Industry Report

2022-01-17

[壬寅年 22]

물적분할은 대주주의 합법적 갑질?

커버리지종목

종목명	투자의견	목표주가

지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제 발생

기업구조개편 중 분할 등에서 분할 자체보다는 분할 이후 회사가 선택하는 전략 또는 방향에 따라 지배주주와 소액주주 간의 간극이 벌어질 수 있는 문제점이 발생할 수 있을 것이다.

지배구조의 낙후성 물적분할 이후에 드러나다

물적분할이 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 발생시킬 수 있다. 물적분할의 경우 100% 자회사가 되는 사업부문이 기존 회사에서 차지하는 비중이 크고 중요하면 소액주주 등의 지분가치를 훼손시킬 수 있다. 특히 기존 주주들이 자회사가 되는 사업부문의 성장가치를 주목해 투자해 왔으며 더욱 더 그렇다. 왜냐하면 기존 주주들이 자회사의 지분을 직접 보유하지 않기 때문에 자회사의 지분 매각, IPO 등이 발생하면 기존 주주의 지분가치가 희석될 가능성이 존재한다.

특히 물적분할 이후 자회사가 상장하게 된다면 동시상장으로 발생할 수 있는 지주회사 할인 등으로 모회사의 소액주주한테 피해가 갈 수 있다.

인적분할은 지주회사 전환과정에서 지배주주 지분강화 목적으로 악용됨

국내 기업들의 인적분할을 통한 지주회사 전환은 경영 효율화와 지배구조 개선이라는 표면적 이유보다는 실질적으로 지배주주의 지배력 강화와 더불어 수월한 경영권 승계 등이 주된 목적이다. 그러나 이러한 과정에서 지주회사 보유 소액주주에게 피해가 갈수 있는 가능성이 높아질 수 있다.

코리아 디스카운트 해소의 단초는 지배구조 개선

물적분할 등 기업재편 과정에서 소액주주들의 이익이 침해되는 것을 방지하기 위하여 물적분할 후 자회사 상장 때 기존 모회사 주주에 신주인수권 부여, 물적분할 후 자회사 상장 때 기존 모회사 주주에 공모주 우선배정, 물적분할 결정에 반대하는 주주에게 주식매수청구권 부여 등과 더불어 주주평등의 원칙을 구현할 수 있는 의무공개매수제도 도입 등이 향후 법, 시행령, 규정 개정 등을 통하여 이루어지게 되면 지배주주와 소액주주 간의 간극을 조금이나마 좁혀지면서 지배구조 개선의 출발점이 될 수 있을 것이다.

현재 상법상 이사 의무는 오직 회사 이익에만 충실하면 되고, 소액주주 이익까지 충분하게 고려하진 않아도 법적으로 문제가 없다. 이에 따라 보다 근본적으로 물적분할을 비롯하여 중요한 의사결정에 참여할 때 회사이익 뿐만 아니라 주주의 비례적 이익에 부합하는 방향으로 결정하는 것이 이사의 의무라는 개념이 상법 조항 또는 상법을 해석하는 판례에서 보다 명확해져야 한다.

무엇보다 지속가능 경영을 통해 기업의 중장기 가치를 제고할 수 있는 ESG 관련 요인을 중시한다. 이러한 ESG 관련 요인 중 가장 중요한 것이 지배구조(G)다. 기업지배구조가 지속가능성의 원천이며 척도가 될 수 있기 때문이다. 즉, 투명한 지배구조가 새로운 기업 가치를 창출하고, 기업 발전과 주가 상승이라는 선순환을 만들면서 기업의 지속가능성을 높일 수 있기 때문이다.

이러한 ESG 환경하에서는 일종의 면피용 보여주기식 보다는 실질적인 제도 도입 및 개정 등을 통하여 소액주주의 이익까지도 보호될 수 있는 지배구조 개선이 절실하게 필요한 시기이다. 결국에는 이러한 지배구조 개선이 지주회사 할인율을 축소시키면서 밸류에이션의 리레이팅 요소가 될 뿐만 아니라 코리아 디스카운트 해소와 자본시장 활성화로 이어질 수 있을 것이다.

[지주/Mid-Small Cap] 이상헌
(2122-9198) value3@hi-ib.com

CONTENTS

물적분할은 대주주의 합법적 갑질?

Ⅰ. 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제 발생

Ⅱ. 지배구조의 낙후성 물적분할 이후에 드러나다

Ⅲ. 인적분할은 지주회사 전환과정에서 지배주주 지분강화 목적으로 악용됨

Ⅳ. 코리아 디스카운트 해소의 단초는 지배구조 개선

[부록] 탈중앙화조직 DAO 에서 향후 미래에 펼쳐질 지배구조를 엿보다

Ⅰ. 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제 발생

경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인비용(Agency cost)이 발생한다.

가령 상장기업의 경우 주주들이 모두 기업의 주인이기는 하지만 워낙 많은 숫자여서 기업을 공동으로 경영하는 것이 불가능하므로 경영자가 이들을 대리해 기업을 경영한다. 대리인인 경영자가 주주의 이익보다 경영자의 이익을 우선하는 대리인비용이 발생할 수 있기 때문에 기업지배구조 이슈가 생기는 가장 근본적인 요인이 된다.

이러한 대리인비용을 최소화하기 위해 경영자와 주주 간 이해를 일치시키고, 정보의 비대칭성을 완화해야 한다.

미국에서는 1960 년대에 이러한 대리인 문제에 따른 기업스캔들을 방지하고 기업의 수익력을 강화하려면 기업지배구조 개선의 필요성을 강조하였다.

여기서 기업지배구조는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘으로서 주주와 경영진 및 경영을 장악한 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 조정하기 위한 장치도 포함된다.

특히 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제는 기업구조개편에서 많이 발생한다. 기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법이 가능한데, 이러한 지배구조개편에 있어서 기업가치 향상 등 고유한 목적 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주 이해관계만을 위한 개편 등으로 소액주주 간의 대리인 문제가 발생한다.

