

물적분할 자회사 상장 시 주주 보호 방안

2022. 7. 14

자본시장연구원
선임연구위원 남길남

목 차

1 제안 배경

2 주주 보호 방안

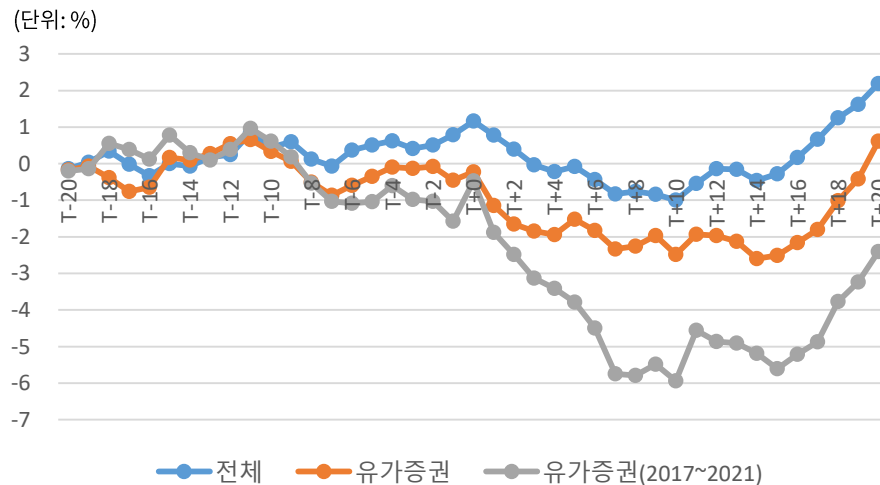
3 향후 계획

1. 제안 배경

물적분할과 자회사 쪼개기 상장 이슈

- LG화학(2020.9), SK이노베이션(2021.8) 등 물적분할 발표 후 주가 하락으로 일반주주 반발
 - › 핵심 성장 사업부분 물적분할로 일반주주가 성장과실 수혜에서 소외되며, 쪼개기 상장으로 분할기업의 기업가치가 훼손된다고 주장
 - › 2010~2021년 기간 284개 물적분할의 누적초과수익률 분석에서도 기업분할 공시 이후 저조한 성과를 보이고 있으며 특히 최근 들어 유가증권시장에서 더욱 심화 되고 있음(자본시장연구원, 2022)

물적분할 기업의 공시 전후 누적초과수익률 추이

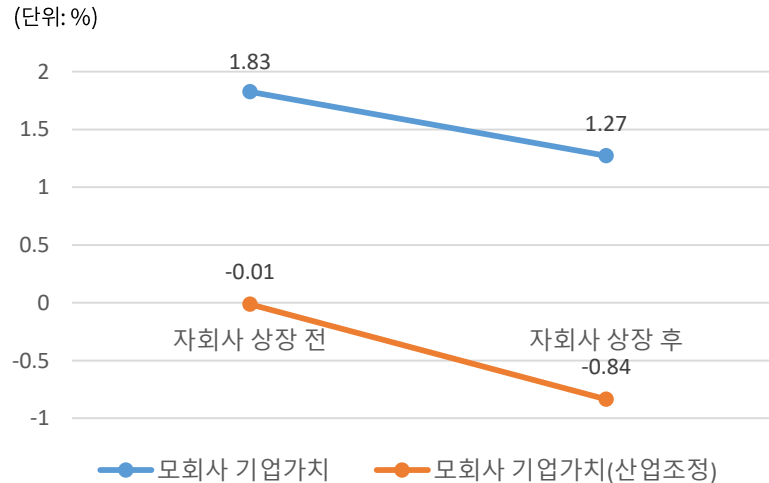


자료: 자본시장연구원

물적분할 쪼개기 상장의 기업가치 훼손 이슈

- 물적분할 모회사의 기업가치는 자회사 상장 이후 하락하며 기업가치 훼손 발생
 - › 물적분할 모회사의 기업가치(시장가치-장부가치 비율, M/B)를 자회사 상장 전후로 비교하였을 때 자회사 상장 이후 물적분할 모회사 기업가치는 30% 하락(자본시장연구원, 2022)
 - 물적분할 모회사가 속한 업종의 평균 기업가치를 차감한 산업조정 기업가치도 하락

