

물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안

2022. 9. 5.

금 융 위 원 회
금 융 감 독 원
한 국 거 래 소

목 차

I. 추진 배경	1
II. 일반주주 권익 제고방안	2
1. 공시 강화	2
2. 주식매수청구권 부여	3
3. 자회사 상장심사 강화	3
III. 향후 계획	5
[참고 1] 핵심 Q&A	6
[참고 2] 물적분할과 인적분할 비교	8

I. 추진 배경

핵심 사업부문의 물적분할 후 상장 과정에서 일반주주의 피해 야기

- 일부 상장기업이 고성장 사업부문을 물적분할하여 단기간 내 상장
 - 물적분할은 인적분할과 달리*, 분할되는 회사(모회사)가 신설 회사(자회사) 주식을 전부 소유하는 기업분할 방식
 - * 물적분할: 분할회사가 신설회사의 100% 주주가 되는 방식(분할 사업부문의 자회사화)
 - 인적분할: 분할회사의 주주가 지분율대로 신설회사의 주식을 배분받는 방식
 - 분할 자회사가 신주를 발행해 상장함으로써 기업은 지배주주의 지분 희석 없이 고성장 사업부문 육성을 위한 자금조달 가능
- 그러나, 일반주주는 주주권 상실 및 주가 하락으로 피해 소지
 - 핵심 사업부문이 분할되어 자회사가 됨에 따라, 일반주주의 분할부문에 대한 의사결정 참여권과 이익 청구권이 간접화
 - 모회사의 기업가치(PBR) 또한 자회사 상장 후 약 30% 하락하는 것으로 분석되는 등, 주가에도 악영향('22.4월, 자본시장연구원)

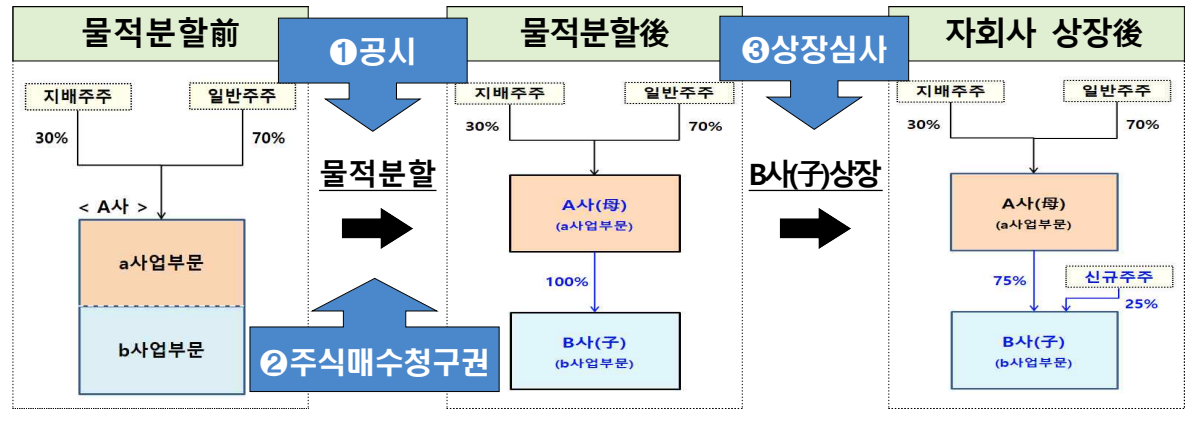
물적분할 자회사 상장시 일반주주 권익 제고를 위한 제도개선 필요

- 일반주주 권익 보호 문제는 우리 경제와 기업이 자본시장에서 합당한 평가를 받지 못하게 하는 저평가 요인 중 하나로 지속 지적
- 자본시장의 공정성과 신뢰 회복을 위한 국정과제 중 하나로 물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고를 우선 추진
 - 금년 5~7월 중 유관기관 T/F 검토를 거쳐 이해관계자와 전문가 의견을 폭 넓게 수렴(7.14일 정책세미나 및 7.26 민간전문가 간담회)