또한 경영권프리미엄 측면에서 우리나라의 경우 의무공개매수제도가 도입되어 있지 않고, 경영권이 포함된 지분을 매각하는 경우 상당한 수준의 경영권프리미엄을 지급하고 있기 때문에 해당 경영권프리미엄은 지배주주만 누릴 수 있다.

한편, 지주회사의 순자산가치(NAV)는 지주회사 자체의 가치에 자회사의 지분가치를 모두 더한 가치를 말하는데, 대부분의 지주회사 시가총액이 순자산가치(NAV)에 훨씬 더 못 미치는 경우가 다반사다.

이와 같은 지주회사 할인의 근본적인 요인은 자회사가 상장하였기 때문에 나타나는 현상이다. 모기업이 자회사 지분을 100% 갖고 있으면 지주사 할인은 일어나지 않겠지만 자회사가 상장하면 자회사의 성과를 새로운 주주들과 함께 나누어야 한다. 무엇보다 자회사의 가치 상승분 모두가 아닌 그 일부만 지주사로 옮겨간다.

물적분할 이후 자회사가 상장하게 된다면 동시상장으로 발생할 수 있는 지주회사 할인 등으로 모회사의 소액주주한테 피해가 갈 수 있다. 특히 물적분할 된 부문이 성장성 높은 유망사업의 경우 그 할인율이 커질 수 있다.

결국에는 기업구조개편 중 분할 등에서 분할 자체보다는 분할 이후 회사가 선택하는 전략 또는 방향에 따라 지배주주와 소액주주 간의 간극이 벌어질 수 있는 문제점이 발생할 수 있을 것이다.

II. 지배구조의 낙후성 물적분할 이후에 드러나다

회사분할제도는 IMF 사태로 인하여 경제위기 대응과 더불어 원활하고 합리적인 경제구조개편의 필요성이 제기됨에 따라 기업의 구조조정을 제도적으로 지원하기 위하여 1998 년 12 월 상법 개정으로 도입되었다. 이와 같은 분할의 경우 주주총회를 통해 의결하며, 출석 주주의 3 분의 2 가 찬성하고, 전체 의결권 3 분의 1 이상이 찬성한다면 분할이 가능하다.

회사분할은 사업재편을 통해 효율성을 극대화할 뿐만 아니라, 사업부문별 전문화를 위하여 한계사업 등 특정사업 분야를 기존에 영위하고 있는 사업과 분리함으로써 핵심역량을 강화하는 동시에 기업규모의 축소를 통한 전문화 내지는 유망사업의 집중 육성을 도모하는 전략적 측면이 강하다.

이러한 회사분할제도는 주식의 귀속형태에 따라 인적분할과 물적분할로 구분된다. 이론적으로는 주주의 지분가치는 인적분할과 물적분할 모두 분할 전과 비교해 변화지 않기 때문에 합병과는 달리 반대하는 주주들에게 주식매수청구권이 부여되지 않는다.

그러나 분할 이후의 회사 전략 및 지분조정 등에 따라 다양한 유무형의 가치변동이 수반되며 어떤 방식을 선택하는 지에 따라 소액주주들의 기회손실이 발생될 수 있다.

물적분할의 경우는 회사의 특정 사업부를 분사하여 별도의 법인으로 설립하는 것으로, 기존 회사의 100% 자회사를 만드는 형태이다. 이에 따라 기존 회사의 주주는 자회사의 주식을 가지지 못한다. 물적분할은 주로 기존 회사의 위험을 분산시키는 목적으로 사용되어 왔다.

이러한 물적분할이 지배주주와 소액주주 간의 대리인 문제를 발생시킬 수 있다. 물적분할의 경우 100% 자회사가 되는 사업부문이 기존 회사에서 차지하는 비중이 크고 중요하면 소액주주 등의 지분가치를 훼손시킬 수 있다. 특히 기존 주주들이 자회사가 되는 사업부문의 성장가치를 주목해 투자해 왔으며 더욱 더 그렇다. 왜냐하면 기존 주주들이 자회사의 지분을 직접 보유하지 않기 때문에 자회사의 지분 매각, IPO 등이 발생하면 기존 주주의 지분가치가 희석될 가능성이 존재한다.

이와 더불어 물적분할 이후 자회사가 상장하게 된다면 동시상장으로 발생할 수 있는 지주회사 할인 등으로 모회사의 소액주주한테 피해가 갈 수 있다.

지난 2020 년 LG 화학은 전지사업 부문을 신설법인(LG 에너지솔루션)으로 하는 물적분할을 실시하였다. 이러한 물적분할 이후 전지부문 회사(LG 에너지솔루션)를 IPO 하여 자금을 조달하려는 목적이다.

이에 따라 현재 LG 에너지솔루션의 공모절차가 진행 중인데, 공모가가 30 만 원에 확정됨에 따라 시가총액은 공모가 기준으로 70 조 2000 억원에 이르게 된다. IPO 이후 주주 구성은 LG 화학 81.8%, 우리사주조합 3.6%, 공모주주 14.6% 순이다.

그러나 이러한 방법은 기존 LG 화학 주주들 입장에서 불리하게 작용할 수 있다. LG 에너지솔루션을 IPO 함에 따라 기존의 LG 화학 주주들은 다른 일반 투자자와 동일한 자격으로 공모주 청약을 통해 LG 에너지솔루션 주식을 배정받아야 하기 때문이다.

