



물적분할 및 자회사 상장에 따른 소액주주 보호 방안

류호연 · 이수환

- 01 I. 머리말
- 02 II. 회사분할의 유형과 내용
- 05 III. 물적분할 및 자회사 상장에 따른 영향
- 07 IV. 소액주주 보호 방안
- 13 V. 맺음말

요약

- 회사의 물적분할과 자회사 상장은 현행 「상법」과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 상 적법한 행위임. 다만, 소액주주들이 주가 하락 피해를 보는 상황이 반복되고 있어, 이에 대한 소액주주의 보호 방안을 검토할 필요가 있음
 - 물적분할이 분할 후에 신설된 자회사를 상장하는 절차로 이어지면서 대주주에게 ‘지배력을 상실하지 않으면서 자금을 조달할 수 있는 수단’으로 인식되고 있음
 - 이로 인하여 ① 소액주주의 주주가치 훼손, ② 소액주주 권리 이전, ③ 이해상충(모회사 소액주주 vs 자회사 소액주주, 기존 회사의 대주주 vs 소액주주) 우려 등이 제기되고 있음
- 소액주주 보호 방안으로 ① 주주의 비례적 이익 보호 의무 신설 방안, ② 주식매수청구권 부여 방안, ③ 신주인수권 부여 방안, ④ 소수주주의 다수의결권(Majority of Minority) 제도 도입 방안 등이 논의되고 있으며, 각각의 방안에 장단점이 혼재하고 있음
- 법령을 개정하여 회사법 이론과 판례를 변경하는 것은 법원과 학계, 재계, 소액주주 등 각 측의 의견수렴 과정이 필요하며, 이를 토대로 법무부와 금융당국을 포함한 관계기관에서 물적분할 및 자회사 상장에 따른 소액주주 보호를 위한 법률적·정책적 논의가 보다 활발하게 이루어져야 할 것임



I. 머리말

회사분할이란 회사의 영업이 둘 이상의 회사로 분리되면서 그 영업에 관하여 발생한 권리, 의무를 신설회사(분할에 의하여 설립되는 회사) 또는 승계회사(분할합병¹⁾의 상대방 회사로서 존속하는 회사)에 승계시키는 것²⁾을 목적으로 하는 행위를 말한다.³⁾ 그리고 회사분할은 분할에 의해 승계된 재산의 대가로 발행되는 주식이 어느 쪽에 귀속되는지에 따라 인적분할(人的分割)과 물적분할(物的分割)로 유형을 구분할 수 있다.⁴⁾ 인적분할은 기존회사의 주주에게 주식을 교부하는 것을 뜻한다.⁵⁾ 이와는 달리, 물적분할은 분할 후 신설되는 회사의 주식을 기존회사에 교부하는 것으로,⁶⁾ 회사의 특정 사업부를 분사(分社)하여 별도의 법인으로 설립하되 이를 분할회사의 100% 자(子)회사로 만드는 형태의 분할이다.⁷⁾

물적분할이 사회문제가 된 이유는 신설된 자회사가 상장되면서 기존 모(母)회사의 주가가 하락하는 경우가 적지 않게 발생하였고, 주가 하락의 손실을 소액주주들이 고스란히 떠안았기 때문이다.⁸⁾ LG화학에서 분사된 LG에너지솔루션의 사례를 보면, LG에너지솔루션의 상장일인 2022년 1월 27일 LG화학의 주가는 61만 원이었으나 이후 하향세를 탔고, 2022년 4월 말 기준 40만 원대의 주가를 보여주고 있다. 또한 SK케미칼은 SK바이오사이언스, 카카오는 카카오페이와 카카오뱅크로 각각 분할시켜 상장했는데, 수 개월 사이에 모회사 주가는 절반 수준으로 떨어졌다.

1) 분할합병이란 A회사로부터 분리된 영업을 다른 C회사가 승계하는 것처럼, 분할된 영업이 독립성을 잃고 다른 회사에 흡수되는 것을 말한다(송옥렬, 『상법강의』, 홍문사, 2021, p.1275). 관련 법률 조문은 아래 「상법」 제530조의2를 참고할 수 있다.

「상법」

제530조의2(회사의 분할·분할합병) ①(생략)

② 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 존립 중의 회사와 합병(이하 “分割合併”이라 한다)할 수 있다.

③ 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수 개의 회사를 설립함과 동시에 분할합병할 수 있다.

④ 해산 후의 회사는 존립 중의 회사를 존속하는 회사로 하거나 새로 회사를 설립하는 경우에 한하여 분할 또는 분할합병할 수 있다.

2) 신설회사에 승계시키는 것은 단순분할이고, 존속하는 회사에 승계시키는 것이 분할합병이다. 일반적으로 회사분할은 단순분할을 지칭하며, 본 보고서에서도 단순분할을 전제로 논의를 전개한다.

3) 송옥렬, 앞의 글, p.1275.

4) 김은수, 「회사 분할에 관한 법적 연구 -기업가치에 대한 이해관계를 중심으로-」, 『경영법학』 제31권 제2호, 2021. p.181.

5) 송옥렬, 앞의 글, p.1275.

6) 「상법」

제530조의12(물적 분할) 이 절의 규정은 분할되는 회사가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사의 주식의 총수를 취득하는 경우에 이를 준용한다.

7) 이상훈, 「물적분할과 지주사 디스카운트 -LG화학의 사례를 소개로-」, 『법학논고』 제71집, 경북대학교 법학연구원, 2020, p.304.

8) 현재 대기업들은 신사업을 위해 대규모 자금조달에 나서고 있고, 물적분할과 상장이라는 방법을 택하였다. 마침 주식시장도 뜨거웠지만, 이제는 1,000만 명이 주식 투자를 하는 국민 주식 시대가 되었다. 주주 권리는 그만큼 강해졌으며, 과거처럼 주주 권리가 침해당해도 소수의 외침으로만 끝나지 않는다. 문제 제기는 순식간에 사회적 이슈가 되고, 물적분할로 신사업을 하는 법인의 주식을 한 주도 못 갖게 된 주주들은 이를 사회문제로 만드는 데 성공했다[「데스크 칼럼 물적분할과 자본시장의 숙제」, 『한국경제』, 2022.2.2., (최종 검색일: 2022.5.27.),

<<https://www.hankyung.com/opinion/article/2022020270921>>

| 표 1 | 물적분할과 자회사 상장 후 모회사 주가 변화

(단위: 기재)

모회사	자회사	자회사 상장일	상장 당일 모회사 주가	모회사 현재 주가	주가 등락률	코스피 지수 등락률
SK케미칼	SK바이오사이언스	2021.3.18.	30만 1,000원	12만 2,000원	-59.5%	-13.9%
SK이노베이션	SK아이이테크놀로지	2021.5.11.	26만 9,000원	21만 4,000원	-20.5%	-17.7%
카카오	카카오페이	2021.8.6.	14만 5,500원	8만 8,300원	-39.4%	-19.3%
	카카오뱅크	2021.11.3.	12만 4,500원		-29.1%	-11.3%
LG화학	LG에너지솔루션	2022.1.27.	61만 원	46만 3,000원	-24.1%	0.9%

※ 주: 모회사 현재 주가는 2022.4.27. 종가 기준이며, 코스피 지수 등락률은 자회사 상장일 종가와 2022. 4. 27. 종가(2639.06)를 비교함

※ 자료: 한국거래소

물론 모회사 주가 하락은 모회사의 소액주주 뿐만 아니라 대주주에게도 손실일 수 있다. 그러나 주가의 등락보다 지배력 유지에 중점을 두는 대주주는 물적분할 및 자회사 상장 방식을 회사에 대한 지배력을 상실하지 않으면서 대규모 자금을 조달할 수 있는 수단으로 이용할 수 있다.⁹⁾ 이에 따라 기존 회사에 투자하였던 소액주주가 주가 하락의 피해를 보는 상황이 반복되고 있는 바, 본 보고서에서는 물적분할과 자회사 상장에 따른 소액주주의 보호 방안을 검토한다.

