물적분할 기업의 후속 지배구조 개편 현황 분석

송 은 해 선임연구원 (ehsong@cgs.or.kr)

▶ 최근 3년간 물적분할을 실시한 상장법인을 대상으로 신설 자회사 지분매각·합병·상장 등의 후속 지배구조 개편 현황을 분석함

▶ 분석사례 중 44.9%는 분할 이후 신설 자회사의 지분구조에 변화가 있었고, 이 중 71.4%는 존속회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실한 것으로 확인됨

▶ 후속 지배구조 개편은 분할기일로부터 2개월 내에 집중적으로 발생했으나, 관련 계획이 분할 승인을 위한 주주총회 이전에 공시된 사례는 17.1%에 불과하였음

배경

□ 상장법인이 물적분할을 실시하는 경우 분할되는 사업부문의 비상장화로 인해 소수주주의 권익이 축소될 우려가 있음

○ 물적분할은 분할주체가 신설회사 주식을 100% 소유하는 기업분할로서 분할 자체로는 연결재무제표에 미치는 영향이 없으며, 반대 주주의 주식매수선택권이 인정되지 않음

○ 그러나 기존 소수주주들은 신설 자회사의 주총 의결권을 갖지 못하므로, 자회사의 중대한 경영의사결정 사안에 대한 감시·견제 권한이 약화되는 측면이 있음

□ 특히 물적분할 이후 존속회사가 신설회사 지분을 매각하거나 신설회사가 타 법인과 합병하는 등 지배구조 개편이 이루어지는 경우 분할회사의 사업포트폴리오에 중요한 변화가 생길 수 있으나, 소수주주들은 이러한 의사결정과정에 개입하기 어려움

○ 물적분할 이후에는 분할회사가 신설회사의 단독 주주가 되므로, 신설 자회사가 타 법인과 합병할 경우 주주총회에서 소수주주들의 승인을 받을 필요가 없음

○ 자회사 지분매각 역시 이사회 결의만으로 가능하므로 소수주주의 견제권이 미치기 어려움

○ 또한 분할 이후 지배구조 개편 과정에서 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 발생할 수 있음에도[1],

1) 이상훈, 2017.7.16., "회사분할과 주주간 이해상충, 부의 이전과 선관의무 - 삼성 SDS 사례를 중심으로",「한국증권법학회 하계 특별세미나」

현행법상 자회사의 이사에 대한 이중대표소송이 허용되지 않기 때문에 소수주주들이 부의 이전을 감시하기 어려워진다는 우려사항이 지적됨

□ 위와 같은 문제제기가 합리적인지 판단하기 위해서 물적분할 이후 후속 지배구조 개편 현황을 살펴볼 필요가 있으나, 관련된 선행연구를 찾아보기 어려움

○ 분할공시에 대한 주가 반응, 기업분할 이후의 각종 재무지표의 변화 및 시장에서의 초과수익률에 대한 다수의 연구결과가 있으나[2], 물적분할 신설회사가 100% 자회사로 유지되는 경우와 주주구성이 변화한 경우를 구분하여 분석한 사례는 확인되지 않음

분석 개요

□ 최근 3년간 단순·물적분할을 실시한 유가증권시장 및 코스닥시장 상장법인을 대상으로 후속 지배구조 개편 현황을 분석함

○ 2015년부터 2017년 12월 말까지 물적분할을 공시한 회사를 대상으로 하며, 공시 이후 분할계획을 철회하거나 상장폐지된 회사는 분석 범위에서 제외함

○ 분할 신설된 법인이 2018년 1분기말 현재 분할회사의 100% 자회사로 유지되고 있는지 여부를 살펴봄

○ 신설 자회사의 지분구조에 변화가 있었던 기업들을 대상으로, 후속 지배구조 개편을 자회사 지분매각, 합병, 상장 등으로 유형화하여 각 유형별 빈도 및 사례를 분석함

상장법인 물적분할 현황

□ 2015년 1월부터 2017년 말 사이에 보고된 물적분할 건수는 총 78건임(연평균 26건)