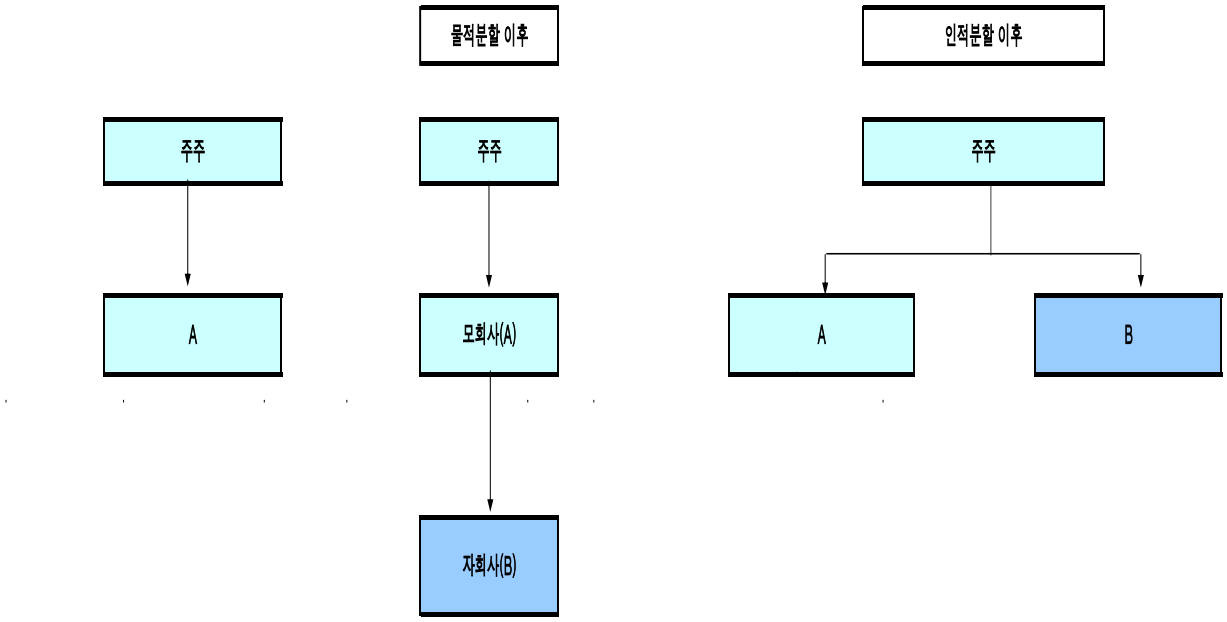
이처럼 물적분할 이후 자회사 상장은 지배주주의 지배권을 유지하면서 그 비용을 소액주주들에게 전가하는 자금조달 방식이 된다. 즉, 우리나라의 경우 지배주주가 기업을 실질적으로 운영하고 있기 때문에 증자 등으로 지배주주들 자신의 모회사 지분율이 희석되는 것을 방지하기 위해서 자회사를 상장시키면서 자금을 조달하는 것이다.

한편, 모자회사 동시상장은 우리나라에서만 볼 수 있는 현상으로 미국 등 선진국에는 이런 사례가 거의 없다. 지난 2015 년 8 월 구글은 지주사인 알파벳을 설립하면서 알파벳의 100% 자회사가 되었다. 당시 미국 증시에 상장됐던 구글 주식은 알파벳 주식으로 대체되었다.

이에 따라 구글의 기존 모바일 플랫폼 서비스들을 구글의 하위 단으로 모으는 동시에 현재 상용화가 가능한 사업들은 개별 자회사로 독립시키고, 미래 상용화가 가능할 것으로 예상되는 사업들은 구글 X 라는 자회사 아래로 편입시켰다. 즉, 상장사는 지주회사인 알파벳뿐이며, 구글은 알파벳이 지분을 100% 보유한 비상장기업으로 남아 있다.

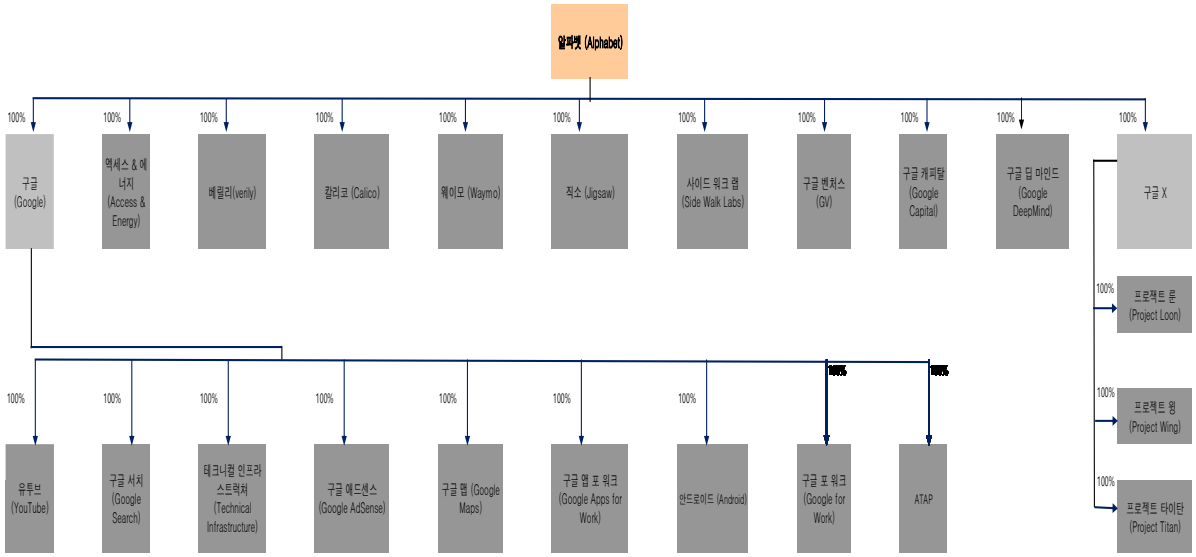
우리나라의 경우는 기업구조개편의 방법과 목적이 순수하게 기업가치의 증대가 아닌 지배주주의 이해관계에 따라 이루어지고 있는 상황에 기인함에 따라 우리나라에서 지배구조가 낙후되고 있는 것이다.