II. 회사분할의 유형과 내용

회사분할 제도는 독일, 프랑스, 일본 등 대륙법계 회사법의 특유한 제도로 우리나라에는 1998년 외환위기를 계기로 「상법」에 도입되었다.¹⁰⁾ 외환위기 당시 원활하고 합리적인 경제구조 개편의 필요성이 제기됨에 따라 1998년 12월 28년 「상법」을 개정하여 회사분할 제도의 법적 근거를 마련하였다. 회사분할 제도를 도입한 취지는 기업 구조조정을 제도적으로 지원하기 위한 것이었으며, 이를 통해 기업의 건전한 발전을 도모하고 국제 경쟁력을 제고하고자 하였다.¹¹⁾

회사분할을 하는 이유는 다양하다. 우선, 회사분할은 ① 특정 사업부문을 분할하여 해당 사업부문을 집중적으로 육성함으로써 경쟁력을 제고하고, 해당 사업부문의 기업가치를 높이기 위

9) 이로 인해 “물적분할 및 자회사 상장은 대주주가 지배권을 유지하면서 그 비용을 소액주주에게 전가하는 자금조달 방식”이라는 평가도 존재한다 (이관휘, 「대기업의 물적분할, '한국식 기업지배구조' 때문이라고?」, 시사IN, 2021. 10. 30)

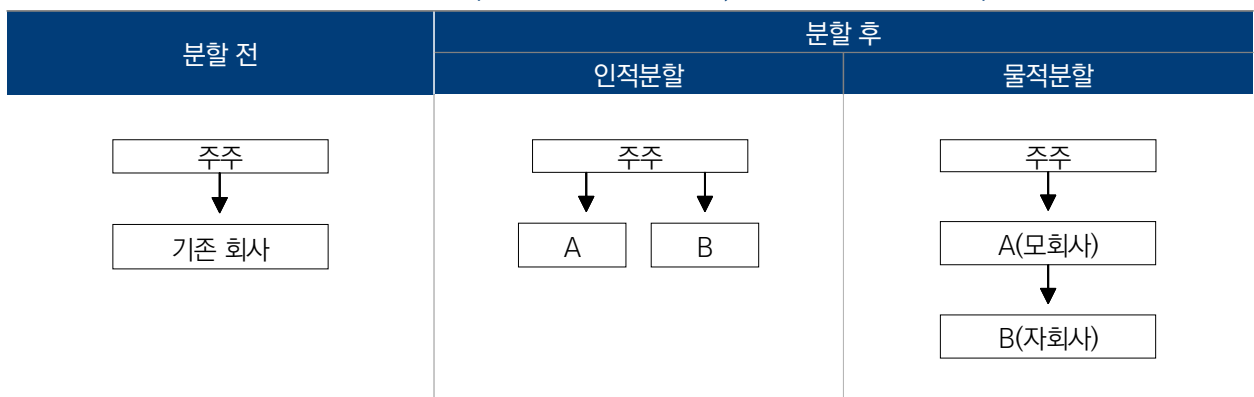
10) 황남석, 「상법상 물적분할제도의 쟁점 및 입법적 개선방안」, 『상사법연구』 제34권 제4호, 2016. pp.129~130.

11) 「상법」(법률 제5591호, 1998. 12. 28., 일부개정)의 개정이유

한 목적에서 행해지기도 한다.¹²⁾ 회사 내의 사업부문 간 관련성이 낮을 경우, 다른 사업부문들과의 상호 지원은 비효율적일 수 있으며, 이로 인하여 전체 기업가치의 감소를 유발할 수 있기 때문이다.¹³⁾ 특히 회사 내 다수의 사업부문 중에서 일부 사업부문만 이익을 내고 있다면, 이익을 내는 부문을 분리하여 해당 부문의 이익 실현을 극대화하고, 이익을 내지 못하는 부문은 분할 후 다른 회사와 합병함으로써 ‘전문성 제고’와 ‘규모의 확대’를 동시에 추구할 수 있다.¹⁴⁾ 그리고 ② 사업부문 단위로 회사를 분할하면, 각 사업부문은 각각의 경영실적을 주주에 의해 직접 평가받게 되고, 분할된 회사는 독립된 경영이 가능해지므로 경영자의 인센티브가 향상될 수 있다.¹⁵⁾ 또한, 회사분할은 ③ 미리 사업부문을 분리하여 적절한 시기에 양도하는 것을 용이하게 하고, ④ 기업상속 등의 사정변경에 대응하여 회사를 재조직하기 위한 방편으로 활용되기도 한다.¹⁶⁾

회사분할 제도 중에서 인적분할과 물적분할은 우리나라에서 각각 다른 사유로 활용되고 있다. 우선, 인적분할과 물적분할은 전술한 바와 같이 분할에 의해서 승계된 재산에 대한 대가로 발행되는 주식이 어느 쪽에 귀속되는지에 따라 나뉜다.¹⁷⁾ 인적분할은 분할 후 신설회사(B)의 주식을 분할 후 존속회사(A)의 ‘주주’에게 교부하는 것이고, 물적분할은 B의 주식을 A에게 교부하는 것이다.¹⁸⁾

| 그림 1 | 회사분할 전후 주식 보유관계 (A = 분할 후 존속회사, B = 분할 후 신설회사)



※ 자료: 이관휘(2022)

12) 김은수, 앞의 글. pp.182~183.

13) Philip G. Berger /Eli Ofek, 「Diversification's effect on firm value」, Journal of financial economics 37(1), 1995. pp.39~63(정무권, 「인적분할과 기업가치」, 『재무관리연구』 제35권 제3호, 한국재무관리학회, 2018. p.221에서 재인용).

14) 이석영·유상열, 「회사분할을 이용한 지주회사 설립과 계열분리 - LG화학 사례를 중심으로」, 『관리회계연구』, 한국관리회계학회, 2004. p.26.

15) 위의 글. p.26.

16) Stanley Siegel, 「When Corporations Divide: A Statutory and Financial Analysis」, 79 Harv. L. Rev. 1966. p.534; Frank White /Isidore Kantrowitz, New York Business Entities, 14.ed., 2009(황남석, 「미국 회사법상의 회사분할제도에 관한 연구」, 『증권법연구』, 한국증권법학회, 2012. p.265에서 재인용).

17) 김은수, 앞의 글. p.184.

18) 인적분할과 물적분할에 대한 시장반응은 인적분할에 있어서는 주가반응이 공시 이전부터 공시일까지 정(+)의 반응을 나타내었다. 하지만 물적분할에 있어서는 오히려 약간 역(-)의 반응이 나타났으며, 거의 의미를 찾기가 어려웠다(박준광, 「인적 분할과 물적 분할」, 『금융공학연구』제1권, 2002, p. 11).