⇒ 물적분할·상장시 일반주주에게 충분한 정보가 제공되고 관련 의사결정시 일반주주 권리가 충실히 고려되도록 제도개선

II. 일반주주 권익 제고방안

◆ 물적분할 자회사 상장 단계별 일반주주 보호방안



1

공시 강화

물적분할시 향후 상장계획, 추진 사유, 주주보호방안을 상세하게 공시

- **(현황)** 물적분할시 향후 자회사 상장계획 및 추진 사유 등에 대한 정보가 제공되지 않아, 일반주주는 투자판단에 제약
 - 금년부터 기업지배구조보고서(매년 5월 공시)에 구조개편 계획 등을 기재하도록 하였으나, 물적분할 시점에는 별도 공시 의무는 없음
- **(개선)** 물적분할시 주요사항보고서에 구체적인 목적(예: 매각, 구조조정, 상장 등), 기대효과 및 주주보호방안을 공시
 - 특히, 자회사 상장이 예정된 경우는 주요 일정 등을 상세히 공시
 - 추후 상장계획이 변경된 경우에도 정정공시토록 하여 일반주주의 예측가능성을 제고
 - 경영상 목적을 위해 물적분할 자회사의 상장을 추진하는 기업은 그 계획과 근거, 주주 보호방안을 적기에 설명하고 소통
- **(기대효과)** 일반주주가 충분한 정보를 갖고 물적분할 관련 의사결정 (→ 주주총회 참여 및 의사에 반하는 물적분할시 주식매수청구권 행사)

주권상장기업이 물적분할시 반대주주에게 주식매수청구권 부여

□ **(현황)** 물적분할시*에는 주식매수청구권을 부여하지 않고 있음

* 합병(소규모합병 제외), 영업양수·도, 분할합병 등의 경우에는 주식매수청구권 부여

- 일반주주가 동의하지 않는 물적분할 추진으로 인해 주주권 간접화나 주가 하락이 발생해도, 이를 감내해야 하는 상황

□ **(개선)** 최근 물적분할 관련 일반주주 보호 문제가 제기되고 있는 '상장기업' 주주에게 주식매수청구권 부여

- 물적분할에 반대하는 주주가 이사회 결의 이전의 주가(승 §176-7③*)로 탈퇴(exit)할 수 있는 권리 보장

* (法 §165-5③) 상장기업 주식매수청구권 행사시 매수가격은 주주-기업간 협의로 결정

→ 협의가 되지 않으면 자본법령상(승 §176-7③) 시장가격 (이사회 결의일 전일부터 과거 2개월, 과거 1개월, 과거 1주일 간 각각 가중평균한 가격을 산술평균) 적용

→ 이에 대해서도 협의가 되지 않는 경우 법원에 매수가격 결정 청구 가능

□ **(기대효과)** 대다수 일반주주가 반대하고 기업가치 하락을 유발하는 경우에는 물적분할 시도 자체가 사실상 불가능

* 기업가치가 하락하고 주주보호방안이 미흡한 경우, 대규모 주식매수청구 발생

→ 기업 입장에서 주식매수청구권은 高비용의 주주보호 제도

- 기업은 주주보호방안을 마련해 일반주주를 설득하거나, 주주 영향이 최소화되는 방식으로 구조개편을 추진할 것으로 전망

물적분할 자회사를 상장하려는 경우 모회사의 일반주주 보호노력 심사

□ **(현황)** 분할 자회사 상장시 모회사 일반주주에 대한 고려 부재

- 질적심사를 통해 투자자 보호 요건을 심사하고 있으나, 자회사 상장으로 영향 받는 모회사 일반주주에 대한 고려는 없음

□ **(개선)** 자회사 상장심사시 모회사 일반주주에 대한 보호노력을 심사(질적심사)하여, 미흡한 경우 상장을 제한

○ 이미 물적분할을 완료한 기업에도 강화된 상장심사를 적용

○ 단, 모회사와 분할 자회사의 연속성이 낮은 경우는 제외

- ¹⁾물적분할 후 5년 이상 경과한 경우*, ²⁾모회사가 변경된 경우, ³⁾주된 영업부문이 변경된 경우 등

* 물적분할·상장 기업의 평균 상장 소요기간이 4.4년이며, 분할 후 3년 내 기업 지배구조 변화가 다수 발생하는 점('21.1월, 기업지배구조원) 등 감안