그림1. 물적분할 및 인적분할



자료: 하이투자증권

그림2. 알파벳 (Alphabet) 지배구조



자료: Alphabet, 하이투자증권

Ⅲ. 인적분할은 지주회사 전환과정에서 지배주주 지분강화 목적으로 악용됨

인적분할은 회사의 특정 사업부를 분사하여 별도의 법인으로 설립하되, 해당 부분을 기존 회사와 수평으로 분할하고 그에 따라 기존 주주들이 분사 법인의 주주 지위도 겸유하는 형태이다. 비율대로 분할하는 것이므로 기업 가치가 똑같다.

원래 취지와는 다르게 인적분할은 지배주주가 지주회사의 영향력을 증대하는 수단으로 사용된다. 가령 A 회사가 인적분할을 통해 지주회사와 사업회사로 나뤄지게 되면, 기존 회사와 똑같은 주주 구성으로 사업회사가 만들어진다. 그런데 여기에서 A 회사가 자사주가 있어서 인적분할 시 지주회사에 분배되었다면 지주회사는 자사주 지분율 만큼 사업회사의 주주가 된다.

인적분할을 통한 지주회사 전환을 위해서 분할 재상장 이후 대부분의 지주회사가 사업회사의 주주를 대상으로 현물출자 유상증자를 실시하게 된다. 이에 응하는 사업회사 주주들은 보유 중인 사업회사 주식을 지주회사에 현물출자하고 신규 발행하는 지주회사 주식을 받게 된다. 이 때 지배주주는 적극적으로 현물출자 유상증자에 응하여 보유하고 있는 사업회사 주식을 지주회사 주식으로 교환하게 된다. 이를 통해 지주회사는 사업회사의 지분을 지주회사 성립요건 이상으로 보유하게 되고, 지배주주는 지주회사의 지분을 확실하게 확보하여 지배력을 강화하게 된다. 즉, 지배주주가 보유한 자회사 지분을 모두 지주회사 지분과 교환하면서 지주회사는 자회사 지분을 더 많이 확보할 뿐만 아니라 지배주주는 자신의 지주회사 지분율을 대폭 끌어올릴 수 있게 된다.

이 과정에서 지주회사의 주가는 하락하고 사업회사의 주가는 상승하는 것이 지주회사의 현물출자 유상증자에 응하는 지배주주에게 유리하다. 이는 현물출자 유상증자 시 사업회사 주식 1 주에 대해 받을 수 있는 지주회사 주식 수가 늘어나는 것을 의미하며, 결국 지배주주는 사업회사 주식을 포기한 대가로 더 많은 지주회사 지분을 확보할 수 있게 되는 것이다.

무엇보다 이러한 과정에서 상대적으로 정보열위에 있는 지주회사 보유 소액주주한테 피해가 갈 수 있을 것이다.

이와 같이 국내 기업들의 인적분할을 통한 지주회사 전환은 경영 효율화와 지배구조 개선이라는 표면적 이유보다는 실질적으로 지배주주의 지배력 강화와 더불어 수월한 경영권 승계 등이 주된 목적이다. 그러나 이러한 과정에서 지주회사 보유 소액주주에게 피해가 갈수 있는 가능성이 높아질 수 있다.

한편, 우리나라에서 지주회사제도는 대기업 집단의 복잡한 순환출자를 해소하기 위한 유인책으로 1999 년에 도입되었다. 지주회사제도를 통해 복잡한 순환출자 구조를 지주사-자회사-손자회사로 단순화시켜 지배구조를 투명하게 하는 것이 지주회사제도 도입의 본래 목적이었다.

특히, 2007 년에 지주회사의 부채비율 상한이 100%에서 200%로 완화되고, 자회사 및 손자회사에 대한 지분율 보유요건이 상장 자회사인 경우는 30%에서 20%로, 비상장 자회사인 경우는 50%에서 40%로 완화되면서 지주회사로의 전환이 급증하게 되었다.

그 중에서도 인적분할을 처음으로 지주회사 전환과정에 적용한 LG 그룹의 지주회사 전환사례를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 LG 화학이 인적분할 방식으로 화학부문 지주회사인 LGCI 를 존속회사로 하고, LG 화학과 LG 생활건강을 설립하였으며, 이후 LGCI 내의 잔여사업부문인 생명과학사업부문을 분할하여 LG 생활과학을 설립하였다. 그리고, LG 화학, LG 생활건강, LG 홈쇼핑의 지분을 신주발행방식 공개매수를 통해 매입하여 지주회사의 자회사 요건을 충족시켰다.

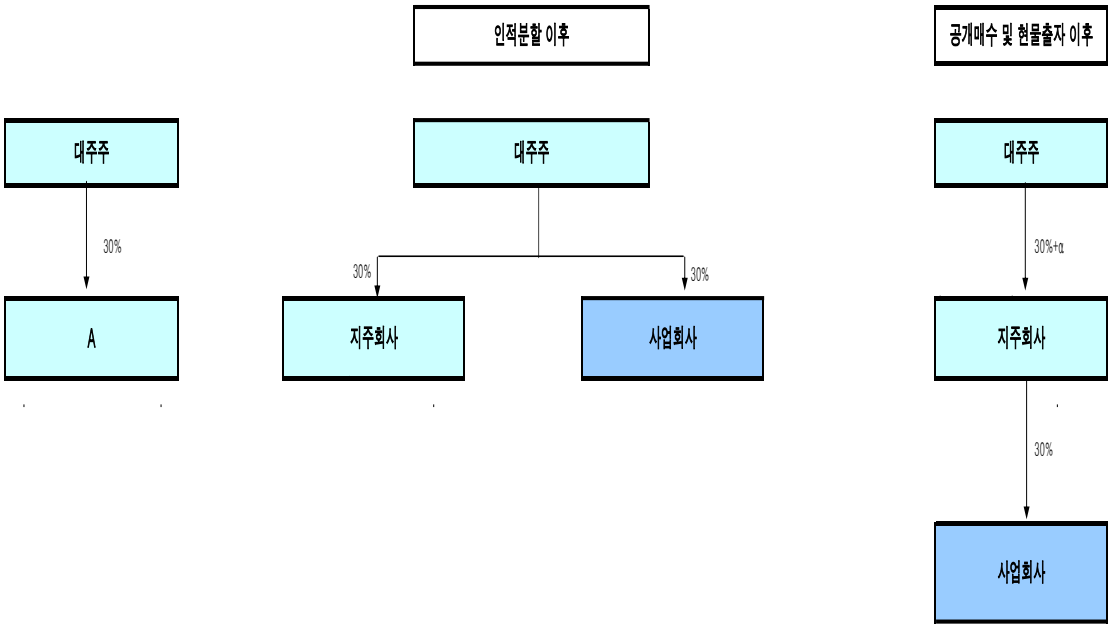
LG 전자는 전자부문 지주회사인 LGEI 를 존속법인, LG 전자를 신설법인으로 인적분할한 후, 신주발행방식 공개매수로 LGEI 는 LG 전자의 지분을 확보한다. 이후 화학부문 지주회사인 LGCI 가 전자부문 지주회사인 LGEI 를 흡수합병하여 2003 년 3 월 통합지주인 LG 가 설립되었다.