자회사 상장 전후 물적분할 모회사 기업가치 변화



자료: 자본시장연구원

물적분할 및 자회사 상장 단계별 주주 보호 강화 방안(TF)

연성규율

- 물적분할 공시 강화
- 상장시 주주보호 노력 심사
- 기업지배구조보고서 작성

제도적장치

- 주식매수청구권 도입
- 신주 우선배정 도입

기업지배구조보고서 강화 조치('22.3)

○ 기업지배구조보고서를 강화하여 물적분할 시 주주소통 노력 명시

- › 기업지배구조보고서 개정으로 (세부원칙 2-③) ‘기업은 합병, 영업양수도, 분할, 주식의 포괄적 교환 및 이전 등과 같은 기업의 소유구조 또는 주요 사업의 변동에 있어 소액주주 의견수렴, 반대주주 권리보호 등 주주보호 방안을 강구하여야 한다.’를 신설
- › 또한 해당 사건이 발생하는 경우 기업지배구조보고서에 소액주주 의견수렴, 반대주주 권리보호 등 주주보호를 위한 회사의 정책을 설명하고 이와 같은 정책이 없는 경우 그 사유 및 향후 계획 등을 설명하도록 함

2. 주주 보호 방안

1. 물적분할 공시강화 방안

○ 현행

- › 합병·분할합병, 인적분할시 제출하는 증권신고서 및 일부 주요사항보고서에 향후 회사구조개편 계획 기재 의무 적용
 - 증권신고서를 제출하지 않는 합병·분할합병(예: 소규모합병 등)의 결정 공시
 - 합병 등 완료 후 1년내 계획은 상세한 일정 등 포함, 1년 이후 계획은 개요를 기재
- › 물적분할 관련 주요사항보고서(회사분할결정) 구성 내용(총 16개 항목)
 - 분할방법, 분할목적, 분할의 중요영향 및 효과, 분할비율, 분할로 이전할 사업 및 재산의 내용
 - 분할로 인한 존속회사 및 신설회사, 분할일정, 기타 투자판단에 참고할 사항 등

○ 문제점

- › 물적분할 관련 세부 계획 및 주주보호에 대한 내용 부재
 - 2010~2021년 기간 물적분할 자회사 상장 기업 중 자회사 상장 계획을 물적분할 공시에서 밝힌 경우 없음

1.물적분할 공시강화 방안II

○ 개선방안

- › 주요사항보고서에 상장 여부 등 향후 구조개편계획과 주주보호방안 기재를 의무화
- › 향후 구조개편계획은 물적분할 뿐 아니라 합병·분할 등 모든 구조변경 관련 주요사항보고서에 기재

현행	개정 후
1~8. 분할방법, 목적, 영향 및 효과, 분할비율 등	1~8. (현행)
9~13. 주총예정일 등	9. 분할일정(현행 9~13을 변경)
	10. 주식매수청구권(추가)
14. 풋옵션 등 계약체결 여부	11. (현행 14와 동일)
15. 증권신고서 제출대상 여부	12. (현행 15와 동일)
	13. 향후 회사구조개편 계획(추가)
	14. 주주보호방안(추가)
16. 기타 투자판단과 관련한 중요사항	15. (현행 16과 동일)

○ 기대효과

- › 자회사 상장 계획, 주주보호방안 등을 공시하여 일반주주가 주주총회 등에서 참고 하도록 지원하고, 회사에는 간접적으로 구조개편 및 주주보호에 대한 책임감을 부여
- › 다만, ‘장래 계획 공시’는 속성상 가변적이어서, 공시내용과 달리 구조개편 등이 진행되더라도 제재 등의 실효성 확보에 한계

