는 점에 있는 반면, 일본에서 모자회사 중복상장에서 문제의식은 “자회사의 일반주주”의 이익이 모회사에 의해 훼손될 수 있다는 점에 있다.

(1) 일본에서의 논의 개관

일본에서 대기업그룹은 상장모회사가 자회사를 상장한 상태로 보유하는 관행이 있었으나(이 점에서는 우리나라와 유사해 보인다), 이는 지배주주에 의한 상장자회사 소수주주의 이익침해 우려로 인해 투자자들의 비판을 받아온 문제라고 한다. 이와 관련하여 일본에서는 2008년 7월 모회사 등 지배주주에 관한 공시 강화, 지배주주와의 거래가 발생할 경우 소수주주를 보호하기 위한 방안 등을 기업지배구조보고서에 공시하도록 하였다. 이어 2010년에는 지배주주와의 중요 거래에 대해, 지배주주와 이해관계가 없는 자로부터 해당 거래가 ‘소수주주의 이익을 훼손하지 않는다”는 의견을 받아 공시하도록 하는 규정을 신설했다. 이후 동경거래소는 자회사의 상장을 일률적으로 금지하는 대신 기업이 상장자회사 유지에 따른 비용과 편익을 고려하여 결정하도록 하되, 거래소가 상장심사를 통해 관여하고 소수주주 보호장치를 마련하여 보완한다는 기본 입장을 견지해 왔다고 한다.[90]

그러다가 최근 상장자회사 문제에 대한 보다 강화된 방침이 필요하다는 문제의식이 확산되었다. 기업의 자율규제를 유도하는 거래소의 정책에도 불구하고 일본은 여전히 미국이나 유럽에 비해 지배주주가 있는 상장회사

당금을 받았으므로, Sinclair가 소수주주들의 희생 하에 비례적이지 않은 이익을 얻지 않았기 때문이라고 보았다. 한편, Sinclair가 Sinven으로 하여금 Sinclair의 완전소유자회사와 계약하도록 강제한 것에 대해서는 Sinclair가 소수주주의 희생 하에 비례적이지 않은 이익을 얻었다고 보아 완전한 공정성 기준을 적용하였다.

[90] 조대현, 이승희, “일본 기업지배구조 관련 규범 제·개정 동향과 시사점”, 경제개혁연구소, 이슈분석 2021-06호, 2021.12, 8면

의 비중이 매우 높고, 상장자회사에서 지배주주에 의한 소수주주의 이익 침해 사례가 계속 발생하였기 때문인데, 여기에는 상장자회사 문제로 인해 일본 주식시장에 대한 신뢰가 떨어질 수 있다는 우려가 깔려 있었다고 한다.[91]

이에 일본 경제산업성은 2015년 제정된 기업지배구조코드(コーポレートガバナンスシステムに関する実務指針, Corporate Governance Code 2015)의 부속지침이자 2017년 3월 제정된 기업지배구조시스템 가이드라인(Practical Guidelines on Corporate Governance System, CGS Guidelines)을 보충하는 것으로서 2019년 6월 "그룹지배구조시스템 가이드라인"(グループガバナンスシステムに関する実務指針, Practical Guidelines on Group Governance System, GGS Guidelines)(약칭 '그룹가이드라인')을 제정하여 상장자회사에서의 이해충돌 방지와 지배구조에 관한 기본방향을 제시하였고, 동경거래소는 이를 반영하여 2020년 2월 상장규정 등을 개정하였다.

(2) 그룹지배구조시스템 가이드라인

(가) 그룹지배구조시스템 가이드라인은 기업집단(그룹) 체제에 독특한 지배구조 이슈를 다루는 기본방향과 프레임워크를 제공하고 있다는 점에서 의미가 있다. 그룹경영을 실시하는 기업집단, 특히 다양한 사업분야로의 진출과 글로벌화를 추진하며 다수의 자회사를 보유하는 대규모 기업그룹을 우선 염두에 둔 것으로, 4차 산업혁명과 저출산 고령화에 따라 국내시장이 축소되는 상황에서 일본기업의 해외진출과 글로벌 경쟁력 강화를 위해서는 효율적인 그룹지배구조가 필수적이라는 인식에 바탕을 두고 있다. 따라서 그룹가이드라인은 경쟁력 강화를 위해 기동성 있게 사업재편을 추진하는 등 적절한 위험감수와 동시에 효과적 위험관리가 조화를 이루는 지배구조를 추구한다. 이에 따라 그룹가이드라인은 그룹 설계(2장), 사업포트폴리오 관리(3장), 내부통제시스템(4장), 자회사 경영진의 지명과 보수(5장), 상장 자회사의 기업지배구조(6장) 등 6개 분야에 걸쳐 실효적 그룹지배구조 구축을 위한 구체적인 제안들을 담고 있다.[92] 위 가이드라인에 따른 대응을 하지

[91] 조대현, 이승희, 앞의 문헌(각주90), 8면
[92] 조대현, 이승희, 앞의 문헌,(각주90) 9면

않은 것이 이사 등의 선관주의의무 위반을 구성하는 것은 아니지만, 본 가이드라인에 따른 대응을 실시한 경우에는 특별한 사정이 없는 한 선관주의의무를 충분히 이행하고 있다고 평가될 것이다(가이드라인 1.3).

이 중 6장은 상장자회사에서 지배주주인 모회사와 일반주주 사이의 이해상충 위험과 이에 대응하기 위한 지배구조 문제를 다룬다. 아래에서 본다.

(나) 가이드라인은 먼저 상장자회사에서 이해상충이 발생할 수 있는 위험과 유형을 설명하고 있는 바, 이해상충 리스크가 현실화될 수 있는 국면으로는 모회사와 상장자회사와의 관계에서 (i) 직접거래나 (ii) 일부 사업부문의 양도 및 관련 사업 간 조정, (iii) 자회사의 주식 100%를 취득함으로써 완전자회사화가 실시되는 경우(주식취득가격이 공정한 가격인지의 문제)가 있다. 특히, 모-자회사 간 또는 계열사 간 사업분야가 중복되거나 시장에서 경쟁관계에 있는 경우, 모-자회사간 고위 경영진을 겸하는 경우 등에는 이러한 이해상충 거래가 발생할 개연성이나 상장자회사 일반주주의 이익이 침해될 위험이 더욱 높아질 수 있으므로 유의가 필요하다고 지적한다.[93]

(다) 일본에서 상장자회사에 대해서는, 지금까지 신규 사업에의 성장자금의 공급을 통해 산업 육성에 기여해 왔다고 긍정적으로 평가하는 견해가 있는 한편, 기업의 조직재편(M&A나 Carve-out 등)에 따른 중간 형태의 일시적인 존재를 넘어 이 형태를 계속하는 합리성에 대해 의문시하는 견해도 있다. 보다 구체적으로는, 상장 자회사 유지에 대해 부정적인 관점에서는 그룹 전체로서의 기업가치 향상이나 자본비용에 상응하는 수익력이 요구되는 상황에서 기업의 조직재편에 따른 중간형태로서 일시적으로 존재하는 것을 넘어, 이 형태를 지속시키는 것의 합리성에 대해 의문을 제기하는 시각이다. 긍정적인 관점에서는 상장자회사의 이해상충 문제에 대해 일본에서는 지금까지 모회사에 의한 심각한 경제적 착취의 실태가 확인되지 않았고, 문제의 본질은 지속적 성장을 하지 않은 기업이 상장을 유지하고 있는 현행 제도나 경영자 마인드 자체에 있는 것이며, 자회사 형태를 취하는 것이 그룹 전체의 성장 전략과 일치하고 상장자회사에서도 자금과 인재 획득에 의해 지속적인 성장을 실현으로 이어지도록 하는 것이 중요함을 지적한

[93] グループガバナンスシステムに関する実務指針 6.1.3.(上場子会社の利益相反構造)

다.[94]

(라) 이러한 기본인식을 바탕으로 가이드라인은 (i) 그룹 차원의 사업포트폴리오 최적화 전략과 (ii) 그룹의 위험관리, (iii) 상장자회사 지배구조의 독립성 확보 차원에서 상장자회사 문제에 접근하고 있다.

① 그룹 차원의 사업포트폴리오 최적화 전략 [95]

가이드라인은 상장 자회사 형태는 미국 등에서도 조직개편에 수반되는 중간 형태로 존재하고 있고 그룹 경영의 사업포트폴리오 전략의 역동성 하에서 적어도 과도기적인 방법으로서 일정한 의의가 있다고 인정하고 있다. 다만, 상장 자회사의 형태는 모회사(지배주주)와 일반주주와의 구조적 이해상충 위험을 내재하고 있고, 그 독립성 담보에 특별한 배려가 요구된다고 설명한다. 자회사 상장의 의의도 시간의 경과에 따라서 변화할 수 있음에 유의하면서 그룹 전체의 기업가치 향상 및 자본효율성의 관점에서 상장자회사로 유지하는 것이 최적인지 정기적으로 점검하는 것이 중요하다고 한다.

이러한 관점에서 모회사는 상장 자회사로 유지할 경우 다음의 두 가지에 대해 이사회에서 심의하고 투자자에게 정보공개를 통해 충분한 설명 책임을 이행할 것이 요구된다. 첫째, 상장의 고유의 의의는 자회사가 자본시장으로부터 직접 자금조달을 하는 수단을 가지는 것으로 지속적인 성장을 실현하여 기업가치 향상을 도모하는 것에 있으므로, 이 점을 토대로 그룹 전체의 비즈니스 포트폴리오 전략과의 정합성과 상장자회사의 일반주주 이익을 고려해야 하는 제약 및 비용(그룹의 전체적인 최적화를 위한 리소스를 활용하기 어려운 점 등)을 비교하여 상장자회사를 유지하는 이익이 상회하는지 여부 등 그룹으로서 기업가치를 극대화하는 관점에서 상장 자회사로 유지해야 할 합리적인 이유가 있는지 구체적으로 설명하라는 것이다. 둘째, 모회사는 지배주주로서 상장자회사의 이사의 선임·해임 권한을 행사할 수 있는 입장에 있지만 상장자회사의 일반주주의 이익을 충분히 배려하

[94] 同 指針 6.1.4(上場子会社に対する評価)
[95] 同 指針 6.2.1.(グループの事業ポートフォリオ戦略の視点)

여 상장자회사에 있어 실효적인 거버넌스 체제(필요한 자질을 가진 독립 사외이사의 선임 등)을 확보하기 위한 적절한 선/해임 권한의 행사에 관한 입장을 설명하도록 한다.

② 그룹의 위험 관리 관점 [96]

가이드라인은, 모회사에는 그룹 전체의 내부통제시스템의 구축/운용이 요구되고 상장자회사에 대해서도 적절한 리스크 관리를 할 필요가 있으므로 상장자회사에서의 대규모 거래나 M&A 등 그룹으로서의 리스크 관리상 필요한 사항에 대해서는, 상장 자회사에 의한 독립적인 의사결정이 담보되는 것을 전제로, 사전의 협의 등을 요구하는 것도 합리적이라고 설명한다.

③ 상장자회사 지배구조의 독립성 확보 [97]

가이드라인은 상장자회사의 지배구조 측면에서 상장 자회사는 모회사와 일반주주 간에 이해상충 위험이 있음을 감안하여 상장 자회사로서의 독립적인 의사결정을 담보하기 위한 실효적인 거버넌스 체제가 구축되어야 한다고 제시한다. 상장 자회사는 주식시장에서 주식을 공개하고 일반 투자자가 자유롭게 주식을 매매할 수 있는 이상 일반 주주의 이익을 배려하는 것이 전제되어야 한다는 기본원칙에 기반하며, 특히 상장자회사는 지배주주인 모회사와 일반 주주간에 이해상충 위험이 있음을 감안하여 상장자회사로서 중장기적인 기업가치 향상을 위해 독립적인 의사결정을 담보하여야 한다고 한다. 상장 자회사의 독립 사외이사는 경영진으로부터의 독립성 이외에 일반주주의 이익을 확보하는 역할도 기대되기 때문에 모회사로부터의 독립성도 요구된다. 지명위원회와 보수위원회는 독립 사외이사를 주요 구성원으로 해야 하고, 독립 사외이사는 10년 이내 모회사에 소속되어 있던 자는 선임될 수 없으며, 일반주주의 이익을 보호하는 중요한 역할을 담당할 수 있는 인물인지 확인한 후 후보지명과 선임이 이루어져야 한다. 가이드라인은, 독립사외이사 선임 안건에 대해 Majority of Minority(일반주주의 과반

---

[96] 同 指針 6.2.2 (グループのリスク管理の視点)

[97] 同 指針 6.3(上場子会社におけるガバナンス体制の在り方)~6.5(上場子会社経営陣の報酬の在り方)

수 결의) 방식을 토대로 정보를 공개하고 독립사외이사에 대한 일반주주의 신인에 대해 투명성을 도모함으로써, 일반주주 과반수의 찬성을 얻는 독립사외이사 선임을 촉진하는 것이 일반주주 이익 보호를 위한 거버넌스 기능 강화에 효과적이라는 의견도 제시하였다.

이해상충 위험에 대응하기 위한 이사회 구성에 대해 가이드라인은 독립사외이사 비율을 1/3 이상, 과반수 등으로 높일 것을 권고한다. 다만, 이것이 당장 어려운 경우에도 중요한 이해상충 거래에 대해서는 독립사외이사(또는 독립사외감사)가 중심이 되는 위원회에서 심의하는 구조를 도입하는 것이 검토되어야 하며, 거버넌스 정책에 대해 적극적으로 정보를 공개해야 한다. 또한, 상장자회사 경영진의 지명, 승계계획과 보수정책은, 상장자회사의 기업가치 향상에 적절하도록 독립적으로 이루어져야 하며, 지명위원회와 보수위원회는 모회사로부터의 독립성이 실질적으로 담보되어야 한다.

(3) 동경거래소 상장규정 및 기업지배구조 코드(コーポレートガバナンス・コード) 개정

이에 따라 2019년 11월 동경거래소는 상장자회사 지배구조 개선을 포함한 상장제도 정비 방안을 발표하고, 2020년 2월 관련 규정을 개정, 시행하였다. 특히 상장 자회사의 거버넌스와 관련하여 상장자회사 의사결정의 독립성과 소수주주 이익 보호를 강화하기 위하여 투명성과 공시 강화, 독립이사/감사의 독립성 기준 강화를 내용으로 한다. 첫째, 독립사외이사 및 독립사외감사의 독립성 판단 기준을 강화하여 취임 전 10년 내에 모회사 또는 계열회사에 소속되어 있던 사람은 선임될 수 없도록 하였다. 과거에는 '최근(통상 1년 이내로 해석됨)'으로 되어 있던 것을 '10년 이내'로 대폭 강화하였다. 둘째, 상장자회사를 두고 있는 상장회사(모회사)는 (i) 상장 자회사를 보유하고 자회사가 상장상태를 유지하는 것에 관한 그룹경영의 관점과 방침, (ii) 상장자회사 지배구조의 실효성 확보 방안 등을 기업지배구조 보고서에 공시하도록 하였다. 복수의 상장자회사를 둔 경우에는 각 자회사 별로 기재해야 한다.[98]

---

[98] 조대현, 이승희, 앞의 문헌(각주90) 11,12면; 동경거래소 2019. 11. 29.자 '상장자회사 거버넌스 발전을 위한 상장규정 개선과 기타 규정 개정'

그룹가이드라인의 내용은 2021년 6월 기업지배구조 코드 개정에도 반영되었다. 우선, 이사회 등의 책임을 규정한 원칙4에 지배주주의 책임을 병기하였다. 즉, 지배주주는 회사 및 주주 공동의 이익을 존중하고 소수주주를 불공정하게 취급해서는 안되며, 지배주주가 있는 상장회사는 소수주주 이익 보호를 위해 지배구조 체제를 정비할 것이 요구된다(Section 4). 또한, 상장회사의 독립사외이사 비율을 상향조정하면서 지배주주가 있는 상장회사에 대해서는 특별히 더 높은 독립사외이사 비율을 규정하였다. 일반 상장회사에 대해서는 2명 이상, 프라임 시장[99] 상장회사에 대해서는 이사회의 1/3 이상의 독립사외이사를 선임하도록 하였으나, 지배주주가 있는 회사에 대해서는 독립사외이사가 이사회의 1/3이상, 프라임 시장 상장회사는 과반수가 되도록 할 것을 권고한다. 그렇지 않으면, 지배주주와 소수주주간 이해가 충돌하는 중요한 거래나 행위에 대한 심의·검토를 위해 독립사외이사를 포함하여 독립적인 인사들로 구성된 특별위원회를 설치하여야 한다(Section 4.8.3).

라. 검토

우리 상법에서도 사외이사 자격, 인원수 등 자회사 이사회의 독립성 보장, 이해상충거래를 통제하기 위한 장치가 있으나, 미국과 일본에서 상장자회사의 지배주주(모회사)와 일반주주 간에 이해상충 가능성과 갈등에 특히 염두하여 상장 자회사의 일반주주 보호책으로서 상장 자회사 이사회의 독립성을 더욱 강화하는 것은 우리 법제에서도 긍정적으로 검토할 만하다. 그러나 자회사의 상장 유지 억제 정책 관련하여 우리나라는 아직까지 상장폐지의 부득이한 사정이 없는 한 상장을 유지하는 것이 경제적으로 이득인 것으로 인식되는 점, 상장폐지가 주로 경영상태 악화인 기업에 주로 적용되는 점 등에서 우리나라 시장 환경과는 다소 다른 측면이 있고, 자회사 상장 유지를 억제하기 보다는 자회사 상장 유지 여부를 자율적으로 정하도록 하

[99] 상장시장은 Prime Market, Standard Market, Growth Market으로 분류되는데, Prime Market은 다수의 기관투자자를 위한 적절한 수준의 시장 자본을 가지고 있고 높은 수준의 기업지배구조를 유지하며, 중장기적으로 지속가능한 성장에 대한 약속이 있으며, 투자자들과 발전적인 소통을 하는 기업을 위한 상장시장을 말한다 (Japan Exchange Group 홈페이지 참조)

되 문제가 될 수 있는 부분을 개선하고 관리하는 차원으로 접근할 필요가 있다.

물적분할과 자회사 상장 논란에서 일본에서의 자회사 상장 억제 정책이 거론되기도 하였으나, 이상에서 본 바와 같이 일본에서의 논의는 상장자회사의 모회사와 일반주주 간의 이해상충으로 “자회사의 일반주주”의 권익이 침해될 수 있다는 관점에서 접근된 것인 반면, 물적분할과 자회사 상장에서는 “모회사의 일반주주”의 권익이 침해된다는 것이므로 다소 다른 맥락의 이야기임을 알 수 있다. 이러한 측면에서 보면 물적분할 후 자회사 상장과 모회사 일반주주 권익 침해에 관한 논란이 우리나라에서 특수한 논의라는 지적이 수긍이 될 만하며, 상장회사 일반주주와의 이해상충 방지를 위하여 그룹 차원에서 자회사 상장 상태의 유지의 필요성과 효율적인 운영 구조를 주기적으로 검토하는 것은 우리나라에서도 고려해 볼 만하다고 생각된다.

제4절 모회사의 주식가치에 미치는 영향에 대한 검토

1. 서론

본 논란에서 가장 큰 문제로 지적되는 것 중의 하나는 물적분할과 자회사 상장이 모회사 주가를 하락시킨다는 점이다. 그러나 그에 대해서는 먼저 물적분할과 자회사 상장 이벤트 전후의 주가 추이를 객관적으로 살펴볼 필요가 있다. 모회사 주식가치 관련한 이슈로 지주회사 디스카운트, 모자회사 동시상장에 대해서도 검토하고 Equity Carve-out의 경우 모회사 주식가치 변화에 대해서도 검토한다. 자회사 상장이 어떻게 모회사의 기업가치 향상에 영향을 미칠 수 있는지에 대해서도 살펴본다.

2. 물적분할 후 자회사를 상장한 모회사의 주가 변동

본 논란에서 큰 문제로 지적되는 것 중의 하나는 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 주가를 하락시킨다는 점이다. 물적분할 공시에 따른 주가 변동 효과에 대해서는 앞서 제3장 제4절에서 보았고, 여기서는 자회사 상장

이후의 주가 변동에 대해 살펴본다. 2017년 이래 상장회사가 물적분할 후 신설자회사를 상장 완료한 사례는 코스피 시장에서는 SK바이오사이언스(모회사 SK케미칼), SK아이테크놀로지(모회사 SK이노베이션), 현대중공업(모회사 한국조선해양), LG에너지솔루션(모회사 LG화학) 4건이고, 코스닥 시장에서는 네패스(모회사 네패스아크), 삼기EV(삼기)가 있다. 이들 회사의 자회사 상장 이후의 모회사 주가 추이는 아래와 같다.[100]

[표5] 2017년 이후 물적분할 신설자회사를 상장한 모기업의 주가 추이(자회사 상장일 기준)

상장모회사	SK케미칼	한국조선해양	SK이노베이션	LG화학	삼기
신설자회사	SK바이오사이언스	현대중공업	SK아이이테크놀로지	LG에너지솔루션	삼기EV
분할규모	22%	70.2%	4.1%	30%	3.2%
자회사 상장(D)	**유가증권시장 2021.3.18 200,827원 (∇5.35%)**	**유가증권시장 2021.9.17 105,500원 (∇10.97%)**	**유가증권시장 2021.5.11 269,000원 (∇3.58%)**	**유가증권시장 2022.1.27 610,000원 (∇8.13%)**	**코스닥시장 2023.2.3 3,855원 (∇9.61%)**
D+3	2021.3.19 193,488원 (∇3.7 %)	2021.9.23 101,000원 (▽4.3 %)	2021.5.14 269,000원 (0%)	2022.1.28 639,000원 (4.75%%)	2023.2.6 3,715원 (▽3.6%)
D+7	2021.3.25 176,808원 (∇12%)	2021.9.24 102,000원 (▽3.3%)	2021.5.18 278,000원 (3.3%)	2022.2.3 677,000원 (11%)	2023.2.10 3,585원 (▽7%)
D+1개월	2021.4.16 183,480원 (∇8.6%)	2021.10.15 97,300원 (▽7.8%)	2021.6.11 274,500원 (2.0%)	2022.2.25 554,000원 (▽9.2%)	2023.3.3 3,455원 (∇10.4%)
D+3개월	2021.6.18 180,478원 (∇10.1%)	2021.12.17 99,700원 (∇5.5%)	2021.5.11 269,000원 (∇0%)	2022.4.27 463,000원 (▽24.1%)	2023.5.3 3,140원 (∇18.5%)
D+1년	2022.3.18 120,000원 (∇40.2%)	2022.9.17 84,200원 (∇20.2%)	2022.5.11 200,000원 (∇25.7%)	2023.1.27 685,000원 (12.3%)	-
D+2년	2023.3.17 74,000원 (∇63.2%)	-	2023.5.11 178,200 (∇33.7%)	-	-

1) 주가는 한국거래소 정보데이터 시스템상의 종가 데이터에 의함

2) '분할규모'는 물적분할 결정 주요사항공시에서 공시된 분할재무제표상 분할 전 자산총

[100] 코스피 상장기업 4건 위주로 보되, 코스닥 시장에서는 2022년 정부 대책이 발표된 이후 상장한 건으로 관심을 받은 삼기EV건을 포함하여 본다.

계 대비 분할대상사업부문의 자산총계의 비중을 의미함

3) D+해당일이 공휴일이거나 거래일이 아닌 경우 그 전일 중 가장 가까운 거래일을 기준으로 하되, 적용가능한 날이 없을 경우 해당일 이후의 첫 거래일을 기준으로 함

4) 등락폭(%) 표시는 기준일(D)를 기준으로 한 수치임. 기준일(D)인 자회사 상장일 대비 주가가 같거나 상승한 날은 회색음영 표시하였고, 분할공시일 당일은 전일 대비 주가가 상승한 날을 회색음영 표시함

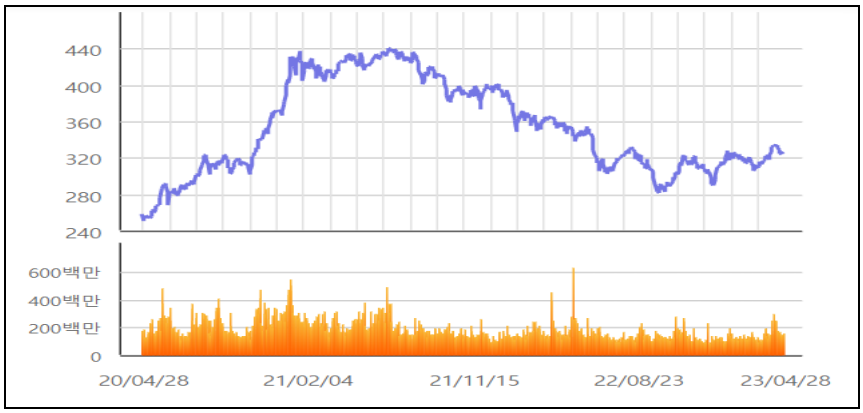
앞서 제3장 제4절에서 살펴본 바와 같이 물적분할 이후(자회사 상장 이전)의 모회사 주가는 최근 단기적으로 하락하는 사례가 늘기는 하였으나, 그럼에도 상승하는 사례와 하락하는 사례가 병존하고 물적분할 공시 당일에 전일 종가에 비해 하락하지 않는 사례도 있으며 물적분할 발표 직후 하락하더라도 수일 내에 주가를 곧 주가를 회복하거나 급등하는 경우도 있어 물적분할이 모회사의 주식가치를 훼손하였다고 보기 어렵다고 보았다. 그에 비하여 물적분할 후 2-3년 뒤에 자회사를 상장하는 상황에서는 앞서 본 물적분할 공시일에 비하여 자회사 상장 당일의 주가 하락 경향이 명확하게 나타났다. 이는 자회사가 상장하고 공모주 인수인들이 큰 수익을 얻는 분위기에서 모회사 일반주주의 부정적 반응, 모회사 디스카운트에 대한 우려감이 주가에 반영되었을 것으로 보인다.