인적분할은 순환, 상호출자 등으로 복잡하게 얽혀있는 대기업들이 지주회사체제로 전환을 추진할 때 주로 활용된다.¹⁹⁾ 대주주는 인적분할을 통해 보유하게 된 사업회사의 본인명의 주식을 지주회사에 넘기는 방법으로 지주회사에 대한 지분을 늘려 기업 전체에 대한 지배력을 확대하게 된다. 즉, ‘대주주 → 지주회사 → 사업회사’로 이어지는 소유지배구조를 통해 확고하게 경영권을 장악할 수 있게 된다.²⁰⁾

물적분할의 경우, 분할 후에 신설된 자회사를 상장하는 절차로 이어지면서 ‘지배력을 상실하지 않으면서 자금을 조달할 수 있는 수단’으로 인식되고 있다.²¹⁾ 인적분할은 분할 후 신설회사 상장 시 기존 주주의 지분율이 희석되어 지배력을 상실할 위험이 물적분할보다 상대적으로 높다. 그러나 물적분할은 전술한 바와 같이 기존회사가 분할 후 신설회사의 주식을 100% 소유하는 방식이다. 즉, 물적분할은 분할 후 존속회사(A)에게 분할 후 신설회사(B)가 발행하는 신주를 교부함으로써 A와 B 사이에 완전모자회사 관계가 성립되는 것이며, 이 때 A의 주주는 그대로 A의 주식만 보유하고 B의 주식은 갖지 않는다. 반면에 인적분할은 신설회사의 주식을 모회사 주주들이 일정비율로 보유하게 되는 방식으로, A의 주주가 A와 B의 주식을 병렬적으로 보유하게 된다.²²⁾

가령 대주주가 기존회사의 주식을 30% 가지며 지배력을 행사하고 있을 때 기존회사를 물적분할하면, 분할 후 존속회사(A)가 분할 후 신설회사(B)의 신주를 100% 소유하기 때문에 이후 B가 상장되더라도 A의 대주주가 가진 지배력을 상실할 가능성은 낮다.²³⁾ 그러나 인적분할을 하는 경우, 대주주는 기존의 주주 구성과 동일한 상태에서 지분율 희석이 시작되므로, 지배력 약화의 가능성이 존재한다.²⁴⁾ 물론, 인적분할 후 유상증자로 인한 대주주의 지분율 희석을 막는 방안으로 증자물량을 소규모로 하는 방안과 대주주가 유상증자 시 추가납입을 하는 방안도 존재하지만, 전자는 대규모 자금조달이 어렵다는 문제가 있고, 후자는 추가납입이 대주주에게 부담이 될 수 있다.²⁵⁾

19) 이관휘, 「모자회사 동시상장과 주주권 침해」, 모자회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호 세미나, 2022; 김은수, 앞의 글, p.184.

20) 박진우·이민교, 「중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환」, 『한국증권학회지』 제48권 제1호, 2019. p.7.

21) 조성호, 「최근 물적분할 관련 규제 동향 검토」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.4.12., p.4.

22) 송옥렬, 앞의 글, p.1226.

23) 이상훈, 앞의 글, p. 306.

24) 위의 글, p. 306.

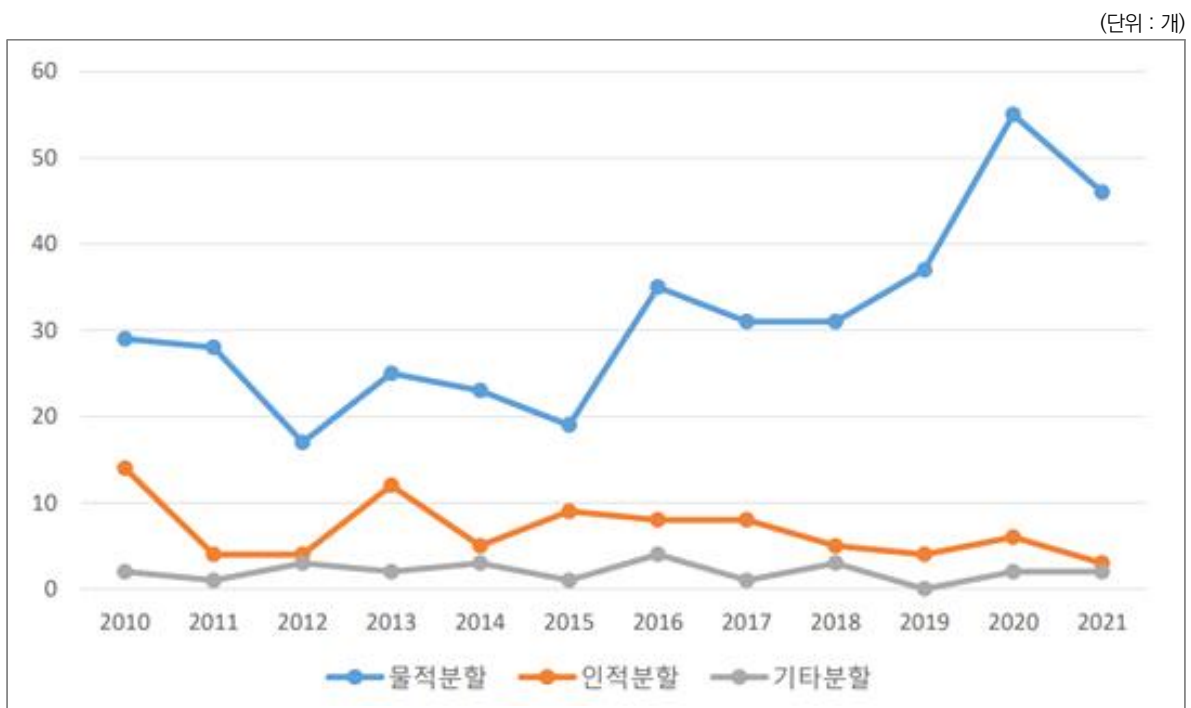
25) 위의 글, p. 306.

Ⅲ. 물적분할 및 자회사 상장에 따른 영향

1. 물적분할 및 자회사 상장 현황

우리 「상법」에서는 인적분할을 원칙적인 회사분할의 방식으로 규정하고 있으나, 실제로는 물적분할이 인적분할보다 압도적으로 많이 활용되고 있다. 2010년부터 2021년까지 상장회사의 분할 공시(482개)와 기업분석보고서(633개)에 비추어 봤을 때, 물적분할은 376개, 인적분할은 82개, 기타 분할(분할합병 등 복합분할)은 24개로 나타났다.²⁶⁾ 물적분할은 전체 상장회사 분할의 78% 비중을 차지하였으며, 2015년 대비 전반적으로 증가하는 추세를 보이고 있는 반면, 인적분할은 감소하는 추세를 보이고 있다.²⁷⁾

| 그림 2 | 회사분할의 유형별 추이



※ 주: 기타 분할은 분할합병 등 복합분할을 의미함

※ 자료: 남길남(2022)

26) 남길남, 「물적분할과 모자기업 동시상장 주요 이슈」, 자본시장연구원 주최 주식시장 공정성 제고를 위한 과제 세미나 자료, 2022.4.19., p.6.

27) 위익글. p.6.