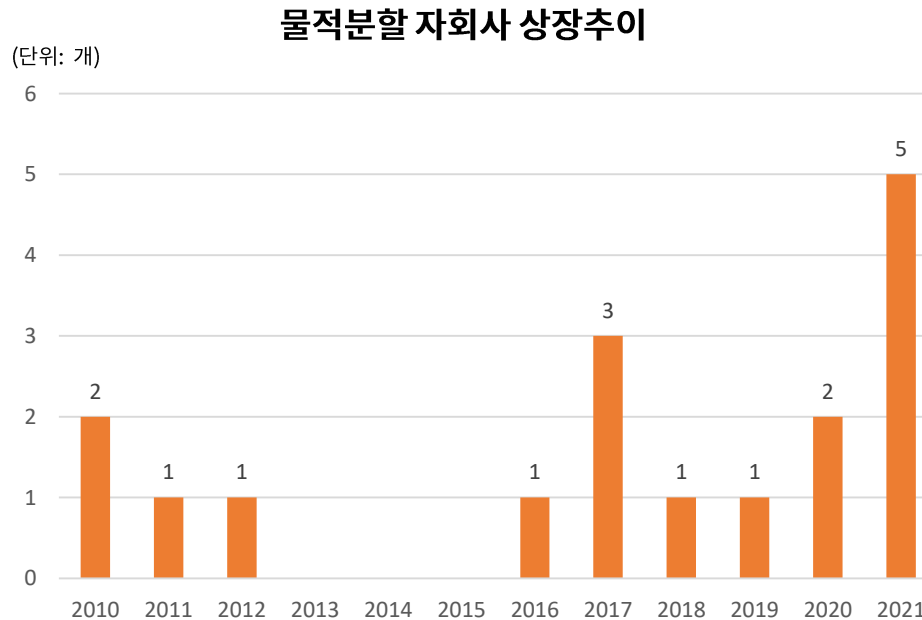
2.물적분할 자회사 상장심사기준 도입

○ 현행

- › 물적분할 자회사 상장에 대해 별도 심사기준 부재
 - 2010~2021년 기간 17개의 물적분할 자회사가 상장되었으며 최근 들어 증가하고 있음

○ 문제점

- › 핵심사업부의 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주 보호 필요성 대두



자료: 자본시장연구원

2.물적분할 자회사 상장심사기준 도입 II

○ 개선방안

- › (심사대상) 상장법인이 물적분할하여 설립한 자회사가 설립 후 5년 이내 상장 신청 시 주주보호노력을 심사
 - 물적분할·상장 기업의 평균 상장 소요기간이 4.4년임을 고려
 - 물적분할을 이미 완료한 기업에 대해서도 적용하되, 분할 후 매각 등 모회사 변경 시에는 제외
- › (보호노력) 주주간담회·IR 등 의견수렴 및 소통결과를 종합적으로 고려해, 일반주주와 충실히 소통한 경우 주주 보호노력 인정
 - (참고: 주주보호노력 미흡 사례) ❶주주보호정책 미공시, ❷공시한 주주보호정책 미이행, ❸일반주주 제기 사항 합리적 검토 미시행

○ 기대효과

- › 물적분할 자회사 상장 시 모회사 주주보호 강화와 기업가치 훼손 가능성 방지

3.물적분할 반대주주에게 주식매수청구권 부여

○ 현행

- › 상법은 합병·분할합병의 경우에만 주식매수청구권을 부여하고, 물적·인적분할의 경우에는 미부여 (상법 § 522의3 § 530의11)
 - 상장법인의 인적분할 후 신설회사가 재상장 되지 않는 경우 예외적으로 주식매수청구권 부여(자본시장법 § 165의5)

○ 문제점

- › 물적분할은 주식매수청구권 부여 대상 아니다 보니 기업가치 하락을 우려하여 물적분할에 반대하는 일반주주는 주총에서 반대표 행사만 가능
- › 물적분할로 일반주주의 의사결정 참여 권한이 지배주주에게 모두 이전되는 주주가치 훼손 문제가 발생하므로, 사전적으로 투자금 회수기회를 제공함으로써 일반주주의 권익 보호 필요