그러나 물적분할 후 자회사 상장이 중장기적으로 모회사의 주식가치를 유의미하게 훼손하였다고 단정하기는 어려운 사정들도 있다.

첫째, 자회사 상장에 대한 부정적 여론에도 불구하고 상장일 직후 단기적으로 주가가 동일 수준이거나 상장 익일 상승하여 단기 주가 하락 추세가 뚜렷하지 않은 경우도 일부 있는 바(회색 음영), 주가 반응 추세가 꼭 일관되지는 않은 측면이 보인다.

둘째, 모회사 주가의 하락 추세를 물적분할 후 자회사 상장에 따른 영향으로만 보기는 어렵다. 2020년과 2021년은 주식시장과 IPO시장의 호황기였으나 2021년 하반기부터 시작되고 2022년 들어 본격화된 글로벌 경기둔화와 경기침체로 주식시장 전반의 침체를 맞이하였다. 코스피200 지수도 2021년 7월을 고점으로 하여 그 이후부터 꾸준히 하락하였다. 상장회사의 주가는 매우 다양한 요소들이 영향을 미치므로 주가하락의 인과관계를 자회사 상장에 따른 중장기적 하락으로 단정하기 어렵고 일부 영향이 있더라도 그 정도를 알기 어렵다.

[그림] 코스피200 지수 (2020.4~2023.4)



출처: 한국거래소 정보데이터시스템

셋째, 핵심사업부문을 물적분할 하여 상장한 사례가 비교적 최근의 일이므로 사례가 많이 축적되지 않다. 자회사를 상장할 경우 또는 상장하지 않을 경우를 비교하여 자회사 상장과 중장기적인 모회사의 기업가치와 주식가치 영향에 대해 더 많은 연구가 요구된다.

넷째, 현재까지의 소수인 사례 중 대표적으로 LG화학 케이스는 시사하는 바가 크다. LG화학의 경우, 2017년 이후 물적분할로 신설 자회사를 상장한 네 건의 케이스 중 유일하게 물적분할 결정 발표 당시 자회사 상장 계획이 기정사실화 되어 있는 유일한 건이고 가장 논란이 된 건이다. LG에너지솔루션 상장을 마지막으로 물적분할로 신설된 자회사가 상장에 성공한 사례는 1건(삼기-삼기EV)과 현재 상장예비심사를 통과 후 상장 절차 진행중인 1건(필옵틱스-필에너지) 외에는 발견되지 않는다(다수의 물적분할 사례에서 자회사의 상장계획을 철회하거나 보류하였다).

LG화학 사례에서 특기할 점은, 물적분할과 자회사 상장의 일련의 과정에서 주요한 절차상 이벤트 시점(물적분할 이사회 결정 발표, 임시주주총회, LG에너지솔루션 상장예비심사결과 발표, 상장일 등)에는 다수의 언론 보도와 일반 투자자들의 비판적 반응이 나오면서 동시에 주가가 하락하는 모습이 나타났으나, 수일 이내에 주가를 회복하면서 그 이후에 주가가 상승하기도 하였다는 점, 특히 분할계획서 승인을 위한 임시주주총회 이후에는 주가가 크게 상승하였고 2021년 2월경 최고점에 이른 이후로 하락 추세가 있었으나 2021년말, 2022년 연초부터의 하락세는 그 무렵 시작된 글로벌 경기둔화와 엔데믹의 영향이 동반되었을 것으로 추정되는 점은 앞서 제3장에서

본 바와 같다. 그러한 환경 속에서 2022. 1. 27. 상장일 이후 주가가 등락을 반복하다가 하락하는 추세가 있었으나, 그 후 2022년 3월부터 꾸준히 상승하여 반등하였으며, 2022년 8월 들어 LG에너지솔루션 상장시점의 주가를 회복하고 2022년 11월 이후로 LG에너지솔루션 상장시점보다 주가가 상승하였다.[101]

[그림] LG화학 주가추이 (2020.5.4~2023.5.4)

*한국거래소 정보데이터시스템의 종목정보 선차트 및 주가 정보를 토대로 각 일자별 이벤트를 표시함

2022년 글로벌 경기둔화와 주식시장 침체기로 2022년 12월 22일의 시가총액 상위 10개 기업의 종가를 일년 전 2021년 12월 30일 종가와 비교하였을 때 9개 기업은 모두 주가가 하락하였으나 유일하게 LG화학만 주가가 상승한 것으로 파악되었다. LG화학은 LG에너지솔루션 상장 이후 하락세를 보였으나 반등에 성공하여 2022년 주식시장 침체에도 불구하고 유일하게 주가가 상승하였다.[102] 2023년 들어서도 급등락을 반복하고는 있지만 전반적으로는 상승 추세에 있다. LG화학은 물적분할과 자회사 상장에서 가장 핵심적 논란이 된 기업이었다는 점에서 시사하는 바가 크며, 이는 물적분할 후 자회사를 상장하면 모회사의 기업가치를 훼손한다는 일부 여론의 인식과 상반되는 모습으로 보인다.

---

[101] 2022년도에는 글로벌 경기둔화와 엔데믹으로 성장률이 급격히 둔화되어 대부분의 대기업들의 주가가 부진하였는데, LG화학은 시가 총액 상위 10개 기업 중 유일하게 주가가 상승한 기업으로 알려졌다. 안혜신, "시총 상위 10개 종목 올해 '처참한 성적'…LG화학만 상승", 이데일리, 2022. 12. 23.

[102] 안혜신, 앞의 기사(각주99)

이에 비추어 보면, 최근 물적분할로 설립된 자회사 상장 당일에 모회사의 주가가 급락하는 현상이 나타났으나, 단기적 주가 하락이 뚜렷하지 않거나 수일 내 주가를 회복하는 경우가 있어 단기적 주가 하락이 꼭 일관되지는 않고, 중장기적 하락의 추세가 나타나는 경우도 있지만 중장기적 영향력은 국내외 경기와 주식시장 전반의 상황, 업황과 개별 기업의 경영사정, 주주정책 등 다양한 가변적 요소들이 작용한다. 가장 크게 논란이 되었던 LG화학의 경우 LG에너지솔루션의 상장 이후 꾸준한 반등의 추세는 주목할 만하다. 결과적으로 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 주식가치를 유의미하게 훼손하다고 일반화하기는 어렵다고 생각된다.

3. 지주회사 디스카운트 이슈

물적분할 후 자회사 상장에 따른 모회사 저평가 현상을 지주회사 디스카운트 이슈로 지적하기도 한다. 기존 회사가 분할대상 사업을 자회사로 분사함으로써 모회사가 자회사를 지배하는 지주회사의 역할을 하게 되어 모회사의 기업가치가 저평가된다는 문제이다.

공정거래법에서 지주회사는 '주식의 소유를 통하여 다른 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사'로 정의되고, 구체적으로는 '대차대조표상 자산총액이 5,000억원 이상이며 소유하고 있는 자회사의 주식가액의 합계액이 자산총액의 50% 이상인 회사'로 정의된다(공정거래법 제2조 7호, 동법 시행령 제3조 제1항, 제2항). 공정거래법상의 지주회사는 '순수지주회사'로 칭해지기도 한다. 이와 비교하여, 직접 어떠한 사업을 영위하면서 타기업의 주식을 보유함으로써 지배하는 회사를 '사업지주회사' 또는 '사실상의 지주회사'로 칭해진다.

우리나라 지배구조상 지주회사의 지배주주는 기업집단의 총수인 경우가 많다. 총수가 지주회사를 통하여 그 이하의 다수의 자회사를 지배하므로 지주회사가 상장회사라면 높은 가격에 거래되어야 하는 것이 상식적임에도 실제로는 보유한 지분 가치의 합에도 미치지 못하는 가격에 거래되는 현상이 있고 그와 같이 지주회사는 저평가되어 있다는 인식이 한국시장에 퍼져 있다. 지주회사의 기업가치가 타 회사에 비해 저평가되었다는 인식 또는 그

와 같이 주식이 저평가되어 거래되는 현상을 소위 '지주회사 디스카운트'라고 일컫는다.

이러한 팽배한 인식에도 불구하고 지주회사 디스카운트에 대한 실증적인 분석과 연구는 많지 않아 보인다. 그러한 와중에, 2019년 비금융 상장회사 전체를 연구표본으로 지주회사 기업가치의 저평가 문제에 대해 종합적인 분석을 실시한 선행 연구결과가 있어 이를 소개한다.

해당 연구는 2002년부터 2017년 기간을 대상으로 상장회사 중 공정거래법상 지주회사 68개를 분석대상으로 한 결과, 첫째로, 지주회사의 시장가치-장부가치 비율(M/B equity)이 비지주회사의 값보다 유의적으로 낮아 지주회사 저평가 현상(지주회사가 장부가치 대비 매우 낮은 가격에 거래됨)이 존재하고 이는 기업의 특성을 통제한 후에도 다른 기업에 비해 낮은 것으로 나타나 지주회사 저평가 규모가 경제적으로 유의한 것으로 나타났다.[103] 둘째, 지주회사는 그 자회사나 손자회사에 비하여 기업가치가 낮은지에 대한 분석 결과, 지주회사 M/B equity 값은 자/손자회사에 비해 유의적으로 낮고 자/손자회사들의 값은 높은 수준이어서 이들에게는 저평가 현상이 없었고, 따라서 지주회사 디스카운트는 해당 기업집단 소속기업 전체에 나타나는 현상은 아니며 지주회사에만 국한된 현상인 것으로 나타났다.[104] 셋째, 해당 연구에서는 지주회사가 수익성, 성장성 등의 소위 기업펀더멘탈(어느 기업의 매출, 순이익, 재무건전성, 미래성장성 등 내재가치를 의미)에 비해서도 저평가되었는지에 대한 분석도 이루어졌는데, 전체 표본(즉 지주회사와 비지주회사가 모두 포함된 표본)에 대해 Campello and Graham(2013)의 회귀모형 추정오차를 분석한 결과, 지주회사의 기업가치가 펀더멘탈 대비 저평가 되어 있다는 해석이 가능하고 이는 비지주회사와 자회사에 비해서도 펀더멘털 대비 저평가의 정도가 유의한 것으로 나타났다.[105]

특히 위 연구에서 주목할 만한 부분으로서, 넷째, 한국주식시장의 상장회사 중 공정거래법에 따라 설립된 지주회사는 아니지만 자사의 고유사업을 영위하면서 기업집단 계열사를 지배하고 통제하는 역할을 하는 사업지

---

103 박진, 서정원, 강신우, "한국주식시장의 지주회사 디스카운트", 한국증권학회지 제48권 6호, 한국증권학회, 2019, 763~766면

104 박진, 서정원, 강신우, 앞의 논문(각주 101), 768~770면

105 박진, 서정원, 강신우, 앞의 논문(각주 101), 771면

주회사를 ‘사실상의 지주회사’라고 지칭하고[106] 이들에게도 기업가치 저평가 현상이 존재하는지 분석한 바, 공정거래법상의 지주회사와는 달리 사실상의 지주회사는 다른 기업들에 비해 유의적으로 높은 기업가치를 가지고 있어 기업가치가 저평가 되어 있지 않으며 결론적으로는 사실상의 지주회사에게는 기업가치 디스카운트 현상이 없다고 보고되었다. 사실상 지주회사는 자사 고유사업을 영위한다는 점에서 공정거래법상의 지주회사와의 차이의 근간으로 작용한 것으로 보인다.[107]

아울러, 위 연구에서 지주회사 디스카운트의 원인에 대해서는, 저평가의 원인을 뚜렷하게 밝히기는 어렵지만 주식의 가치는 투자자의 수요에 의해 결정됨에 비추어 투자자들이 지주회사의 주식을 얼마나 매력 있는 주식으로 생각하는지를 고려하여, 첫째 투자자들은 비지주회사에 비해 지주회사에는 낮은 투자 관심을 나타낸다는 가설, 둘째 투자자들은 지주회사가 유일한 상장회사인 경우에 비해 자/손자회사도 상장되어 있는 경우 투자자들의 수요가 자/손자회사 쪽으로 집중됨으로써 지주회사에 대한 투자 관심도가 낮은 것이라는 가설에 대해서 분석되었다. 투자관심도는 거래회전율(거래일별 거래량/상장주식수의 연평균 값)로 측정되었다. 전자의 가설에 대해서는 지주회사의 거래회전율이 비지주회사의 거래회전율보다 현저히 낮게 나타나 지주회사를 매력적인 투자대상으로 간주하지 않는다는 예측에 부합하였고, 후자의 가설에 대해서는 단독상장 지주회사가 공동상장 지주회사에 비하여 기업가치 디스카운트 현상이 존재하지 않거나 그 정도가 낮으며 거래회전율도 공동상장 지주회사 대비 높은 것으로 나타났다. 이는 동시상장의 경우 투자자의 수요가 사업자회사 쪽으로 집중되기 때문에 지주회사의 기업가치가 낮게 형성된다는 가설을 지지하는 결과라고 평가되었다.[108]

위 연구결과를 기초로 물적분할과 자회사 상장 사안에서의 시사점은 다음과 같다.

첫째, 지주회사 디스카운트 이슈는 지주회사가 사업자회사의 지분을 소

---

[106] 앞의 논문(각주 101)에서 사실상 지주회사는 “공정거래법상 지주회사 체계를 취하고 있지 않은 기업집단에 대해 소유지분 구조도상 가장 상위에 위치한 기업”으로 정의하였다(772면)

[107] 박진, 서정원, 강신우, 앞의 논문(각주 101), 772-775면

[108] 박진, 서정원, 강신우, 앞의 논문(각주 101), 775~776면

유하고 지배한다는 점에서 물적분할 후 자회사 상장으로 모회사의 기업가치가 하락하는지에 대한 공통 분모는 있으나 물적분할 후의 모회사가 반드시 공정거래법상의 지주회사는 아니므로 지주회사 디스카운트 문제와 동일시하는 것은 정확하지 않을 수 있다. 모회사는 공정거래법상 순수지주회사가 아니라 자체적인 사업을 겸하는 경우도 많은데, 위 연구결과에서 보듯이 자체적인 사업을 영위하면서 자회사를 지배하는 사업지주회사는 디스카운트 현상이 나타나지 않았다. 이를 물적분할 사안에 빗대어 보면, 모회사가 일부 핵심사업을 분리하더라도 여전히 기존의 다른 사업의 강화나 신사업 영위를 모색하면서 자체적인 사업을 영위할 경우 공정거래법상의 지주회사 디스카운트 논리가 적용되기 어렵다는 추론이 가능하다. 예컨대, LG화학의 경우 배터리사업 분사 후에도 여전히 타 사업을 영위하고 있고, LG에너지솔루션 지분을 일부 매각하여 마련한 자금으로 모회사의 기존사업 또는 신사업 추진에 투입하여 모회사 자체 사업의 성장도 도모할 수 있으므로, 물적분할 후 자회사 상장을 지주회사 디스카운트의 문제로 동일시하거나 일반화하기는 어려운 측면이 있다.

둘째, 위 연구의 결과로서 기업이 실제 가지고 있는 펀더멘탈보다 지주회사 주식의 거래가격이 낮은 현상에 대한 실증적 확인은 되지만 지주회사 혹은 모회사 주식의 저평가 원인이 합리적인지에 대한 의문은 여전히 해소되지 않는다. 사업 자회사에 대한 관심도가 상대적으로 높다는 것은 지주회사 주식 저평가의 이유 중 하나가 될 수는 있겠으나, 지주회사 또는 모회사로서의 장점과 가치는 여전하다. 지주회사는 그룹 내 회사들에 대한 경영에 영향을 미칠 수 있고 사업 인큐베이팅 능력도 가지고 있으며, 최근 관리형 지주사와 비교되는 투자형 지주사의 가치상승에 대한 전망도 제기된다.[109] 지주회사의 펀더멘탈이 높음에도 지주회사는 저평가된다는 인식으로 인하여 지주회사에 대한 투자자의 관심을 낮추어 다시 주가 상승력을 저해하는 악순환고리가 형성되는 것으로 보인다. 그런데 그러한 저평가가 과연 합리적인 저평가인지, 저평가 인식으로 과도한 할인율이 나타나는 것은 아닌지 의문은 남으며, 향후 저평가 원인에 대한 보다 실증적인 연구와 분석이 더 이루어질 필요가 있다고 생각된다.

[109] 심성미, ‘할인율 과도 vs 적정가치..불거지는 지주사 저평가 논란’, 한경, 2021.7. 21

4. 모자회사 동시상장 이슈

우리나라는 모회사와 자회사가 모두 상장되어 있는 경우가 많다. 모자회사가 동시상장 상태로 되는 경우는, 상장 모회사가 그 산하의 일반 자회사를 장기적으로 성장시켜 자회사를 상장하는 케이스, 또는 물적분할로 인하여 신설한 자회사를 상장하는 케이스(세분화하면 물적분할 시점에 신설자회사를 바로 상장하는 경우와 그렇지 않은 경우로 나눌 수 있다), 아니면 상장회사를 인수한 케이스가 있을 것이다.

물적분할 후 자회사 상장에 대해 모자회사 동시상장의 문제점으로 지적되는 것에는, 첫째 모회사와 자회사 가치의 더블카운팅, 둘째 모회사와 자회사 일반주주 간의 이해상충, 셋째, 자회사 상장으로 인한 모회사 기존 주주들의 지분희석, 넷째 자회사 쏠림으로 인한 모회사 가치저하가 있다.

남길남(2022)은 물적분할 후 자회사 상장을 모자회사 동시상장의 측면에서 분석하였는데, 이에 의하면 2010년부터 2021년 기간 신규상장기업 788개 중 최대주주가 다른 상장기업으로 새로 상장기업을 설립했거나 인수한 경우를 모자기업 동시상장으로 정의하고, 동시상장의 한 형태인 물적분할 후 자회사 상장 기업은 17개에 불과하여 일반적이라고 할 수는 없다고 보면서, 물적분할 후 자회사 상장을 포함하는 모자회사 동시상장에서 동시상장 자회사의 기업가치가 다른 신규상장기업에 비해 낮은 것은 물론 이미 상장되어 있는 모회사는 자회사 상장 이후 기업가치가 하락하는 현상이 나타나, 동시상장은 모자기업 모두의 기업가치에 부정적 요인이 되고 있다고 지적한 바 있다.[110]

물적분할 후 자회사 상장은 결과적으로는 모자회사 동시상장의 상태를 만든다는 점에서 공통분모는 있으나 물적분할 후 자회사 상장을 모자회사 동시상장 이슈로 문제시하기에는 다음과 같은 문제점이 있다.

첫째, 모자회사 동시상장은 최근 물적분할 논란 이전에 우리나라에 오랫동안 보편적으로 있던 현상이다. 모회사의 기업가치 향상 측면에서 자회사의 상장을 기대하고 자회사 상장이 모회사의 주가에도 긍정적일 것으로

[110] 남길남, “물적분할과 모자기업 동시상장의 주요 이슈”, 이슈보고서 22-07, 자본시장연구원, 2022. 7, 10~16면

여기는 것이 주식시장 참여자들의 우세한 인식이기도 하였다.[111] 또한 자회사의 상장계획이 실패로 돌아갈 경우 모회사의 기업가치에 악재로 작용하는 인식도 상당하며 이는 현재도 마찬가지이다.[112] 일본에서 자회사 상장에 관한 논의에서도 상장의 고유의 의의는 자회사가 자본시장으로부터 직접 자금조달을 하는 수단을 가지는 것으로 지속적인 성장을 실현하여 기업가치 향상을 도모하는 것에 있음을 부인하지 않고 지금까지 신규 사업에의 성장자금의 공급을 통해 산업 육성에 기여해 왔음을 긍정적으로 평가하는 견해가 있었다. 국내에서 자회사 상장이 모회사 주가에 부정적이라고 비판하는 목소리가 커진 것은 물적분할 사례에서 비롯된 비교적 최근의 일로 보인다. 결국 모회사 주주의 입장에서 자회사 상장을 부정적으로만 보기는 어렵고 현재는 긍정적 또는 부정적 시각이 병존하고 있다고 보인다. 물적분할 이후 시간이 경과할수록 그 자회사를 상장하는 것은 일반적인 자회사 상장과의 차이가 없어지며 양자를 구별할 실익도 줄어든다.

둘째, 앞서 제4장 제3절에서 살펴본 바와 같이 모자회사 동시상장에서 나는 이해상충의 이슈는 전통적으로는 '자회사'의 소수주주를 보호하는 맥락이다. 반면 최근 물적분할 후 자회사 상장 논란은 '모회사'의 소수주주를 보호하고자 하는 맥락이라는 점에서 차이가 있다. 물론 물적분할 후 자회사가 상장하면 일본의 그룹지배구조시스템 가이드라인에서의 논의와 같이 자회사의 독립성, 모회사와 자회사 소수주주와의 이해상충의 문제가 이슈가 될 수는 있겠으나, 적어도 '모회사' 일반주주의 피해를 논하는 현재의 논란에서 모자회사 간의 이해상충 문제나 일본의 사례를 드는 것은 다소 맞지 않아 보인다.

셋째, 자회사를 상장하지 않는 것이 최적의 전략인지는 여러가지 사항을 고려하여 신중하게 판단하여야 한다. 자회사를 상장하지 않는 것과 상장하는 것을 비교하여 상장하지 않는 경우가 상장하는 경우보다 모회사의 기업가치가 상승하거나 적어도 상장하는 경우에 비하여 모회사의 기업가치가 하락하지 않는다는 점이 비교되어 증명되어야 하며, 자회사 상장을 반대하

111 김도윤, '자회사 상장했는데…오히려 약세 보인 모회사 주가', 머니투데이, 2018. 8. 21

112 김민기, "'기업가치 재평가' 목표주가 상향 '자회사 순차적 상장' 주가에 호재", 파이낸셜뉴스, 2021. 4. 14., 신승훈, "SK텔레콤, 자회사 기업공개 속도 낸다…기업가치 상승 기대", 아주경제, 2021. 3. 15, 이수호, "또 물적분할? 카카오게임즈 '라이온하트 IPO' 우려가 과도한 이유", 테크엠, 2022.7.25

기만 할 것이 아니라 자회사를 상장하지 않으면 기업경영에 필요한 자금조달을 어떻게 효과적으로 해결할지 등에 대한 현실적 대안까지 수반되어야 한다.

따라서 물적분할 후 자회사 상장에 대한 논란은 모자회사 동시상장의 문제를 포함하고 있으나, 모자회사 동시상장은 모회사의 가치 증진에도 기여하는 부분이 있어 일반적으로 모회사의 기업가치를 훼손한다고 단언하기 어렵다. 이 부분은 향후 보다 다양한 관점에서 연구가 필요한 부분이다.

5. Equity Carve-out(분리공모)가 모회사의 주주의 부에 미치는 영향

가. Equity Carve-out 개요

미국에서는 연방소득세법에서 회사분할을 split-up, split-off, spin-off로 분류하고 연방소득세법 외에 실무적으로 Equity Carve-out이 있음은 앞서 언급한 바와 같다. ECO는 모회사에서 분리하는 사업을 100% 자회사로 만들고 그 자회사를 IPO하면서 모회사가 가지는 자회사 주식 일부를 공개시장에 매각하는 것이다. 기업분할과 자회사 지분 상장의 결합으로 그 자체로 별도의 법제가 있는 것은 아니고 기업개편수단으로 미국뿐만 아니라 유럽, 일본 등 해외에서도 널리 행해지고 있다. 기업이 핵심사업에 집중하고 시너지에서 부정적인 나머지 사업부문을 자회사로 분리하며 자회사 지분의 IPO를 통해 투명한 경영과 자금 조달을 하고자 ECO를 활용하고 있는 것으로 보인다. ECO는 전통적으로 자회사 지분 중 일부만 매각함으로써 자회사에 대한 지배권을 유지하는 것을 기본으로 한다.

ECO는 다음과 같은 전략적 기능을 한다. 첫째, 많은 회사들은 더 이상 전략적인 적합도가 유지되지 않거나 리스크가 있는 사업에 대한 위험의 노출을 줄이기 위한 수단으로 ECO를 활용한다.[113] 둘째, 신주 공모, 구주 매각에 따라 모회사, 자회사, 또는 양 회사에 현금이 유입되게 한다(cash infusion). ECO는 주로 핵심 사업이 아닌 사업부분에 대해 자본 조달이 가능

[113] Patrick A.Gaughan, “Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings”, 7the Edition Wiley, 2017, 425면

하도록 한다.[114] 셋째, 공개시장에서 자회사 주식에 대한 가치평가를 이루어 놓거나 시장의 평가를 테스트함으로써 모회사의 잔여 지분에 대한 후속적인 spin-off나 split-off를 준비하는 기능을 한다. ECO는 Spin-off의 선행 단계로 이루어지는 것이 통상적이어서, 모회사가 자회사 주식의 일부를 공모 매출하여 자회사를 상장하고 나머지는 모회사 주주들에게 지분비율에 비례하여 분배(Spin-off)하는 경우가 흔하다고 한다.[115]

ECO와 Spin-off 간의 차이는 다음과 같다. Spin-off는 모회사의 주주에게 분배되므로 주주 구성이 동일하나 ECO는 주주 구성에 변화를 초래한다. ECO는 모회사가 자회사의 IPO 이후에도 지배권을 계속 보유한다. Spin-off는 모회사의 초기 cash flow에 영향을 주지 않지만 ECO는 cash flow에 긍정적인 영향을 준다. ECO는 자회사 지분 매각을 포함하므로 새로운 자금조달을 할 수 있으나 spin-off는 그러한 거래가 일어나지 않으므로, spin-off는 즉각적인 현금이 요구되는 회사가 아니면 유인이 되지 않는다.[116] ECO는 비용이 더 많이 들고 증권법상 공시에 관한 많은 요구사항들을 따라야 한다.