○ 물적분할 건수는 2015년 이후 증가하는 추세에 있으며, 조사대상 기간 동안 유가증권시장 상장법인이 30건(38.5%), 코스닥 상장법인이 48건(61.5%)으로 나타남

〈표 1〉 최근 3년간 상장법인 물적분할 현황

구분	2015	2016	2017	계
KOSPI	6	13	11	30
KOSDAQ	11	17	20	48
합계	17	30	31	78

* 출처: 각 회사 회사분할결정 공시

2) 박경진, 신현한, 장진호, 2005, “기업분할과 경영성과”, 전략경영연구, 제8권 제2호, pp.81-104; 오현탁, 이헌상, 전세환, 김종만, 2006, “기업분할이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 산업경제연구, 제19권 제3호, pp.1027-1049; 강내철, 진태홍, 2012, “기업분할 방법과 공시효과”, 재무관리연구, 제29권 제1호, pp.57-80; 조용대, 김영하, 2015, “이사회의 기업분할 결의가 기업가치에 미치는 영향 분석”, 대한경영학회지 제28권 제1호, pp.179~201

○ 총 78건 중 2개의 분할 자회사를 신설한 경우는 2건, 3개의 자회사를 신설한 경우는 1건이 있었으며 나머지 75건은 1개의 자회사를 신설함

○ 분할의 목적으로는 '사업부문별 전문화를 통한 역량 집중, 경영 효율성 제고 및 책임경영체제의 구축'이 가장 빈번하게 제시됨

□ 조사대상 법인 중에서 분할 신설회사가 2018년 1분기 말 현재까지 분할회사의 100% 자회사로 남아있는 경우는 43건(55.1%)이고, 나머지 35건(44.9%)은 신설 자회사에 대한 지분율에 변동이 있었던 것으로 확인됨

○ 물적분할의 경우 분할되는 회사가 분할신설회사 발행주식의 100%를 배정받으므로 분할 직후에는 신설 자회사가 모회사의 완전한 통제 하에 있게 되나, 실질적으로는 후속 지배구조 개편에 따른 지분구조 변동이 활발히 발생하는 것으로 보임

후속 지배구조 개편 현황

○ 신설 자회사의 주주구성이 변동된 35건을 대상으로, 분할 이후 발생한 지배구조 개편을 유형별로 분류하여 살펴보면 다음 표와 같음 (〈표 2〉 참조)

〈표 2〉 물적분할 이후 지배구조개편 유형별 현황

유형분류	종속회사 유지(A)	종속회사 제외(B)	합계(A+B)	비중
지분 일부 또는 전부 매각	2	20	22	62.9%
제3자배정 유상증자	4	1	5	14.3%
분할자회사와 타사 간 합병	1	1	2	5.7%
분할자회사 상장	2	0	2	5.7%
분할자회사 지분 현물출자	1	0	1	2.9%
청산 및 재흡수합병	0	3	3	8.6%
합계	10	25	35	100.0%

* 출처: 각 회사 공시자료 조사 및 사례 자체 분류

○ 모회사의 지배력 유지 여부와 관련하여 신설 자회사가 분할회사의 연결대상 종속기업에서 제외된 경우가 35건 중 25건(71.4%)으로 다수를 차지했고, 지분율이 다소 감소하였더라도 여전히 경영권을 보유하고 있는 경우는 10건(28.6%)으로 나타남

- 신설 자회사에 대한 지배력 상실은 기존 사업의 일부가 중단됨을 의미하므로 사업 포트폴리오 재편에 따른 기업가치 변동을 초래할 가능성이 높음

○ 지배구조개편 유형별로 구분해 보면 신설 자회사의 지분을 일부 또는 전부 매각한 사례가 22건(62.9%)으로 가장 많았으며, 그 외 제3자배정 유상증자(5건), 합병(2건), 신설 자회사의 상장(2건), 현물출자(1건) 등의 방법이 활용되었음

