



물적분할 후 자회사 상장시 주주 보호 방안 관련

2022.09.08

I. 금융위원회의 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」 발표

물적분할의 경우 분할신설회사(이하 “자회사”)의 주식(이를 매각하는 경우에는 매각 대가)이 분할되는 회사(이하 “모회사”)에게 귀속되므로 모회사의 주주가 보유하게 되는 가치에는 영향이 없다고 보는 것이 종래의 일반적인 입장이었습니다.

그러나 최근 몇 년간 일부 상장회사들이 고성장 사업부문을 물적분할한 후 단기간 내 상장한 사례에서, 물적분할의 경우 인적분할과 달리 자회사의 주식을 모회사의 기존 주주들이 아닌 모회사가 100% 보유하므로 모회사의 기존 주주들은 자회사에 대한 지배권을 상실하게 되는 점, 물적 분할 후 단기에 자회사를 상장(이하 “물적분할 후 자회사 상장”)하게 되면 모회사의 주가에 부정적인 영향이 발생할 수 있다는 점, 현행법상 물적분할의 경우 이에 반대하는 주주의 주식매수청구권이 인정되지 않음에 따라 반대주주의 exit 기회가 부여되지 않는 점 등이 문제로 지적되어 왔습니다.

이러한 점을 고려하여 윤석열 대통령은 후보자 시절이었던 2021년 말에 물적분할 후 자회사 상장시 기존 주주 보호 방안 마련 등을 포함한 ‘자본시장 선진화 공약’을 발표하였고, 대통령 당선 이후 이루어진 여러 논의에 따라 2022. 9. 5. 금융위원회는 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」 (이하 “**본건 개선안**”) 보도자료를 통해 물적분할과 관련한 공시 강화, 물적분할시 반대주주의 주식매수청구권 도입, 물적분할로 신설된 자회사의 상장심사 강화라는 주주 보호 방안을 연내에 마련할 예정이라고 발표하였습니다.

본건 개선안 관련 법규의 개정안은 현재 (입법)예고 중에 있으며, 금융위원회는 물적분할과 관련한 공시 강화 및 물적분할로 신설된 자회사의 상장심사 강화를 위한 기업공시서식 개정안 및 상장규정 시행세칙, 상장가이드북 개정안은 2022년 10월 중, 물적분할시 반대주주의 주식매수청구권 도입을 위한 자본시장법 시행령 개정안은 2023년 1월 중 시행을 목표로 한다고 밝히고 있습니다.

이하에서는 본건 개선안의 주요 내용, 향후 유의사항 등에 대하여 설명드리겠습니다.

II. 본건 개선안의 주요 내용

1. 물적분할시 주주보호를 위한 공시 강화 (2022년 10월 개정 및 시행 예정)

본건 개선안과 함께 발표된 기업공시서식 작성기준 개정안에 의하면, 상장회사가 물적분할시 공시하는 주요사항보고서에 물적분할의 구체적인 목적, 자회사 상장 계획, 이러한 구조개편이 주주에게 미치는 영향 및 주주보호 방안 등을 포함하도록 함으로써, 기존 주주들이 충분한 정보를 가지고 물적분할과 관련된 의사결정을 할 수 있도록 하였습니다.

위 개정안에 의하면, 구체적으로 모회사는 (1) 물적분할의 목적, 기대효과, 물적분할 후 자회사 상장을 포함한 전체적인 구조개편계획이 회사 및 주주에게 미치는 직간접적인 영향에 대한 구체적인 검토 내용, (2) 물적분할 후 자회사 상장 계획이 있는지 여부, 이 경우 상장 계획의 구체적인 내용 및 주요 일정 등, (3) 전체적인 구조개편계획과 관련한 구체적인 주주 보호 방안 및 이러한 방안이 없는 경우 그 사유와 향후 계획 등을 이사회 결의일로부터 3일 이내에 상세히 공시하여야 하고, 추후 자회사 상장 계획이 변경되는 경우에는 이에 관한 정정공시를 하여야 합니다.