○ 해외사례

- › 일본의 경우 2000년 물적분할 제도를 도입하면서 주식매수청구권 부여

3.물적분할 반대주주에게 주식매수청구권 부여II

○ 개선방안(상법 개정안)

- › 상법 개정을 통해 모든(상장 및 비상장) 기업 물적분할시 주식매수청구권 부여
 - 물적분할 반대주주의 탈퇴권 보장은 매매가 어려운 비상장기업에 더 필요하다고 할 수 있음

○ 개선방안(자본시장법 시행령 개정안)

- › 자본시장법 시행령을 개정하여 상장기업 물적분할 시 주식매수청구권 부여
 - 물적분할 자회사 상장시 일반주주 보호문제는 주가하락이 발생하는 상장 모회사에만 제기되고 있는 사안
- › 법 개정 없이 대통령령 개정만으로 주식매수청구권의 신속한 도입 가능

○ 기대효과

- › 물적분할로 기업가치 훼손을 우려하는 주주들에게 탈퇴권을 보장함으로써 일반주주 권익 보호

4. 물적분할 자회사의 신주 우선배정

○ 현행

- › 물적분할 자회사 상장 시 신주를 모회사 일반주주에게 우선 배정할 수 있는 근거 규정 없음
 - 회사는 증자 시 주주의 주식수에 비례하여 신주를 배정해야 하고, 신기술 도입 등의 경우에 한하여 제3자 배정 허용 (상법 § 418)
 - 다만, 주권상장법인은 원활한 대규모 자금조달을 지원하기 위해 자본시장법 특례로 불특정다수인 대상 신주 공모 허용 (자본시장법 § 165의6)
 - 또한 기업공개 공모주식의 배정은 우리스주(20%), 일반투자자청약(25%), 기관투자자(55%) (증권인수업무 등에 관한 규정 § 9) 단, 기관투자자는 하이일드펀드(5%), 벤처펀드(30%) 포함

○ 문제점

- › 핵심사업부의 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주는 직접소유에서 간접소유로 전환되어 자회사 성장의 수혜로부터 소외됨

4.물적분할 자회사의 신주 우선배정II

○ 개선방안(신주 우선배정 의무화)

- › 물적분할 후 자회사 상장시 공모신주 물량의 일부(예 20%)를 모회사 일반주주에게 우선 배정 의무화
- › 물적분할된 핵심사업은 당초 모회사 주주의 몫이므로, 자회사 지분에 직접 투자할 수 있는 기회를 우선적으로 부여할 필요
 - 물적분할 반대주주의 탈퇴권 보장과 별개로, 분할된 핵심사업부문에 투자하려는 일반주주의 투자의향 보호 필요
- › 상장기업 우리사주 우선배정과 취지가 유사한 기업 이해관계자 보호 제도임을 고려, 모회사 일반주주에게 일정 비율 우선배정 의무화

시장	공모신주 20% 배정시 우선배정 비율(예시)
유가증권시장	우리사주 20%, 모회사 일반주주 20%, 일반투자자 15%, 기관투자자 45%(하이일드 5%)
코스닥시장	우리사주 20%, 모회사 일반주주 20%, 일반투자자 15%, 기관투자자 45%(벤처 30%, 하이일드 5%)
비고	일반투자자 및 기관투자자 배정분 각 10% 축소(실권주 일반투자자 배정)

- › 공모신주 발행을 위한 이사회 의결 前日 주주에 우선배정
 - 과거일자 기준의 주주명부 작성·발급이 불가능한 실무 감안
 - 물적분할 시점부터 자회사 상장 결정 시점까지 모회사 주식을 계속 보유한 주주를 신주 우선배정의 기준으로 삼기가 현실적으로 불가능함(전 증권회사와 예탁결제원의 관련 전산시스템 개발 및 관리에 상당한 사회적 비용 소요 예상)