그리고 2010년부터 2021년까지 물적분할 자회사의 상장 건수는 총 17개이며(아래 [표 2] 참고), 물적분할 이후 상장까지 평균 4.4년이 소요된 것으로 파악되었다.²⁸⁾

| 표 2 | 물적분할 자회사 상장 건수

연도	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	총합
건수	2건	1건	1건	0건	0건	0건	1건	3건	1건	1건	2건	5건	17건

※ 자료: 남길남(2022)의 자료를 표로 정리

2. 소액주주의 피해

물적분할 및 자회사 상장에 대하여 ① 소액주주의 주주가치 훼손, ② 소액주주 권리 이전, ③ 이해상충(모회사 소액주주 vs 자회사 소액주주, 기존 회사의 대주주 vs 소액주주) 문제 등이 지적되고 있다.²⁹⁾ 구체적인 내용을 살펴보면 다음과 같다.

우선, ① 소액주주의 주주가치 훼손 우려이다. 회사의 핵심 사업부문인 b사업부문이 분리되어 B라는 회사로 신설되고, 기존 회사는 A라는 회사로 존속하는 경우, 핵심 사업부문이 분리된 A는 기업가치가 낮아지고 주가가 하락할 가능성이 있다. 그리고 기존 회사의 b사업부가 별도 법인(B)이 되면, A의 소액주주는 B에 대한 통제력을 상실하고, A를 통해 간접적으로만 영향을 미치는 형태가 되기 때문에 ‘자회사인 B에 대한 소액주주의 견제권 박탈’ 또는 ‘b사업부문의 독립 상품화로 인한 소액주주의 수익권, 처분권 몰취’ 등 소액주주의 주주가치가 훼손된다는 비판이 존재한다.³⁰⁾

그리고 ② 소액주주 권리가 대주주에게 이전되는 문제가 발생할 수 있다. 전술한 바와 같이, A의 소액주주는 B의 주주가 아니기 때문에 B에 대한 주주로서의 권리를 주장할 수 없지만, A의 대주주는 B의 주주인 A에 대한 지배력만 갖고 있다면 B에 대한 영향력을 유지할 수 있다. A(모회사)가 B(자회사)에 대한 지배권을 갖기 때문에 A의 대주주는 B에 대한 영향력을 유지할 수 있는 것이다. A의 대주주는 A에 대한 지배력만 유지한다면, B를 상장하여 새로운 주주들을 공모하더라도 지배력 희석이 발생할 가능성이 낮다.³¹⁾ 결국, A의 대주주가 주주권을 행사함으

28) 위의 글, p.17.

29) 김우찬, 「물적분할과 이중상장: 문제점과 대책」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.4.4; 이상훈, 「물적분할 자회사 상장의 문제점과 주주 보호 방안」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.2.25.; 조성호, 앞의 자료 등.

30) 김은수, 앞의 글, p.199.; 이상훈, 앞의 자료, p.25.

31) “수익 날렸어요...재산 약탈하는 물적분할 막아주세요”, 「서울경제」, 2022.2.1., (최종 검색일: 2022.5.27.),

로써 A의 소액주주의 권리가 A의 대주주나 전문경영인 앞으로 이전되는 결과가 발생할 수 있다.³²⁾

또한 ③ A의 소액주주와 B의 소액주주, 기존 회사의 대주주와 소액주주 간에 이해상충이 발생할 수 있다. A와 B가 모자관계에 있더라도 A와 B는 별개의 법인이기 때문에 각 회사의 소액주주들 사이에 이해가 대립할 우려가 있다. 예컨대, 모자관계인 A와 B 경영진이 일가친족으로 A에게만 유리하고 B에 불리한 거래를 계열사 차원에서 성사시킬 수 있고, 이 경우 A의 소액주주와 B의 소액주주 간 이해가 상충한다. 그리고 물적분할 후 자회사 상장을 결정함으로써 기존 회사의 주가가 하락할 경우에는 기존 회사의 대주주와 소액주주 사이에 이해충돌 현상이 나타날 수 있다(기존회사의 지배력을 상실하지 않고 자금을 조달하고자 하는 기존 회사의 대주주와 주가 하락으로 피해를 입는 소액주주의 이해상충). 가령 기존 회사에 b라는 사업부문이 있는데, b가 유망한 사업이라서 기존 회사의 대주주는 이 사업을 키우기 위해 투자를 늘리고 싶은 상황에서, 소액주주는 채권을 발행하거나 유상증자를 통해 투자금을 모으는 방법을 원할 수도 있다. 하지만 기존 회사의 대주주 입장에서 채권을 발행하면 추후 회사의 영업환경 변화에 따른 상환 위험 등이 부담이 된다. 그리고 유상증자는 소액주주나 주주 이외의 제3자가 대가를 지불하고 회사의 신주를 매입하는 경우 대주주의 지분율이 낮아지는 결과를 가져온다.³³⁾ 이에 대주주는 채권 발행이나 유상증자의 방법을 택하지 않고, 자회사인 B를 설립하여 상장하고, 모회사인 A를 통하여 B에 대한 지배력을 행사하는 것이다.

IV. 소액주주 보호 방안

1. 개관

물적분할 및 자회사 상장과 관련하여 개선방안을 검토할 필요가 있다는 점은 이미 금융당국에서도 인지하고 있는 상황이다. 고승범 금융위원장은 2022년 1월 6일 “상장기업의 물적분할 이슈를 논의하는 것은 기업 지배구조의 한 단계 진전을 위한 의미 있는 과정”이라고 하였으며,³⁴⁾ 손병두 한국거래소 이사장은 같은 날 “회사분할 후 자회사를 상장하는 이른바 ‘쪼개기 상

(<https://www.sedaily.com/NewsView/261Z0KYXKJ>).

32) 이상훈, 앞의 자료, p.9.

33) LG화학의 경우에도 전지사업부문에 대한 자금조달을 위해 차입금으로 필요자금을 조달하는 방법, 분할을 실시하지 않고 유상증자를 하는 방법 등을 고려할 수 있었다. LG에너지솔루션이 IPO 등의 방식으로 외부자금을 조달하게 되면 기존 LG화학 주주들이 희석화에 따른 손실을 입을 수 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 LG화학이 물적분할의 방법을 선택한 것은 재벌가족의 지분 유지에 필요한 자금을 조달하는데 어려움이 있을 것을 고려한 것이다(이은정, 「분할 등 기업구조개편의 효과 분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로」, 『경제개혁이슈』 2021-01호, 경제개혁연대, pp.1~2).

34) 고승범 금융위원장 축사, 국회의원 이용우 주최 모회사 쪼개기 상장 소액주주 보호 세미나, 2022.1.6.

장'이 현재 시장의 화두"인 상황에서 "모회사 주가가 하락하고 기존 주주의 이익이 훼손될 것이 라는 우려의 목소리도 높다"고 진단하였으며, "거래소는 분할 후 상장 과정에서 소액주주를 보호할 수 있는 방안을 검토하고 있다"고 하였다.³⁵⁾

그리고 국민의힘의 제20대 대통령 선거 공약집에 따르면, 현재 주식시장은 "기업의 성과와 과실이 자본시장에 참여하는 국민에게 제대로 돌아가지 못하는 상황"으로, "공정한 시장제도를 조성하여 제대로 된 기업가치 평가를 통해 기업과 투자자가 윈윈하는 선진 주식시장 토대를 마련"해야 한다고 보았다.³⁶⁾ 이와 관련한 금융 선진화 공약으로 "주식 물적분할 요건 강화 및 주주 보호대책 제도화"를 발표하였는데, 구체적인 내용으로 ① 분할 자회사의 상장을 엄격히 제한하고, ② 신사업을 분할하여 별도 회사로 상장하는 경우에는 모회사 주주에게 신주인수권을 부여하는 방안 등 관련 규정을 정비하며, ③ 자회사 공모주 청약 시 원래 모회사 주주에게 일정 비율을 공모가로 청약하는 방식으로 신주인수권을 부여한다고 하였다.³⁷⁾