참고로 2022. 3. 개정된 기업지배구조보고서 가이드라인(최근 사업연도 말 연결재무제표 기준 자산총액 1조원 이상의 유가증권시장 상장 법인은 매년 5월 말까지 기업지배구조보고서를 제출하여야 하며, 2026년부터는 모든 유가증권시장 상장법인으로 제출 대상 법인이 확대 됩니다)에 의하면 물적분할을 포함한 지배구조 변동시에는 소액주주 의견수렴, 반대주주 권리보호 등 주주보호를 위한 정책을 설명하고 이러한 정책이 없는 경우 그 사유 및 향후 계획 등에 관해 설명하여야 합니다. 이러한 개정에 따라 올해 5월 말 공시된 기업지배구조보고서에서부터 위와 같은 내용의 기재가 요구되었으며, 향후 물적분할 등을 계획하고 있는 기업지배구조보고서 제출 대상 법인은 주요사항보고서 뿐만 아니라 기업지배구조보고서에도 그 계획 및 주주 보호 방안을 기재해야 한다는 점을 유의할 필요가 있습니다.

2. 물적분할 반대주주에 대한 주식매수청구권 부여 (현재 입법 예고 중, 2023년 1월 중 공포 및 시행 목표)

현행 상법 및 자본시장법에 의하면 물적분할에 반대하는 주주에 대하여는 원칙적으로 주식매수청구권이 부여되지 아니합니다(자본시장법 제165조의5 제1항).

본건 개선안과 함께 발표된 자본시장법 시행령 개정안에 의하면 상장회사의 물적분할시에도 반대주주에게 주식매수청구권이 부여되며, 그 매수가액 산정 방식은 현행 자본시장법에서 정하는 합병 등 다른 사유에 기한 주식매수청구권에서의 매수가액 산정 방식과 동일합니다.

위 개정안에 의하면 물적분할에 대하여 대규모의 반대주주 주식매수청구권이 행사된 경우 물적분할에 수반되는 비용이 증가되고 경우에 따라서는 물적분할이 무산될 수도 있으므로, 물적분할을 추진하는 상장회사로서는 사전에 주주보호방안이나 부정적 영향을 최소화하는 방안을 마련하여 적극적으로 주주들을 설득하는 등의 노력을 전개할 필요가 있을 것입니다.

참고로 소규모 사업부문 물적분할의 경우에는 상법상 주주총회 승인이 면제되는 소규모 합병의 경우와 같이 주식매수청구권을 인정할 필요가 없다는 의견도 있었으나, 이에 대하여 금융위원회는 그러한 경우에도 주주 보호 필요성이 있으므로 반대주주 주식매수청구권이 인정 되도록 하겠다고 밝히고 있습니다.

3. 물적분할 후 자회사 상장시 상장심사 강화 (2022년 10월 개정 및 시행 예정)

본건 개선안과 함께 발표된 유가증권시장, 코스닥시장 상장규정 시행세칙 개정안 및 상장 가이드북 개정안에 의하면, 물적분할로 설립된 자회사가 설립 후 5년 이내에 한국거래소에 상장예비심사신청을 하는 경우 한국거래소는 상장예비심사(질적심사)시 모회사의 기존주주에 대한 보호 노력을 심사하고, 그 노력이 미흡한 경우에는 상장을 제한할 수 있습니다.

상장 가이드북 개정안에 의하면, 전술한 주주보호방안에 관한 공시가 미흡한 경우, 공시된 주주보호방안을 이행하지 않은 경우, 주주들과의 소통 과정에서 제기된 문제를 합리적 이유 없이 검토하지 않은 경우가 주주 보호 노력이 미흡한 사례로, 모회사 보유 자회사 주식을 기존 주주에게 현물배당하는 방안, 기존주주 보유 모회사 주식과 자회사 주식을 교환하는 방안, 배당 확대, 자사주 취득 또는 소각 등을 통해 자

회사 성장 이익을 모회사 기존주주에게 환원하는 방안 등이 주주보호방안으로 제시되고 있으며, 심사 과정에서는 물적분할과 관련하여 실질적인 주주보호방안이 마련되었는지, 모회사 기존주주들과의 의견 수렴 및 소통 노력이 있었는지를 중심으로 심사하게 된다고 합니다.

