DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Comment

지주회사/거버넌스

김수현 지주회사·미드스몰캡 02-709-2650 / seankim@ds-sec.co.kr

2022.09.07

코리아 디스카운트 해결될까?

물적 분할 후 자회사 상장시 강력한 주주 보호 예고

물적 분할 자회사가 5년 내 상장할 경우 강력한 주주 보호 정책이 시행된다. 물적 분할된 자회사의 상장으로 1) 모회사 주주는 핵심 사업을 담당하는 자회사 주식에 대한 처분권을 상실하고, 2) 자회사 상장에 따른 모/자회사 중복 상장은 모회사 주주가치를 크게 침해한다. 특히 물적 분할 자회사의 경우 해당 그룹의 핵심 사업인 경우가 대부분이어서 상장할 경우 강력한 대체 투자처로 인식되면서 모회사의 투자 유인은 크게 저하된다.

정부는 이에 따라 물적 분할 후 5년 내 상장할 경우 1) 주주 보호 노력 미흡 여부 판단, 2) 물적 분할에 반대하는 모회사 주주에게 주식매수청구권 부여 정책을 도입한다. 추가로 모회사 주주에게 자회사 신주 우선 배정을 검토했지만 사회적 비용과 구조적 문제로 해당 안건은 철회됐다.

주주 보호 침해의 근본적 원인 해결 필요 -〉 중복 상장 그 자체

이번 정책이 다시 한번 시장 참여자들을 환기시켜준 부분은 1) 핵심 사업의 중복 상장뿐만 아니라 중복 상장 그 자체가 모회사 주주 보호 침해의 근본적인 원인이며, 2) 심지어 금융 후진국이라는 비판을 받을 수 밖에 없을 정도로 중복 상장 과정에서 모회사의 일반 주주가 차별 받아왔다는 점이다. 국내 물적 분할 후 상장 비중은 전 세계에서도 유례없는 수준이다. 따라서 기업들이 중복 상장을 하는 과정에서 상당한 리스크를 떠안거나 강력한 주주 보호가 뒷받침될 필요가 있다. 그런 점에서 이번 주식매수청구권 도입이 그 역할을 완벽하게 소화할 수 있는지에 대한 시장의 의문은 커질 것이다.

물적 분할 이슈로 해당 회사의 주가가 이미 하락한 상황이라면 주식매수청구권이 주주 보호의 방안이 될 수 없다. 또한 장기간 저평가된 회사의 특정 가치를 보고 투자한 롱텀(Long-term) 투자자의 경우도 2개월 등의 단기간 산술 평균된 주식매수청구권 가격 결정 시스템이 합리적이라고 동의하지 않을 것이다.

자회사 주식 배당과 같은 좀 더 전향적인 benefit이 필요한 시점 -〉 관련 기업 스크리닝 필요

서두에 언급했듯이 물적 분할 상장 시 1) 기업이 상당한 리스크를 떠안거나, 2) 강력한 주주보호 장치가 있어야 한다. 주주보호 방안 예시로 언급된 '물적 분할에 대한 구체적 목적, 기대 효과 및 상장 예상 일정 공시'는 사실상 주주 보호도 아니고 기업들이 끊임없이 마음만 먹으면 물적 분할 상장을 할 수 있는 명분만 준다. 따라서 좀 더 전향적인 benefit이 필요한 시점이다. 이번 정책에서 눈에 띄는 점은 주주 보호 방안 예시로 '모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물 배당'하는 것을 포함시켰다는 점이다. 우리는 모회사 주주에게 자회사 주식 배당이 가장 이상적인 해결책이라고 판단한다. 최근 핵심 사업을 물적 분할한 기업 중 해당 자회사 계획이 있는 기업의 정관을 스크리닝 한 결과 1) KT, 2) 이마트, 3) 신세계, 3) SK이노베이션 등이 정관상 모회사 주주에게 자회사 주식 배당이 가능한 형태인 것을 확인했다.

표1 자본시장 분야 국정과제 추진 현황 및 물적 분할 후 상장 잠재 기업

자본시장 분야 국정과제	상대적 가능성	추진 현황	주요 사례	관련 기업
• 물적 분할 후 상장시 **1) 자회사 주식 배당 (주주보호 노력)** ✓	**높음**	22.3Q 도입	**LG 화학 SK 케미칼**	**KT(클라우드) 이마트, 신세계(SSG) SK 이노베이션(SK 온) DB 하이텍(팹리스)**
• ·물적 분할 후 상장시 **2) 주식매수청구권 보장** ✓	**높음**	23.1Q 도입		
• 물적 분할 후 상장시 3) 신주인수권 부여 ✓	낮음	DROP		
• 피인수 기업 지배주주만 경영권 프리미엄 누리는 관행 재검토	**높음**	연내 결정	**코리아센터 & 다나와 합병**	**메가스터디 교육**

자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 주주보호방안(예시)

- 모회사 주주에게 모회사가 보유한 자회사 주식을 현물 배당하거나, 모회사 주식과 신설 자회사 주식을 교환하는 기회를 부여
- 배당확대/자사주 취득 등을 통해 자회사 성장의 이익을 모회사 일반주주에 환원