또한 2004 년 7 월 허씨가문은 지분분할을 통해 GS 를 출범하였다. 즉, 구씨가문과 허씨가문의 계열분리를 위하여 인적분할 방식으로 LG(존속법인, 순수지주회사)와 GS 홀딩스(신설법인, 순수지주회사)로 분할 후, 구씨가문은 GS 지분을 장내매도하여 LG 지분을 장내매수 하였고, 허씨 가문은 LG 주식을 장내매도 하여 GS 주식을 장내매수 하면서 지분 관계를 정리하였다.

이와 같이 LG 그룹 지주회사 전환을 시발점으로 하여 인적분할이 여태까지 지주회사 전환과정에 활용되어 왔으며, 인적분할 이후 사업회사의 리레이팅 등으로 대부분 분할 전 시가총액 보다 분할 후 시가총액이 커졌다.

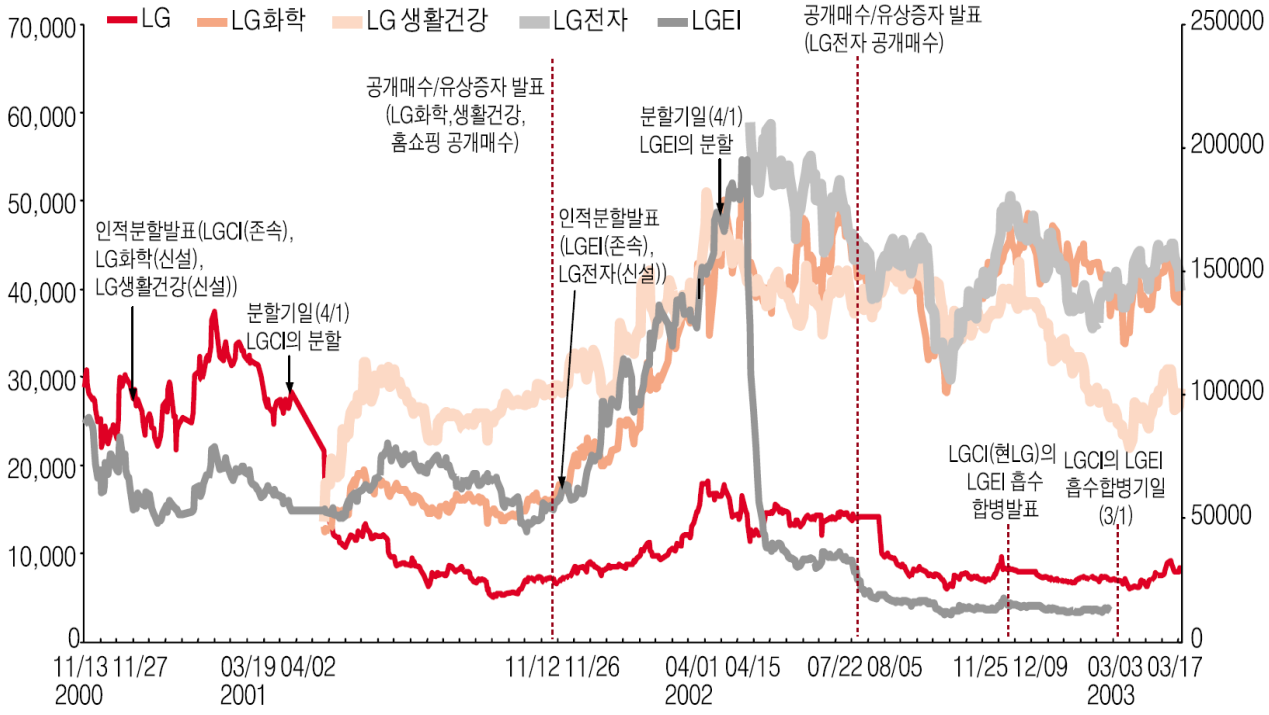
그런데 지주회사 전환과정에서 지주회사 소액주주 피해 문제가 발생 되고 있을 뿐만 아니라 이러한 과정이 정착이 되고 난 이후에는 지주회사의 경우 할인 이슈가 발생하고 있다. 왜냐하면 인적분할로 하나의 회사를 지주회사와 자회사로 전환되는 동시에 각각 변경상장 및 신규상장 등으로 자회사의 가치 상승분 모두가 아닌 그 일부만 지주사로 옮겨가기 때문이다.

그림3. 인적분할 지주회사 전환 과정



자료: 하이투자증권

그림4. LG 지주회사 전환과정



자료: Quantiwise, 하이투자증권

Ⅳ. 코리아 디스카운트 해소의 단초는 지배구조 개선

이론적으로는 주주의 지분가치는 인적분할과 물적분할 모두 분할 전과 비교해 변화지 않기 때문에 기업분할 자체가 문제인 것은 아니다. 오히려 분할 자회사는 모회사의 사업 부문으로 있을 때보다 그 가치를 더 높게 평가 받을 수도 있다.