ECO는 기존 회사의 일부 사업을 자회사로 분리하여 경영 효율화를 추구하고 상장을 통해 자금을 조달한다는 점에서 우리나라에서 물적분할 후 자회사 상장과 구조적으로 상당히 유사해 보인다. 다만 해외에서의 ECO는 주로 핵심사업이 아닌 사업을 대상으로 하는 점에서 차이가 있다. 우리나라는 리스크가 존재하는 사업이나 신성장사업에서 나아가 핵심사업까지 ECO를 하는 사례가 있다는 점에서 특이점이 있어 보인다.

나. 해외의 연구

미국을 중심으로 해외에서는 ECO가 기업구조개편의 경영전략으로 많이 활용되고 있음은 앞서 살펴본 바 있다. 이에 따라 해외에서는 ECO가 주주의 부에 미치는 효과에 대한 연구가 활발히 진행된 바 있다.

특히 분리공모에 대한 초기 실증연구는 단기 공시효과에 대한 것이 많

---

[114] Adam Hayes, Carve-Out: Definition as Business Strategy, Meaning, and Example (investopedia.com), 2020. 8. 9.
[115] 김지평, 이서연, 앞의 논문(각주39), 14면
[116] Apostolos Dasilas, Stergios Leventis, “The performance of European equity carve-outs”, Journal of Financial Stability, 2018, 1면

았다. Schipper & Smith(1986)는 모회사가 100% 지분을 가지고 있는 자회사를 공개 매각하는 ECO 공시의 경우 모회사의 주가에 긍정적인 영향을 미쳤지만 모회사 주식을 공개 매각하는 모회사 유상증자(public offering of parent equity) 공시의 경우 모회사 주사에 부정적인 영향을 미쳤다고 한다. ECO를 모회사 유상증자와 구분하는 특징은, (i) 자회사와 모회사 자산을 외부 자금 조달을 위해 분리한다는 점, (ii) 자회사 주식을 최초로 공모한다는 점, (iii) 자산 운영과 인센티브 계약을 재편(restructuring)한다는 점, (iii) 모회사가 지배권을 유지하면서 상장회사의 소수지분을 새로 만든다는 점을 들었다. 이러한 특징들은 ECO는 모회사와 분리하면서 이루어지는 자회사 성장의 기회로 인식되어 모회사 주가에 긍정적인 영향을 미치는 이유로 설명될 수 있다고 한다.[117] Slovin, Sushka & Ferraro(1995)는 모회사의 기업개편방법 중 ECO는 carve out되는 자회사의 라이벌 기업의 주가에 (-)의 영향을 미치고, 모회사의 주가는 모회사의 라이벌 기업의 주가보다 더 (+)의 영향을 받았다고 하여, 경영진이 왜 다른 기업재편방법(spin-off, sell-off)이 아닌 ECO를 선택하는지 설명할 수 있다고 한다.[118]

근래 이루어진 국가별 연구를 살펴보면, Apostolos Dasilasa & Stergios Leventisb(2018)은 유럽에서 이루어진 ECO의 성과에 대해서 연구하였는데, 유럽 역시 미국에서의 연구와 마찬가지로 단기적으로는 주가 상승효과가 큰 것으로 확인되고, 이에 더하여 주주의 이익을 보호하는 강력한 메커니즘을 갖춘 국가에서는 이러한 시장 반응이 더 강하게 나타났다고 한다. ECO 발표에 대한 시장 반응은 시장 조건에 따라서도 달라지는데 분리된 사업의 비율, ECO 국가에서 소수주주보호수준, 모회사의 규모, 모자회사 간의 관련 업무 분리에 따라 시장 반응에 영향을 미친다고 분석하였다. 장기적으로는 ECO 2년 후 모회사의 주가가 하락하지만 모회사의 재무적 성과는 크게 개선되었다고 한다. 이러한 차이가 발생하는 이유에 대해서는 상장시 주가가 과도하게 평가되고 초기 긍정적인 시장 분위기 이후 가격이 하락하면서 가격 조정으로 이어진다는 IPO연구에서 일반적으로 발견되는 market under-

117 Katherine Schipper and Abbie Smith, “A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings; Share price effects and corporate restructuring”, Journal of Financial Economics 15, 1986, 153~154면

118 Myron B. Slovin, Marie E.Sushka and Steven R. Ferraro, “A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and sell-offs”, Journal of Financial Economics 37, 1995, 89-91면

reaction 현상으로 설명한다.[119] Minoru Otsubo(2013)은 일본에서의 ECO가 모회사 주주의 부를 증대하는지에 관해서 연구한 바, 미국에서의 ECO는 ECO 이후에 자회사 Spin-off나 매각, 자회사 상장폐지 등으로 모자회사 관계가 해체되는 변동이 있을 가능성이 높으나, 일본에서는 모회사가 다수의 상장 자회사를 보유하는 경향이 있고 ECO 이후에도 장기적으로 모자회사 관계가 유지되는 경우가 많다는 점에서 미국의 ECO와 다르다고 한다. 이에 일본에서의 ECO는 ECO를 통하여 얻는 변화가 모회사의 주주의 부를 증대할 것이라고 보는데, 그것은 모회사가 자회사 지분 일부를 매각함에 따라 자본조달 기회를 얻는 것이고, 모회사의 부채가 많을수록 자회사 지분 매각에 따른 자금조달로 인하여 긍정적인 자본구조를 형성할 수 있기 때문이라고 한다.[120]

다. 국내의 연구

국내에서 ECO가 모회사의 주주 부에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 연구는 김석진, 노경석(2000)의 연구가 최초인 것으로 보인다. 해당 연구에서는 1986년부터 1996년까지 기업공개를 실시한 기업 중 모회사가 상장되어 있는 기업을 대상으로 하되 모회사는 기업집단에서 지주회사 역할을 하는 회사로 선정하였다. ECO를 한 모회사의 누적 평균 비정상수익률(CAAR)을 측정한 결과 ECO는 공시일과 공시익일에 모회사의 주가에 정(+)의 영향을 미쳤으나 공시일로부터 30일 경과한 기간 동안은 비정상수익률의 부호에 일관성이 없어 국내의 경우는 ECO 공시가 호재로 받아들여지는 기간이 짧거나 아니면 호재로 받아들여지는 것이 일반적이지는 않는 것으로 분석하였다. 모회사와 자회사의 업종 관련성 측면에서는 동업종 ECO의 경우 모회사의 주가가 지속적인 부(-)의 효과를 미치지만 이업종 ECO의 경우 지속적으로 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이업종 ECO가 다각화된 기업구조를 주력 업종 중심으로 전환한다는 점에서 긍정적이고, 동업종 ECO는 규모의 경제를 약화시킬 수 있다는 점에서 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 추정할 수 있고, 산업정책 또는 구조조정 측면에서 업종전문화

[119] Apostolos Dasilas, Stergios Leventis, “The performance of European equity carve-outs”, Journal of Financial Stability 34, 2018, 126-128, 132면
[120] Otsubo, Minoru. “Value creation from financing in equity carve-outs : Evidence from Japan”, Journal of economic and business 68, 2013, 52-53면

를 지지하는 결과로 해석될 수 있다고 지적한다.[121]

그 뒤 분리공모에 대한 단기 공시효과 외에도 분리공모에 대한 장기수익률과 영업성과를 분석한 연구는 분리 후 공모한 자회사의 장기수익률과 영업성과에 대한 실증분석으로 이해된다. 김용현, 김남곤(2017)은 3년이라는 장기간에 걸쳐 ECO기업과 non-ECO기업인 IPO기업의 장기성과를 주식수익률과 영업성과 측면에서 비교분석 한 결과, ECO 후 주식수익률은 장기 저성과를 보였는데 유상증자에 관한 국내연구와 해외연구에서 장기 저성과 결론에 부합하고, 최초공모 후 주식수익률도 장기 저성과로 나타나 국내외 실증연구 결과에 부합한다고 보고하였다. 반면, 분리공모 후 영업성과와 최초공모 후 영업성과는 모두 장기 고성과를 보여 주식수익률 결과와 달랐다. 이에 대해서는, 영업성과는 영업이익과 총자산 장부가치 등 기업내부와 관련되는 사항인데 반해, 주식수익률은 기업외부인 증권시장에서 투자자들의 의견이 반영된 결과이며, 기업이익이 증가하면 주식의 장부가치(book value of equity)는 상승하는 반면, 주식의 시장가치(market value of equity)는 상승할 수도 있고 그렇지 않을 수도 있는 이유로 경영자의 의사결정과 상관없이 증권시장에서 수많은 투자자들의 투자행위가 반영되는 결과라는 점이 그 차이의 원인으로 지적되었다. ECO기업과 IPO기업간의 장기 기업성과를 비교한 결과는 통계적으로 차이가 없었다고 한다.[122] 다만, 해외와 달리 국내에서는 ECO의 효과에 대한 연구가 많이 부족해 보여 향후 더욱 발전된 실증연구가 요구된다.

라. 시사점

ECO가 최근 논란이 된 물적분할 후 자회사 상장 사안과 동일시하기는 어려운 측면은 있지만 기업분리와 최초공모가 더해진 공통점이 있다는 측면에서 위 연구들을 토대로 살펴보면 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다.

---

[121] 김석진, 노경석, “분리공모가 모회사 주가에 미치는 영향”, 경영학연구 제29권 제2호, 한국경영학회, 6~9면. 이 논문에서는 ECO를 “기업구조조정(corporate restructuring)을 위한 기업분리(sell-offs)의 한 형태로 자회사에 대한 통제권을 유지하면서 완전히 소유하고 있던 자회사의 보통주 일부를 일반 투자자에게 처음 공모하는 것”으로 정의하고 있다.

[122] 김용현, 김남곤, “분리공모와 최초공모의 장기성과 비교”, 유라시아연구 제14권 제1호(통권 제44호), 사단법인 아시아·유럽미래학회, 2017, 31~41면

먼저, 실증적으로는 국내외에서 유상증자나 최초공모주에 대한 연구가 모두 장기 주식수익률에서 저성과를 보이는 경향이 있다는 결론에 다다르고 있고 ECO 역시 마찬가지로 주식수익률에서 저성과가 발견된다는 해외 연구결과에 비추어 보면, 물적분할 및 자회사 상장 후 모회사의 주가의 장기수익률에 저성과를 보이더라도 물적분할과 자회사 상장에 특이한 현상으로 볼 것은 아니라고 생각된다. 또한 ECO의 장기적 효과로서 모회사의 주가가 하락하더라도 모회사의 재무적 성과는 크게 개선되었다는 해외 연구결과에 비추어 보면, 모회사의 기업내재가치가 상승할 수 있고 적어도 하락하지 않는다고 이해할 수 있어 최근 논란의 검토에서 주목할 만하다. 즉, 물적분할 후 자회사 상장에 있어서도 일반주주들의 부정적 인식으로 인해 단기 주가 하락의 모습이 나타나더라도 이와 별개로 영업성과에 따른 기업가치는 하락하지 않을 가능성을 추론하여 볼 수 있다. 나아가, 이업종 ECO의 경우는 주가에 긍정적 영향을 미친다는 연구결과는(최근의 논란의 사례들은 이업종 ECO에 해당한다) 물적분할로 분할되는 사업을 자회사로 이전하여 전문화하고 경영을 효율화 한다는 본래의 물적분할의 순기능에도 부합한다는 점에서 시사점이 있다.

6. 모회사 재무구조 개선과 효율적인 자산운용

가. 서론

물적분할 후 자회사 상장으로 모회사의 일반주주에게는 핵심사업에 대한 의결권 상실, 앞서 본 바와 같은 모자회사 중복상장, 모회사 디스카운트 이슈가 있으나, 다른 한편 물적분할과 자회사 상장은 이를 상쇄할 만큼 긍정적 효과를 기대할 수 있는 부분도 상당하다. 이하에서 본다. 모회사의 기업가치 상승은 일반주주나 지배주주를 가릴 것 없이 동일하며 지배주주의 지배권 공고화를 위한 것이라는 지적으로는 설명하기 어렵다.

나. 대규모 자금조달과 자회사 지분가치 상승

물적분할 후 자회사를 상장하는 것은 분할대상사업에 대규모 자금조달을 가능하게 하므로 기업경쟁력 확보에 매우 유리하다. 특히 대규모 시설

투자가 필요하고 글로벌 시장에서 변화의 속도가 빠르며 경쟁이 치열한 사업일수록 그 효익은 매우 크다. 모회사 입장에서는 상장과정에서의 구주매출로 많은 자금을 확보할 수 있으며 또한 구주 매출하지 않은 나머지 자회사 지분도 지분가치가 대폭 상승하여 재무구조가 개선될 수 있다.

LG화학의 경우, LG에너지솔루션은 상장을 통해 상환이나 이자 부담 없이 약 10조원의 대규모 자금을 조달하였고 LG화학은 구주매출로 약 2조5천만의 현금을 확보했다.[123] LG화학은 시가총액 50조원으로서 코스피 시가총액 5위, LG에너지솔루션은 시가총액 131.5조원으로서 코스피 시가 총액 2위이다(2023. 5. 18. 기준). LG에너지솔루션의 기업공개 후 첫 투자자 설명회(2022년 2월)에서 LG에너지솔루션의 기업공개(IPO)로 재무구조가 현저하게 개선되어 재무건전성이 상당히 높아졌다고 발표하면서 개선된 재무구조를 활용해 레버리지 비율을 확대해 나가며 신성장 동력을 위한 신규 투자 재원을 조달하겠다는 계획을 발표한 바 있다.[124]

2020년과 2021년 주식시장과 IPO시장이 호황기였으나 2022년 들어 글로벌 경기둔화로 주식시장이 부진하며 IPO시장도 침체기를 맞게 되었다. 2022년 12월 22일의 시가총액 상위 10개 기업의 종가를 일년 전 2021년 12월 30일 종가와 비교하였을 때 9개 기업은 모두 주가가 하락하였으나 유일하게 LG화학만 주가가 상승한 것으로 파악되었다. LG화학은 LG에너지솔루션 상장 이후 하락세를 보였으나 반등에 성공하여 비록 주가 상승률이 높지는 않으나 2022년 주식시장 침체에도 불구하고 유일하게 주가가 상승한 기업이 되었다.[125] LG화학은 물적분할과 자회사 상장에서 가장 핵심적 논란이 된 기업이었다는 점에서 시사하는 바가 크며, 이는 물적분할 후 자회사를 상장하면 모회사의 기업가치를 훼손한다는 일부 대중의 인식과 상반된다.

다. 보유자산의 효율적인 운용

---

123 박기수, “LG에너지솔루션, 골든타임 IPO가 가져다 준 선물”; 더벨, 2023 .3. 22, 허원석, “LG화학 LG엔솔 분할로 성장동력 마련 시급, 신학철 배터리소재에 집중”, 비지니스포스트, 2022. 2. 18

124 홍경표, ‘LG화학 CFO “LG엔솔 IPO로 재무구조 현저히 개선…추가 구주 매각 고려 안해”’, 연합인포맥스, 2022. 2. 8

125 이데일리, ‘시총 상위 10개 종목 올해 ‘처참한 성적’…LG화학만 상승’, 2022.12.23

모회사는 물적분할 후 신설 자회사 지분을 전부 보유할 수도 있지만 필요하다고 판단할 경우 자산효율화를 위해 자회사 지분 일부를 매각할 수 있다. 그 경우, 자회사 상장에 따른 대주주의 보호예수 기간이 경과하고 나면 공정거래법상 자회사 또는 손자회사 지분보유의무에 위반되는 않는 범위 내에서 현금화를 위해 자회사 지분을 매각하거나 전략적 파트너쉽 또는 임직원 보상, 주주친화적 정책을 위해 전략적 거래를 할 수 있는 등 모회사의 상황에 맞게 자산을 효율적으로 운용할 수 있다.

비판적 시각에서는 자회사 상장시 구주매출로 인한 수익금이나 상장 후 자회사 지분 처분으로 인한 수익금이 모회사의 계좌로 입고되므로 그 이익을 모회사의 법인계좌가 몰취하는 효과가 생기며, 이는 자회사 주식에 대한 처분권한이 100% 주주인 모회사의 대표이사(그에 대한 인사권을 갖고 있는 지배주주) 앞으로 집중, 이관되므로 일반주주의 주주가치에 디스카운트 요인을 야기한다는 지적이 있으나[126], 이는 회사법의 기본원리인 주식회사에서 소유와 경영의 분리, 이사회와 주주총회의 권한 분배, 지배권의 속성에 따르는 자연스러운 결과이고, 그 대신 모회사의 경영진이나 지배주주가 자회사 주식 처분에 있어서 모회사와 모회사 전체 주주의 이익에 부합하지 않는 방향으로 행사될 경우 그 책임을 묻는 방법으로 통제할 일이라고 생각된다. 또한 모회사의 소수주주는 모회사의 이사, 자회사 이사에 대해 상법상 통제 권리를 여전히 가지고 있음은 앞서 본 바와 같다.

라. 배당 가능성

자회사에 대규모로 조달된 자본은 향후 회사의 영업이익으로 돌아올 수 있고 자회사의 배당을 거쳐 모회사 배당의 재원이 될 수 있다. 물론 자회사의 배당절차와 모회사의 배당절차를 모두 거쳐야 모회사의 일반주주에게 귀속되겠으나 이는 모회사의 지배주주 역시 마찬가지이다. 우리나라는 다른 선진국에 비하여 배당성향이 낮지만 이는 우리나라 자본시장의 근본적인 문제이고 배당 활성화를 통하여 해결할 문제이지 물적분할과 자회사 상장의 문제는 아니다. 만일 모회사가 자금조달을 위하여 물적분할 및 자회사 상장을 택하지 않고 모회사 직접 차입을 택하였다면 모회사의 주주에게는 배당금이 지급되기 어려울 가능성이 매우 높아진다. 또한 상장회사는 비

126 이상훈, 앞의 문헌(각주26), 307-315면

상장회사에 비해 배당정책이 강화되고 정보공개의 수준이 높으므로 이러한 면에서도 자회사 상장을 억제하면 모회사의 주주 입장에서도 자회사의 상장에 따른 이점을 취하기 어려워진다.

7. 소결론

물적분할 공시나 자회사 상장 직후 최근 부정적 여론으로 주가가 하락하여도 수일 내에 주가를 회복하는 사례가 보이고 물적분할 공시 시점 대비 자회사 상장일 전후로 주가가 상승하는 경우도 있어 일관되지 않는 바, 일반적으로 물적분할과 자회사 상장이 주식가치를 훼손한다고 단정하기 어렵다. 중장기적으로 상장기업의 주가는 글로벌 경기, 주식시장의 전반적인 등락 추이, 업황 등 다양한 시장 원인, 업종별 특성, 배당정책을 포함한 다른 주주 환원 정책이나 개별 기업의 사정 등 다양한 원인이 작용할 가능성이 크다. 지주회사 디스카운트와 모자회사 동시상장의 이슈가 있으나, 모회사가 일부 핵심사업을 분리하더라도 여전히 모회사로서 기존의 다른 사업의 강화나 신사업을 모색하면서 자체적인 사업을 영위할 경우 공정거래법상 디스카운트 논리가 적용되기 어렵고, 모회사나 지주회사가 실제 가지고 있는 내재가치가 높음에도 부정적 여론으로 주가 상승력을 저해하는 악순환이 되어 모회사 저평가가 합리적이지 않은 측면이 있다고 보인다. 해외에서 ECO는 대체로 비핵심사업에 대한 기업구조개편으로 이루어지고 있다는 점에서 본 사안과는 차이가 있으나, ECO에 대한 연구가 활발한 해외에서 단기적으로는 주가에 긍정적 영향을 미치고 이업종 ECO도 주가에 긍정적이며 중장기적으로는 주가와는 별개로 기업이익은 증가하였다는 것이 다수의 연구결과로 보이는바, 국내 사안에서도 모든 물적분할 사안을 일률적으로 부정적으로 접근하기 보다 사안별로 따져보고 기업구조개편의 소기의 목적을 달성하면서도 모회사 가치 향상에 긍정적 효과를 유도할 수 있는 조건들을 연구할 필요가 있다고 생각된다.

한편, 물적분할과 자회사 상장은 분할대상사업에 대규모 자금조달을 가능하게 하므로 기업경쟁력 확보에 매우 유리하다. 모회사 입장에서도 상장과정에서 구주매출로 많은 자금을 확보할 수 있으며 자회사 지분도 지분가치가 대폭 상승하여 재무구조가 개선될 수 있다. 물적분할 반대론으로 해결되기 어려운 부분이다.

결과적으로, 물적분할과 자회사 상장이 일반적으로 모회사의 기업가치와 주주가치를 훼손한다고 단정하기 어렵고, 오히려 모자회사 간의 독립성 확보와 내부통제가 잘 이루어진다면 기업의 경영전략과 모자회사간 시너지, 재무적 상황, 주주정책, 업종의 특수성(요구되는 시설투자 규모 등)과 글로벌 기업 환경 등에 따라서는 중장기적으로 기업의 경쟁력을 강화할 수 있는 기업재편의 수단 중 하나로 기능할 수 있다. 모회사의 기업가치 상승이 이루어질 경우 주주 환원은 모회사의 배당성향 등 주주정책에 따라 개선될 문제이고 물적분할과 자회사 상장 자체가 본질적으로 가지는 문제라고 보기는 어렵다고 생각된다.

제5절 물적분할과 자회사 상장에 대한 지배주주의 유인 요소

1. 서론

물적분할과 자회사 상장이 모회사의 기업가치와 주주가치를 훼손한다면 이는 동시에 지배주주의 주식가치의 훼손이 될 수도 있다. 최근 물적분할 후 자회사 상장 논란으로 인하여 물적분할 결정을 발표하거나 상장계획을 발표하면 시장의 부정적 여론으로 주가가 하락할 소지가 있음을 가정하면, 상식적으로는 지배주주나 모회사의 경영진은 그 진행을 주저할 것이라 짐작할 수 있다. 그럼에도 불구하고 실제로 그 실행에 나아간다면 이는 어떠한 이유에서 그러한가. 아래와 같은 가능성으로 설명하여 볼 수 있는데, 그 가능성은 서로 상반된 면에 있다.

2. 가능성(1) – 근시안적 경영(myopia)에서 벗어나 장기적 관점에서 모회사의 기업가치 상승 기대

지배주주나 모회사의 경영진은 물적분할 후 자회사를 상장하는 것이

장기적으로는 모회사의 기업가치를 낮추지 않고 오히려 상승시킬 것이라는 믿음을 가지기 때문인 것으로 생각해 볼 수 있다. 주식시장 참여자가 정보를 제대로 알지 못하거나 일면의 요소만을 보고 주식을 매도함으로써 주가가 하락할 것이 두려워 기업구조개편을 진행하지 않는다면, 지배주주나 모회사의 경영진에게는 오히려 단기실적주의(short termism)이며 근시안적 경영(myopia)으로 여겨질 수 있다.

넓은 의미에서 단기실적주의는 일반적으로 '회사 경영자, 자산 운용가, 투자자, 애널리스트들이 회사의 경영전략, 내재적 자산가치나 장기적인 가치 상승에 대하여 관심을 두지 않고, 단기적인 성과, 즉 분기별 이익이나 단기적인 성과에 과도하게 집중하는 현상'으로 정의되고, 이보다 좁게 회사 경영의 측면에서 단기실적주의는 '회사 경영자들이 투자자의 압력에 대응하여, 또는 그들 자신의 지위를 공고히 하기 위하여 장기적인 관점에 대한 고려 없이 단기 수익의 획득에 관심과 에너지를 쏟는 현상'으로 정의된다. 단기실적주의의 문제점과 폐단에 대해서는 미국에서 오래 전부터 논란이 되어 왔다. 기업들이 근시안적 경영으로 단기적 실적에 경도되어 장기적 이익 추구를 저해하는 경영을 할 때 장기보유 주주들은 손실의 위험을 안게 되거나 극단적으로는 회사가 파산에 직면하는 위험을 초래할 수 있다고 설명된다.[127]

지배주주가 존재하는 회사의 경우 지배주주는 경영진과 비슷하게 단기실적을 중시하는 성향을 보인다고 생각할지 모르나, 지배주주는 단기적인 투자수익을 목적으로 하지 않기 때문에 회사의 장기적인 기업가치와 수익을 생각하게 된다. 일반주주들은 단기적인 차익 실현을 선호하는 경향이 있기 때문에 물적분할에 대한 비판적인 논란이 일어나게 되면 즉시 주식을 처분하려는 경향이 있다. 실제로 미국에서도 경영진과 주주 사이에 존재하는 정보의 불균형을 극복하는 가장 유력한 메커니즘으로 지배주주가 존재하는 경우를 들고 있다. 따라서 현실에서는 지배주주의 등장으로 단기실적주의의 문제는 상당히 완화된다고 보는 관점이 우세하다. 물론 지배주주로서도 자신의 경영권이 위협받게 되면 장기적 투자를 주저할 가능성이 있으나, 그럼에도 불구하고 자신의 투자가 장기적으로 이루어질 것을 항상 염두

127 최윤정, "미국의 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰", 서울대학교 법학석사 학위논문, 2017, 1-2면

에 두기 때문에 단기실적주의의 경향을 완화할 유인이 존재한다.[128]

지배주주와 모회사의 경영진은 물적분할에 대한 주식시장의 분위기에 따라 단기적 하락의 반응이 예상된다 할지라도, 이들은 소수주주보다 많은 정보를 가지고 있고 경쟁적 기업환경에 적합한 조직개편을 하여 자회사를 상장하는 것이 자회사는 물론 모회사의 기업가치 향상에도 도움이 될 것이라고 믿을 수 있다. 그리고 그것이 궁극적으로는 일반주주를 포함한 모든 주주에게 이익이 될 것이라고 여길 수 있다. 앞서 본 바와 같이 물적분할과 자회사 상장에 기대되는 많은 효과가 있으므로 이와 같이 생각할 근거가 부족하지는 않다. 이 경우 단기적으로는 주가가 하락할 것이 예상되더라도 이는 일시적인 하락으로 보고 이 때문에 조직개편을 회피하는 것은 오히려 근시안적 경영이라고 보고 그 실행에 나아간다는 설명이 가능하다.