유의할 점은 개정 상장규정 시행세칙은 물적분할 후 5년이 경과하지 않은 자회사에 적용되며, 예외적으로 (1) 물적분할 이후 모회사가 변경된 경우, (2) 상장신청인의 주된 영업부문이 변경된 경우 등 모회사와 분할신설회사의 연속성이 낮다고 인정되는 경우에는 적용하지 않을 수 있습니다. 따라서, 개정안 시행 당시 이미 물적분할을 완료한 경우에도 상장예비심사 신청일 기준으로 분할일로부터 5년이 경과하지 않았다면 원칙적으로 위 개정안이 적용됨을 주의하여야 할 것입니다.

III. 그 외 향후 발표 예정인 자본시장 개선 방안

본건 개선안에서 금융위원회는 2022년 9~10월 중 내부자거래 사전신고제도 도입, 자본시장 불공정거래 제재수단 다양화, 상장폐지제도 개선 등 자본시장의 공정성과 신뢰 회복을 위한 세부 방안을 발표할 예정이라고 밝혔는바, 계속하여 이러한 정책 변화의 추이에 주목할 필요가 있습니다.

참고로, 기존에 논의되어 왔던 상장회사의 물적분할 자회사 상장시 모회사 기존주주에 대한 신주 우선배정 방안과 관련하여, 금융위원회는 해당 사항은 중장기적인 검토가 필요한 사항이고 본건 개선안에 따라 시행되는 제도들을 통해 상장회사들이 물적분할을 신중히 추진할 것으로 기대되므로, 위 제도들의 정책효과를 살펴본 후 추후 신주 우선배정 방안의 검토 필요여부에 대해 다시 결정할 것이라고 밝혔습니다.

IV. 향후 유의사항

실무적으로 주식매수청구권은 합병 등의 거래에 대하여 실제로 반대하는지 여부 보다는 이러한 거래에 대한 주식매수청구권 행사가격과 주식매수청구 기간 만료 시점의 주가 차이에 따라 실제 주식매수청구권이 행사되는 주식 수에 큰 차이가 있습니다. 이러한 점을 고려하면, 향후 상장회사로서는 물적분할 추진 시 상당한 규모의 주식매수청구권이 행사되어 거래비용이 증가하게 될 가능성까지 염두에 두고 추진을 하여야 할 것인바, 그 결과 앞으로 상장회사의 물적분할이 상당히 감소하게 될 가능성이 있습니다.

주주 보호 정책 수립과 관련하여는 기본적으로 회사가 주주와의 소통을 통해 다양한 방안을 검토할 수 있다는 것이 금융위원회의 입장인바, 회사로서는 여러 방안에 대한 면밀한 검토가 필요하겠으며, 상장회사가 물적분할로 설립된 자회사 상장을 예정하고 있다면 물적분할 관련 주요사항보고서 공시 작성시부터 이러한 보호 방안을 포함함으로써 불성실공시 또는 추후 상장시에도 제약사항이 발생하지 않도록 충분한 사전 검토를 거쳐야 하겠습니다.

또한 자본시장 공정화라는 정책 기조에 따라 앞으로 이루어질 추가적인 규제에 관하여도 지속적인 모니터링이 필요하겠으며, 저희 법무법인(유) 세종은 이러한 규제 변화를 면밀히 주시하고 그 영향을 분석하여 효과적인 자문을 제공하여 드리겠습니다.

관련구성원

김병태

변호사

02-316-4038

btkim@shinkim.com

조중일

변호사

02-316-4125

cicho@shinkim.com

유민영

변호사

02-316-1790

myryu@shinkim.com

박용진

변호사

02-316-4229

yjipark@shinkim.com

강채원

변호사

02-316-4451

cwkang@shinkim.com