- 제3자배정 유상증자 5건 중 2건은 투자유치 목적으로 전략적 또는 재무적 투자자에게 전환우선주를 발행한 사례이고, 1건은 산업 고유의 규제요건 충족을 위한 지분분산[3], 나머지 2건은 최대주주의 특수관계인이 단독으로 증자에 참여함[4]
- 합병의 경우 상대회사는 동일 기업집단에 소속된 계열회사였으며, 2건 중 1건은 최대주주 및 특수관계인이 지분을 100% 보유한 회사와 합병한 사례임
- 분할 신설회사가 단독으로 상장하거나 상장예비심사를 청구한 사례는 2건 있었으며, 이 경우 결과적으로 신설 자회사는 존속회사와 상이한 주주구성을 갖게 됨
- 현물출자 사례는 존속회사가 해외법인을 인수하는 과정에서 신설 자회사의 지분을 현물출자한 것으로, 그 결과 신설 자회사의 지위가 손자회사로 변경됨
- 기타 3건은 모두 회사의 회생절차 종결 시 부인권 소송 등을 계속 수행할 수 있도록 자회사를 설립한 사례로, 신설법인은 소송 등의 종료 후 존속회사에 다시 흡수합병되거나 청산한 것으로 확인됨

지분매각 사례 분석

□ 지분매각 사례를 매각 사유에 따라서 구분해 보면 존속회사의 재무구조 개선, 부실 사업부 또는 비주력 사업부의 매각, 공동기업 투자 등으로 분류할 수 있음

○ 22건 중 8건은 분할의 목적 중에 '재무구조 개선' 또는 '재무건전성 강화'를 명시함

- 자회사 지분 매각의 대가로 현금이 유입되므로 분할존속회사는 차입금 상환 등 재무구조 개선을 도모할 수 있음
- 구조조정을 진행 중인 회사가 유동성 리스크를 완화할 목적으로 일부 사업부문 또는 사업장을 분할 매각하는 사례가 여기에 해당됨
- 8건 중 2건은 계열회사에 지분 일부(50% 미만)을 매각하여 신설회사에 대한 지배력을 유지하였으나, 나머지 6건은 경영권 포함 지분을 외부로 매각하였음

○ 22건 중 9건은 분할되는 사업부문의 매출실적이 악화되는 추세이거나 영업적자를 기록하고 있던 것으로 파악됨[5]

- 부실 사업부를 매각할 경우 전반적인 영업수익성이 개선되는 효과가 있으므로, 경영 효율성 제고가 용이해질 것으로 판단됨

3) 신용평가회사 인가를 위한 지분 분산 목적으로 전략적투자자 6개사를 대상으로 유상증자를 실시함
4) 1건은 분할회사 최대주주의 장남(신설 자회사의 대표이사)이 제3자배정 유상증자에 단독 참여(지분율 20% 확보)하였고, 다른 1건은 분할회사의 지배주주(대표이사)가 제3자배정 유상증자에 단독 참여하여(지분율 72.55% 확보) 분할회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실한 사례임
5) 주요사항보고서 상 분할사업부문의 영업이익이 공시되지 않아 전수조사가 어려웠으나, 22건 중 18건은 정기보고서와 언론보도 등을 통해 확인할 수 있었으며 그 중 9건에 해당함

○ 22건 중 2건은 분할회사의 사업재편 과정에서 핵심 사업에 역량을 집중하기 위한 목적으로 비주력 사업부문을 분할 매각함

- 삼성전자의 프린팅 솔루션 사업 분할(2016년, HP에 매각), 삼성SDI의 화학사업 분할(2015년, 롯데케미칼에 매각) 사례가 여기에 해당되며, 두 회사 모두 분할공시와 함께 지분양도 계획을 사전에 공시하였다는 공통점이 있음