3. 가능성(2) – 지배주주나 모회사 경영진의 사적이익 추구 기회

가. 기업구조개편에서 지배권의 사적이익 이익 추구

지배주주 입장에서는 모회사의 주가가 오르는 것은 지배주주에게 그다지 좋은 일만은 아니라고 보는 시각도 있다. 이는 지배주주는 소액주주와 마찬가지로 모회사의 주주로서 모회사 기업가치 상승의 이익을 향유하는 것이 일반적이지만, 지배주주는 소액주주와는 달리 모회사의 주가를 올려 이를 매각한 후 차익을 실현하려는 목적에서 보유하는 것은 아니고 오히려 상속세 세금 부담 등을 이유로 모회사의 주가를 적극적으로 올릴 유인이 부족할 수 있다고 보는 시각이다. 그렇지만 지배주주가 적극적으로 주가를 떨어뜨려 기업가치를 하락시킬 것이라고 상정하기도 쉽지 않은 일이다. 특히 최근 소수주주의 권리 의식이 높아지고 개인 투자자의 주식 시장 참여가 활발해지고 있는 바, 주가를 부양하는 일은 지배주주와 경영진에게 중요한 과제로 여겨지는 현 추세에서는 더욱 그러하다.

다만, 일반주주와 달리 지배주주는 자회사 상장이든 아니면 다른 어떠한 이유에서 의도하지 않게 모회사 주가가 하락하는 일이 있게 되더라도

[128] 송옥렬, "포이즌필 도입에 따른 법정책적 쟁점", 상사법연구 27권 2호, 한국상사법학회, 2008, 191-192면

이를 감수하고 그러한 구조개편 행위에 나아갈 유인이 있다. 아래에서 살펴본다.

주주가 분산된 구조와 달리 지배주주가 존재하는 구조에서 기업가치는 다음과 같은 산식으로 측정된다.[129]

V = S + B
V = 회사 전체의 기업가치
S = 주주가치 (모든 주주가 지분비율에 따라 가짐)
B = 지배주주가 지배주주로서 누리는 사적 이익(private benefit of control)

지배권의 사적이익(private benefit of control)은 지배주주가 회사를 지배함으로써 누리는 이익으로서 소수주주는 누릴 수 있지만 지배주주는 누릴 수 없는 각종 이익을 의미한다. 즉, 지배권의 사적이익은 회사의 모든 주주에게 비례하여 귀속되지 않는다. 이는 기업지배구조에서 controlling minority structure나 다중의결권 주식과 같이 회사의 경제적 이익에 대한 권리와 지배권이 분리되는 경우의 문제점, 지배권 양도거래에서 지배권 프리미엄을 논하는 경우는 물론 각국의 투자자 보호수단을 평가함에 있어 핵심적 개념으로 활용되고 있다.[130]

이는 M&A에서 지배주식 매매를 통한 경영권 거래를 분석하는 데에 중요한 수단이기도 하다. 기업인수 국면에서 보면, 지배주주나 경영진은 자신의 사적 이익을 위해 인수대금을 과다하게 지급해서라도 인수를 하려는 기회주의적 행위를 할 가능성이 있다. 이는 대리인 비용(agency cost)의 문제로서 제국건설(empire building) 현상으로 일컬어 지기도 한다.

기업인수로 회사 전체의 규모가 커지면 지배주주 및 경영진의 보수수준이 높아지더라도 이를 정당화하기 쉽고, 또한 새로운 계열회사가 생겨나면 지배주주의 가족이 맡을 수 있는 자리도 그만큼 늘어나게 되는 등의 예로 설명된다. 회사의 사업이 다양화되면 분산효과에 의해 기업이 실패할 가능성을 낮출 수 있고 주주들에 의해 해임될 가능성도 낮출 수 있다. 이러한 것들은 지배주주의 사적이익(B)을 늘리고 전체 주주들에게 비례적으로 귀속되는 부분(V-B)를 감소시키는 행위이다. 이러한 문제는 특히 지배주주가

[129] 이하는 정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 일반대학원 법학박사 학위논문, 2017 중 ‘제2장 M&A와 주주 부의 변화’ 부분을 참고하였다.
[130] 정준혁, 앞의 논문(각주129) 99면

적은 지분율로도 회사의 지배권을 확보하는 경우 더욱 심화될 수 있다.[131] 지배주주가 가지는 지분의 비율을 α라고 할 때 지배주주가 가지는 주식의 가치는 Sα+B가 되는데, 지배주주가 지배권을 인수하고 그 보유를 유지하려면, 만일 주가가 하락하여 Sα가 줄어들더라도 그만큼 B가 늘어나야 한다. 지배주주는 주식가치가 줄어들더라도 기업의 사이즈를 키우고 B를 늘림으로써 지배주식을 보유하고 지배권을 유지할 가치를 보전하거나 늘릴 수 있다.

이를 물적분할 후 자회사 상장의 사안에 대입하여 보면, 물적분할 후 자회사 상장으로 기업 전체의 규모를 확장함으로써 지배주주가 누리는 B를 확대할 가능성을 상정해 볼 수 있다.

전통적으로 회사분할은 empire building과 반대의 상황으로 주로 채권자나 근로자의 보호에서 문제가 되었지 소액주주 피해에 대한 문제의식은 그리 제기되지 않았다. 유럽의 주주들도 분할에 관해서는 반대 현상인 합병보다 낮은 수준의 보호를 받았다. 분할은 회사의 기존 자산, 부채에 다른 것을 덧붙이는 것이 아니라 회사의 기존 자산, 부채를 재편하는 것에 불과하다는 점에서 대부분의 합병에 비해 비교적 위험도가 적거나 덜 번잡한 거래로 인식되었다. 또한 제국의 해체(empire dismantling)는 제국의 건설에 비해 경영진, 주주간의 충돌을 불러일으킬 가능성이 낮은 것으로 인식되었다.[132]

그러나 최근 국내의 물적분할과 자회사 상장 논란은 기존의 이러한 평가로는 잘 설명되지 않는다. 기존에 논의가 되었던 채권자와의 이해관계 조정 문제가 사회적으로 이슈가 되기 보다는, IPO시장의 호황과 맞물려 물적분할 후 자회사 상장 과정에서 역대급 흥행이 이어지고 자회사가 거액의 시가총액을 형성하게 되면서 분할은 empire dismantling이 아니라 또다른 empire building의 성격을 가지게 되었다.

이러한 측면에서 보면, 모회사 주주 전체의 주주가치를 향상시키는 것보다는 자회사 신설과 상장으로 회사 운영에 필요한 대규모 자금도 유치하고 기업의 규모를 키우고자 하는 유인이 일어날 수 있다. 지배주주나 지배주주가 지명한 경영진의 보상체계 구축에 더욱 유리할 수 있고(자회사를

131 정준혁, 앞의 논문(각주129) 130, 131면
132 Reinier Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 3rd edition, Oxford Univ. Pr, 2017, 195면

상장하면 상장기업의 다양한 주식연계보상 수단의 활용이 가능해진다), 더 큰 회사를 운영하고 재계 순위를 높이면서 상당한 평판 보상을 받거나, 기업을 분리시킴으로써 경영 실패에 대한 위험을 줄어들게 할 수도 있다.[133] 이와 같이 지배주주는 단기적으로 모회사의 주가에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 감수하고서도 일을 진행할 인센티브가 존재한다.

나. 지배권의 사적이익에 대한 다른 관점

위의 관점과는 다르게, 지배권의 사적이익을 무조건 줄여야 하는 대상으로만 볼 것이 아니라 일종의 필요악 정도로 바라보는 견해도 있다. 이러한 입장에서는 지배주주의 경영진에 대한 감시(monitor) 역할에 주목한다. 지배주주가 존재하면 전체 기업가치 중에서 소액주주의 몫으로 돌아갈 수 있는 이익이 줄어드는 것은 사실이지만, 다른 한편 지배주주가 경영진-주주 간의 대리인 비용을 줄이는 역할을 하기 때문이다.[134]

미국에서는, 지배주주는 일반 주주와 달리 회사 경영진을 감시할 인센티브를 가지므로 경영진의 존재로 소유와 경영이 분리됨으로 인한 대리인 비용을 줄일 수 있다고 보는 것이 지배주주에 대한 일반적인 논의이다. 만일 지배주주가 없다면 소액주주는 경영진을 감시할 충분한 인센티브를 갖기 어렵기 때문에(rational apathy) 지배주주와 소수주주간의 대리인 비용은 발생하지 않을 수 있으나 그 대신 경영진-주주간 대리인 비용이 발생한다. 지배주주가 지배권을 가지고 경영진을 감시할 경우 경영진-주주간 대리인 비용을 줄일 수 있고 이로 인한 혜택은 지배주주뿐만 아니라 전체 주주가 누리게 되므로, 지배주주에게 일정한 사적이익이 제공되어야 지배주주가 감시비용(monitoring cost)을 지출해가면서 경영진을 효율적으로 감시할 것이다. 따라서 지배주주가 회사로부터 가져가는 사적이익이, 적절한 감시가 이루어지지 않았을 때 경영진이 회사로부터 가져가는 이익보다 크다면, 지배주주가 지배권의 사적이익을 취하는 것이 소액주주에게 오히려 나을 수 있다는 설명이 가능하다.[135]

---

133 Paul Davies, “Control Shift via Share Acquisition Contracts with Shareholders”, Oxford Legal Studies Research Paper No.7/2017, 2016, 22,23면

134 정준혁, 앞의 논문(각주129) 101,102면

135 정준혁, 앞의 논문(각주129) 6,7, 101, 102면에서 재인용: Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, “Controlling Controlling Shareholder”, University of Pennsylvania Law Review, U, Vol. 152, 2003, Gilson, Ronald, “Controlling Shareholders and Corporate Governance;

우리나라에서도 주식이 분산되고 책임 있는 지배주주가 없을 경우 경영진의 도덕적 해이로 이어진 사례를 많이 찾을 수 있고, 지배주주의 감시를 받지 않는 경영진이 정치적 요구에 부응하는 과정에서 오히려 주주의 이익이 침해된 사례도 있다. 결국 경제적 지분 차이를 이용한 지배주주의 사익 추구 행위를 사전적으로 견제하고 사후적으로 제재하는 것도 중요하지만 지배주주의 영향력 자체를 늘 부정적으로 볼 것은 아니라는 관점[136]이 설득력 있다.

여기에서 더 나아가, 지배주주는 단지 회사로부터 사적이익을 취하기 위해 지배권을 취득하는 것이 아니라 전체 기업가치를 향상시키기 위한 목적으로 지배권을 취득하기도 한다. 기업가치를 획기적으로 증가시킬 사업적 아이디어나 경영계획을 가지고 있다 하더라도 회사에 대한 온전히 지배권을 행사할 수 없다면 이를 추진하는 것은 쉽지 않다. 다른 주주는 해당 기업인이나 기업이나 산업에 대한 정보가 부족하므로 기업인이 제안한 내용이 실제로 훌륭한 것인지, 아니면 사적이익 추구를 위한 것인지 구별하기 어렵다. 그러면 아무리 좋은 아이디어라 하더라도 추진이 좌절될 수 있고, 이는 소수주주들 뿐만 아니라 해당 기업인에게도 손실이다. 따라서 기업인은 자신이 보유하는 주식의 가치를 상승시키기 위해 지배권을 유지할 인센티브를 갖는다. 지배권을 가지고 과감하게 사업을 추진함으로써 전체 기업가치 상승에 도움이 될 수 있다.[137] 이는 앞서 본 근시안적 경영에서 벗어나 장기적 관점에서 모회사의 기업가치 상승을 의도한 것이라는 관점과 같은 맥락으로 이해할 수 있다.

4. 평가

우리나라에 특유한 재벌 구조는 안정적인 지배구조 바탕 하에 과감한 사업 추진으로 전체 기업가치 증대와 국가경제의 발전에 기여를 한 측면이

Complicating the Comparative Taxonomy, Harvard Law Review, Vol.119, 2006 ; 송옥렬, “복수의결권주식 도입의 이론적 검토”, 한국상사법학회, 상사법연구 제34권 제2호, 2015, 270면

136 천경훈, “소수주주 다수결의 도입가능성에 관한 시론”, 기업법연구 제32권 제4호, 한국기업법학회, 2018, 13~14면

137 정준혁, 앞의 논문(각주129), 103면

있으나, 다른 한편 경영권 승계, 터널링 등 각종 사익 추구 형태가 문제가 된 것도 사실이다. 지배주주 존재의 이점과 중장기적인 성장을 가능하게 한다는 점을 감안하면 지배주주의 존재 자체가 비효율의 원인은 아니다. 기업지배구조 관점에서는 지배주주가 지배권을 유지할 수 있는 수단을 금지할 것이 아니라, 지배주주의 과도한 사적이익 추구행위를 통제하는 기준을 마련하고 전반적인 투자자 보호 수준을 높이는 것이 타당한 접근이라고 본다.

기업지배구조 개편의 상황에서는, 단기적 주가에 반응하기 보다는 기업 전체의 가치를 증가시킬 수 있는 효율성을 갖춘 물적분할이 채택되도록 하고 그렇지 않은 비효율적인 물적분할은 채택되지 않도록 유인하는 시장구조로 설계하는 것이 필요하며, 다만 기업 외부에서는 정보비대칭으로 그 효율성을 구분하기 어려우므로 일반투자자가 이를 구별할 수 있도록 정보공개를 강화하고 일반투자자의 신뢰를 회복하여 효율적 물적분할의 채택이 좌절되지 않도록 하는 방향으로 규율 되어야 할 것이다.

제6절 최근 이슈의 배경 – 자본시장에 대한 관심 증대

물적분할은 상법에 도입된 이래 오랫동안 특별한 문제없이 활용되어 왔으나, 최근 들어 물적분할과 자회사 상장에 대한 비판적 여론이 커진 이유는 무엇인가. 핵심사업을 분할하고 동시에(또는 수년 이내에) 자회사 상장을 시도하는 것 자체가 최근에 등장한 것이기는 하지만, 이와 같이 논란이 된 배경에 대해 다음과 같이 설명할 수 있을 것 같다.

(1) 첫째, 최근 2020년과 2021년경 나타난 주식시장 활황과 IPO시장 과열 현상이다. 부동산 대출 규제 및 과세 확대로 부동산 보유에 대한 실익이 감소해 부동산 투자 매력이 감소하고 예금금리도 낮아진 상황에서 주식 투자가 유일한 재산증식의 대안이라는 인식이 커졌다. 상장시에 '따상', '따상상'으로 대규모의 투자 차익을 얻는 경우가 늘어나며 '영끌'(영혼까지 끌어모음) '빚투'(빚내서 투자)라는 신조어도 등장하였다.[138] 우리사주조합원이나 공모에 참여한 개인투자자들이 상장시 주가 폭등으로 대규모 차익을 얻는

[138] 김경아, "따상과 허상 사이", 파이낸셜뉴스, 2020.10.8

사례는 언론에서도 심심치 않게 보도되었다.

자회사 상장이라는 대형 이벤트에도 불구하고 모회사의 일반주주들은 신주 우선인수기회를 가지지 못하였고 상장 차익을 통한 투자금 회수 기회도 가지지 못하였다. 핵심사업과 그 성장가능성을 보고 투자한 모회사의 일반주주 입장에서는 상대적 박탈감과 반감을 가질 일들이 발생하였다. 자본시장에서의 불공정에 대한 불만과 우려가 높아지는 계기가 되었다고 본다. 2022년부터는 글로벌 증시 침체로 IPO시장도 침체가 되어 상장계획을 가지던 많은 기업들이 상장 추진을 철회하거나 보류하는 상황이고[139] 이에 따라 최근의 논란도 다소 진정되는 국면으로 보이나, IPO시장이 살아나면 다시 논란이 가열될 가능성은 상존한다.

(2) 둘째, 최근 한국 주식시장에서 가장 주목되었던 현상 중의 하나는 개인투자자의 참여가 크게 확대되었다는 것이다. 이에 따라 사회적으로 자본시장에 대한 관심도 눈에 띄게 증대되었다.

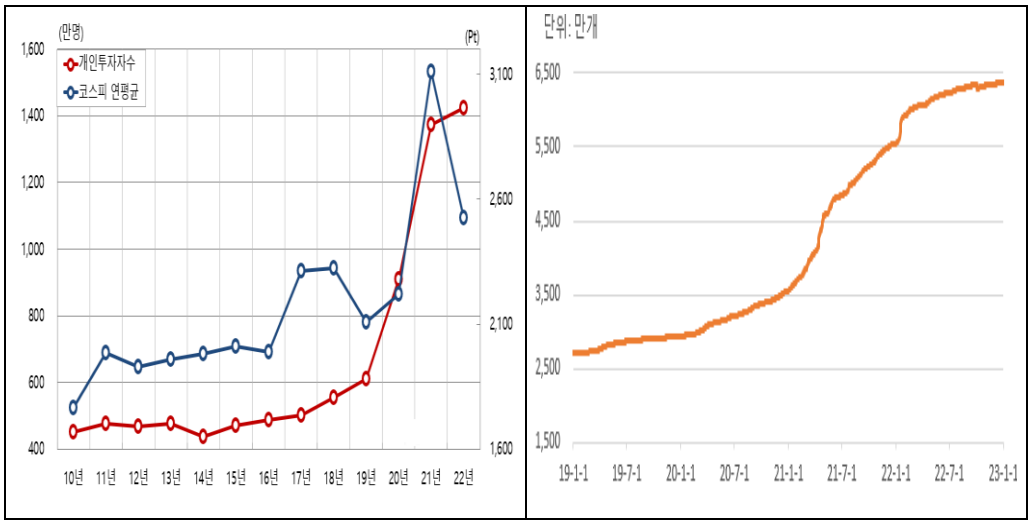
상장법인에 대한 개인투자자는 2019년말 612만명에서 2022년말 1,424만명 수준으로 약 2.3배 증가하였으며, 주식거래활동계좌수도 같은 기간 2,949만개에서 6,373만개로 약 2.1배 증가하였다. 2020년 월간 거래대금의 경우 평균 404조원으로 2017년~2019년 평균 130조원에 비해서 3.1배 증가한 수준이다. 비교적 단기간에 이 정도 규모의 신규 투자자금과 신규 투자자가 추가적으로 유입된 것은 한국 주식시장에 유래가 없었던 일이다.[140] 또한, 개인의 거센 주식투자 열풍이 코로나19 팬데믹 직후의 코스피지수 상승을 견인했다는 평가를 받기도 했다.[141]

[그림] 코스피지수와 개인투자자수 추이	**[그림] 주식투자활동계좌수**

[139] 최동수, "증시부진에 IPO까지 숨고르기…'따상' 추억은 어디로", 데일리임팩트, 2022.8.10

[140] 김민기, 김준석, "코로나19 국면의 개인투자자: 투자행태와 투자성과', 이슈보고서 21-11, 자본시장연구원, 11면

[141] 금융위원장, "2022년도 유가증권시장 개장식 축사", 2022.1.2



(출처 : 한국거래소, 한국예탁결제원, 금융투자협회 통계 참조)

이에 각종 매체에서 개인투자자들의 의견 개진이 많아지고 언론이나 단체에서도 개인 투자자 권익 보호에 대한 중요성을 대변하는 보도나 의견들이 많이 나왔다. 주주권리에 대한 정보 공유와 사회적 관심이 높아지고 소액주주 연대가 주주제안을 제출하는 등 주주행동도 활발해졌다.[142] 이러한 사회적 관심은 대선 공약에도 반영되고 국정과제의 중요 부분으로 제시되었다. 다른 한편, 기존 연구에 따르면 개인투자자는 투자역량이 부족하고 심리적 요인에 영향을 받기 쉬우며 과도한 거래와 열악한 투자성과를 보이는 경향이 있는데 최근 코로나19 국면에서 개인투자자에 대한 분석결과는 기존의 이러한 연구결과와 대체로 일치한다는 분석이 있다.[143]

이와 같이 최근의 물적분할과 자회사 상장 논란이 커진 데에는 개인투자자의 주식시장 참여 증대와 그에 따른 사회적 관심 증가가 영향을 미쳤고, 그러한 여론은 다시 투자자 의사 형성으로 영향력을 확산시켜 실제 사례에서 주식매도와 주가하락의 반응으로 이어지게 되었다.

(3) 셋째, 우리나라 일반 투자자는 배당수익을 기대하는 장기투자보다는 단기매매차익을 목적으로 하는 경우가 많아서 단기적인 주가 변동에 민감하게 반응하는 성향이 있다는 점이다. 주요 선진국 주식시장과 비교할 때

142 손효정, “소액주주, 주주행동 ‘활발’…목소리 높이는 동학개미”, 매일경제, 2023. 2. 26

143 김민기, 김준석, 앞의 논문(각주140), 1~2면

국내 투자자들의 단기매매성향은 눈에 띈다고 지적된다.[144] 2020년 3월부터 2021년 2월까지 전체 개인투자자의 일간 거래회전율은 6.8%이며, 이를 보유기간으로 환산하면 14.7일에 불과한 것으로 나타난다. 개인투자자의 보유기간은 국내 기관투자자나 외국인투자자에 비해 매우 짧은 수준이다[145]. 개인투자자들이 단기간의 수익률 극대화를 추구할 경우 기업의 내재가치와 상관없이 주가가 급등락하는 부작용이 있을 수 있다. 더욱이 최근 개인투자자들이 크게 증가한 만큼, 이러한 주가 급등락 관련한 쏠림 현상도 더욱 심화될 우려가 있다는 지적이 있으며, 정보비대칭의 문제를 완화하지 않으면 주가의 왜곡 현상을 교정하기가 쉽지 않아 질 수 있다.

(4) 넷째, 일반투자자의 주주로서의 권리의식이 높아짐에 따라 지배주주와의 관계에서 공정성에 대한 문제의식도 높아지게 되었다. 지배주주는 일반투자자에 비해 회사 중요정보에 대해 우위에 있고 기업의 의사결정에 중요한 영향을 미쳐 이러한 우월적 지위를 남용하고 이익을 독점한다는 비판적 시각이다. 물적분할의 문제도 지배주주의 지배권을 유지하기 위해 일반투자자를 희생시켰다는 관점에서 제기되었다. 최근 의무공개매수제도 도입으로 지배권 양도시 일반주주에게 지배권 프리미엄을 공유하도록 해야 한다는 논의도 같은 맥락에서 지배주주에 대하여 일반투자자의 권익을 보호해야 한다는 문제의식에서 기인한 것이다.

(5) 다섯째, 기술 고도화, 글로벌 경쟁 심화와 급격한 기업환경의 변화로 신속한 대규모 자금조달의 필요성이 높아지게 되었다. 이는 시설투자비가 많이 들고 업황 변동가능성이 높은 산업일수록, 거대기업 내에 있기 보다는 유연하고 빠른 대응을 위하여 전문기업으로 분사하는 것이 효율적인 기업일수록 조직개편의 요구가 높다.

이상과 같이 물적분할과 자회사 상장이 최근 더욱 논란이 된 배경에는 여러가지 시장 상황과 의식의 변화가 작용한 바, 특히 2020년부터 시작된 주식시장과 IPO시장의 활황, 개인투자자 참여 증대, 대규모 차익 실현 사례가 등장하는 반면 물적분할 모회사의 일반투자자는 이러한 과정에서 소외

[144] 신혜연, “국내 주식투자자 평균 코스피 주식보유기간은 4.9개월”, 중앙일보, 2020. 9. 28
[145] 김민기, 김준석, 앞의 문헌(각주140), 8~9면

됨에 따른 실망감이 작용하였을 것으로 생각된다. 그 이후 2022년 연초부터 주식시장과 IPO시장이 침체기로 돌아서고 관련 자본시장법제의 정비가 이루어지면서 논란은 다소 진정되는 국면이나, 향후 물적분할과 자회사 상장이 변화된 자본시장의 환경에서 일반주주의 권익 제고와 조화를 이루며 효율적으로 작동하기 위해서는 앞으로도 원인 및 효과 분석과 대책 검증에 많은 연구가 필요하다.

제7절 소결론

미국 등 해외에서 활용하는 기업구조조정의 방법으로 spin-off, split-off, split-up, ECO를 살펴보았으나, 물적분할과 자회사 상장과 가장 유사한 ECO는 주로 비핵심사업을 대상으로 하고 있어 LG화학 사례와 비견할 만한 사례를 발견하기는 어려웠다. 다만 기업분리로 독립된 회사를 만들고 여기에 자금조달을 하여 기업의 효율적 운영을 도모해야 한다는 요구는 공통되어 보인다.

물적분할과 자회사 상장에 대한 논란은 2020년경부터 시작된 주식시장과 IPO시장의 활황과 개인투자자 증대 상황에 맞물려 더욱 커졌고, 모회사의 일반주주는 모회사 일반주주가 자회사 상장 과정에 참여할 기회를 상실한 것에 대한 반감이 크게 작용한 것으로 보인다.

물적분할 후 자회사 상장을 무조건 부정적으로 보고 이를 억제하려는 것은 모회사와 자회사 모두의 기업가치에 긍정적이지 않을 수 있다. 물적분할과 자회사 상장에 관한 발표 직후 부정적 반응으로 주가가 하락하여도 수일 내 주가를 회복하거나 그 뒤 주가가 더 상승하는 경우도 있어서 중장기적으로 자회사 상장이 모회사 주가에 미치는 영향은 일관되지 않으며 국내외 경기와 주식시장 상황, 업황, 주주정책을 포함한 개별 기업의 사정 등 다양한 원인이 작용할 가능성이 크다. 따라서 물적분할과 자회사 상장으로 모회사의 기업가치와 주식가치가 훼손된다고 일반화하여 단정하기는 근거가 부족하다. 지주회사 디스카운트와 모자회사 동시상장의 이슈가 있으나, 자회사 상장은 분할의 규모, 분할 후 모회사의 사업내용, 모자회사 관계, 모회사가 주주와 소통한 정도 및 주주정책 등 구체적인 사안마다 달리 평가될 수 있고 상장에 따른 대규모 자금조달로 자회사 지분가치 상승 등 이점

이 있다. 모회사 주식이 저평가되는 현상은 모회사가 실제 가지고 있는 내재가치가 잘 반영되지 않는 결과일 뿐만 아니라 주식시장 참여자의 부정적 인식은 기업의 객관적인 내재가치와 무관하게 주가 상승을 저해하는 악순환이 있어 결론적으로 모회사 주식의 저평가가 합리적이지 않은 측면이 있다고 생각된다.