더불어민주당의 제20대 대통령 선거공약집에도 물적분할 및 자회사 상장 관련 공약이 포함되어 있다. 더불어민주당은 "기업의 인수·합병, 물적분할 과정 등에서 대주주의 탈법과 소액주주에 대한 차별을 시정하여 시장의 신뢰를 높이고 소액주주의 권리를 강화"할 것이라고 하였다.³⁸⁾

회사분할을 위해서는 분할의 법률관계를 정한 분할계획서와 분할합병계약을 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 한다.³⁹⁾ 그러므로 소액주주들이 물적분할에 반대할 경우, 주주총회에 참여하여 물적분할을 부결시키면 된다고 생각할 수 있다. 그러나 대주주가 주식의 30%만 보유하였다 하더라도 나머지 70% 주주들의 '집단행동 딜레마(Collective Action Dilemma)'⁴⁰⁾로 인해 안전이 부결되지 않고 통과될 가능성이 높다.⁴¹⁾ 주주총회가 물적분할 및 자회사 상장을 정당화하는 수단으로 이용될 수도 있는 것이다.

따라서 소액주주 보호 방안에 관한 다양한 견해들이 제시되고 있다. 이를 정리하면 크게 ① 주주의 비례적 이익 보호 의무를 신설하는 방안, ② 주식매수청구권 부여 방안, ③ 신주인수권

35) 손병두 한국거래소 이사장 축사, 국회의원 이용우 주최 모회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호 세미나, 2022.1.6.

36) 국민의힘, 「제20대 대통령 선거 국민의힘 정책공약집 - 공정과 상식으로 만들어가는 새로운 대한민국」, 2022. p.66.

37) 위의 글. p.66.

38) 더불어민주당, 「제20대 대통령 선거 더불어민주당 정책공약집 - 앞으로 제대로 나를 위한 맞춤 공약」, 2022. p.143.

39) 「상법」

제530조의3(분할계획서·분할합병계약서의 승인) ①회사가 분할 또는 분할합병을 하는 때에는 분할계획서 또는 분할합병계약을 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 한다.

②제1항의 승인결의는 제434조의 규정에 의하여야 한다.

40) 정보접근성이 떨어지며, 흩어져 있고, 행동에 나서기에는 비용과 편익이 맞지 않아 합리적인 무관심(rational apathy)에 빠지는 딜레마{Jeffrey D. Bauman/Elliot J. Weiss/Alan R. Palmiter, 『Corporations, Law and Policy』, Thomson West 5th edition, 2003, p.476(이상훈, 앞의 글, p.322에서 재인용)}.

41) 이상훈, 앞의 글, p.321.

부여 방안, ④ 소수주주의 다수의결권(Majority of Minority) 제도 도입 방안 등으로 요약할 수 있다. 그러나 각 방안에 대하여는 찬반 의견이 대립하고 있기 때문에 신중한 논의가 필요해 보인다. 이하에서는 상기 방안들에 대하여 자세히 살펴보도록 하며, 해외 주요국의 사례에 대하여도 언급하도록 한다.

2. 주주의 비례적 이익 보호 의무 신설 방안

「상법」 제382조의3⁴²⁾은 이사의 충실의무로서 “회사를 위하여” 그 직무를 충실하게 수행해야 한다고 규정하고 있다. 그리고 「상법」 제399조⁴³⁾에서 고의나 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 임무를 게을리한 경우, 이사는 “회사에 대하여” 손해를 배상하여야 하는 등 법적 책임을 진다. 그런데, 「상법」은 이사로 하여금 “회사”를 위하여만 그 직무를 충실하게 수행하도록 하고 있어 회사에 손해가 없는 이상 이사가 법적 책임을 지지 않기 때문에 주주가 물적분할로 손해를 입더라도 이를 결정한 이사 등 경영진을 상대로 소송을 제기할 수 없다. 대법원도 “이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있지만, 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니라”고 보았다.⁴⁴⁾

따라서 「상법」을 개정하여 이사가 회사뿐만 아니라 ‘주주의 비례적 이익’을 위해 직무를 수행하도록 하는 방안을 고려할 수 있다. 이사가 주주의 비례적 이익 보호 의무를 갖도록 법을 개정할 경우 물적분할이 회사 이익에 영향을 주지 않더라도 주주가치가 훼손하였다고 판단되면 경영진은 주주보호의무를 위반한 것이 된다. 또한, 대주주인 경영진에게 이익이 되고, 소액주주에게 손해가 가는 물적분할을 결정하면 경영진이 이해상충 해소의무⁴⁵⁾를 위반한 것으로 평가될 수 있다. 그리고 위와 같이 이사가 주주보호의무나 이해상충 해소의무를 위반한 경우 손해를 입은 주주들은 이사를 상대로 소송을 제기할 수 있다.⁴⁶⁾

참고로, 이용우 의원은 제21대 국회에서 이사의 충실의무의 대상에 주주의 비례적 이익을 추

42) 「상법」

제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.

43) 「상법」

제399조(회사에 대한 책임) ① 이사가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 게을리한 경우에는 그 이사는 회사에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다.

② 전항의 행위가 이사회 결의에 의한 것인 때에는 그 결의에 찬성한 이사의 책임이 있다.

③ 전항의 결의에 참가한 이사로서 이의를 한 기재가 의사록에 없는 자는 그 결의에 찬성한 것으로 추정한다.

44) 대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결(이사가 주식회사의 지배권을 기존 주주의 의사에 반하여 제3자에게 이전하는 것은 기존 주주의 이익을 침해하는 행위일 뿐 지배권의 객체인 주식회사의 이익을 침해하는 것으로 볼 수는 없는데, 주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니고, 더욱이 경영권의 이전은 지배주식을 확보하는 데 따르는 부수적인 효과에 불과한 것이어서, 회사 자본비율의 변화가 기존 주주 자신의 선택에 기인한 것이라면 지배권 이전과 관련하여 이사에게 임무위배가 있다고 할 수 없다).

45) 「상법」 제398조, 제391조제3항, 제368조제3항.

46) 이상훈, 앞의 자료, p.11.

가함으로써 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제를 해소하려는 내용의 상법 일부개정법률안(의안번호 제2114916호)을 2022년 3월 22일 대표발의한 바 있다.

다만, 이러한 「상법」 개정에 대하여 ‘주주의 비례적 이익을 보호할 의무를 부담한다’는 것의 의미가 불분명하다는 견해가 있다.⁴⁷⁾ 따라서 주주의 비례적 이익이 침해된 경우의 판단 기준을 어떻게 세울 것인지, 그리고 어느 범위까지 경영진의 자율적 판단으로 존중할 수 있는 것인지에 대한 논의가 뒤따라야 한다. 또한, 상기의 방안은 소송의 남발로 이어져 회사의 정상적인 업무 수행이 마비될 우려가 존재한다는 지적이 있으며, 이사의 회사에 대한 주의의무를 전제로 한 기존 회사법 이론과 판례가 모두 변경되어야 하므로 쉽게 결정할 사안이 아니라는 견해도 있다.⁴⁸⁾

3. 주식매수청구권 부여 방안

반대주주의 주식매수청구권(appraisal right)이란, 주주총회에서 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 일정한 사항이 결의된 경우, 그 결의에 반대하는 주주가 회사에 대하여 자기 소유주식의 매수를 청구할 수 있는 권리이다.⁴⁹⁾ 소액주주의 이익을 보호하기 위해서 출자를 회수하여 나갈 수 있는 탈퇴권(exit right)을 인정한 것이다.⁵⁰⁾

물적분할의 경우에도 기존 회사의 주주들에게 자신의 주식을 회사가 매입하도록 하는 주식매수청구권을 부여하여 모기업의 주가 하락에 따른 손실을 보전하는 방안을 생각할 수 있다. 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제176조의7제1항⁵¹⁾에서는 매수청구권 인정대상에서 물적분할이 제외되어 있는데,⁵²⁾ 동 조항을 개정하여 물적분할 시에도 매수청구권을 인정하는 방안을 생각해 볼 수 있다.