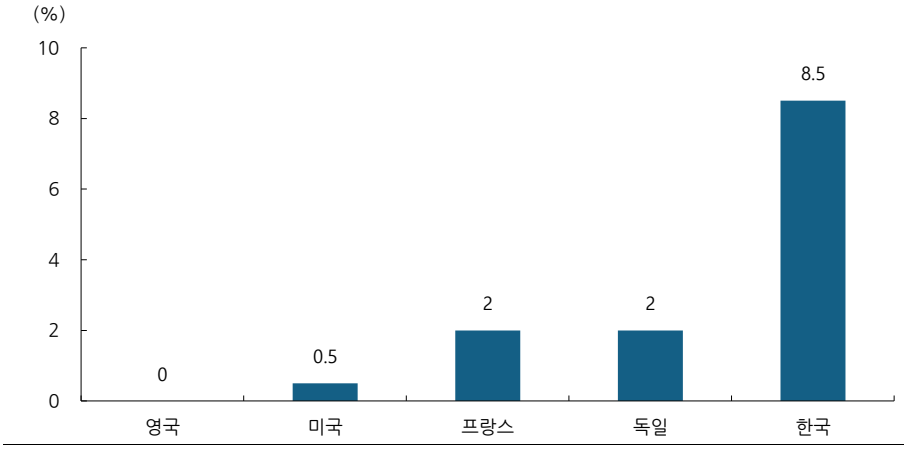
자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

표3 물적 분할 단행 혹은 계획한 주요 기업들의 배당 정관

구분	정관상 내용	자회사 주식으로 배당 가능 여부
KT(클라우드)	이익의 배당은 금전, 주식 및 **기타의 재산**으로 할 수 있다. (제49조 1항)	O
이마트(SSG)	이익의 배당은 **기타의 재산**으로 할 수 있다. (제 52조 2항)	O
신세계(SSG)	이익의 배당은 **기타의 재산**으로 할 수 있다. (제 42조 1항)	O
SK이노베이션(SK온)	이익의 배당은 **기타의 재산**으로 할 수 있다. (제 43조 1항)	O
SK케미칼(바이오사이언스)	이익의 배당은 금전과 주식 및 **기타의 재산**으로 할 수 있다. (제 50조 1항)	O
DB하이텍(팹리스)	이익의 배당은 주주에게 금전, 주식으로 할 수 있다. (제 37조 1항)	X

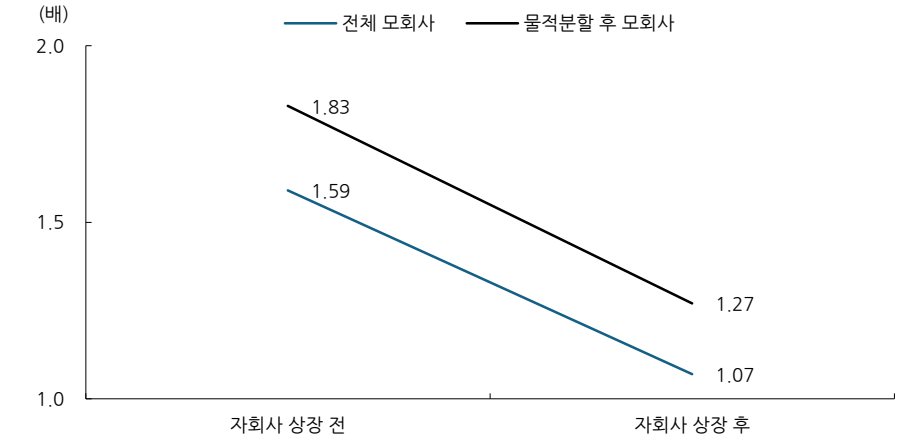
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림1 국가별 물적 분할 후 상장 비중



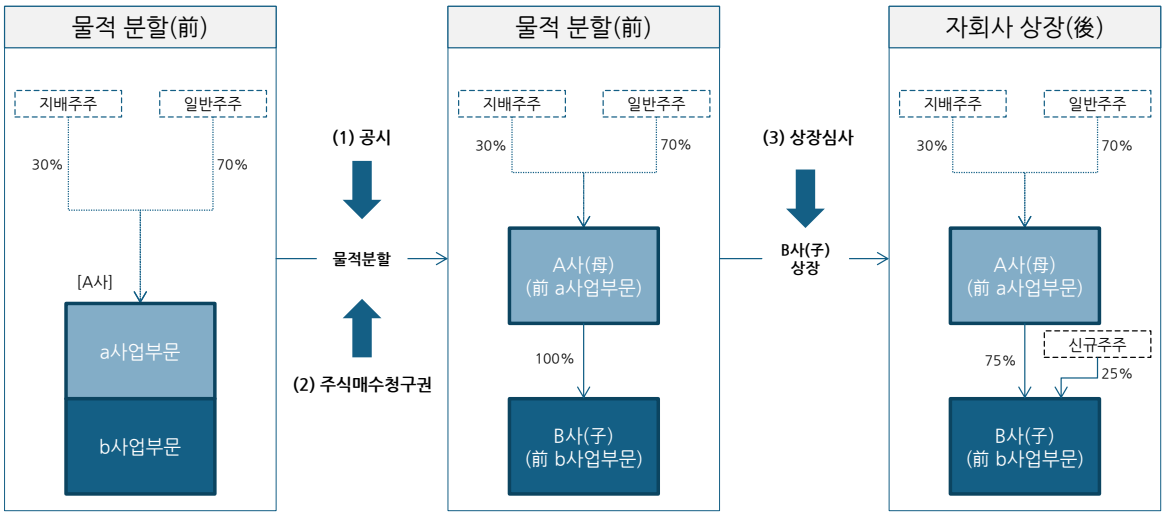
자료: 일본 경제 산업성, DS투자증권 리서치센터

그림2 자회사 상장 이후 모회사 기업가치 변화



자료: 자본시장 연구원, DS투자증권 리서치센터

그림3 물적 분할 후 지배구조



자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.