자회사 상장의 공모가격이 적정하다면 자회사 공모주 투자자와 지배주주(모회사) 간의 부의 이전이 일어날 가능성은 낮으며, 모회사와 자회사 일반주주 간의 이해상충의 문제가 있으나 이는 전통적으로 자회사 일반주주를 보호하려는 맥락이므로 물적분할 반대론에서 제기하는 모회사 일반주주 보호와는 맥락이 다른 문제이다. 이해상충의 문제를 이유로 자회사 상장을 억제하기 보다는 자회사 상장은 기업이 자율적으로 정하되 모자회사의 독립성 강화 등으로 이해상충의 리스크를 개선하고 관리하는 차원으로 접근할 일이다.

향후에는 물적분할과 자회사 상장에 관한 저평가를 완화하고 기업의 내재가치와 주가의 간격을 좁히는 한편, 자회사의 운영에 있어서 모회사나 지배주주의 과도한 사적이익 추구나 이해상충을 통제함으로써 물적분할을 효율적인 기업구조개편 수단으로 설계할 필요가 있다.

제5장 모회사 일반주주 보호방안에 대한 검토

제1절 서론

1. 보호방안의 필요성

앞서 물적분할과 자회사 상장으로 인하여 모회사 기업가치와 주주가치를 훼손하거나 모회사 일반주주가 법적으로 보호되는 손해를 입었다고 보기 어려움을 검토하였다. 이러한 관점에서 물적분할과 자회사 상장에 관하여 모회사 일반주주를 위한 보호대책은 정보공개 수준의 상향을 제외하고는 기본적으로 그 필요성이 높지 않다고 본다.

다만, 자본시장의 현실은 다양한 이해관계자를 둘러싸고 훨씬 복잡한 양태를 가지고 장기적으로 자본시장의 신뢰와 공정성 추구에 대한 사회적 요구가 높다는 점을 감안하여, 물적분할과 자회사 상장에서 제도적 보완을 할 것인지, 어떻게 접근할 것이지는 더 생각해 볼 문제이다. 여기서는 다음의 현실적인 측면을 고려하여 볼 수 있다.

첫째, 본 논란에서 제기된 중요한 문제는 상장회사인 모회사의 주식가치가 하락한다는 것인데 상장회사의 주가는 기업이 실제 가지고 있는 객관적 내재가치나 영업성과와는 별개로 주식시장에서 투자자의 주관적 인식과 평가, 그에 따른 거래행위가 중요한 영향을 미친다. 여기에서는 여론도 크게 작용한다. 물적분할과 자회사 상장 사안에 대해서도 최근 다소 강하게 형성된 우려와 저평가 현상을 바로잡을 필요가 있다. 그런데 아무런 제도적 보완 대책을 취하지 않을 경우 주식시장에서 이러한 현상이 자생적으로 바로 잡히기는 어려워 보인다. 따라서 물적분할과 자회사 상장에 관한 다소 왜곡된 우려를 교정하고 그 본래의 순기능을 달성할 수 있도록 하기 위해서는 일정한 수준의 보호책과 제도보완이 부득이할 것으로 보이며 그러한 보호책은 제도적 정합성이 요구된다.

둘째, 앞서 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 기업가치와 주식가치를 훼손하거나 일반주주에게 손해를 입힌다고 일반화하기 어려움을 검토하였으나, 개별 사례에 따라서는 기업가치와 주주가치 향상에 효율적이지 않은 물적분할이나 자회사 상장이 실행될 가능성도 배제하기는 어렵다. 예를 들어, 분할대상사업이 별도 기업으로 분사하는 것보다 분할존속회사 내에 있는 것이 규모의 경제를 달성하거나 분할존속회사의 신용도를 이용하는 것이 분할대상사업의 사업 영위에 더 긍정적인 경우가 있을 수 있다. 또한 자회사로 분사할 경우 공정거래법상 부당지원행위 등 내부거래의 제한이 있으므로 이에 따른 거래비용이 새로 발생할 수 있다. 또는 개별기업의 사정에 따라 물적분할 후 자회사 상장이 아닌 다른 대체 가능한 자금조달 수단이 우선적으로 고려되어야 할 경우도 있을 수 있으며, 분할대상사업의 영업이익에 대한 주주환원정책이나 상장으로 유입된 자금의 활용 방안의 설득력이 부족한 경우도 있을 수 있다. 따라서 효율적이지 않은 물적분할이나 자회사 상장이 채택되지 않도록 유인되는 메커니즘을 고려할 필요가 있다.

이러한 측면에서 물적분할과 자회사 상장의 순기능이 작동되도록 하기 위해서는 현실적으로 일정한 수준의 제도보완은 부득이한 측면이 있었다고 보이며, 이하에서 살펴볼 구체적인 보호방안에 관한 논의나 정부의 제도 보완도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 그렇다면 기존의 비합리적 저평가 현상을 완화하기 위해서는 기업이 자율적으로 정보비대칭을 해소하고 기존의 우려와 왜곡을 해소하도록 유인하는 제도적 장치를 두되, 그 이상으로 적극적인 입법으로 새로운 법률관계를 형성하는 것은 당초의 정책적 필요성을 넘는 과도한 조치이고 제도적 정합성에도 맞지 않다고 생각한다.

적절한 수준의 제도보완으로 물적분할과 자회사 상장에 대한 인식 개선으로 이어진다면 최근 단기적 주가하락 현상과 비합리적 저평가의 문제를 완화하는 데에 도움이 될 수 있을 것으로 보인다. 중요한 것은 어떠한 내용으로 제도를 설계할 것인가인데, 제2절에서 살펴보겠지만 이는 어려운 문제이다. 이하에서는 제도 보안의 바람직한 방향성을 살펴본 후 그동안 제기된 각 보호방안의 당위성과 정부의 제도개편에 대해 평가하고, 앞으로의 과제를 살펴본다.

2. 보호방안의 방향성

물적분할과 자회사 상장에 관하여 일반주주 보호를 감안한 제도보완은 다음의 방향성을 가져야 한다.

① 모회사, 자회사 전체 주식가치의 증가

기업지배구조 재편의 방법으로서 모회사와 자회사 전체의 주식가치를 증대할 수 있는 효율적인 물적분할의 추진을 저해하지 않고 비효율적인 물적분할은 채택되지 않도록 유인하는 구조를 설계하여야 한다. 기업경제활동의 전체 파이를 키우는데 장애가 되지 않도록 하는 것이 바람직하다.

② 기업의 자율적 노력을 유도하면서 과도하고 적극적인 보호책 지양

외부에서는 기업전체의 가치를 증가시킬 수 있는 물적분할과 그렇지 않은 물적분할을 구분하기 어렵다. 일반투자자가 이를 구별할 수 있도록 정보공개를 강화하고 기업 스스로 왜곡된 정보나 평가를 바로잡도록 할 인센티브가 필요하다.

또한 주주보호책에 있어서는 앞서 검토한 바와 같이 물적분할과 자회사 상장이 일반적으로 그 자체의 당위성에 중대한 결함이 있는 것은 아니라는 점에서 기존의 회사법의 개념과 이론에 벗어나거나 규제의 정합성이 맞지 않거나 새로운 질서를 형성하는 과도한 수준의 보호책에는 보다 신중할 필요가 있다. 일반투자자의 exit을 유도하는 것이 아니라 일반주주의 신뢰를 회복하여 이들이 exit하지 않도록 하기 위해 기업의 노력을 강화하는 인센티브를 기업 스스로 가지도록 하는 것이 낫다. 일반투자자의 보호책은 궁극적으로 최근 논란으로 주식시장 참여자 사이에서 형성된 저평가의 비합리성을 완화하고 기업의 객관적 내재가치와 상관없이 주가가 급등락하는 부작용을 줄여서 주가 변동에 따른 일반투자자의 손실을 줄일 수 있도록 한다.

③ 이사의 신인의무와 이사회 역할 강화

이사에게 요구되는 신인의무의 내용과 정도는 고정적인 것이 아니라 시대 상황에 따라서 변화할 수 있다. 최근 형성된 자본시장의 부정적 반응과 그로 인해 벌어진 단기적 주가 하락 사례가 나타난 현상을 부인하기 어

렵고 과거에는 당연하였던 것도 시대가 변함에 따라 문제가 될 수도 있는 것이므로, 이사는 경영판단의 원칙 하에서도 종전보다 더욱 강화된 수준의 신인의무를 적용하여 전체주주의 이익을 고려하여 물적분할 결정과 그 이후의 자회사에 관한 의사결정시 고도의 신중한 검토와 판단근거, 정보공개가 요구된다.

제2절 일반주주 보호방안들에 대한 검토

1. 서론

물적분할과 자회사 상장이 사회적으로 논란이 되면서 제20대 대통령 선거 경제정책 관련 후보자 공약에서 양당 모두 개인투자자 보호와 자본시장 투명성·공정성 개선을 위해 물적분할 후 자회사 상장 관련 규제에 관한 공약을 제시하였다.

국민의 힘	더불어민주당
‘분할 자회사 상장 엄격 제한, 신사업을 분할하여 별도 회사로 상장하는 경우 모회사 주주에게 신주인수권을 부여하는 방안 등 관련 규정 정비’, ‘자회사 공모주 청약시 원래 모회사 주주에게 일정비율을 공모가로 청약하는 방식으로 신주인수권 부여 가능’[146]	‘기업인수 합병, 물적분할 과정에서 대주주의 탈법과 소액주주에 대한 차별을 시정하여 시장의 신뢰를 높이고 소액주주의 권리를 강화’[147]

그 후에도 물적분할과 자회사 상장으로 인해 모회사의 일반주주가 입는 주주가치 훼손에 대해 일반주주를 보호책을 마련해야 한다는 주장이 활발하게 전개되면서, 여러가지 구체적인 방안들이 제시되었다. 그런데 이하에서 살펴보듯이 제시된 방안들은 모두 나름의 장점과 단점을 함께 가지고 있으며 기존 법제 하에서 수용이 쉽지 않은 것들도 있다. 법령 개정이 수반되어야 하는 방안과 법령 개정 없이 기업이 자율적 결정에 따라 채택이 가

[146] 제20대 대통령 선거 국민의 힘 정책공약집(2022.2.24) 67면
[147] 제20대 대통령 선거 더불어민주당 정책공약집(2022.2.22) 143면

능한 방안으로 나누어 검토한다.

발의자	구분	주요내용
이용우 더불어민주당 의원 등 13인 의원	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 (의안번호 2114910호)	상장회사 물적분할시 이사회 결의에 반대하는 주주에게 주식매수청구권 부여(안 제165조의5)
이용우 더불어민주당 의원 등 14인 의원	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 (의안번호 2114931호)	상장회사 물적분할 후 분할신설법인이 상장을 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 50% 이상을 분할된 회사 소액주주에게 우선배정 (안 제165조의6)
이용우 더불어민주당 의원 등 12인 의원	상법 일부개정법률안 (의안번호 2114916호)	이사의 충실의무에 “주주의 비례적 이익(과 회사를 위하여)’를 추가(안 제382조의3)
이용우 더불어민주당 의원 등 10인 의원	독점규제 및 공정거래에 관한 법률 일부개정법률안 (의안번호 2113730호)	상호출자제한기업에 속하는 국내회사로서 분할 또는 분할합병에 따라 피분할회사가 분할신설회사로부터 배정받은 신주에 대한 의결권 행사 금지(제25조의3 신설)
박주민 더불어민주당 의원 등 12인 의원	상법 일부개정법률안 (의안번호 2119370)	이사의 충실의무에 “(회사와) 총주주를 위하여”를 추가하고(안 제382조의3), 상자회사가 순자산액 10% 이상에 해당하는 중요한 자산의 처분 및 양도를 통한 현물출자로 자회사를 설립하는 경우 주주총회 특별결의를 거치도록 하고 주식매수청구권을 부여하며, 상장회사는 3% 초과 주식에 대해 의결권을 행사하지 못함 (안 제382조의3, 제542조의14 신설)

2. 모자회사 동시상장 금지 법제의 도입

우리나라는 다른 선진국에 비하여 모자회사 동시상장의 비율이 현저히

높다면서 원천적으로 모자회사의 동시상장을 금지하도록 해야 한다는 지적이 있었다. 그러나 모자회사 동시상장을 금지하는 입법례가 없어 과도한 입법이고, 상장을 통한 자금조달을 금지하는 것은 자회사의 발전을 가로 막는 것과 다름없으며, 국가경제적으로 바람직한 대책으로 수용하기는 곤란하다는 반대의견이 있다. 현재 우리나라는 모자회사가 동시상장되어 그 주식이 거래되는 경우가 많은 상황에서, 이제서야 물적분할로 설립된 자회사의 상장을 금지할 합리적 이유가 없다는 반론이 제기되었다.[148]

3. 모회사 주주에 대한 자회사 신주의 우선배정

물적분할로 설립된 자회사가 상장하기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 일정비율 이상(이용우 의원 대표발의 개정안에 의하면 50% 이상)을 모회사의 소수주주에게 우선 배정하는 방안이다.[149] 신주의 우선배정은 신주 발행에 관한 상법의 규정에도 불구하고 일정한 규모의 신주를 기존의 주주에 앞서 특정한 자격을 갖춘 자에게 배정하는 제도를 말한다. 분할대상사업에 대해 주주 지위를 유지하고 싶어 하는 소수주주의 의사에 부합하고 자회사 상장으로 인한 이익을 공유하도록 하는 것이어서 긍정적 대안이 될 수 있다. 그러나 이에 대해서도 다음과 같은 문제점이 있다.

첫째, 앞의 신주인수권 부여와 마찬가지로 법인격이 다른 자회사의 공모주를 모회사의 주주에게 우선배정하는 법적 근거를 합리화하기 어려운 점이 있다. 근로복지기본법상 우리사주조합원에 대한 신주 우선배정의무는 근로복지 차원에서 인정되는 것으로 역사적으로도 우리사주제도의 핵심적 근간이다.[150] 모회사 주주에게 이와 비견되는 수준의 보호를 할 것인지는 분명하지 않다.

둘째, (신주인수권 부여와 마찬가지로) 상장을 하기 위해 신주를 모집하는 때에 어느 시점의 주주를 대상으로 신주를 배정할 것인지에 대해 중요

---

148 권재열, “물적분할 후 자회사 상장시 소수주주 보호방안 검토 -법령개정사항을 중심으로”, 증권법연구 제23권 제1호, 한국증권법학회, 2022, 8면, 한국경제, ‘”물적분할 후 재상장 규제해야” vs “전 세계 유례 없다”’, 2022.1.6

149 이용우 의원 대표발의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 (의안번호 제2114931). 본 개정안에 의하면 모집하는 신주의 50%를 대주주를 제외한 모회사의 주주에게 우선배정하도록 하였다.

150 권재열, 앞의 논문(각주148) 14면

한 난점이 있다. 모회사의 주주는 물적분할 시의 주주, 물적분할 이전부터 자회사 상장시까지 계속 주식을 보유한 주주, 상장시의 주주 등으로 구분되는데, 물적분할 후 자회사 상장까지는 장기간이 소요되므로 어느 시점의 주주에게 신주를 우선배정해야 하는지 문제인데, 어느 경우이든 모두 실효성에서 합리적이지 않다.[151]

LG화학의 경우 이사회에서 물적분할을 결정한 때로부터 자회사 상장까지 1년 4개월이 소요되었는데, 물적분할 결정시에 이미 자회사의 상장 추진 계획이 알려져 있었으므로 이는 물적분할에서부터 자회사 상장까지 실무적으로 가능한 거의 최단의 기간이라고 보인다. 그 외에 물적분할 후 자회사가 상장한 사례에서는 2년 이상이 소요되었으며, 물적분할 시점에 자회사 상장 계획을 구체화하지 않은 사례가 다수여서 자회사 상장시까지의 기간을 예측하기도 어렵다. 반면, 2020년 8월 기준 국내 주식투자자의 평균 주식보유기간은 코스피 4.9개월, 코스닥 1.1개월에 지나지 않는 것으로 알려져 있다.[152] 이와 같이 국내 주식평균보유기간이 짧기 때문에 장기투자하는 지배주주와 기관투자자 이외의 소수주주는 자회사 상장시점에는 분할 당시의 주주가 아닐 가능성이 매우 높다.[153] 더군다나 물적분할과 향후의 상장 전망이 거론되는 시점부터 이미 주가가 저평가되었다면 상장시점의 주주는 이미 그 이전에 저평가된 가격에 주식을 취득한 상태이므로 자회사 신주인수권 부여는 뜻하지 않은 이익이 주어지는 것이며 보호의 목적과 실제 수혜자가 불일치하는 결과가 초래될 가능성이 높다.

셋째, 잠재적 투자자에게 돌아갈 물량이 감소한다는 점도 문제이다. 현재 기관투자자 수요예측 등을 통해 공모가를 산정하고 있는데 모회사 주주

---

151 이에 대해 금융위원회는 “① 물적분할시 주주가 상장 이전에 주식을 이미 매도한 경우에는 상장 시점에 더 이상 해당 기업과 이해관계가 없으므로 보호 필요성이 낮고, ② 물적분할 이전부터 상장 시까지 보유한 주주는 파악하기가 현실적으로 어렵고, 대상주주를 파악하더라도 우선배정 대상이 많지 않아 제도 실효성이 크지 않을 우려가 있으며, ③ 상장시 주주는 물적분할 이후 들어온 주주가 포함되는데 이들의 권리 침해 여부가 불분명하고, 물적분할 이후 자회사 신주배정 경로가 현행 공모주 청약과 모회사 주식 보유자로 이원화됨에 따라 신주를 배정받으려는 투자자가 물적분할 이후 신규 유입되어 주가가 급등락하는 등 시장에 혼란을 초래할 수 있다”는 의견이다. 국회 정무위원회 검토보고서, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(의안번호 제2114910호, 2114931호), 20면

152 신혜연, “국내 주식투자자 평균 코스피 주식보유기간은 4.9개월”, 중앙일보, 2020. 9. 28.

153 권재열, 앞의 논문(각주148), 13면

에게 50%를 배정할 경우 기관투자자 배분이 현저히 감소하여 공모주 가격 산정 기능을 저해하고 기업공개 이후 가격 변동성이 확대되는 등 부작용이 우려된다는 점도 지적되었다.[154]

4. 모회사 주주에 대한 자회사 신주인수권증서 발행

상법상 신주인수권은 회사의 주주가 가지는 것이 원칙인데, 물적분할 시점의 주주에게 향후 자회사 신주 발행 및 상장을 조건으로 하여 그 신주 인수에 참여할 수 있는 신주인수권증권을 발행하여 교부하는 방안이다. 이렇게 하면 실제 자회사 상장시점에 신주인수권증권 보유자를 확인하여 신주인수 기회를 주면 되므로 모회사 주주 파악이 어려운 문제도 해결이 되고, 모회사 주주는 신주인수권증권을 매각하여 경제적 이익을 보전 받을 수 있어서 모회사의 주주의 보호에 기여할 수 있다는 차원이다.[155] 이 방안은 자회사 상장으로 인한 경제적 이익을 모회사 기존 주주와 공유하고 물적분할 시점과 자회사 상장 시점의 시간적 격차로 인하여 자회사 상장시점에 물적분할 시점의 모회사 주주를 회귀하여 파악해야 하는 번거로움을 해결할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

또한, 위 방안은, 앞서 살핀 자회사 신주 우선배정 방안과 달리, 자회사 상장시점이 아닌 물적분할 시점에 자회사 신주인수권증서를 발행한다는 점에서 더 자연스러워 보인다. 자회사 상장시점에는 물적분할 이후 이미 모회사와 자회사 간의 법인격이 분리되고 의사결정구조가 독립되어 있는데 물적분할 이후 상당한 시점이 경과한 시점에서 자회사가 상장할 때 새삼 그 때의 모회사 주주를 보호하는 조치는 설득력이 약한 반면, 물적분할 시점에는 분할존속회사인 모회사의 의사결정에 의하여 분할계획이 정해지므로 모회사가 분할계획에 따라 신설될 자회사의 자본구조에 영향을 미치는 구조를 설계하는 것은 적어도 모회사와 그 주주의 의사결정 권한 내에 있기 때문에 보호대상과 의사결정권한의 불일치 문제는 해결이 된다.

그러나 이 방안은, 앞서 살핀 자회사 신주 우선배정 방안과 마찬가지로 우리 법제에 수용되기에 아직은 설득력이 다소 미흡하다는 비판이 가능하

---

154 국회 정무위원회 검토보고서(각주151) 22면, 상장회사협의회의 의견이다.
155 김지평, 이서연, 앞의 논문(각주39), 24면

다. 첫째, 모회사의 주주를 보호한다는 명분 하에 모회사가 모회사의 신주가 아닌 자회사의 신주를 모회사 주주가 인수할 수 있는 권리를 부여하는 것의 논리가 여전히 부족하다는 점이다.[156] 둘째, 모회사 주주에게 자회사 신주인수권을 부여하는 것은 잠재적 투자자에게 돌아갈 신주 물량을 줄이는 결과가 초래되는 것도 문제점으로 지적된다.[157]

5. 소수주주 다수결 동의 제도

소수주주 다수결 동의제도(majority of the minority shareholder, MoM)는 지배주주의 이익과 다른 주주들의 이익이 충돌하는 거래에서 지배주주와 그 특수관계인을 제외한 주주들의 다수결로 의사결정을 하는 것을 말하며, 외국 문헌에서는 이해관계 없는 주주의 승인이라는 용어와 같은 의미로 혼용되고 있다[158]. 영국의 경우 프리미엄 상장을 한 회사에서 특수관계인간 거래(Related Party Transaction)에 요구되고 있고, 미국의 경우에는 그러한 거래를 함에 있어 MoM을 밟는다면 증명책임을 전환시키거나 심사기준을 완화 적용하는 방법으로 간접적으로 MoM을 권고하고 있다고 한다.[159]

MoM이 도입되면 지배주주의 이익과 소수주주의 이익이 충돌할 때 소수주주의 의사를 적절히 반영할 수 있다는 점에서 긍정적[160]이나, 다음과 같은 점에서 우리 법제상 충돌이 있어 수용되기 어렵다.

첫째, 상법은 특별이해관계가 있는 주주는 주주총회에서의 의결권을 제한하고 있는데(상법 제368조 제4항) 대법원 판례[161]에 비추어 보면 지배주주가 회사분할을 위해 의결권을 행사하는 것은 사단법상 이해관계에 해당할 뿐 개인적 관계가 없으므로 의결권이 제한되는 이해관계자에 해당하지 않는다. 따라서 MoM을 도입하는 경우 특별이해관계인에 관한 기존 이론과 판례가 함께 변경되어야 한다.[162]

---

156 권재열, 앞의 논문(각주148), 13면
157 권재열, 앞의 논문(각주148), 14면
158 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론”, 기업법연구 제32권 제4호, 한국기업법학회, 2018, 11면
159 권재열, 앞의 논문(각주145), 10면
160 더불어민주당 이용우 의원, 보도자료 ‘이용우 의원실에서 알려드립니다’ (2022. 1. 11)
161 대법원 2007. 9. 6. 선고 2007다40000 판결
162 권재열, 앞의 논문(각주148), 11면

둘째, 물적분할 당시 분할 후 자회사 상장이 예정되어 있지 않으면 모회사의 지배주주와 소수주주 사이에 이익 충돌이 없거나 적으므로 MoM은 의미가 없다.[163] 또한 자회사 상장을 추진하는 시점에 자회사 상장 여부에 대해 모회사의 MoM 승인을 받는 것은 모회사와 자회사 간, 주주총회와 이사회 간의 의사결정권의 분배에 관한 회사법상의 원칙에 부합하지 않는 문제가 있다(이에 관해서는 아래에서 다시 본다).

셋째, 소수주주가 해당 거래를 제대로 판단하고 평가하는 데에 필요한 전문지식을 잘 갖추지 못하여 합리적인 판단을 하지 못할 소지가 있을 뿐만 아니라 기회주의적인 행동을 할 우려도 있어 MoM의 승인을 받은 거래라고 하더라도 반드시 객관성이 보장된다고 할 수 없다는 지적도 있다.[164]

6. 모회사 주주에 대한 주식매수청구권 부여

우리 상법은 인적분할이든 물적분할이든 주주의 지분가치는 변함이 없다고 보고 분할제도를 설계하면서 주식매수청구권을 인정하지 않았다. 그러나 모회사의 주주에게 주식매수청구권을 허용하면, 분할에 반대하는 주주에게 분할 공시 전의 주식가치로 보상 받고 exit할 수 있게 하고, 주식매수청구권 행사가 과도해지는 경우 경영진은 그 부담으로 인해 분할을 추진할 수 없으므로 사전에 주주의 의사를 충분히 반영하여 분할계획을 설계하도록 간접적으로 강제한다는 점에서 의의가 있다.

그러나 이에 대해서는 다음과 같은 문제점이 지적되었다.