□ **(심사기준)** 모회사 주주 의견수렴 및 소통 노력을 중심으로 심사

○ 형식적 주주 소통만으로는 주주 보호노력을 했다고 인정 곤란

○ 기업이 채택할 수 있는 주주보호방안과 주주보호 미흡 사례를 상장 가이드북 등을 통해 구체적으로 제시

→ 기업의 실질적 노력 유도

◆ **주주보호방안(예시)**

• 모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물배당하거나, 모회사 주식과 신설 자회사 주식을 교환하는 기회를 부여

• 배당확대·자사주 취득 등을 통해 자회사 성장의 이익을 모회사 일반주주에 환원

※ 이 외에도 주주와의 소통을 통해 다양한 주주보호방안을 검토할 수 있음

◆ **주주보호 미흡 사례(예시)**

• 물적분할 또는 상장과 관련하여 기업지배구조보고서 등 공시를 통해 향후 계획, 추진 사유 및 주주보호정책 등을 제시하지 않은 경우

• 물적분할 또는 상장과 관련하여 기업지배구조보고서 등 공시를 통해 제시한 주주보호에 관한 정책을 이행하지 않은 경우

• 일반주주와 소통 과정에서 제기된 문제를 합리적인 이유 없이 검토하지 않은 경우

□ **(기대효과)** 자회사 상장시 모회사 일반주주 권리를 충실히 고려

○ 일반주주와 충실히 소통한 경우에만 자회사 상장이 가능

→ 주주 제기 사항이 사전에 합리적으로 반영·조정될 전망

III. 향후 계획

□ 자본시장 투자자의 관심과 문제의식이 높은 정책과제 임을 감안, 관련 후속조치를 가급적 연내 마무리

○ 오늘(9.5일)부터 자본시장법 시행령 개정안 및 상장규정 시행세칙 개정안을 예고

* [붙임1] 기업공시서식 개정안

[붙임2] 자본시장법 시행령 개정안 입법예고안

[붙임3] 상장규정 시행세칙 및 상장 가이드북 개정안 예고안

(예고 이후 의견수렴 결과를 반영하여 변경될 수 있음)

추진과제	조치사항	소관	일정
1. 물적분할시 공시 강화	기업공시서식 개정	금감원	'22.10월
2. 주식매수청구권 도입	자본시장법 시행령 개정	금융위	'23.1월
3. 자회사 상장심사 강화	유가증권시장·코스닥시장 상장규정 시행세칙 개정	한국 거래소	'22.10월
	상장 가이드북 개정		'22.10월

□ 또한, 자본시장의 공정성과 신뢰 회복을 위한 여타 국정과제*도 9~10월 중 세부방안 발표 예정

* ① 내부자거래 사전신고제도 도입

② 자본시장 불공정거래 제재수단 다양화

③ 상장폐지제도 개선

□ 한편, 자본시장 재도약을 위한 핵심 정책과제를 하반기 중 전문가 의견수렴 등을 거쳐 추가 발굴하여 집중 검토

⇒ (가칭) 「코리아 디스카운트 해소 및 자본시장 재도약을 위한 로드맵」 연내 마련을 목표로 추진

< 공시 관련 >

1. 물적분할 이후 회사의 자회사 상장계획이나 주주 보호방안 등은 변경될 수 있는데, 이 경우는 어떻게 되는지?