4. 물적분할 자회사의 신주 우선배정III

○ 개선방안(신주 우선배정 관련 제도 未도입)

- › 물적분할·상장시 소액주주 보호는 분할 前주주의 주주권 문제로, 현실적으로 과거 주주를 보호할 수 없다면 상법상 주주배정 원칙의 예외를 인정하면서 까지 보호하려는 취지가 약화
- › 상장 직전 주주가 된 경우 분할자회사의 상장가능성이 주가에 반영되었을 것이므로, 일반투자자와 차별하여 보호할 필요성 낮음
- › 자회사 신주배정을 위한 경로가 이원화(청약과 모회사 주식 매수)되어 모회사 주가 변동성 확대 가능성

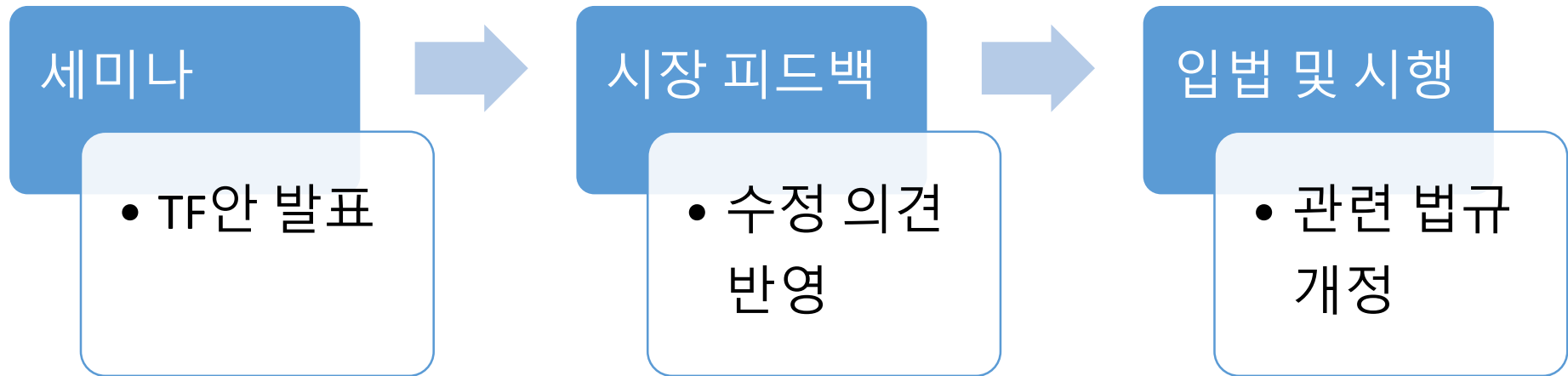
○ 개선방안(신주 우선배정 허용)

- › 우선배정 강제시, 인적분할과 유사한 효과를 유발하며, 현행 유지시, 기업이 다양한 주주환원 정책 중 적합한 방안을 선택할 수 없는 문제
 - 예) 코스닥 상장예정인 물적분할 자회사 넥스트칩은 상장 후 모회사 주가 하락시, 일반주주에 자회사 주식 일부를 현물배당 할 예정임을 공시
- › 비상장기업 우리사주 사례 참고, 상법상 주주 우선배정 원칙의 예외로 기업의 자발적 20% 우선배정 근거 마련
 - 근로복지기본법 § 38② 비상장법인은 상법 § 418의 주주 우선배정 원칙의 예외로 모집하는 주식의 20% 범위에서 우리사주조합원에게 우선배정 허용 (자본시장법 § 165-7①·근로복지기본법 § 38① 상장법인의 우리사주 20% 우선배정 의무화)
- › 공모신주 발행을 위한 이사회 의결 前日 주주에 우선배정

○ 기대효과: 자회사 상장으로 인한 모회사 일반주주 보호 강화 및 모회사 주가 할인 효과 억제

3. 향후 계획

향후 계획





Thank You!