첫째, 인적분할과 달리 물적분할은 분할존속회사가 분할신설회사를 완전히 지배하여 완전모자회사 관계가 형성될 뿐 분할존속회사의 주주가 보유한 주식의 수와 내용에는 변동이 없다고 지적한다. 또한 물적분할 이후 회사 가치가 개선된다는 실증적인 분석도 있기 때문에 물적분할이 주식가치에 부정적 영향을 초래한다는 것을 일반화하기 부족하므로, 물적분할에 반대한다고 하여 주식매수청구권을 부여하는 것은 곤란하다고 한다.[165]

---

163 권재열, 앞의 논문(각주148), 11면

164 천경훈, 앞의 논문(각주158), 28면

165 권재열, “이른바 ‘쪼개기 상장’을 둘러싼 제도정비 방안 검토, -이용우 의원이 대표발의한 법률개정안을 중심으로-“, 상사법연구 제41권, 제2호, 한국상사법학회, 2022, 121~122면

둘째, 물적분할의 경우에 주식매수청구권이 인정되는 선진 입법례가 흔치 않아 보인다는 점이다. 한국 상법상 분할제도의 모법인 프랑스에서는 물적분할시 주식매수청구권을 인정하기 않고, 독일도 마찬가지이다. 일본은 물적분할에 대해 주식매수청구권을 인정하지만 분할대상사업부문이 총 자산의 20%를 초과하는 경우에 한해서만 주식매수청구권을 인정하고 있다.[166] 미국의 경우는 회사의 자산을 처분하는 성격으로 보아 일부 주법(뉴욕주, 캘리포니아주 회사법)에서 주식매수청구권이 인정되는 경우가 있다.[167]

셋째, 분할하고자 하는 회사에 과도한 부담으로 작용하고, 주주는 이를 기회적으로 행사할 우려도 제기된다. 주주는 반대의사를 통지한 후에도 그 의사를 번복할 수 있으므로 일다 반대의사 통지를 해놓고 보자는 유인을 가지게 되고, 주주는 시가와 주식매수청구가격 중 유리한 가격으로 주식을 처분할 기회를 가진다. 그러면 회사로서는 진정으로 행사할 매수청구의 대상이 되는 주식의 규모를 예측하기 곤란하여 경우에 따라서는 반대주주의 수가 많아지면 회사 스스로 분할을 포기할 여지가 있게 되는데, 이는 주식매수청구권의 행사가 왜곡됨으로 인해 회사분할이 좌절될 가능성 높아지는 것으로 설명된다.[168]

넷째, 회사는 주식매수청구권 부여에 따른 큰 부담을 우회하기 위해 현물출자 방식이나 영업양도 방식을 취하는 경우에는 어떻게 처리할 것인가의 문제가 있다.[169]

다섯째, 모회사 소수주주의 진정한 의사는 해당 사업에 대한 주주의 지위를 유지하거나 미래 성장 이익을 공유 받고자 하는 것일 수 있다는 점에서 주식매수청구권 도입이 적극적인 소수주주보호 대책으로서는 부족하다는 지적이다.[170]

7. 주주에 대한 비례적 이익 보호를 반영한 이사의 주주에 대한 충실의무 규정 개정

상법 제382조의2 이사의 충실의무 대상을 회사에 한정하지 않고 '주주

166 국회 정무위원회 검토보고서(각주148) 15면
167 황남석, 앞의 논문(각주29), 283~285면
168 권재열, 앞의 논문(각주165), 121~122면
169 권재열, 앞의 논문(각주165), 122면
170 김지평, 이서연, 앞의 논문(각주39), 21면

의 비례적 이익'[171] 또는 '총주주'를 추가하여[172] 이사에게 주주에 대한 보호의무를 부과하자는 방안이다. 위 방안은 모두 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충문제를 해소하고자 하는 목적이고 이사가 회사뿐만 아니라 직접적으로 주주의 이익(특히 일반주주의 이익) 보호에 충실하도록 하는 의미이다. 그 의의에 대해서는 긍정적이나, 우리 법체계에 수용 가능한지에 대해서는 논란이 있다.

첫째, 회사의 이익을 위한 것은 곧 전체 주주의 이익을 위한 것이고, 주주평등의 원칙에 따라 적법하게 이루어진 자본거래는 회사와 지배주주에게만 이익이 되면서 일반주주에게 손해가 될 수는 없으며, 만일 위법한 자본거래가 있을 경우 현행법으로도 충분히 구제가 될 수 있으므로 이사 충실의무 개정에 반대하는 관점이다.[173] 이사나 경영진이 소수주주의 이익을 해하는 것은 현행 법리에서도 허용되지 않는다고 보면서, LG화학의 주가 폭락으로 기업가치가 훼손되었으면 지배주주도 같은 손실을 입은 것이므로 이 문제는 주주의 비례적 이익에 대한 신인의무 조항과 무관하여 해당 조항 신설로 해결하기는 어렵다는 지적이다.[174]

둘째, 이사는 회사와 위임관계에 있으므로 회사에 대해 의무를 부담하고 상법상 충실의무의 대상은 개별주주가 아니라 회사라고 보는 관점이다. 주주의 비례적 이익을 보호하자는 것은 법인이익독립론의 폐기를 전제로 하는 것으로 이를 폐기하는 것은 한국의 사법체계에서 중대한 작업이므로 신중을 기하여야 한다는 의견이다.[175] 비례적 이익을 위해 직무를 수행할 것을 의무화하는 것은 법인제도와 일치하지 않으며, 외국의 동향은 회사는 가장 중요한 이해관계자인 주주를 포섭하는 조직체이기는 하지만 그렇다고 주주 전체와 회사를 동일시할 수 없음을 시사하므로, 개정안이 주주의 비례적 이익과 회사를 동일한 가치를 지닌 것으로 보아 병렬적으로 열거한 것

---

171 이용우 의원 대표발의 상법 일부개정법률안, 의안번호 2114916 (2022.3.22 발의), 이상훈, 앞의 논문(각주26) 331-330면,

172 박주민 의원 대표발의 상법 일부개정법률안, 의안번호 19370 (2023. 1. 9 발의)

173 상장회사협의회의 의견과 같다. 신민경, "'상법 개정해야' 개미들 촉구에도 재계 반발하는 이유", 한경, 2023. 3. 29.

174 송옥렬, "이사의 주주에 대한 신인의무? -법적타당성보다 주장의 배경에 주목해야-", 기업거버넌스포럼 발표문, 2022. 3. 24

175 권재열, 앞의 논문(각주165), 123~124면에서 재인용; 한국상장회사협의회, "상법 일부개정법률 의원발의안에 대한 의견-이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2114916호", 2022. 4. 1-3면

은 납득하기 어렵다고 지적되기도 한다.[176] 이러한 입장에서는 이사는 주주가 아니라 회사에 대해 의무를 부담하는 것이므로[177] 이사가 주주에게 직접 의무를 부담하도록 명문화하는 것에 부정적이다.

셋째, 이사가 주주의 비례적 이익을 위해 직무를 수행해야 한다는 것은 지배주주의 지배권(경영권)의 본질과 다수결의 원칙, 주식회사 제도 전반에 위협을 초래할 우려가 있다는 점이다. 지배권은 특정 주주가 이사의 선임을 통하여 경영진에 영향력을 행사하거나 주주총회에서 의결권을 행사하여 회사의 기본정책을 결정할 수 있는 힘을 말하고, 지배권 프리미엄은 최대주주가 보유하는 주식이 갖는 가치에 더하여 해당 회사의 지배권을 행사할 수 있는 특수한 가치를 의미한다. 만일 지배주주가 장기실적을 요구하는 반면 소수주주는 단기실적을 희망하는 상황에서 이사가 주주의 비례적 이익을 위하여 행동해야 한다면 이사 입장에서는 두 주주를 모두 보호해야 하는 상황이 되고, 이사는 교착상태에 빠질 수밖에 없다. 이렇게 되면 지배주주의 지배권의 가치가 훼손되는데, 이는 사실상 소수주주가 다수주주의 의사를 존중하여야 하는 (지분)다수결의 원칙과 충돌하는 것과 다를 바가 없어 주식회사 제도의 근간을 흔드는 것이라고 평가한다.[178]

본 사안에서는 물적분할과 자회사 상장으로 인하여 모회사의 기업가치와 주주가치가 훼손되는지의 관점에서 보아야 하는데, 모회사의 기업가치 훼손은 곧 전체 주주의 주식가치 훼손을 의미하므로 주주의 비례적 이익이나 총주주의 이익을 보호하도록 상법을 개정하는 것으로 물적분할 논란의 해결책이 되기는 부족해 보인다. 어느 나라 법제이든 지배권의 존재를 긍정하고 다수결의 원리와 주주평등의 원칙은 이미 현 법제의 대원칙인바, 주주의 비례적 이익 보호 명시를 위한 상법 개정은 우리나라 법제와 충돌되거나 모호함을 야기할 수 있다. 실효성이 확실하지 않은 방안이므로 접근에

176 권재열, 앞의 논문(각주165) 124~125면

177 우리나라 대법원 판례에도 같은 취지의 판시가 있다. “주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위”에 있지 않다고 하거나(대법원 2009. 5. 29. 선고 2008도9436 판결), “주식회사의 주주는 주식의 소유자로서 회사의 경영에 이해관계를 가지고 있다고 할 것이나, 회사의 재산관계에 대하여는 단순히 사실상, 경제상 또는 일반적, 추상적인 이해관계를 가질 뿐, 구체적 또는 법률상의 이해관계를 가진다고는 할 수 없다”고 한다(대법원 2016. 7. 22. 선고 2015다66397 판결)

178 권재열, 앞의 논문(각주165) 126면

신중할 필요가 있다.

8. 트래킹 주식(tracking stock) 도입

상장회사가 물적분할 후 신설한 자회사를 상장하는 이유는 물적분할을 통해 특정 사업부문을 다른 사업부문과 분리하고 그 성장가능성을 온전히 평가받아 유리한 조건으로 대규모 자금조달이 가능하도록 하는 데에 있다. 만일 회사가 특정 사업부문의 실적에만 연동되는 주식을 발행하여 자금을 조달할 수 있다면 굳이 물적분할을 하거나 물적분할 후 자회사를 상장시킬 필요가 없을 것이다. 특정 사업부문이나 자회사의 실적에 주가를 연동시켜 배당을 실시하는 주식인 트래킹 주식은 미국과 일본 등에서 발행된 바 있는데, 우리나라도 트래킹 주식을 발행할 수 있다면 물적분할 후 자회사 상장의 수요는 줄어들 것이라는 의견이 제기되었다.[179]

그러나 트래킹 주식은 최근에는 그 활용이 극히 저조한 것으로 알려져 있고, 기존의 법제 하에서 극복하여야 할 과제들이 많다. 첫째, 트래킹 주식은 다른 보통주에 대한 배당액의 규모와 차이가 있을 수 있는데 트래킹 주식이 시장가치를 제대로 반영하기 위해서는 그 주식의 의결권을 차등적으로 부여해야 한다는 의견이 대두된다.[180] 둘째, 트래킹 주식은 그 발행과 유통이 이루어질 수 있는 인프라가 구축되어야 하고 특정 사업부문을 회사의 나머지 부분과 분리하여야 하므로 의사결정구조, 트래킹 주식의 적정주가, 공시방법, 배당의 재원 구분, 사업부문간 독립적인 회계제도, 기업운영의 공통비용의 분배 등에서 새로운 기준이 마련되어야 하는데 이는 용이하지 않은 일이다.[181]

이와 같이 트래킹 주식은 근본적 시각에서 자본조달의 요구를 해결하려는 측면에서 긍정적이라고 보지만, 법률관계과 실무를 복잡하게 한다는 점 외에도, 기업규모를 축소하는 기업구조개편으로 경영의 효율화를 달성하고 특정사업부문의 독립성이나 성과에 대한 책임의 명료성 강화하고자 하

179 한국상장회사협의회, “물적분할 후 동시상장 이슈와 시사점”, 상장협 ISSUE PAPER, Vol. 70, 한국상장회사협의회, 2022. 11면

180 박철영, “트래킹주식(tracking stock)에 관한 소고”, 증권예탁 제55호, 증권예탁결재원, 2005, 21~22면

181 이승환, “종류주식의 활용방안에 대한 고찰”, 법학연구 제23권 제11호, 연세대학교, 2013, 57면

는 물적분할을 대체하기는 어렵다는 한계가 있다.[182]

9. 자회사 상장시 모회사 주주총회 특별결의 승인을 정관에 반영하는 방안

물적분할 후 설립된 자회사는 모회사와 독립된 기업이므로 자회사가 상장할 때에도 자회사에 최대한 유리한 조건으로 자금조달을 하여 공모 발행 및 상장을 하면 되는 것이 원칙이다.[183] 그런데 최근 일부 물적분할사례에서 “신설 자회사” 정관에 자회사 상장시 사전에 (자회사 주주총회가 아니라) “모회사”의 주주총회에서 특별결의에 의한 승인을 받아야 한다는 내용을 반영한 사례가 있고[184], 다른 건에서는 모회사 주주총회에서 모회사의 정관 변경 안건을 상정하여 “모회사”의 정관에 신설 자회사를 상장하려는 경우 그 상장 진행 여부에 대해 모회사의 주주총회 특별결의에 의한 승인을 받아야 한다는 내용이 포함된 정관 변경 안건이 통과된 사례도 있다.[185]

이러한 방식은 직관적으로는 현재의 논란에 부합하는 새로운 해결책일 수도 있으나, 모자회사 관계에 있더라도 모회사와 자회사는 별개의 법인격과 의사결정구조를 가진 독립된 법인이라는 전통적인 회사법 개념에 부합되지 않는 면이 있고, 자회사가 모회사의 기존 주주를 적극적으로 보호하고 모회사 주주의 의결에 스스로 구속되게 하는 것은 과도하다는 비판이 가능하다.

이에 대해서는 우리나라의 전통적인 의사결정 권한분배 및 법인격 독립 원칙을 조정하거나 특별한 경우에 예외를 인정하여 유연하게 운용할 필요가 없는지에 대한 근본적인 고려가 필요하다는 지적이 있다. 2020년 상법 개정을 통하여 상법 제406조의2로 다중대표소송이 도입되어 모회사의 주주가 자회사 이사를 상대로 직접 대표소송을 제기하는 것이 가능하진 것이나 계열회사 사이의 지원행위가 합리적인 경영판단의 재량 범위 내에서 행해진 것이면 본인에게 손해를 가한다는 인식 하의 의도적 행위라고 인정하기 어렵다고 판단한 대법원 판례(대법원 2017. 11. 9. 선고 2014도12633)도 이러

---

[182] 윤보윤, “기업분할 전략의 성공요건”, LG주간경제 제458호, LG경제연구원, 2001, 44면

[183] 김지평, 이서연, 앞의 문헌(각주39) 22면

[184] 포스코, 2022.1.4. 주요사항보고 정정공시

[185] NHN, 2022. 3. 14. 주주총회소집공고, 2022.3.29. 정기주주총회결과공고

한 고려가 반영된 것이라는 평가이다.[186]

일견 기업집단과 계열회사 공동의 이익을 감안하고 모회사 주주의 승인을 통하여 절차적 정당성을 강화한다는 점에서 긍정적이나, 정관은 기업의 가장 중요하고 영속적인 기업지배구조에 관한 규범인데 모자회사 간의 독립성에 관한 요구와 어떻게 조화를 이룰 것인가는 향후 더 체계적인 연구가 이루어져야 할 과제로 보인다. 모회사와 자회사가 자신의 의사결정기구가 아닌 상대방의 의사결정기구의 승인을 조건으로 할 경우, 서로 이해관계가 일치하지 않으면 교착 상태에 빠질 수 있고 책임의 문제도 있다. 앞서 검토한 바와 같이 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 주식가치를 훼손한다고 일반화하기 어렵고 실제로도 자회사 상장계획에 문제가 없다면 모회사 주주들에 대한 정보공개와 설득을 거쳐 모회사 주주총회의 특별결의 승인을 얻는 것이 어렵지 않을 것이므로 실제로 자회사 상장이 비합리적으로 저지될 가능성은 매우 낮을 것이라는 전망도 가능하나, 본 논란에 대해 회사법의 대원칙을 조정하는 방안을 채택할 것인지는 개별 기업의 이사회의 판단에 달려 있다.

제3절 정부의 제도개편과 법령 개정

금융위원회는 2022년 들어 자본시장 선진화를 위한 다양한 개선 정책을 마련하였다. 그 중에서도 새 정부의 자본시장 분야 국정과제 중 '물적분할 자회사 상장시 주주 보호 제도화'와 관련하여, 정책세미나 등 수개월간 전문가 및 이해관계자 논의를 거친 후, 같은 해 9월 5일 '물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안'을 발표하였다.

즉, 위 정책 발표에서는 '공시 강화-주식매수청구권 도입-상장심사 강화'로 3중의 보호장치를 두면서, 회사가 스스로 주주 보호를 위한 적극적 노력을 하지 않아 일반주주들의 지지와 동의를 얻지 못하면 대규모 주식매수청구권 행사로 물적분할 추진이 사실상 어려워질 수 있고 상장심사도 강화하겠다는 내용이다.[187] 이에 따라 금융위원회는 2022년 내에 해당 개선책

[186] 김지평, 이서연, 앞의 문헌(각주39), 22~23면
[187] 금융위원회, "물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안", 2022. 9. 5.자 보도자료

시행에 필요한 법령 개정을 진행한바, 같은 해 9월 개선 방안 발표 이후 기업들이 물적분할 계획을 자발적으로 철회하거나 주주보호방안을 보완하는 등의 긍정적 변화가 나타나고 있다고 진단하였다.[188]

[금융위원회 '물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안' 발표(2022.9.5) 및 그 후속조치 개요]

공시 강화	물적분할시 '주요사항보고서'를 통해 물적분할의 구체적인 목적(예, 구조조정, 매각, 상장 등), 기대효과 및 주주보호방안, 상장계획을 충실히 공시하여야 함 특히 분할 자회사의 상장을 계획하고 있는 경우 예상일정 등을 공시해야 하고, 추후 상장계획이 변경되는 경우에도 정정공시해야 함
	(후속조치) 금융감독원의 '기업공시서식 작성기준'이 개정되어 2022. 10. 18.부터 적용됨[189]
주식매수청구권 도입	상장기업 주주가 물적분할에 반대하는 경우 반대주주에게 주식매수청구권을 부여함
	(후속조치) 자본시장법 시행령 제176조의7 제1항에 제2호 '상법 제530조의12에 따른 물적분할(분할합병은 제외한다)의 경우'를 추가함으로써 동법 제165조의5 제1항에 따른 주식매수청구권 행사가 가능해짐(2022. 12. 27. 시행)
상장심사 강화	물적분할 후 5년 내 자회사를 상장하려는 경우, 거래소는 모회사가 모회사 일반주주에 대한 보호노력을 충분히 하였는지 심사함. 보호노력이 미흡한 경우 상장이 제한됨. 상장기준 개정 이전에 이미 물적분할을 완료한 기업도 분할 후 5년이 경과하지 않았다면 강화된 상장심사제도가 적용됨

[188] 금융위원회, "상장기업 물적분할시 주식매수청구권 도입", 2022.12.20.자 보도자료

[189] 기업공시서식 작성기준에 다음과 같은 내용이 추가되었다.

제12-8-7조(물적분할의 경우 물적분할 추진에 대한 검토내용) 물적분할의 경우에는 물적분할의 목적, 기대효과, 물적분할 및 이후 분할신설회사의 상장 등 구조개편계획이 회사 및 주주에게 미치는 직간접적인 영향 등에 대한 구체적 검토내용을 기재한다.

제12-8-8조(물적분할의 경우 주주보호방안) 물적분할의 경우에는 물적분할 및 이후 분할신설회사의 상장 등 구조개편계획이 주주에게 미치는 영향과 관련하여 주주보호를 위한 회사의 방안을 구체적으로 기재하고, 이와 같은 방안이 없는 경우 그 사유 및 향후계획 등에 관해 설명한다.

	거래소 상장가이드북에 주주보호방안과 미흡사례를 제시함 ✓ **주주보호방안(예시) : (i) (자회사로 분할된 사업부문에 대한 주주권의 회복기회 부여)** 모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물배당하거나, 모회사 일반주주를 대상으로 자기주식(모회사 주식)을 공개매수하고 매수대가로 자회사 주식을 교부(모자회사 주식교환), **(ii) (자회사 성장에 따른 이익을 모회사 주주에게 적극적으로 환원)** 배당확대/자사주 취득/소각 등 ✓ **미흡사례(예시) :** 물적분할 또는 상장과 관련하여 기업지배구조보고서 등 공시를 통해 향후 계획, 추진 사유 및 주주보호정책 등을 제시하지 않거나 공시한 정책을 이행하지 않은 경우, 일반주주와의 소통과정에서 제기된 문제를 합리적 이유 없이 검토하지 않은 경우 등
	(후속조치) 거래소는 2022. 9. 28.부터 물적분할 자회사가 상장하려는 경우 모회사의 일반주주 보호노력을 심사하고 있음. 유가증권시장 상장규정 시행세칙 [별표2의2]질적심사기준 개정(2022. 9. 26 개정, 2022. 9. 28. 시행)[190], 코스닥시장 상장규정도 같은 취지로 개정됨 주주보호방안으로 모회사 주주에 대한 자회사 주식 현물배당을 선택한 경우 모회사 주주의 자회사 주식 처분이 제한되지 않도록 제도 정비(2022. 12. 7. 상장규정 개정, 같은 달 12. 시행)

제4절 보호방안들과 법령 개정에 대한 평가

1. 전체적인 평가

물적분할과 자회사 상장에 관하여 모회사 일반주주를 위한 보호대책은 정보공개 수준 상향을 제외하고는 기본적으로 그 필요성이 높지 않다고 보

[190] "3) 상장신청인이 유가증권시장 주권상장법인 또는 코스닥시장 상장법인의 상법 제530조의12에 따른 물적분할로 설립된 법인으로서 설립 후 5년 이내에 상장예비심사를 신청하는 경우에는 상장신청인의 모회사(상법 제342조의2 제1항에 따른 무회사를 말한다)가 주주 의견수렴, 주주와의 소통 등 주주 보호노력을 충실히 이행한 것으로 인정될 것 (이하 단서 생략)"

나, 상장회사의 주가는 기업의 내재가치나 영업성과와 다르게 투자자의 주관적 인식과 평가가 중요한 영향을 미치는 점, 최근의 거셌던 부정적 여론은 주식시장에서 자생적으로 해소되기 어렵고 물적분할과 자회사 상장의 순기능마저 작동하기 어렵게 하는 점, 개별 사례에 따라서는 기업가치와 주주가치 향상에 효율적이지 않은 물적분할이나 자회사 상장이 실행될 가능성도 배제하기는 어려운 점들을 고려하여, 일정 수준의 제도보완은 부득이하였음은 앞서 본 바와 같다. 여러 보호방안이 거론되었으나 2022년 정부가 채택한 주식매수선택권 부여나 상장심사 강화 정책은 합리적 논리 필연성에 근거하기 보다는 일반투자자의 주식시장 참여 증가, 자본시장의 신뢰와 공정성 추구 기조와 맞물려 일반투자자 보호 요구의 여론을 감안한 정책적 타협일 것으로 생각된다.

이러한 전제 하에, 모회사 일반주주 보호방안은 법규 개정을 통해 일반주주에게 적극적이고 참여적 권리를 부여하기 보다는 현행 법제와의 충돌을 줄이면서 기업이 자율적인 노력을 기울여 정보비대칭을 줄이고 주주환원정책을 보완하여 주주들의 인식을 개선하도록 유도하는 하는 것이 바람직하다. 그러한 측면에서 2022년 법규 개정은 물적분할과 자회사 상장에 대해 제기되었던 우려와 단기적 주가하락, 비합리적 저평가 현상을 완화하는 데에 도움이 될 것으로 생각된다.

2. 개별적 방안에 대한 평가

(가) 앞서 제시된 방안들 중 모자회사 동시상장 금지 법제 도입안, 자회사 상장시 모회사 소수주주에게 자회사 신주인수권증서를 부여하거나 신주를 우선배정하는 방안, 소수주주 다수결 동의제도, 이사의 주주에 대한 보호의무 추가 방안, 트래킹 주식 도입 방안은 우리 회사법 체계와 개념, 판례와 합치되지 않은 측면이 있고 소수주주 보호책의 요구수준을 감안하면 위와 같은 법제화 방안은 적극적으로 새로운 법질서를 만드는 것이어서 수용에 부담이 있다고 생각된다. 자회사 상장시 모회사 주주총회 특별결의 승인을 받도록 정관에 반영하는 방안은 법령 개정을 요하지 아니하고 개별 기업의 판단에 따라 정관 변경을 통하여 채택할 수 있다는 점에서 유연하고 새로운 시도이기는 하나, 모자회사간 기업의 독립성과 의사결정권한의

분배에 관한 회사법의 대원칙에 부합하지 않는 방안이라는 점에서 채택에 신중함이 요구된다.

특히 모회사 주주에 대한 신주우선배정이나 신주인수권증서 교부 방안은 모회사 주주에게 자회사 주식 취득의 기회를 부여하는 면에서 직접적인 효과는 있으나 규제의 정합성에 의문이 있다. 앞서도 검토하였듯이 물적분할과 자회사 상장은 단기의 일회적 이벤트가 아니라 수년에 걸친 중장기적 과정인 반면 우리 주식시장의 개인투자자는 단기보유 성향이 강하므로, 어느 시점의 주주에게 신주인수권을 줄 것인지는 어려운 문제이며 어쩌면 물적분할 이후 어느 특정시점의 주주에 대한 직접적인 보상을 법제화한다는 것 자체가 적절하지 않은 접근일 수 있다. 또한 기업이 자체적인 경영상 판단에 따라 현물배당이나 주식교환 등의 방법으로 자회사 성장의 과실을 공유하는 것은 현행 법제 하에서도 가능하나, 앞서 살핀 바와 같이 물적분할과 자회사 상장으로 인한 모회사의 기업가치나 주주가치 훼손 결과가 명확하지 않은 상황에서 신주 우선배정이나 신주인수권증서 발행과 같이 현행 법령의 개정을 통해 법제화에 나아가는 것은 매우 신중할 필요가 있다고 생각된다. 법제화에 나아갈 경우 일반적인 모자회사의 동시상장의 경우와 구분하는 것이 정당화될 수 있을지 의문이 있고, 그 구분의 기준점을 어떻게 둘 것인지 여러가지 문제도 따른다.