□ 물적분할 이후 상장계획이나 주주 보호방안이 변경된 경우, 이는 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사항으로 정정공시 대상

※ 회사의 상장계획 등이 변경되어 정정공시를 하는 경우에도 기존 공시내용이 공시시점을 기준으로 사실이었다면 거짓공시에 해당하지 않음

< 주식매수청구권 관련 >

2. 물적분할에 주식매수청구권을 인정하면 지금은 작지만 발전 가능성이 큰 사업부문을 별도로 성장시키는 경영 전략이 어려워진다는 지적

- 소규모 합병과 유사하게 작은 사업부문을 물적분할할 때는 주식매수청구권을 인정할 필요가 없는 것 아닌지?

□ 상법상 주주총회가 면제되는 소규모 합병과 달리, 분할은 소규모인 경우에도 주주총회 특별결의가 면제되지 않음

○ 이는 분할의 경우 주주의 권리가 분할·축소되는 점을 고려한 것으로, 합병의 경우보다 주주권리 보호 필요성이 더욱 큼

□ 물적분할 추진 기업은 금번 대책에 따라 분할의 목적과 주주보호 방안 등을 구체적으로 공시하고 주주 설명을 충분히 거칠 필요

○ 기업이 유망 사업 성장을 위한 구조개편을 추진하고자 한다면, 기업의 설명과 설득에도 물적분할에 반대하는 주주에게는

- 주식매수를 통해 기업가치 하락분을 보상하거나, 다른 기업 구조개편 방식을 선택해야 할 것임

< 자회사 상장심사 관련 >

3. 이미 물적분할을 완료한 경우는 어떻게 되는지?

- ☐ 이미 물적분할을 완료한 경우에도 분할 후 5년 이내에 자회사를 상장하려는 경우 이번에 개선된 상장심사 기준을 적용 받게 됨
 - 상장심사 과정에서 모회사의 일반주주 보호 노력을 종합적으로 판단하며, 미흡한 경우에는 자회사 상장이 제한될 것임

< 기타 >

4. 자회사가 상장할 때 모회사 일반주주에 대해 신주를 우선배정하는 방안이 금번 대책에 포함되지 않은 이유는?

- ☐ T/F·간담회·정책세미나 등 전문가 의견수렴 결과 신주 우선배정은 신중히 추진해야 한다는 의견이 다수 제시되어 중·장기 검토 예정임

* ① 상법상 신주의 제3자 우선배정은 매우 예외적(신기술 도입, 재무구조 개선 등 회사의 경영목적을 달성하기 위해 필요한 경우)으로만 허용 가능

- ② 물적분할부터 자회사 상장시까지 모회사 주식을 계속 소유한 주주 판별이 곤란
- ③ (②로 인해) 상장 직전에 모회사 주주가 된 경우까지 우선배정하게 될 경우,
 - 자회사 상장가능성에 따른 모회사 주가 급등락 (자회사 주식 우선배정 목적의 투자 유입) 등 시장 교란요인으로 작용할 우려
 - 물적분할로 인한 주주권 간접화 등 해당 주주의 피해가 모호 → 일반적인 모자회사 동시상장의 경우와 구분하여 별도의 제도를 도입하기 어려움

- ☐ 금번 대책을 통해 상장기업이 일반주주 권익을 고려하여 물적분할을 신중히 추진할 것으로 기대

- 또한, 기업은 현행법상 기허용된 다양한 주주보호 정책(예: 자회사 주식 현물배당, 모자회사 주식교환 등)을 필요에 따라 선택할 수 있음

⇒ 금번 대책에 따른 정책효과를 면밀히 살펴보고 추후 필요하다고 판단될 시 추가적인 주주 보호방안을 검토

참고 2

물적분할과 인적분할 비교

- 기업분할은 “신설기업 주식” 소유 방식에 따라 물적분할과 인적분할로 구분
 - (물적분할) 분할되는 회사가 신설회사 주식을 100% 소유
 - (인적분할) 분할되는 회사의 모든 주주가 지분율에 따라 신설 회사의 주식도 소유

◆ 물적분할과 인적분할 비교