참고로, 이용우 의원은 물적분할에 반대하는 주주에게 주식매수청구권을 부여하는 내용을 시행령이 아닌 법률 차원에서 명확히 하는 방안을 제안한 바 있다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안, 의안번호 제2114910호).

47) 조성호, 앞의 자료, p.6.

48) 위의 자료, p.8.

49) 송옥렬, 앞의 글, p.923.

50) 위의 글, p.923.

51) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」

제176조의7(주주의 주식매수청구권) ① 법 제165조의5제1항 및 제5항 전단에서 “분할로서 대통령령으로 정하는 경우”란 각각 「상법」 제530조의12에 따른 물적분할이 아닌 분할로서 분할에 의하여 설립되는 법인이 발행하는 주권이 증권시장에 상장되지 아니하는 경우(거래소의 상장예비심사결과 그 법인이 발행할 주권이 상장기준에 부적합하다는 확인을 받은 경우를 포함한다)를 말한다.

52) 주식매수청구권을 어디까지 인정할 것인지는 정책적인 문제인데(송옥렬, 앞의 글, p. 923), 현재는 자본총실의 원칙을 해할 우려가 있는 경우로서 명문의 규정이 있는 경우에만 예외적으로 인정하고 있다(조성호, 앞의 자료, p.16).

다만, 상기 방안은 경영진이 주가가 낮은 시점을 선택하여 소액주주의 주식을 매수하는 사례가 발생할 수 있다는 점이 문제가 될 수 있으며,⁵³⁾ 주식매수청구가 대규모로 발생할 경우 물적분할 자체가 좌절될 우려가 있다는 지적도 존재한다.⁵⁴⁾

4. 신주인수권 부여 방안

「상법」은 주주가 가진 주식 수에 비례하여 신주를 배정하는 것을 원칙으로 하고 있다.⁵⁵⁾ 전술하였듯 물적분할로 신설된 자회사의 주주로는 분할 후 존속하는 모회사(기존 회사)만이 해당하고, 기존 회사의 주주는 자회사의 주주가 아니기 때문에 현행법에 따르면 기존 회사의 주주는 신주를 인수받을 권리가 없다. 따라서 기존 회사의 주주에게 신주인수권을 부여하는 방법으로 기존 회사의 주주를 보호하는 방안을 검토할 수 있다. 신주인수권은 주주가 인수를 포기하더라도 권리가 없어지지 않고 다른 사람에게 신주를 거래할 수 있다. 따라서 자회사의 신주를 구매할 자금력이 부족한 개인투자자는 신주인수권을 부여받는 방안을 선호할 수 있다.

참고로, 이용우 의원은 분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우에 모집하는 신주의 100분의 50 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정하도록 하는 방안을 제안한 바 있다(자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안, 의안번호 제2114931호).

그런데, 신주인수권 부여 방안의 경우 우선배정 대상의 확정이나 적절한 배정 비율 등에 대한 심도 있는 검토가 필요하다. 전술한 바와 같이 물적분할 이후 자회사 상장까지 평균 4.4년이 소요되는데,⁵⁶⁾ 상장 시까지 주식을 보유하고 있어야 하는지, 물적분할 당시만 보유하고 있으면 족한 것인지 등이 결정되어야 할 것이다. 상기 이용우 의원안(의안번호 제2114931호)은 분할된 법인의 주주에 대한 주식 배정의 기준·방법·절차, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정하도록 하고 있다.

5. 소수주주의 다수의결권(Majority of Minority) 제도 도입 방안

소수주주의 다수의결권(Majority of Minority)은 대주주의 이익과 다른 주주들의 이익이 충

53) 이상훈, 앞의 자료, p.37.

54) 조성호, 앞의 자료, p.18; “삼성중공업-삼성엔지니어링 합병 무산”, 「한겨레」, 2014.11.19. (최종 검색일: 2022.5.27.), <https://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/665267.html>.

55) 「상법」

제418조(신주인수권의 내용 및 배정일의 지정·공고) ① 주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.

② 회사는 제1항의 규정에 불구하고 정관에 정하는 바에 따라 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다. 다만, 이 경우에는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한한다.

③·④(생략)

56) 남길남, 앞의 자료, p.17.

돌하는 거래에서 지배주주와 그 특수관계인을 제외한 주주들의 다수결로 의사결정을 하는 것을 말한다.⁵⁷⁾ 물적분할도 기업의 구조변경 또는 사업영역에 중대한 영향을 미치는 주요 안건으로서 소수주주의 다수의결권을 통해 주주총회에서 의결하도록 하여 지배주주의 영향력 행사를 최소화함으로써 의사결정이 전체 주주의 이익에 부합되도록 할 수 있다는 주장이 있다.⁵⁸⁾

이에 대하여, ① 소수주주의 합리적 판단을 기대하기 어려운 현실(관련 정보와 전문성 부족, 단기 투자 성향 등), ② 경영 판단의 불확실성 증대(회사의 장기적 이익에 필요한 안전 가결 가능성 불투명), ③ 제도 도입의 범위 문제(합병, 주식교환 등 대주주와 소수주주의 이해충돌이 발생 가능한 기업재편 사안에 모두 도입할지 여부) 등을 이유로 반대하는 목소리가 있다.⁵⁹⁾ 또한 소수주주의 다수의결권 제도는 1주 1의결권의 근본 원칙과 충돌하고, 물적분할의 경우에만 도입하는 것은 합리적이지 않을 수 있으므로, 소수주주의 다수의결권을 의무화하는 것보다 대주주와 소수주주의 이해충돌 시 회사에서 임의적으로 적용할 수 있도록 하는 것이 바람직하다는 견해도 존재한다.⁶⁰⁾

6. 해외 주요국의 소액주주 보호 방안

미국, 프랑스, 독일 및 일본은 우리나라와 마찬가지로 회사분할 시 기존회사의 주주가 주주총회의 결의를 통해 보호를 받게 된다.⁶¹⁾ 물적분할을 포함한 회사분할은 주주총회결의 사항이므로 소액주주는 주주총회에서 의견을 개진하여 보호를 받는다는 것이다. 여기에 덧붙여 미국 일부 주(州)와 일본의 경우 분할에 반대하는 주주에게 주식매수청구권을 부여하여 소액주주를 보호하고 있다.⁶²⁾ 미국 모범회사법⁶³⁾에서는 물적분할 시 일반적으로 주주에게 주식매수청구권이 발생하지 않지만, 뉴욕주와 캘리포니아주 회사법은 회사분할을 구성하는 거래 중 일정한 요건을 충족하는 경우 주주가 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하고 있다.⁶⁴⁾

특히, 일본의 경우, 2019년 6월 경제산업성(經濟産業省)에서 「그룹지배구조시스템 가이드라인(グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針)」을 제정하여 상장자회사에서의 이해충돌 방지와 지배구조에 관한 기본방향을 제시한 바 있다.⁶⁵⁾ 상기 가이드라인은 일반적인 모범사례를 제시하는 것을 목적으로 하는 것이며, 그룹 경영 형태와 지배구조 문제의 해결책이

57) 천경훈, 「소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론」, 『기업법연구』 제32권 제4호, 2018, p.11.