(나) 이보다는 (i) 기업이 물적분할을 결정하거나 자회사 상장을 결정하는 환경 자체를 개선하는 것이 필요한바, (a) 법령으로 특정 정책을 강제하기 보다는 기업 스스로 주주보호정책을 마련하도록 유도하고 (b) 그러한 의사결정 과정을 투명하고 상세하게 공개하여 정보비대칭을 줄임으로써 주식시장에서 비합리적인 저평가의 요인을 완화하도록 하며, (ii) 직접적인 보호책은 주식매수청구권 부여로 한정하는 것이 바람직하다고 본다.

이러한 측면에서 금융위원회의 개선방안은, 제도개선이 부득이하였다는 전제에서, 현행 법제와의 충돌을 최대한 줄이면서 기업이 스스로 일반주주의 지지를 받을 수 있도록 유도하는 인센티브를 부여하는 것으로 물적분할과 자회사 상장 제도를 보완하였다는 점에서 적절하다고 본다. 모회사 주주에게 신주 우선배정 또는 신주인수권을 부여하는 방안은 적극적 입법으로 새로운 법률질서를 형성하면서도 제도적 정합성에서는 잘 설명되지 않아 이를 채택하지 않은 것은 타당하다. 궁극적으로는 현행 법제에서 어긋나지

않으면서 물적분할과 자회사 상장에 대한 시장의 우려와 저평가를 완화하는데 도움이 될 것으로 기대된다.

1단계의 공시 강화 측면에서는, 기존의 물적분할 공시에서는 일반적으로 통용되는 문구를 이용하여 다소 기계적인 내용으로 기술되고 주주 충분한 정보를 파악하기에 한계가 있었으나, 앞으로는 더욱 충실하게 공시되어야 할 것이며 그러한 공시에 이르기 위해서는 물적분할에 대하여 이사회 심의를 포함하여 신중하고 책임 있는 검토가 이루어져야 할 것이다. 3단계의 상장심사 강화 측면에서는, 물적분할 이후 수년이 경과한 이후에 자회사를 상장하는 것은 시간이 흐를수록 일반적인 자회사 상장과의 구별점이 희석되는데 그 시점을 5년으로 구분하여 5년 내의 자회사 상장에 한하여 상장심사를 강화하는 것은 적절하다고 본다. 이론적으로 논란이 될 수 있는 것은 2단계의 주식매수청구권 부여인데, 이에 대해서는 아래에서 항을 나누어 평가하여 본다.

3. 물적분할에서 주식매수청구권 부여에 대한 검토

앞서 물적분할 자체가 문제이거나 일반주주에게 바로 손해를 미치는 것은 아니라고 검토하였다. 물적분할 자체보다는 그 이후에 물적분할로 설립된 자회사를 상장하는 것은 모자회사 중복상장, 모회사 디스카운트 이슈 등 보다 어려운 문제를 야기하는데, 그러면 주식매수청구권 부여는 자회사 상장에 대한 규제가 아니라 물적분할 자체에 대한 규제라는 점에서 논리적으로 맞지 않다는 의문이 있을 수 있다. 그러나, 결론부터 말하면, 주식매수청구권 부여는 그간 제시된 방안 중 규제의 정합성이 있고 기업이 자율적으로 시장의 왜곡을 해소하도록 유인하는 인센티브인 점에서 채택이 가능하다고 본다.

첫째, 물적분할은 그 자체로는 법적인 결함이 없더라도 물적분할로 모회사 주주는 분할사업부문에 대한 주주로서의 직접적인 의결권을 행사할 수 없고 물적분할 이후에 다양한 후속조치로 변동가능성에 노출되어 향후 기업구조개편의 출발점일 가능성이 높다는 점에서, 이러한 물적분할 이후의 다양한 변동 가능성을 원하지 않는다면 이들에게 탈퇴권을 주는 것이 합리적이다.

물적분할 후 자회사를 상장할 수도 있고 제3의 투자자를 유치할 수도 있으며 매각하거나 타 회사와 합병할 수도 있다(앞서 본 물적분할 공시 강화 정책에서도 물적분할의 구체적인 목적과 기대효과, 상장계획 여부에 대해 공시하도록 하였으므로 물적분할 자체로 매우 중요한 결정이다). 물적분할은 분할계획에 대한 주주총회의 승인을 통해 확정되는데, 물적분할이 완료되면 기존 모회사 주주의 권한과 모회사 이사회의 권한, 자회사 주주의 권한과 자회사 이사회 권한 간의 재분배도 완료된다. 예를 들어 물적분할 후에는 신설자회사가 상장 또는 제3자 배정을 통해 유상증자를 하는 등의 중요한 의사결정은 최종적으로 자회사 이사회의 몫이 되고[191], 신설자회사가 중요한 영업양수도를 하는 것은 자회사 주주총회의 몫이며, 모회사가 가진 자회사 지분을 처분하는 의사결정은 모회사 이사회의 몫이 된다.

이와 같이 물적분할 이후에 자회사를 둘러싸고 벌어지는 일들은 물적분할을 결정하는 순간 모회사의 주주총회의 권한 범위에서 벗어나고 이는 곧 일반주주의 직접적인 법적, 사실적 영향력에서도 벗어난다는 이야기이다. 모회사 주주를 보호하는 법제화를 할 경우, 물적분할의 시점에 보호책을 두는 것이 이론적으로 명확하고, 이때 기업은 물적분할이 저지되지 않도록 기존에 미흡하였던 다양한 노력을 기울이게 된다는 점에서 물적분할시에 주식매수청구권 부여 방안이 가장 적절하다고 생각된다.

둘째, 우리 회사법이 주식매수청구권을 부여하지 않은 전제에 대한 관점의 변화이다. 우리 회사법은 전통적으로 회사의 분할은 주식가치에 변동을 초래하지 않는다고 보아 주식매수청구권을 부여하지 않았으나, 이러한 전제는 시대의 흐름에 따라 다소 달리 인식될 수 있고 조금 더 넓은 관점에서 고려해 볼만하다. 즉, 모회사의 주주는 분할대상사업의 중요한 경영활동에 대한 의결권을 직접 행사할 수 없는 사실적 변화가 있다는 점, 물적분할시 신설 자회사의 실적이 모회사 연결재무제표에 반영되어 주식가치에 영향이 없음에도 최근 사례에서 보듯이 주식시장의 부정적 여론으로 물적분할 공시 이후 (그 합리성을 불문하고)적어도 단기적으로는 주가가 하락하는 사례들이 보이는 점을 감안하면, 기존에 주식매수청구권을 부여하지 않은 전제에 대한 관점에 변화가 있다는 점도 이유가 될 수 있다.

---

[191] 모회사의 소수주주는 물적분할 이후에도 다중대표소송을 통해 자회사 이사에 대해 권리를 행사할 수 있기는 하지만, 이는 예외적인 상황이다.

셋째, 주식매수청구권 부여는 정책의 문제이며 물적분할에 부여하여도 법감정이나 법체계상 어색하지 않다. 자본시장법에는 주식매수청구권의 발동 사유를 상법과 동일하게 규정하면서도 상장회사의 인적분할에 의하여 설립되는 법인이 발행하는 주권이 증권시장에 상장되지 않을 경우에는 주식매수청구권을 부여하는 등(자본시장법 제165조의5 제1항, 동법 시행령 제176조의7 제1항) 어떠한 사안에 주식매수청구권을 부여할 것인가는 정책 판단의 영역이다. 합병, 주식교환/이전, 중요한 영업양수도와 같이 회사의 중요한 의사결정에서 주식매수청구권을 부여하는 것과 같이 물적분할에도 반대주주에게 주식매수청구권을 인정하는 것이 자연스럽다.

넷째, 주식매수청구권 부여는 회사로 하여금 회사 스스로 정보비대칭을 해소하고 주주를 설득하도록 하여 시장의 비합리적인 부정적 인식을 완화하도록 한다. 그럼으로써 물적분할 발표에 따르는 충격과 주가 하락을 방지하는 효과를 낼 수 있다. 물적분할 후 자회사 운영이나 모회사 주주보호 내지는 주주환원 계획에 설득력이 없다면 물적분할 결정에 반대하면서 주식매수청구권을 행사하게 될 것이며, 반대주주는 물적분할로 인한 주가 하락의 효과가 발생하기 이전의 가격으로 주식을 매도할 수 있게 된다. 회사는 주식매수청구권 행사에 따르는 주식매수 비용 등을 종합적으로 고려하여 보다 신중한 검토 하에 물적분할을 결정하게 될 것이다. 과도한 주식매수청구로 인하여 물적분할 자체가 좌절될 우려도 있으나, 기업 전체에 효율적인 물적분할과 그렇지 않은 물적분할을 시장에서 구분할 수 있도록 하고 효율적인 물적분할이 채택되도록 간접적으로 유도하는 효과를 기대할 수 있다.

이상과 같이 물적분할 반대주주에게 주식매수청구권을 부여하는 방안은 앞서 제시되었던 보호방안들 중에서 현재 법제 하에서 규제의 정합성이 있는 유일한 방안이라고 본다. 물적분할을 추진하는 회사 입장에서는 상당한 재무적 부담이 될 수 있으나 공시 강화와 맞물려 물적분할을 신중하게 검토하고 왜곡된 여론을 기업 스스로 교정하도록 유인하는 목적에는 효과적일 수 있다고 생각된다.

4. 제도개편의 문제점

2022년 제도 개편에 대한 시장 반응은 대체로 긍정적인 것으로 보이나, 변경된 제도 하에서 개선이 요구되는 부분은 남아 있다.

첫째로, 분할대상사업부문의 규모가 작은 소규모 분할(10% 이하)의 경우 달리 취급하여 주식매수청구권에 예외를 두어야 한다.

둘째로, 물적분할 승인을 위한 주주총회, 주식매수청구권 행사 방어, 자회사 상장심사 각 단계에서 주주보호노력이 필요하게 되었으며 구체적인 주주환원정책의 수립이 필요하게 된 바, 주주환원정책은 기업의 재무상황과 시장환경에 맞게 기업이 자율적으로 정책을 정해야 하고 어떠한 특정 조치 또는 특정 수준을 강제하는 방향으로 운영되어서는 안될 것이다. 상장심사 과정에서 높은 수준을 요구할 경우 현실성이 부족한 전시성 주주보호방안을 무분별하게 내세우게 하여 차후 또다른 논란과 시장의 혼란을 초래할 수 있으므로 경계하여야 한다. 특히 금융위원회는 자회사 주식을 현물배당하는 방안을 예시로 언급하였고, 최근 몇 기업들이 자회사 현물 배당 계획을 거론하며 정관에도 이를 반영하는 움직임이 있었으나, 자회사 주식을 현물배당 하는 것은 신중하게 접근할 문제이다.

변경된 제도 하에서 개선이 요구되는 부분과 남은 문제에 대해서는 아래의 ‘앞으로의 과제’에서 함께 상세히 검토한다.

제5절 앞으로의 과제

1. 물적분할과 자회사 상장의 당위성은 일률적으로 단정하지 말아야 한다.

최근 LG화학 사례를 필두로 하여 몇 가지 유사사례로 물적분할과 자회사 상장에 대해 무조건 부정적으로 보는 시각이 강해졌다. 그러나 중장기적인 관점에서 모회사를 포함한 기업전체의 가치 제고에 도움이 될 수 있고, 성장이 정체되거나 변곡점에 있는 기업에 구조개편을 하여 생산성 향상을 도모할 수 있는 방안이 될 수도 있다. 각 기업이 물적분할과 자회사 상장을 추진하려는 목적과 필요성, 분할의 규모, 물적분할 후 모회사의 사업내용, 각 기업이 처한 재무적 상황, 업종의 성격, 자본조달의 긴박성과 계획, 국내외 기업 환경, 기업지배구조와 주주환원정책 등은 각 사안마다 모두 다르며, 물적분할과 자회사 상장은 소기의 목적 달성에 효율적일 수도 있고

그렇지 않을 수도 있으며 모회사 일반주주에게 미치는 영향의 정도도 사안마다 다르다. 2022년 금융위원회 정책에 따라 향후 정보공개는 더욱 강화될 것인 바, 물적분할과 자회사 상장을 일률적으로 나쁜 것으로 단정하지 말고 각 사안별로 구체적으로 따져 보아야 할 것이다. 그럼으로써 기업의 내재가치와 무관하게 주가가 급등락하는 평가 왜곡을 완화하여야 한다.

2. 소규모 분할은 달리 취급해야 한다.

물적분할을 나쁜 것으로 단정하지 말아야 할 대표적인 부류 중 하나는 분할대상사업의 규모가 적은 물적분할 사안이다. 애당초 물적분할 후 자회사 상장이 문제되는 것은 핵심사업부문에 대한 것이었는데, 여론에서는 분할대상사업부문이 기존 회사에서 차지하는 비중을 따져보지 않고 물적분할을 무조건 부정적인 시각으로 보는 경향이 강했다.

물적분할 사례 중에는 모회사 기업가치와 주주가치 훼손의 우려와는 그다지 관련이 없는 경우도 많다. 예를 들어, 핵심사업은 아니지만 장래의 성장가능성 있는 사업으로서 회사 내부에서 성장에 필요한 예산을 충분히 배정받지 못하는 경우에는 별도 자회사로 분사하여 해당 사업에 대한 전문성 하에 독립된 경영을 하고 해당 사업부문의 장래성에 관심이 있는 외부투자자를 유치하여 성장시키는 것을 목적으로 하는 경우이다. 또는 사업적으로나 재무적으로 위험성이 있는 사업을 회사에서 분리하는 물적분할도 있다. 이러한 성격의 물적분할은 모회사의 기업가치와 주주가치 훼손과는 거리가 멀어 주식매수청구권을 부여할 합리적 이유가 없다. 이러한 성격의 물적분할은 해당 사업에 모험자본이 조달되고 신속하고 유연한 경영이 필요한 경우에 이루어지는 경우가 많으므로, 물적분할에 과도한 규제를 하는 것은 바람직하지 않다. 그렇게 설립된 자회사의 경우는 향후 성장하여 상장에 성공한다고 하여도 통상적인 자회사 상장과 달리 취급되어야 할 당위성은 없다.

그렇다면 주식매수청구권 부여의 기준을 무엇으로 할 것인지가 문제인데, 분할계획서에 공시되는 분할재무제표상 분할대상 사업부문이 존속회사의 직전 사업연도말 기준 매출총액 또는 자산총액의 10% 이상인 경우로 그 기준을 고려해 볼 수 있다고 생각된다.[192] 이를 '소규모 합병'에 견주어

[192] 10% 기준선은, 상법상 소규모 합병의 기준, 주주총회 승인절차가 필요하고 주

‘소규모 분할’로 명명할 수 있다. 일본의 경우, 일본 회사법에서 신설회사에 승계시키는 자산의 장부가액의 합계액이 신설분할회사의 총 자산액의 20%을 초과하지 않는 경우에는 주식매수청구권 부여의 예외로 두었다(일본 회사법 제806조 제1항 제2호, 제805조).

제도개편과정에서 소규모 분할에 대해 예외를 두지 않은 이유에 대해, 상법상 주주총회가 면제되는 소규모 합병과 달리 분할은 소규모인 경우에도 주주총회 특별결의가 면제되지 않고, 분할의 경우 주주의 권리가 분할 축소되는 점을 고려하면 합병의 경우보다 주주권리 보호의 필요성이 더욱 크다는 점을 고려하였다고 한다.[193] 일응 타당한 관점이나, 주주총회 특별결의를 거치더라도 주식매수청구권을 부여하지 않을 수 있고 이는 개정 전 기존과 같은 방식이어서 그다지 어색할 것은 없으며, 앞서 언급한 바와 같이 소규모 분할은 모회사 주주가치 훼손의 우려와는 거리가 있고 통상적인 자회사 상장과 달리 취급되어야 할 필요성이 적다는 점에서 소규모 분할에는 더 유연한 운영이 필요하다고 본다.

3. 물적분할 결정 등 일련의 절차에서 이사회 역할을 강화해야 한다.

기존에는 회사의 경영진이 설계한 물적분할계획 안건을 상정하면 이사회에서 다소 수동적으로 심리한 경향이 있었다면, 앞으로는 물적분할 결정에 있어서 이사의 신인의무는 더욱 강화되게 해석 및 적용할 필요가 있다고 생각된다. 이에 따라 이사회는 물적분할의 구체적인 목적, 기대효과, 주주보호방안, 상장계획과 일정에 대해 충실하게 심리해야 한다. 특히 최근 논란에 비추어 보면, 예를 들어 회사가 자금조달을 위한 목적으로 물적분할을 추진하려는 경우, 왜 자금조달이 필요한지, 인적분할이나 유상증자, 차입 등을 선택하지 않고 물적분할을 선택한 합리적인 이유에 대해서도 심리하는 것이 바람직하고, 그 검토결과에 대해서 주주들에게 공개하여야 한다. 강화된 신인의무 하에서 충분한 정보를 바탕으로 신중한 검토를 하여 물적분할 결정이 회사의 최대한의 이익에 부합한다고 결정한 경우, 설령 물적분할 이후 시장의 여하한 상황에 따라 주가가 하락하는 일이 있어도 이는 경영판단의 원칙에 따라 보호될 가능성이 높을 것이다.

식매수청구권이 인정되는 영업양도의 중요성에 관한 실무적 기준을 고려하였다.

[193] 금융위원회, “물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안”, 2022. 9. 5. 자 보도자료

또한 앞서 검토하였듯이 물적분할로서 모회사 주주, 모회사 이사, 자회사 주주, 자회사 이사 간의 권한의 재분배가 일어난다. 그만큼 물적분할 이후 자회사의 상장이나 자회사 지분 처분에 관한 의사결정을 할 때 혹은 모회사와 자회사 간의 거래가 있을 때 지배주주만이 아닌 전체 주주의 이익을 고려하여 더욱 신중하게 심리하고 이해상충 방지를 위해 이사회의 독립성을 강화하여야 할 필요가 있다.

4. 자회사 상장심사 과정에서 주주보호대책을 이유로 기업의 자율을 저해해서는 안되고, 자회사 주식 현물배당에 대해서는 더 신중한 검토가 요구된다.

(가) 물적분할 공시, 주식매수청구권 행사 방어, 자회사 상장의 각 단계에서 주주보호대책이 요구되게 되었다. 어느 정도의 주주보호대책을 강구하여야 하는지 그 기준은 없다. 그러다 보니 주주환원계획 보여주기에 치중될 우려가 있는데 이는 경계되어야 한다. 다른 한편, 규제 차원에서는 큰 틀에서 주식매수청구권 부여와 상장심사강화 이 두 장치만 두고, 나머지는 기업의 제반사정을 감안하여 각 회사가 주주보호대책을 자율적으로 만들도록 하면서 어떠한 특정의 방식을 무리하게 요구하여 기업의 자율을 저해하는 것 역시 경계되어야 한다.

전형적으로 거론되는 대부분의 주주친화정책(자사주 매입, 소각, 배당확대, 현물배당)은 주주에게 이익을 환원한다는 점에서는 긍정적이나 회사의 유보금을 줄여 재무적 부담을 초래하고 신규 투자를 저해할 수 있다. 상장심사에 있어서 개별 기업의 주주보호정책은 자율적 경영판단에 의하도록 하고 특정 정책이나 무리한 수준을 강요함으로써 상장 진입을 어렵게 하는 것은 당초의 정책적 필요성을 넘는 과도한 제한에 해당될 수 있다는 점에서 운영에 유의할 필요가 있다.

(나) 특히 금융위원회는 주주친화정책의 예시로 자회사 주식을 현물배당하는 방안을 언급하였고, 최근 몇 기업들이 자회사 현물 배당 계획을 거론하며 정관에도 이를 반영하는 움직임이 있었으나, 자회사 주식을 현물배당한다는 계획은 신중하게 접근할 문제이고 더욱 세밀한 실무적 연구가 필요하다.

현물배당제도는 2011년 상법 개정으로 도입되었는데, 회사가 자기주식을 현물배당하는 사례를 제외하고 실제로 회사가 보유한 자회사 발행 주식으로 현물배당을 실행한 사례는 거의 찾아보기 어렵다.[194] 그러나 최근 자회사 주식 현물배당이 물적분할과 자회사 상장 사안에서 모회사 주주보호책으로 떠올랐다. 실제로, 최근 물적분할을 추진한 회사가 자회사 주식 현물배당이 가능하도록 모회사의 정관에 반영하여 현물배당 가능성을 시사한 사례가 있고,[195] 물적분할로 설립된 자회사가 상장예비심사를 진행하는 과정에서 모회사 주주들에게 자회사 주식을 현물배당하기로 했다는 내용을 포함하자 한국거래소는 주주소통에 적절한 노력을 기울였다고 평가하여 상장예비심사가 승인된 사례[196] 이래로 자회사 주식 현물배당이 주주보호책으로 거론되고 있다.

자회사 주식 현물배당은 모회사 일반주주로 하여금 자회사 주식을 직접 취득할 수 있도록 한다는 점에서 긍정적이나, 아래와 같은 한계점이 있어 실제로 모회사 주주보호에 실효적일지는 앞으로 실무적 연구가 더 필요하다고 생각된다. 첫째, 현물배당도 배당의 일종이므로 모회사에 배당가능이익이 있어야 하는 바, 모회사에 배당가능이익이 없다면 무용하다. 둘째, 실제 현물배당 시점에 주식시장이 호황이고 자회사의 성장가능성이 높게 평가될수록 모회사 주주에게 이득일 것이나 그렇지 않은 상황에서는 현금배당을 선호하는 주주도 상당할 할 것이어서 현물배당이 꼭 바람직한 것은 아닐 수 있다. 셋째, 기업집단에서는 공정거래법과의 충돌도 예상된다. 공정거래법에 의하면 지주회사와 그 자회사는 각각 자회사와 손자회사의 주식을 30%(상장회사), 50%(비상장회사) 이상을 보유하여야 할 의무가 있으므로

194 정재규, “현물배당, 결정주체와 현물의 범위에 관한 고찰”, CGS리포트6권2호, 한국ESG기준원, 2016. 3, 3면 각주2

195 NHN은 클라우드사업부문을 물적분할 하면서 모회사 정관에 물적분할 신설법인의 주식으로 현물배당할 수 있는 근거를 마련하겠다고 설명하였고, 2022년 정기주주총회에서 정관변경안이 통과되었다(NHN 2022.3.14. 주주총회소집공고, 2022.3.29. 정기주주총회결과 공고),

196 삼기EV는 삼기의 물적분할로 설립된 회사로서(2020. 10. 5. 임시주주총회에서 분할계획서 승인), 2022. 10. 28. 상장예비심사 승인을 받았는데, 삼기EV는 모회사 주주들에게 자회사 주식을 현물배당하기로 한 것으로 알려졌다. 필에너지는 필옵틱스의 물적분할로 설립된 회사로서(2020. 2. 27. 임시부부총회에서 분할계획서 승인) 2022. 10. 31 상장예비심사를 청구하였는데 필에너지 공모 물량의 12.5% 규모를 현물배당하겠다는 방안을 공시한 바 있다(필옵틱스 2022. 12. 22자 공시). 최윤신,” ‘모회사 주주 현물배당’, 물적분할 상장 공식될까”, 더벨, 2022. 11. 10.

(공정거래법 제18조 제2항 제2호, 제3항 제1호) 이에 저촉되지 않는 범위에서 현물배당이 이루어져야 한다는 한계가 있고, 또한 공정거래법상 지주회사와 그 자회사는 각각 자회사와 손자회사가 아닌 국내계열회사의 주식을 보유하지 못하므로(같은 법 제18조 제2항 제3호, 제3항 제2호) 공정거래법상 자회사는 지배주주인 지주회사에게, 손자회사는 지배주주인 자회사에게 현물배당을 할 수 없다. 그렇다면 한 차례의 배당에서 주주에 따라 현물배당과 현금배당으로 이원화되어야 하는 등 복잡한 문제를 초래한다.

결국 배당의 방법으로서 자회사 주식을 현물배당 할 것인지는 기업이 여러가지 사정을 감안하여 자율적으로 채택할 일이므로 이러한 현물배당 방안이 필수로 인식될 것은 아니라고 보인다. 자회사 주식 현물배당에 관해서는 다각도의 연구가 더 필요하다고 생각된다.

이러한 이유로, 대규모 기업집단에 속한 기업은 현물배당 대신 자기주식(모회사 주식)을 공개매수하고 매수의 대가로 자회사 주식을 교부하는 방안을 고려하여 볼 수 있다. 최근 SK이노베이션은 2023. 3. 정기주주총회 직후 열린 주주와의 대화에서 중장기 주주환원 방침으로 SK온의 상장시점에 SK이노베이션이 공개매수를 시도해 자가주식을 취득한 뒤 그 대가로 SK온 주식을 교부하는 방식을 검토하고 있음을 발표하였다. 자회사 상장과 연계된 주주환원정책에 대한 기대로 이날 주가는 전날 종가에 비하여 13.8% 급등하였다.[197] 2022년 제도보완에 따른 변화이자 긍정적 시장 반응으로 평가될 수 있다.

5. 물적분할과 유사한 기능을 하는 현물출자나 영업양도의 경우는 어떻게 처리할 것인지에 대한 논의가 필요하다.