그러나 문제는 분할 자체 보다는 분할 이후에 지배주주 이해관계에 따라 여러 가지 행위들이 벌어지면서 소액주주들의 피해 줄 가능성이 높아진다는 것이다.

지난해 12 월 더불어민주당 이재명 후보가 주식시장 개혁방안을 발표하였으며, 국민의힘 윤석열 후보가 자본시장 선진화 공약을 내놓았다. 두 후보의 공약은 자본시장 불공정행위 제재 강화, 공매도제도 개선, 분할상장 시 소액주주 보호 강화 등을 주요 과제로 제시하면서 주식시장의 투명성 및 공정성 강화와 더불어 소액주주 보호라는 측면에서는 기본 방향성이 같다.

이재명 후보의 경우 대주주, 경영진, 내부거래자의 불공정 행위에 대한 제재 강화, 불공정행위 근절을 위한 사전 감시와 사후 처벌 강화 등 제재 강화로 시장의 투명성을 확보하겠다는 주식시장 개혁방안을 발표하였다.

또한 윤석열 후보의 경우도 개인투자자에 대한 세제 지원 강화, 신사업 분할 상장시 투자자 보호 강화, 내부자의 무제한 지분 매도 제한, 공매도 제도의 합리적 개선, 자본시장의 투명성과 공정성 획기적 개선 등 개인 투자자를 위한 자본시장 선진화 공약을 발표하였다.

특히 핵심 신사업의 분할 결정 등으로 자회사를 상장하는 과정에서 모회사의 주가가 하락하는 경우가 발생하고 있다. 이에 따라 이재명 후보는 물적 분할 때 모회사와 자회사를 동시 상장하는 것과 관련한 규정을 정비하겠다고 공약하였으며, 윤석열 후보도 같은 상황에서 원래 모회사 주주에 신주인수권을 부여하겠다고 발표하였다.

이와 같이 물적분할 등 기업재편 과정에서 소액주주들의 이익이 침해되는 것을 방지하는 방안은 3 가지 등으로 구분할 수 있다.

먼저 물적분할 후 자회사 상장때 기존 모회사 주주에게 자회사 신주인수권을 부여하는 것이다. 일반적으로 상장회사가 주주배정 유상증자를 할 때 기존 주주는 자동으로 신주인수권을 배정받고, 증자에 참여할 의사가 있으면 신주대금을 내고 청약, 반대로 청약 의사가 없으면 신주인수권을 팔면 된다.

현행 상법(418 조 1 항)에서는 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다는 표현이 있기 때문에 물적분할 후 신설회사가 아닌 모회사 주주에게 신주인수권을 부여할 근거가 부족하다.

이에 따라 물적분할 후 자회사 상장때 기존 모회사 주주에게 자회사 신주인수권 부여하기 위해서는 상법을 개정해야 한다.

두번째는 물적분할 후 자회사 상장때 기존 주주에 공모주를 우선 배정하는 것이다. 우선배정은 일반청약자에 앞서 먼저 청약할 권한을 주는 것으로 그 회사의 임직원으로 구성된 우리사주조합에 사기진작 등을 위해 공모주를 우선배정을 하는 것이 대표적이다.

이러한 방법을 도입하기 위해서는 자본시장법과 시행령의 하위 규정인 증권인수업무 규정을 고치면 된다.

마지막으로 물적분할 때 주식매수청구권을 부여하는 것이다. 주식매수청구권은 회사의 이사회가 합병, 분할합병, 영업양수도와 같은 중요한 내용을 추진할 때 이에 반대하는 주주가 자신의 주식을 적정가격으로 회사에 되팔 수 있는 권리다.

이와 같은 물적분할 때 주식매수청구권을 부여하는 방안은 자본시장법 시행령을 개정하면 된다.

이러한 방안들 외에도 한국거래소 또한 물적분할 후 자회사 상장 시 심사를 강화할 예정이다. 즉, 거래소는 심사 과정에서 충분한 의견수렴과 소통이 있었는지에 대해 살피고, 주주 보호책 등을 면밀히 심사하겠다는 방침이다.

결국에는 물적분할과 같은 중요한 의사결정을 할 때 소액주주의 이익을 보호할 회사법상의 선관주의 의무가 인정되지 않고 있기 때문에 무엇보다 주주의 비례적 이익 보호 의무를 정립하는 것이 필요하다.

상법(제 382 조의 3 이사의 충실의무)에서 규정하고 있는 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위해 그 직무를 충실하게 수행해야 한다는 내용이 있는데, 이는 곧 회사의 중요한 의사 결정권을 쥐고 있는 이사(등기임원)들이 오직 회사 입장에서만 판단하면 문제없다는 내용이다.

물적분할 후 자회사 재상장 문제는 회사 이익 또는 지배주주 이익에는 부합하겠지만 다수의 소액주주 이익을 훼손할 수 있는데, 현재 상법상 이사의 의무는 오직 회사의 이익에만 충실하면 되고, 소액주주의 이익까지 충분하게 고려하진 않아도 법적으로 문제 없다.

이에 따라 물적분할을 비롯하여 중요한 의사결정에 참여할 때 회사이익 뿐만 아니라 주주의 비례적 이익에 부합하는 방향으로 결정하는 것이 이사의 의무라는 개념이 상법 조항 또는 상법을 해석하는 판례에서 보다 명확해져야 한다.

또한 상법(제 399 조 이사의 손해배상책임)은 회사에 대한 손해배상 책임만을 규정하고 있어 물적분할 및 자회사 상장으로 인해 주주에게 손해가 발생했더라도 이사에 대해 손해배상책임을 추궁할 수 없다. 즉, 상법 상 대표소송 또는 다중대표소송의 경우 회사를 위하여 주주가 이사에 대해 소를 제기하는 것으로 대표소송이 가능하기 위해서는 주주가 아닌 회사에 손해가 발생하였다는 것이 인정돼야 한다.