58) 김우찬, 앞의 자료, p.18.

59) 조성호, 앞의 자료, pp.11~13.

60) 이상훈, 앞의 자료, p.38.

61) 황남석, 「미국 회사법상의 회사분할제도에 관한 연구」, 『증권법연구』 제12권 제3호, 2011, pp. 283~285.

62) 이상훈, 앞의 자료, p.8.

63) 미국의 모범회사법(Model Business Corporation Act)은 미국 변호사협회가 제정하여 배포한 것으로, 미국에서 30개 이상의 주가 동법의 전부 또는 일부를 그대로 채택하거나 수정하여 채택하고 있다(권재영 역, 『미국 모범회사법』, 법무부, 2016, p.5).

64) 황남석, 앞의 글, pp.283~285.

65) 조대현·이승희, 「일본 기업지배구조 관련 규범 제·개정 동향과 시사점」, 『이슈&분석』, 경제개혁연구소, 2021. p.9.

다양하기 때문에 상기 가이드라인에 기재된 대응방안을 일률적으로 따르도록 요구하는 것은 아니다.⁶⁶⁾ 따라서 상기 가이드라인에 따르지 않는 것이 이사의 선관주의 의무 위반을 의미하지는 않지만, 상기 가이드라인에 따른 경우에는 통상의 선관주의 의무를 충분히 이행하고 있는 것으로 평가된다.⁶⁷⁾

상기 가이드라인에서 자회사 상장과 관련하여, 모회사는 그룹 전체의 기업가치 향상 및 효율성의 관점에서 상장 자회사를 유지하는 것이 최적인지 정기적으로 점검하고, ① 상장 자회사를 유지하는 것에 대한 합리적인 이유(그룹 전체 비즈니스 전략과의 정합성, 일반주주 이익을 고려하는 비용 < 상장 자회사를 유지하는 이익)를 확보하며, ② 실효성 있는 지배구조(독립적인 사외이사 선임, 독립적인 의사결정 보장 등)를 갖추어야 한다.⁶⁸⁾ 모회사는 ①, ②에 대하여 투자자들에게 정보공개를 통해 충분히 설명할 것이 요구된다.⁶⁹⁾ 상장 자회사 측면에서는 시장 신뢰 확보, 투자자에 대한 책임 관점에서 지배구조 정책에 대한 정보를 공개해야 한다.⁷⁰⁾

상기 가이드라인이 제정된 이후 2020년 2월 동경거래소는 상장규정을 개정하였다.⁷¹⁾ 상장 자회사를 두고 있는 상장회사(모회사)는 ① 그룹경영에 관한 관점 및 방침을 근거로 한 상장자 회사를 보유하는 의의, ② 상장자회사 지배구조의 실효성 확보 방안 등을 기업지배구조 보고서에 공시하도록 하였다.⁷²⁾

V. 맺음말

물적분할과 상장은 현행 「상법」과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 적법한 회사의 경영활동이다. 그러나 회사의 의사결정 및 추진 과정에서 소액주주들이 피해를 입을 수 있으므로, 기업과 주주가 상생하는 개선방안을 모색하여야 한다.

전술한 바와 같이 물적분할에 반대하는 소액주주들의 의견을 주주총회에서 개선하여 관철시키는 것에는 한계가 있다. 따라서 ① 주주 보호의무 신설 방안, ② 주식매수청구권 부여 방안, ③ 신주인수권 부여 방안, ④ 소수주주의 다수의결권(Majority of Minority) 제도 도입 방안 등이 현재 논의되고 있다.

66) 經濟産業省, 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」, 2019. p.9.

67) 위의 글, p.10.

68) 위의 글, p.124.

69) 위의 글, pp.125~126.

70) 위의 글, p.133.

71) 조대현·이승희, 앞의 글, p.11.

72) 有価証券上場規程施行規則 第212条, 4, (1)

그런데, ① ~ ④의 방안들은 찬반 의견이 첨예하게 대립하고 있는 상황이다. 특히 이사의 의무와 책임은 회사법의 핵심적인 내용이라고 할 수 있고,⁷³⁾ 법률을 개정하여 회사법 이론과 판례를 변경하는 것은 법원과 학계, 재계, 소액주주 등 각 측의 의견을 청취하여 종합적으로 검토할 필요가 있다.

참고로, 금융위원회는 2022년 3월 「기업지배구조보고서 가이드라인」을 개정하여 시행하고 있다. 유가증권시장에서 주권상장법인은 한국거래소의 「유가증권시장 공시규정」 제24조의 2⁷⁴⁾에 따라 기업지배구조 보고서를 매년 5월 31일까지 한국거래소에 신고하여야 한다. 개정된 「기업지배구조보고서 가이드라인」에 따르면, ① 상장기업은 물적분할·합병 등 기업의 소유구조 변경 시 주주보호를 위한 회사정책 등을 기술하도록 하였고, ② 계열기업 등과 내부거래 시 주주에 대한 설명을 강화하였으며, ③ 최고경영자 승계정책을 명확히 기재하도록 하였고, ④ 감사위원회 설치를 유도하여 기업의 경영 투명성을 제고하였다.⁷⁵⁾

제20대 대통령직 인수위원회에서 발표한 「윤석열 정부 110대 국정과제」에서 국정과제 주요 내용으로 “신사업을 분할하여 별도 자회사로 상장하는 경우 모회사 소액주주의 권리가 침해되지 않도록 정비”할 것을 제시하였고, 이를 통해 “믿고 투자할 수 있는 자본시장 투자환경이 조성”될 것을 기대한다고 밝혔다.⁷⁶⁾ 법무부와 금융당국을 포함한 관계기관에서는 물적분할 및 자회사 상장에 따른 소액주주 보호를 위한 법률적·정책적 논의를 보다 활발하게 진행하여야 하며, 앞서 설명한 ① ~ ④의 방안들의 찬반 의견을 종합적으로 고려하여 소액주주의 피해를 완화하는 방안을 다각도로 설계해야 할 것이다.

73) 송옥렬, 앞의 글, p.1002.

74) 「유가증권시장 공시규정」

제24조의2(기업지배구조 보고서의 공시) ① 세칙으로 정하는 유가증권시장주권상장법인은 별표의 기업지배구조 핵심원칙의 준수현황과 미준수 시 그 사유 등을 기재한 기업지배구조 보고서를 매년 5월 31일까지 거래소에 신고하여야 한다. 다만, 제3항에 따라 지배구조 연차보고서를 거래소에 신고하는 경우에는 그러하지 아니하다.

② 제1항에 따라 신고된 기업지배구조 보고서가 잘못 기재되거나 중요사항이 기재되지 아니하고 신고된 경우 거래소는 기업지배구조 보고서를 정정하여 신고할 것을 요구할 수 있으며 해당 유가증권시장주권상장법인은 거래소가 정하는 기한 이내에 정정하여 신고하여야 한다. 이 경우 거래소는 공시매체 등을 통하여 정정신고의 요구와 관련된 사항을 공시할 수 있다.