○ 22건 중 1건은 조인트벤처 사례로, 분할회사는 해외기업과 공동약정을 체결하여 신설 자회사의 지분 49%를 매각하고 공동기업 지분으로 분류함

○ 공시된 분할의 목적이 지나치게 추상적이거나, 지분매각 관련 정보가 충분히 공시되지 않아 매각의 목적을 파악하기 어려운 경우도 있었음

후속 지배구조 개편 시점

□ 물적분할 승인을 위한 주주총회 개최일 전에 회사의 향후 구조개편 계획이 공시된 경우는 35건 중 6건(17.1%)에 불과함

○ 분할의 목적으로 신설회사 지분을 매각하여 재무건전성을 강화하고자 한다고 분할계획서에 명시하거나, 사업양도 계약 체결 사실을 사전에 자율공시한 사례가 포함됨

○ 상기한 6건 외 2개사는 분할계획서 상 신설회사 주식매도를 고려중이나 구체적으로 결정된 사항은 없다고 밝혔으나, 나머지 회사는 구조개편 계획에 대하여 언급하지 않음

□ 후속 지배구조 개편은 분할기일을 기준으로 2개월 내에 집중적으로 발생함

○ 분할 이후 지분매각·합병·유상증자 등을 실시한 시점은 35건 중 68.6%(24건)가 분할기일로부터 2개월 미만이었고, 6개월 미만의 비중은 88.6%(31건)에 달했음 (〈표 3〉 참조)

- 분할 직후 지분매각 등이 이루어지는 경우 사실상 물적분할은 후속 지배구조 개편을 위한 사전 조치로 해석할 수 있음

○ 상당수의 후속 지배구조 개편이 분할 직후에 이루어지고 있음에도 불구하고, 관련 계획이 분할 주주총회 이전에 공시되지 않기 때문에 주주들이 충분한 정보를 가지고 의결권을 행사(informed voting)하기 어려운 것으로 판단됨

〈표 3〉 물적분할 이후 후속 지배구조개편 시점

구분	분할기일 전[1]	1개월 미만	1개월~2개월	2개월~6개월	6개월 초과	계
건수	7	3	14	7	4	35
비중	20.0%	8.6%	40.0%	20.0%	11.4%	100%
비중(누적)	20.0%	28.6%	68.6%	88.6%	100%	-

[1] 자산양수도 계약 등을 체결한 시점이 분할기일보다 앞서는 경우임

* 출처: 각 회사 공시자료 및 사례 자체 분류

시사점

□ 물적분할 이후 단기간 내에 신설 자회사의 지분구조 변동을 초래하는 지배구조 개편이 빈번하게 발생하는 것으로 확인됨

○ 최근 3년간 공시된 물적분할 78건 중 자회사 주주구성이 변화한 경우는 35건(44.9%)이 있었고, 그 중 25건(71.4%)은 존속회사가 신설 자회사에 대한 지배력을 상실함

○ 빈도가 높지는 않지만, 비상장 자회사가 된 신설법인이 지배주주의 친인척을 상대로 제3자배정 유상증자를 실시하거나 지배주주 지분율이 높은 회사와 합병하는 등 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 우려되는 사례도 발견됨

○ 기존 주주들은 신설 자회사의 경영의사결정에 관여하기 어려우므로, 분할되는 사업부문의 비상장화로 인해 지배구조 투명성이 저하되고 소수주주들의 감시·견제 권한이 약화될 수 있다는 문제제기는 합리적이라고 판단됨

□ 분할의 목적과 후속 지배구조 개편 계획에 대한 보다 공시가 보다 충실하게 이루어질 필요가 있다고 사료됨

○ 분할기일로부터 2개월 내에 신설 자회사의 지분구조가 변동되는 비중이 68.6%에 달했으나, 관련 계획이 분할승인을 위한 주주총회 이전에 공시된 비중은 17.1%에 불과했음

○ 특히 신설 자회사에 대한 지배력을 상실하게 되는 경우 사업 포트폴리오 재편에 따른 기업가치 변동이 발생할 가능성이 높음에도, 관련 계획이 공시되지 않는 경우 투자자들이 제반 상황을 충분히 고려하여 의결권을 행사하기 어려움