물적분할에 따른 부담을 우회하기 위해 영업양도나 현물출자 방식에 의하는 경우 동일한 규제를 할 것인지의 문제가 있다. 물적분할과 현물출자, 영업양도는 그 경제적 실질이 매우 유사하다는 점에서 규제의 회피 의도와 상관없이 통일된 규율을 고려하는 것은 긍정적이다. 다만, 물적분할과 현물출자, 영업양도는 엄연히 다른 법적 형식과 절차를 취하고 그 활용되는 국

197 장서우, “물적분할 돌파구 찾은 SK이노…‘SK온 IPO때 주식교환 추진’”, 한경, 2023. 3. 30

면도 조금씩 달라 물적분할과 동일한 규제를 하기에는 주저되는 면이 있다. 주식매수청구권의 경우 주주총회에서 반대의사를 표시하는 주주에게 부여되고 중요한 영업양도에는 상법에서 이미 부여되어 있으므로 주로 현물출자에서 문제될 것인데, 현물출자는 상법상 주주총회 결의를 요구하는 규정이 없으므로[198] 상법 개정에 관한 논의가 선행되어야 한다. 대규모 분할의 경우 현물출자는 출자재산 평가에 대해 법원의 검사가 필요하고 영업양도는 개별적인 권리의무 승계 및 자산 이전 절차의 번거로움이 있어 우회하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다.

6. 기업의 자율적 노력 하에 자본시장에서 투자자의 신뢰를 찾고 물적분할과 자회사 상장의 순기능을 살려 기업의 경쟁력 강화를 위한 기업구조개편의 수단으로 재정립해야 한다.

앞서 살펴본 바와 같이 최근 우리나라 주식시장의 큰 특징은 개인투자자의 참여가 크게 증가하고 일반주주의 권익 보호에 대한 사회적 관심, 자본시장과 기업지배구조에 대한 문제의식이 높아졌다는 점이다. 각종 채널과 미디어를 통하여 정보교환과 의견개진이 활발해지면서 언론도 투자자보호에 대한 중요성을 강조하고 정치적 관심과 법제화로 이어지고 있는 추세이다. 이러한 흐름에 맞추어, 향후의 물적분할과 자회사 상장 제도 운영은 기업의 자율적 노력 하에 투자자의 신뢰를 회복하고 주식시장 참여자들의 우려와 왜곡된 저평가를 바로잡아 물적분할과 자회사 상장이 본연의 긍정적 기능을 살리고 기업이 생산적 활로를 찾을 수 있도록 해야 할 것이다.

---

[198] 현물출자 방식에 의하더라도 사실상 중요한 영업양도, 즉 기존 회사 영업의 전부 또는 일부를 양도하거나 폐지하는 것과 같은 결과를 가져오는 경우 주주총회 특별결의가 필요하다고 보는 견해도 가능하나, 상법상 명문의 근거가 없어 일반적으로 받아들여지기는 어렵다고 본다.

제6장 결론

본 논문에서는 최근 LG화학 물적분할 사례를 중심으로 물적분할과 자회사 상장 논란과 그 당위성에 대해 보다 다양한 관점에서 검토하였다. 물적분할은 사업경쟁력과 경영효율성을 강화하고 대규모 자금조달을 위한 기업구조개편에 효과적인 수단이며 불적분할에 대한 비판적 지적에도 불구하고 현재의 법제 하에서는 물적분할을 대체할 만한 동위의 효과적인 법적 수단은 별로 없어 보인다. 최근 물적분할에 대한 부정적 인식과 맞물려 물적분할 공시 직후 모회사의 주가가 하락하는 경향이 나타났으나 수일 내 주가를 회복하는 경우가 다수 있고 LG화학과 같이 주가 회복 후 더 상승하는 경우도 있었다. 물적분할 후 자회사 상장 단계에서도 상장 직후 주가 하락 추세가 나타났으나 주가에는 국내외 경기, 업황 등 다양한 원인이 작용한다. 물적분할과 자회사 상장이 주가와 기업가치에 미치는 영향은 분할 규모, 분할 전후의 모회사의 사업내용, 모자회사 관계, 모회사의 주주정책과 주주들과 소통한 정도, 내부통제 효율성 등 구체적인 사안마다 달리 평가될 수 있는 반면, 상장에 따른 대규모 자금조달로 자회사 지분가치 상승, 모회사 재무구조 개선 등 모회사에도 큰 이점이 있다. 따라서 물적분할과 자회사 상장이 모회사의 기업가치와 주주가치를 훼손한다고 일반화하기는 어려워 보인다.

본 논란은 2020년 시작된 주식시장과 IPO시장의 활황, 개인투자자 폭증, 이에 따른 일반주주의 권리 보호에 대한 사회적 관심 증가를 배경으로 한다. 해외의 기업구조조정방법 중 물적분할 및 자회사 상장과 가장 유사한 구조인 Equity Carve-out은 주로 비핵심사업을 대상으로 하고 있어 LG화학 사례와 비견할 만한 사례를 발견하기는 어려웠다. 다만 일부 사업을 독립된 기업으로 분리하고 여기에 대규모의 자금을 조달을 하여 기업의 효율적 운영을 도모해야 한다는 요구는 공통된다.

이러한 관점에서 물적분할과 자회사 상장에 관하여 모회사 일반주주를 위한 보호대책은 기본적으로 그 필요성이 높지 않다고 본다. 다만, 상장회사의 주가는 기업의 내재가치나 영업성과와 다르게 투자자의 주관적 인식

과 평가가 중요한 영향을 미치는 점, 최근의 거셌던 부정적 여론은 주식시장에서 자생적으로 해소되기 어렵고 물적분할과 자회사 상장의 순기능마저 작동하기 어렵게 하는 점, 개별 사례에 따라서는 기업가치와 주주가치 향상에 효율적이지 않은 물적분할이나 자회사 상장이 실행될 가능성도 배제하기는 어려운 점들을 고려하여, 일정 수준의 제도보완은 부득이 하였다고 생각된다. 여러 보호방안이 거론되었으나 2022년 정부가 채택한 주식매수선택권 부여나 상장심사 강화 정책은 면밀한 논리적 필연성에 따른 것이기 보다는 일반투자자의 주식시장 참여 증가, 자본시장의 신뢰와 공정성 추구 기조와 맞물려 일반투자자 보호 요구의 여론을 감안한 정책적 타협으로 생각된다.

이러한 전제 하에, 모회사 일반주주 보호방안은 법규 개정을 통해 일반주주에게 적극적이고 참여적 권리를 새로이 부여하기 보다는 현행 법제와의 충돌을 줄이면서 기업이 자율적인 노력을 기울여 정보비대칭을 줄이고 주주들의 인식을 개선하도록 유도하는 하는 것이 바람직하다. 그러한 측면에서 2022년 법규 개정은 물적분할과 자회사 상장에 대해 제기되었던 우려와 단기적 주가하락, 저평가 현상을 완화하는 데에 도움이 될 것으로 생각된다. 다만, 소규모 분할은 달리 취급하여 주식매수청구권 부여에 예외를 둘 필요가 있다. 또한 상장심사에서 개별 기업의 주주보호정책은 기업의 자율적 경영판단을 존중하고 특정 주주정책이나 무리한 수준을 강요함으로써 사실상 상장 진입을 어렵게 하는 것은 자칫 당초의 정책적 필요성을 넘는 과도한 제한에 해당될 수 있다는 점에서 운영에 유의할 필요가 있다.

향후의 물적분할과 자회사 상장제도의 운영에 있어서는 변화된 자본시장 환경에서 지배권에 관한 회사법의 대원칙과 일반주주 권익 보호의 균형을 추구하며 기업의 자율적 노력을 통해 투자자의 신뢰를 회복할 필요가 있다. 주식시장 참여자들의 우려와 왜곡된 저평가를 바로잡아 본연의 기업구조개편의 수단으로서 긍정적 기능을 살리고 기업의 생산적 활로를 찾을 수 있도록 해야 할 것이다.

참고 문헌

<국내문헌>

단행본

김건식, 노혁준, 천경훈, 회사법, 제6판, 박영사, 2022

송옥렬, 상법강의, 제12판, 홍문사, 2022

이철송, 회사법강의, 제30판, 박영사, 2022

논문

강내철, 진태홍, “기업분할 방법과 공시효과”, 재무관리연구 제29호 제1권, 한국재무관리학회, 2012

강효석/서재웅, “기업분할 정도가 주주의 부에 미치는 영향”, 글로벌경영연구 제23호 제3권, 한국외국어대학교 글로벌경영연구소, 2011

권재열, “물적분할 후 자회사 상장시 소수주주 보호방안 검토 -법령개정사항을 중심으로”, 증권법연구 제23권 제1호, 한국증권법학회, 2022

권재열, “이른바 ‘쪼개기 상장’을 둘러싼 제도정비 방안 검토”, 상사법연구 vol.41, no.2, 통권 115호, 한국상사법학회, 2022

기현희/장원경, “기업분할이 모기업의 주가에 미치는 영향”, 대한경영학회지 43호, 대한경영학회, 2004

김상우, 남명수, “기업분할이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 기업경영연구 제20권 제5호, 한국기업경영학회, 2013

김민기/김준석, “코로나19 국면의 개인투자자: 투자행태와 투자성과’, 이슈보고서 21-11, 자본시장연구원

김석진, 노경석, “분리공모가 모회사 주가에 미치는 영향”, 경영학연구 29권 1호, 한국경영학회, 2000

김용현, 김남곤, “분리공모와 최초공모의 장기성과 비교”, 유라시아연구 제14권 제1호(통권 제44호), 사단법인 아시아·유럽미래학회, 2017

김정애, “한국 주식시장에서 기업분할의 동기와 시사점”, 주식, 제242권, 2003

김종국, 변영태, 김수경, “기업분할의 목적별 공시효과에 대한 주가반응에 관한 연구”, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제20호 제3권,

한국자료분석학회, 2018
김지수, 조정일, “분리서립의 기업성과와 성과요인”, 재무연구 제18권 제3호, 2005
김지평, 이서연, “물적분할 및 자회사 상장의 실무상 쟁점”, BFL 제144호, 서울대학교 금융법센터, 2022
김지평 외 8인, “상장회사 자금조달 수단 중 Tracking Stock 제도 도입방안 연구”, 상장협연구 2022-2, 한국상장회사협의회, 2022
김화진, “상장회사를 어떻게 규제할 것인가?”, 서울대학교 법학 제49권 제1호, 2008,
남길남, “물적분할과 모자기업 동시상장의 주요이슈”, 자본시장연구원, 이슈보고서 22-07, 2022
노혁준, “프랑스의 회사분할 법제에 관한 연구: 분할의 효력을 중심으로”, 법제연구 제39호, 한국법제연구원, 2010
박진/서정원/강신우, “한국주식시장의 지주회사 디스카운트”, 한국학회지 제48권 제6호, 한국증권학회, 2019
박진우, “LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할”, Korea Business Review 26권 3호, 한국경영학회, 2022
박철영, “트래킹주식(tracking stock)에 관한 소고”, 증권예탁 제55호, 증권예탁결재원, 2005
송옥렬, “복수의결권주식 도입의 이론적 검토”, 한국상사법학회, 상사법연구 제34권 제2호, 2015
송옥렬, “포이즌필 도입에 따른 법정책적 쟁점”, 상사법연구 27권 2호, 한국상사법학회, 2008
송치승/전진규, “IPO저가발행이 이후 공모에 미치는 영향”, 한국증권학회지 제48권 5호, 한국증권학회, 2019
윤소정, “물적분할이 발생한 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석” KCGS 리포트 10권 12호, 한국기업지배구조원, 2020
이상훈, “물적분할과 지주사 디스카운트-LG화학의 사례를 소재로-“, 법학논고, 제71집, 경북대학교 법학연구원, 2020
이승환, “종류주식의 활용방안에 대한 고찰”, 법학연구 제23권 제11호, 연세대학교, 2013
이중기, “‘지배권 프리미엄’의 표현으로서 ‘다수지배원칙’과 통제장치로서의

‘지배주주의 충실의무’”, 상사법연구 32(1)권, 한국상사법학회, 2013,
전병목, 구자은, 정희선, “주요국의 합병 및 분할세제”, 세법연구 08-12, 한국조세연구원, 2008
정봉진, “미국 연방소득세법 제355조상의 비과세 Spin-Off와 지분 계속성 요건”, 법학논총 제37집, 숭실대학교 법학연구소, 2017
정우영/이현균, “상법상 물적분할에 대한 비교법적 연구:물적분할제도의 쟁점을 중심으로”, 연구보고서 상-21-02, 한국법학원, 2021
정재규, “현물배당, 결정주체와 현물의 범위에 관한 고찰”, CGS리포트6권2호, 한국ESG기준원, 2016. 2
정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 일반대학원 법학박사 학위논문, 2017
조대현/이승희, “일본 기업지배구조 관련 규범 제·개정 동향과 시사점”, 경제개혁연구소, 이슈분석 2021-06호, 2021
조용대/김동하, “이사회의 기업분할 결의가 기업가치에 미치는 영향 분석”, 대한경영학회지 제28호 제1권, 대한경영학회, 2015
천경훈, “소수주주 다수결의 도입가능성에 관한 시론”, 기업법연구 제32권 제4호, 한국기업법학회, 2018
최윤정, “미국의 단기실적주의 논쟁에 관한 고찰”, 서울대학교 일반대학원 법학석사 학위논문, 2017
한국상장회사협의회, “물적분할 후 동시상장 이슈와 시사점”, 상장협 ISSUE PAPER Vol. 70, 2022
한길석, “우리나라 자본시장의 공모주 저가발행현상에 관한 연구”, 국제회계연구 제59집, 한국국제회계학회, 2015
황남석, “미국 회사법상의 회사분할제도에 관한 연구”, 증권법연구 제12권 제3호, 한국증권법학회, 2011
황남석, “상법상 물적분할제도의 쟁점 및 입법적 개선방안”, 상사법연구 제34권 4호, 한국상사법학회, 2016

국내 언론 기사문

강도원, “필에너지, 코스닥 상장예심 통과…‘물적분할 나침반’ 되나”, 서울경제, 2023. 5. 15
구태우, “한국조선해양의 ‘물적분할 효과’…주가 안정화와 투자금 확보 ‘일

석이조’”, 블로터, 2022. 5. 17.
김강한, “LG화학 배터리 떼낸다, 개미들 반대에도 찬성 82%로 주총 통과” , 조선일보, 2020. 10. 30.
김경아, “따상과 허상 사이”, 파이낸셜뉴스, 2020.10.8
김도윤, “자회사 상장했는데…오히려 약세 보인 모회사 주가”, 머니투데이, 2018. 8. 21.
김민기, “‘기업가치 재평가’ 목표주가 상향 ‘자회사 순차적 상장’ 주가에 호재”, 파이낸셜뉴스, 2021. 4. 14.
김영상, “‘1주당 20만원 벌었네’…LG엔솔 ‘따상’ 실패에도 시총 100조”, 머니투데이, 2022.1.27
김현정, “삼기이브이, 상장 첫날 ‘따상’…LG엔솔 고객사 보유”, 매일경제, 2023. 2. 3.
박경훈, “주가하락 공식된 ‘주주배정, 공모 유상증자”, 서울경제, 2019. 12. 2.
박기수, “LG에너지솔루션, 골든타임 IPO가 가져다 준 선물”; 더벨, 2023 .3. 22
손효정, “소액주주, 주주행동 ‘활발’…목소리 높이는 동학개미”, 매일경제, 2023. 2. 26
신민경, “’상법 개정해야’ 개미들 촉구에도 재계 반발하는 이유”, 한경, 2023. 3. 29.
신승훈, “SK텔레콤, 자회사 기업공개 속도 낸다…기업가치 상승 기대”, 아주경제, 2021. 3. 15
신혜연, “국내 주식투자자 평균 코스피 주식보유기간은 4.9개월”, 중앙일보, 2020. 9. 28
심성미, ‘할인율 과도 vs 적정가치..불거지는 지주사 저평가 논란’, 한경, 2021.7. 21
안혜신, “시총 상위 10개 종목 올해 ‘처참한 성적’…LG화학만 상승”, 이데일리, 2022. 12. 23.
양정우, “LG화학 물적분할, 초우량 신용도 공고히 할 묘수”, 더벨, 2020. 9. 24
윤보윤, “기업분할 전략의 성공요건”, LG주간경제 제458호, LG경제연구원, 2001
이경주, “LG화학, LG에너지솔루션 IPO 과연 ‘실’만 있을까”, 더벨, 2020.9.21
이관휘, “대기업의 물적분할, ‘한국식 기업지배구조’ 때문이라고?”, 시사인 736호, 2021. 10. 30,

이관휘, “SK바이오팜은 왜 공모가를 턱없이 낮게 책정했을까[자본시장 이야기]”, 시사IN, 2020. 7. 29.
이래학, “LG화학, 배터리 분사하면 주가는 어떻게 될까”, 사이다경제, 2020. 9. 10.
이수호, “또 물적분할? 카카오게임즈 ‘라이온하트 IPO’ 우려가 과도한 이유”, 테크엠, 2022.7.25.
이윤재, 강봉진, “개미원성 의식한 국민연금…LG화학 분할안 변수되나”, 매일경제, 2020. 10. 27.
이은정, “기본 ‘따상’은 갈 줄 알았는데…SKIET 무너진 이유는”, 이데일리, 2021. 5. 11.
장서우, “물적분할 돌파구 찾은 SK이노…‘SK온 IPO때 주식교환 추진’”, 한경, 2023. 3. 30
최동수, “증시부진에 IPO까지 숨고르기…’따상’ 추억은 어디로”, 데일리임팩트, 2022.8.10
최윤신, “물적분할 심사 ‘첫타자’ 필에너지, 예심 난항 예상”, 더벨, 2023. 2. 2.
최윤신, “’모회사 주주 현물배당’, 물적분할 상장 공식될까”, 더벨, 2022. 11. 10.
허원석, “LG화학 LG엔솔 분할로 성장동력 마련 시급, 신학철 배터리소재에 집중”, 비지니스포스트, 2022. 2. 18
홍경표, ‘LG화학 CFO “LG엔솔 IPO로 재무구조 현저히 개선…추가 구주 매각 고려 안해”’, 연합인포맥스, 2022. 2. 8
홍승빈, “SK바이오사이언스, 화려한 데뷔…’따상’ 코스피 입성 성공’, 한국금융, 2021. 3. 18.

기타자료

국회 정무위원회 검토보고서, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(의안번호 제2114910호, 2114931호)
김동영/양일우, “유상증자 이벤트와 이의 활용 전략”, 삼성증권, 2022
더불어민주당 이용우 의원, 보도자료 ‘이용우 의원실에서 알려드립니다’ (2022. 1. 11)
한국상장회사협의회, “상법 일부개정법률 의원발의안에 대한 의견-이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2114916호”, 2022. 4.
송옥렬, “이사의 주주에 대한 신인의무? -법적타당성보다 주장의 배경에 주

목해야-“, 기업거버넌스포럼 발표문, 2022. 3. 24
윤보윤, “기업분할 전략의 성공요건”, LG주간경제 제458호, LG경제연구원, 2001
한국거래소 송영훈, “물적분할 및 자회사 상장시 소액주주 보호방안”, 2022. 1. 6. ‘모자회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호’ 토론회 발표자료
한국상장회사협의회, “물적분할 후 동시상장 이슈와 시사점”, 상장협 ISSUE PAPER, Vol. 70, 한국상장회사협의회, 2022
한국상장회사협의회, “상법 일부개정법률 의원발의안에 대한 의견-이용우 의원 대표발의, 의안번호 제2114916호”, 2022. 4.

<해외문헌>

단행본

Reinier Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, 3rd Ed, 2017
Stephen M. Bainbridge, “Corporate Law”, 4rd Ed, 2020
Patrick A.Gaughan, “Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings”, Wiley, 7rd Ed, 2017

논문 및 기타자료

Adam Hayes, Carve-Out: “Definition as Business Strategy, Meaning, and Examples”, (investopedia.com), 2020. 8. 9.
Allen, Jeffrey W. and J. McConnel, “Equity carve-outs and managerial discretion”, Journal of Finance 53, 1998
Apostolos Dasilas, Stergios Leventis, “The performance of European equity carve-outs”, Journal of Financial Stability 34, 2018
Benveniste, L. M., and P. A. Spindt,, “How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, Journal of Financial Economics, 24, 1989
Gilson, Ronald, “Controlling Shareholders and Corporate Governance; Complicating the Comparative Taxonomy, Harvard Law Review, Vol.119, 2006
Hemang Desai, Prem C. Jain, “Firm performance and focus: long run stock market performance following spin-off”, Journal of Financial Economics 54, 1999
Krishnaswami, S., P. Spindt, and V. Subramaniam, “Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision”, Journal of Financial Economics 53,

1999

Otsubo, Minoru. “Value creation from financing in equity carve-outs : Evidence from Japan”, Journal of economic and business 68, 2013

Otsubo, Minoru, “Gains from equity carve-outs and subsequent events”, Journal of business research, 2009

Paul Davies, “Control Shift via Share Acquisition Contracts with Shareholders” Oxford Legal Studies Research Paper No.7/2017, 2016

Ronald J. Gilson & Jeffery N. Gordon, “Controlling Controlling Shareholder”, University of Pennsylvania Law Review, U, Vol. 152, 2003

Schipper, Katherine and Abbie Smith, “A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings; Share price effects and corporate restructuring”, Journal of Financial Economics 12, 1983

Slovin, Myron B, Marie E.Sushka, and Steven R. Ferraro, “A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and sell-offs”, Journal of Financial Economics 37, 1995

Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, “Spin-off Guide”, 2021

Welch, I., “Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, Journal of Finance, Vol. 44, 1989

Abstract

A Study on the Vertical Division of Listed Companies and Subsidiary IPO

Kim, Jeongtaek

Department of Law, Commercial Law

The Graduate School

Seoul National University

Since the introduction of the vertical division(*muljeok-bunhal* in Korean) in the Korean Commercial Code in 1998, it has been widely utilized as a method for corporate restructuring. However, recent events such as the vertical division of the core battery business by LG Chem, followed by the IPO of the newly established subsidiary, LG Energy Solution, have resulted in a significant drop in LG Chem's stock price on both the vertical division announcement date and the subsidiary listing date. This decline in stock price has symbolized a negative sentiment towards the vertical division and subsidiary IPO, triggering increased criticism and raising concerns.

Starting in 2020, the COVID-19 pandemic and low deposit interest rates led to a surge in individual investors' participation in the stock market. This trend has brought heightened societal interest in protecting the rights of minority shareholders, ultimately driving policy improvements to enhance fairness and trust in the capital market. The issues surrounding vertical division and subsidiary IPO have become a central topic of discussion, leading to legislative amendments in 2022. However, it appears that prior to these amendments, there was insufficient multidimensional examination and research regarding why companies pursue the vertical division and subsidiary IPO and the potential impacts on the enterprise value and shareholder value of the parent company.

In this paper, we aim to provide a thorough analysis of the controversies surrounding vertical division and subsidiary IPO, with a particular focus on the LG Chem case, which involved the separation of its core business. We will examine the controversies and rationale behind vertical division and subsidiary IPO from various perspectives, taking into account the related legal issues. To address the complexity of the debate, we will divide the analysis into separate sections, evaluate shareholder protection measures, and assess the regulatory reforms introduced in 2022, while presenting future directions.

The legal examination of the controversies surrounding vertical division and subsidiary IPO holds several significances. Firstly, this debate is fundamentally about adjusting the relationship between controlling shareholders and minority shareholders, as well as redistributing authority between directors and shareholders. Given the increasing societal interest in protecting minority shareholders, it is important to consider the possibility of similar issues arising in the future. Secondly, it is necessary to examine how the reformed system should be operated and how to address any remaining challenges. These considerations provide valuable insights for further discussions.

While vertical division results in a redistribution of authority between directors and shareholders regarding the divisional business, it is difficult to deny its effectiveness in enhancing operational efficiency and facilitating corporate restructuring. Although recent perceptions regarding vertical division and subsidiary IPO have been negative and associated with a tendency for the parent company's stock price to decline immediately after the transactions, there are cases where the stock price recovers within a few days or even increases further, as observed with LG Chem. The impact of vertical division and subsidiary IPO on stock price and enterprise value can be influenced by various internal factors, such as the scale of division, the business scope of the parent company before and after the division, the relationship between the parent and subsidiary companies, the parent company's shareholder policies, and the level of communication with shareholders. External factors, such as domestic and international economic conditions, also play a role. Therefore, it is inappropriate to generalize that the vertical division and subsidiary IPO necessarily undermine the enterprise value and shareholder value of the parent company or cause harm to the minority shareholders of the parent company.

In this regard, regarding the division and subsidiary IPO, protective measures for the minority shareholders of the parent company, apart from raising the level of information disclosure, are not necessarily very high in importance. However, considering the following points: the fact that the stock price of a listed company is influenced not only by the intrinsic value or operational performance of the company but also by investors' subjective perception and evaluation; recent negative public opinion that is difficult to be naturally resolved in the stock market and even hinders the proper functioning of the positive aspects of vertical division and subsidiary IPO; the possibility that vertical division and subsidiary IPO may not be efficient in enhancing corporate value and shareholder value in certain cases, it is deemed necessary to implement certain level of institutional improvements. Although various protective measures have been discussed, the appraisal right and strengthened listing eligibility examination adopted by the government in 2022 are considered as policy compromises taking into account the increase in participation of individual investors in the stock market and the pursuit of trust and fairness in the capital market, reflecting the public demand for the protection of general investors.

Based on these premises, it is desirable for protective measures for the minority shareholders of the parent company to encourage companies to make autonomous efforts to reduce information asymmetry and improve shareholders' perception, rather than actively and participatively granting new rights to the minority shareholders through amendment of regulations, while minimizing conflicts with the current legal framework. In this regard, regulatory reform implemented in 2022 are expected to be helpful in alleviating concerns raised about vertical division and subsidiary IPO, as well as mitigate short-term stock price declines and the undervaluation. However, there may be a need for exceptions to be made regarding appraisal right in small-scale divisions, and in the listing eligibility examination it is necessary to allow individual companies to determine their own shareholder protection and return policies based on autonomous management judgment, taking care not to impose specific policies or excessive restrictions that go beyond the original policy needs and make listing difficult.

Keywords : vertical division, corporate restructuring, subsidiary IPO, holding company discount, dual listing of parent and subsidiary company, appraisal right
Student Number : 2019-24761