③ 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제2조제1호에 따른 금융회사인 유가증권시장주권상장법인은 「금융회사 지배구조 감독규정」 제5조제4항에 따라 공시하는 지배구조 연차보고서를 제1항 본문에 따른 기한 이내에 거래소에 신고할 수 있다.

④ 제1항 및 제2항에 따른 기업지배구조 보고서의 기재 및 신고, 정정신고의 요구 등과 관련하여 필요한 사항은 세칙으로 정한다.

75) 금융위원회 보도자료, 「물적분할 등 기업 소유구조 변경시 주주보호가 강화됩니다. - 「기업지배구조보고서」 가이드라인 개정 -」, 2022.3.7.

76) 제20대 대통령직인수위원회, 「윤석열정부 110대 국정과제」, 2022. 5.

참고문헌

- * 국민의힘, 「제20대 대통령 선거 국민의힘 정책공약집 - 공정과 상식으로 만들어가는 새로운 대한민국」, 2022.
- * 권재역 역, 『미국 모범회사법』, 법무부, 2016.
- * 금융위원회 보도자료, 「물적분할 등 기업 소유구조 변경시 주주보호가 강화됩니다. -「기업지배구조보고서」 가이드라인 개정-」, 2022.3.7.
- * 김우찬, 「물적분할과 이중상장 : 문제점과 대책」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.4.4.
- * 김은수, 「회사 분할에 관한 법적 연구 -기업가치에 대한 이해관계를 중심으로-」, 『경영법학』 제31권 제2호, 2021.
- * 남길남, 「물적분할과 모자기업 동시상장 주요 이슈」, 자본시장연구원 주최 주식시장 공정성 제고를 위한 과제 세미나 자료, 2022.4.19.
- * 더불어민주당, 「제20대 대통령 선거 더불어민주당 정책공약집 - 앞으로 제대로 나라를 위한 맞춤 공약」, 2022.
- * 박진우·이민교, 「중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환」, 『한국증권학회지』 제48권 제1호, 2019.
- * 박춘광, 「인적 분할과 물적 분할」, 『금융공학연구』 제1권, 2002.
- * 송영훈, 「물적분할 및 자회사 상장시 소액주주 보호방안」, 모자회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호 세미나, 2022.
- * 송옥렬, 『상법강의』, 홍문사, 2021.
- * 이관휘, 「대기업의 물적분할, '한국식 기업지배구조' 때문이라고?」, 시사IN, 2021.
- * 이관휘, 「모자회사 동시상장과 주주권 침해」, 국회의원 이용우 주최 모자회사 쪼개기 상장과 소액주주 보호 세미나 자료, 2022.1.6.
- * 이상훈, 「물적분할 자회사 상장의 문제점과 주주 보호 방안」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.2.25.
- * 이상훈, 「물적분할과 지주사 디스카운트 -LG화학의 사례를 소개로-」, 『법학논고』 제71집, 경북대학교 법학연구원, 2020.
- * 이석영, 유상열, 「회사분할을 이용한 지주회사 설립과 계열분리 - LG화학 사례를 중심으로」, 『관리회계연구』, 한국관리회계학회, 2004.
- * 이은정, 「분할 등 기업구조개편의 효과 분석: LG화학과 (주)LG를 중심으로」, 『경제개혁이슈』 2021-01호.
- * 정무권, 「인적분할과 기업가치」, 『재무관리연구』 제35권 제3호, 한국재무관리학회, 2018.
- * 제20대 대통령직인수위원회, 「윤석열정부 110대 국정과제」, 2022.

- * 조대현·이승희, 「일본 기업지배구조 관련 규범 제·개정 동향과 시사점」, 『이슈&분석』, 경제개혁연구소, 2021.
- * 조성호, 「최근 물적분할 관련 규제 동향 검토」, 국회입법조사처 전문가간담회 자료, 2022.4.12.
- * 천경훈, 「소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론」, 『기업법연구』 제32권 제4호, 2018.
- * 황남석, 「미국 회사법상의 회사분할제도에 관한 연구」, 『증권법연구』 제12권 제3호, 2011.
- * 황남석, 「상법상 물적분할제도의 쟁점 및 입법적 개선방안」, 『상사법연구』 제34권 제4호, 2016.
- * 經濟産業省, 「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」, 2019.
- * Frank White/Isidore Kantrowitz, New York Business Entities, 14.ed. 2009.
- * Jeffrey D. Bauman/Elliot J. Weiss/Alan R. Palmiter, 『Corporations, Law and Policy』, Thomson West 5th edition, 2003.
- * Philip G. Berger/Eli Ofek, 「Diversification's effect on firm value」, Journal of financial economics 37(1), 1995.
- * Stanley Siegel, 「When Corporations Divide: A Statutory and Financial Analysis」, 79 Harv. L. Rev. 1966.

R E P O R T · L I S T

NARS 현안분석 발간 일람

호수	제목	발간일	집필진
제251호	가족 다양성의 현실과 정책 과제: 비친족 친밀한 관계의 가족 인정 필요성	2022.5.19.	허민숙
제250호	장애인 평생교육 현황과 과제	2022.5.18.	조인식
제249호	주요국의 가상자산 소득과세 제도 현황과 시사점	2022.5.12.	임재범
제248호	CPTPP 가입 추진에 따른 위생 및 식물위생조치(SPS)상의 쟁점과 과제	2022.5.3.	김규호
제247호	초·중·고교 사교육비 변화 추이 분석 및 향후 과제	2022.4.28.	이덕난 유지연
제246호	인체유래 폐기물 재활용 쟁점과 과제	2022.4.6.	김주경 김경민
제245호	코로나19 시기의 가족 돌봄 팬데믹 상황에서의 일·생활 균형의 조건과 과제	2022.3.10.	허민숙
제244호	미일안보협력 사례로 본 바이든 행정부의 동맹정책	2022.3.8.	김도희
제243호	성폭력범죄 미성년 피해자의 영상진술 특례규정 위헌결정과 입법개선과제	2022.2.28.	김선화 박혜림
제242호	해외 영 케어러(young carer)지원 제도와 시사점 가족돌봄청소년 지원 및 고립 예방을 위한 과제	2022.2.22.	허민숙
제241호	가정폭력 접근금지명령 이행 강화 방안: 가해자 GPS 추적제도 도입을 위한 시론	2022.1.28.	허민숙
제240호	도심지 지반침하의 원인과 대책	2022.1.13.	김진수
제239호	영국과 일본의 법안사전심사제 현황과 시사점	2021.12.31.	최정인 김유정
제238호	산업활성화를 위한 지식재산 가치평가(감정) 개선과제	2021.12.31.	박재영
제237호	디지털 시대 정부혁신의 주요 과제	2021.12.31.	최정민
제236호	'18-'22 방위산업발전 기본계획의 쟁점 및 과제 ① - 방위산업발전 기본계획 개관	2021.12.31.	김도희



NARS 현안분석 제252호
물적분할 및 자회사 상장에 따른
소액주주 보호방안



국회입법조사처
NATIONAL ASSEMBLY RESEARCH SERVICE

07233 서울시 영등포구 의사당대로 1 국회입법조사처
02-6788-4510

이 보고서 내용은 국회의 공식 입장이 아니라
국회입법조사처의 조사분석 결과입니다.
발간등록번호 31-9735020-001613-14
ISSN 2586-565X