이에 따라 이사는 주주와 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다라고 상법을 개정하여 물적분할 및 자회사 상장으로 인해 주주에게 손해가 발생한 경우 해당 이사의 손해배상책임을 추궁할 수 있도록 해야 한다.

한편, 윤석열 후보가 발표한 공약 중에서 경영권이 바뀔 때 피인수기업 주주에게 주식매수청구권을 부여하는 방안을 마련하여 지배주주에게만 고가의 경영권 프리미엄이 지급되는 관행을 재검토할 예정이라고 밝힘에 따라 이는 곧 의무공개매수 제도 도입을 강조한 것이다.

의무공개매수제도는 M&A 을 목적으로 특정 회사의 주식을 사들일 때 잔여주식 전부를 공정한 가격에 일정 비율 이상 의무적으로 매수, 청약하도록 하는 제도를 말한다. 이러한 의무공개매수제도는 우리나라에서 지난 1997 년 증권거래법 개정을 통하여 도입하였으나 1998 년 외환위기 당시에 신속하고 대대적인 구조조정을 방해한다는 이유로 폐지되었다.

특히 회사 지배권 변동은 경영진 및 경영정책의 변동을 초래하고 그에 따라 경영 성과도 달라지고 결국 주식의 가치 내지 가격 변동도 초래하므로 그 과정에서 소액주주는 많은 손해를 입을 수 있다. 그러나 지배권 변동을 수반하는 주식 거래는 기존에 경영권을 가진 지배주주와 인수자 간에 매매가 이뤄지므로 소액주주들은 관여하는 것이 불가능하다.

이에 따라 최근 한샘의 M&A 사례와 같이 기업 인수 과정에서 지배주주가 지나치게 높은 지배권 프리미엄을 독식하는 문제를 해결하기 위하여 의무공개매수제도를 도입해야 한다.

의무공개매수제도 도입으로 주당 지배권 프리미엄이 낮아지면 전체 인수비용에 큰 변화가 없을 것이고, 주주평등의 원칙을 구현할 수 있을 뿐 아니라, 상당한 지분으로 기업을 인수하도록 하여 소유구조의 왜곡을 줄일 수 있을 것이다.

이와 같이 물적분할 등 기업재편 과정에서 소액주주들의 이익이 침해되는 것을 방지하기 위하여 물적분할 후 자회사 상장 때 기존 모회사 주주에 신주인수권 부여, 물적분할 후 자회사 상장 때 기존 모회사 주주에 공모주 우선배정, 물적분할 결정에 반대하는 주주에게 주식매수청구권 부여 등과 더불어 주주평등의 원칙을 구현할 수 있는 의무공개매수제도 도입 등이 향후 법, 시행령, 규정 개정 등을 통하여 이루어지게 되면 지배주주와 소액주주 간의 간극을 조금이나마 좁혀지면서 지배구조 개선의 출발점이 될 수 있을 것이다.

현재 상법상 이사의 의무는 오직 회사의 이익에만 충실하면 되고, 소액주주의 이익까지 충분하게 고려하진 않아도 법적으로 문제가 없다. 이에 따라 보다 근본적으로 물적분할을 비롯하여 중요한 의사결정에 참여할 때 회사이익 뿐만 아니라 주주의 비례적 이익에 부합하는 방향으로 결정하는 것이 이사의 의무라는 개념이 상법 조항 또는 상법을 해석하는 판례에서 보다 명확해져야 한다.

무엇보다 지속가능 경영을 통해 기업의 중장기 가치를 제고할 수 있는 ESG 관련 요인을 중시한다. 이러한 ESG 관련 요인 중 가장 중요한 것이 지배구조(G)다. 기업지배구조가 지속가능성의 원천이며 척도가 될 수 있기 때문이다. 즉, 투명한 지배구조가 새로운 기업 가치를 창출하고, 기업 발전과 주가 상승이라는 선순환을 만들면서 기업의 지속가능성을 높일 수 있기 때문이다.

이러한 ESG 환경하에서는 보여주기식 보다는 실질적인 개정 등을 통하여 소액주주의 이익까지도 보호될 수 있는 지배구조 개선이 절실하게 필요한 시기이다. 결국에는 이러한 지배구조 개선이 지주회사 밸류에이션의 리레이팅 요소가 될 뿐만 아니라 코리아 디스카운트 해소와 자본시장 활성화로 이어질 수 있을 것이다.

표 2. 대선후보 자본시장 관련 공약 비교

구 분	이재명 더불어민주당 후보	윤석열 국민의힘 후보
개인투자자 지원	장기보유 우대세율 적용 등 (추가 검토 후 발표 예정)	증권거래세 완전 폐지
		장기보유주식에 양도소득세 우대세율 적용
개인투자자 보호	물적분할 후 모회사와 자회사를 동시 상장 방지 법령과 규제 개정	신사업 물적 분할 때 모회사 주주에 신주인수권 부여
	내부고발 활성화와 내부고발자 보호 강화	내부자의 무제한 지분 매도 제한
		피인수 기업 지배주주만 경영권 프리미엄 누리는 관행 재검토
공매도 개선	공매도 활용한 불공정 거래 강력 제재	기관에 비해 높은 개인투자자의 담보비율 조정
	증권사의 부당한 대차수수료 규제	주가폭락시 공매도 금지하는 공매도 서킷브레이크 도입
자본시장 투명성 공정성 개선	인적분할시 자사주 의결권이 되살아나는 '자사주 마법' 방지	주가조작 등 증권범죄 수사와 처벌 전과정 개편
	불공정행위 조사와 수사 능력 확충	제재 실효성 강화
	대주주, 경영진 및 내부거래자의 불공정 행위 제재 강화	

자료: 언론종합, 하이투자증권

[부록] 탈중앙화조직 DAO 에서 향후 미래에 펼쳐질 지배구조를 엿보다

인터넷을 기반으로 한 웹 기술과 이를 통한 서비스 및 비즈니스의 발전 과정에 따라서 웹 1.0 과 웹 2.0 가 구분된다.

웹 1.0 은 1990 년대 중반부터 2005 년 무렵까지의 웹 생태계를 의미하며 웹 브라우저와 전자상거래 사이트 중심의 초창기 웹 시대를 의미한다. 이후 아이폰의 등장으로 인한 모바일 인터넷의 확산, 페이스북 통한 소셜 네트워크의 성장과 이에 따른 웹 생태계의 개인 참여 확대 그리고 클라우드 서비스가 일반화되면서 다양한 P2P 서비스와 O2O 비즈니스 모델의 성장 시기를 웹 2.0 으로 정의하며 현재의 웹 생태계를 의미한다.

웹 3.0 은 앞으로 다가올 새로운 웹 생태계를 일컫는 의미로 사용되며, 분산형 인터넷을 지칭하는 새로운 기술용어로 탈중앙화 기반의 상호 연결된 가상공간이다. 이에 따라 기존 웹 2.0 과 웹 3.0 의 가장 큰 차이는 가상세계 내 자산이 실물경제로 이어진다는 점이다. 기존 웹 2.0 시스템에서는 기업이 각종 게임, 플랫폼 내 자산을 통제했지만, 웹 3.0 시대의 메타버스 세계에서는 이용자가 자산에 대한 소유권을 가진 채 외부로 이동할 수 있다.

대체불가능토큰(NFT), 디파이(DeFi, 탈중앙화금융) 등이 모두 메타버스의 구성 주체가 된다고 볼 때 이 세계의 질서는 탈중앙화된 조직, DAO 가 스스로 만들어내고 성숙하고 발전되어야 할 것이다.

DAO(Decentralized Autonomous Organization)란 기존의 중앙 집중화된 조직이나 단체와 달리, 탈중앙 분산화된 자율조직이다. 뜻과 방향이 같은 사람들이 블록체인기반으로 모여 의사를 결정하고 함께 행동하는 새로운 형태의 조직이다.

이러한 DAO 는 분산형 데이터 저장 기술인 블록체인이 적용된 컴퓨터 암호화 프로그램에 기반해 회사를 운영하고 주요 의사를 결정하기 때문에 소수의 관리자가 아니라 모든 참여자에게 의사 결정권과 조직 통제력을 분산시키는 방식이다.

이에 따라 DAO 가 내세운 회사 설립 취지에 동의하는 네트워크상의 유저들은 일종의 주주로서 회사 운영에 참여한다. 네트워크상의 유저들은 누구나 회사 경영에 관한 제안을 할 수 있고, 하나의 제안은 블록체인 시스템에 따른 투표를 통해 전체 사용자의 과반 찬성을 얻으면 회사 운영에 반영된다.

또한 창립자 및 경영진에게 대부분의 보상이 돌아가는 기존의 조직과 달리, DAO 는 성장에 대한 보상이 보다 공정하게 분배될 수 있다. 즉, DAO 는 플랫폼이 창출한 가치에 기여한 모든 사람에게 창출된 가치와 혜택을 분배하고 상생하는 모델이다.

가상자산 프로젝트에 주로 등장했던 DAO 는 미국 헌법 초판본에 이어 골프장 인수까지 추진하는 등 다양한 영역으로 활동범위를 넓히면서, 맞춤형 인터넷을 표방하는 웹 3.0 과 함께 블록체인 산업의 새로운 트렌드로 자리잡고 있다. 또한 미국 와이오밍 주에서는 지난해 DAO 가 합법화되기도 했다.

실물자산 인수를 목표로 하는 DAO 는 지난해 11 월 컨스티튜션 DAO(ConstitutionDAO)가 미국 헌법 초판본 인수를 위해 구성돼 4000 만달러(478 억 2000 만원) 이상의 이더리움(ETH)을 모금한 바 있다. 그러나 당시 소더비 경매에 나온 헌법 초판본을 낙찰하는데 실패하였다. DAO 는 목표로 한 바를 이루지 못할 경우 스마트 콘트랙트를 이용해 자동으로 모금한 돈을 환불하도록 되어 있다. 이와 같이 컨스티튜션 DAO 가 낙찰에 실패하자 모금한 돈을 반환한다는 계획을 밝혔다.

그 다음으로 링크다오(LinksDAO)가 골프장 매입 자금을 마련하기 위해 NFT 컬렉션을 판매하여, 프로젝트 운영자금 1050 만달러를 모았다. 링크다오가 골프장 인수에 성공할 경우 NFT 투자자들에게 골프장 멤버십을 구매할 수 있는 권리, 골프장 이용료 할인, 회원 전용 커뮤니티에 대한 접근권 등의 특전을 제공한다는 계획이다.

DAO 가 만들어나갈 미래조직은 예측 가능성과 지속가능한 힘을 가지게 될 것이며, 무엇보다 커뮤니티 구성원들의 활동으로 합리적인 의사결정을 내리며 공동의 이익과 목적한 방향에 따라 투명하게 나아갈 것이다.

이와 같은 탈중앙화조직 DAO 를 통해 향후 미래에 펼쳐질 지배구조 등을 엿볼 수 있을 것이다.

표 1. 세대별 웹 구분과 특징

구분	웹1.0	웹2.0	웹3.0
소통방식	읽기만 가능	읽기/쓰기	읽기/쓰기/소유
매체	고정 텍스트	상호 콘텐츠	가상경제
운영주체	회사	플랫폼	네트워크
인프라	개인컴퓨터	클라우드/모바일	블록체인 클라우드
운영 권한	탈중앙화	중앙화	탈중앙화

자료: Grayscale, 하이투자증권

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상헌)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2021-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	95.4%	4.6%	-