

물적분할과 지주사 디스카운트* **

- LG화학의 사례를 소재로 -

이 상 훈***

〈국문초록〉

이 글은 2020.9.17. 공시된 ㈜LG화학의 배터리사업 부문의 물적분할 방안과 그로 인한 지주사 디스카운트 현상을 살펴보고, 지배주주와 일반주주의 이해상충과 부의 이전이 문제의 본질이라는 점, 그에 대한 회사법적 함의와 대응수단을 분석한다.

본 사안에서 물적분할은 지배주주에게, 인적분할은 일반주주에게 절대적으로 유리한 구조로, 서로 이해관계가 대립된다. 인적분할 대비 물적분할이 가져다주는 지배주주의 핵심 이익은 ‘지배주주의 지배권 유지·강화’ 이익, 그리고 ‘주식상장/매각 프리미엄에 대한 지배주주의 물취’ 이익 등으로 압축할 수 있다. 그것은 반대로 일반주주에게는 배터리에 대한 접근권과 관리권, 처분권을 지배주주에게 물취당하는 손해를 의미하며, 이 부분이 지주사 디스카운트 현상의 본질이라 생각된다. 그에 대하여 일반주주에게 어떠한 반대급부가 제공되는지 충분한 설득·보상을 통해 동의를 얻지 못하는 한 인적분할 대신 물적분할의 선택은 정당화되기 어렵다. 정보의 비대칭과 이해상충이 해소되지 않은 상태에서 이를 표결에만 의지하여 진행한다면 회사라는 틀을 이용하여 주주의 비례적 이익을 편취하는 위법한 행위라고 보아야 할 것이다.

한편 지배주주 측은 물적분할의 명분으로 [주식을 통한 자금조달]을 내세운 것으로 보이는데, 자금조달이 문제라면 현재 배터리의 상황에 비추어 [물적분할+주식조달] 대신 [차입(및/또는 내부유보 활용)+인적분할]의 대안이 가능해 보이고 그것이 기업재무의 일반원칙으로 전체 주주이익에 부합할 것이다. 차입(및/또는 내부유보 활용)에 대한 고려나 그것을 배제한 이유에 대한 해명 없이 주식 조달을 당연시한 결정, 나아가 차입이건 주식이건 “인적분할은 안 되고 물적분할이어야 한다”는 식의 관점은 검토가 필요해 보인다.

본 사안에서 문제의 핵심으로 지목된 것은 ‘지주사 디스카운트’이다. 물적분할은 하나의 회사를 둘로 나누어 지주회사-자회사 체제의 수직구조로 만드는 조치인데, 많은 경우 둘 다 상장이 되며 심각한 지주사 디스카운트를 초래하는 것이 한국의

* 이 글은 2020.10.26. 한국기업거버넌스 포럼의 세미나에서 발표되었으며 당시 논의된 내용을 반영하였다. 포럼의 참석자 및 관계자 여러 분들께 감사드린다.

** 국민연금의 주총 반대 결정이 출간 직전 발표 되어 관련 내용을 충분히 다루지는 못하였으며 본문에 간단히 언급하였다.

*** 경북대학교 법학전문대학원 교수, 법학연구원 연구위원, 변호사

현실이다. 주주이익 보호의무가 인정되지 않다보니 그러한 일련의 거래가 제한 없이 허용되고 그 결과 주주이익 손상 가능성이 여러 각도로 발생하여 일반주주의 가치하락으로 귀결되는 것으로 보인다. 지주사 디스카운트가 발생하는 근본 원인은 사실은 물적분할 그 자체라기보다 일반주주의 이익을 보호할 회사법상의 선관의무가 인정되지 않는 한국의 회사법 주류해석론에 있다고 생각된다. 주주의 비례적 이익 보호 의무를 정립하는 방향으로의 패러다임 전환이 필요하다.

주제어 : 지주사 디스카운트, 지주회사 디스카운트, 지주사 할인, LG화학, LG에너지솔루션, 물적분할, 인적분할, 주주의 비례적 이익, 선관의무

• 투고일 : 2020.10.06. / 심사일 : 2020.10.26. / 게재확정일 : 2020.10.26.

I. 서설

2020.9.16. 석유화학과 전지 등 5개 사업 부문으로 구성¹⁾되어 있는 (주)LG화학(이하 “화학”)이 전지 사업부분(이하 “배터리”)을 물적 분할한다고 보도²⁾(다음 날 공시³⁾)되자 보도당일과 익일 이틀간 주가가 약 10% 이상 급락하였다. 화학은 그 무렵 주가가 20여만 원에서 불과 몇 달 만에 78만원을 돌파하며 소위 BBIG(배터리-바이오-인터넷-게임)의 대표주자로 코스피 시총 3~4위의 대형주였기 때문에 이는 상당히 충격적인 일로 받아들여졌다.⁴⁾ 이에 관하여 수많은 언론 기사와 증권사의 분석, 개인들의 인터넷 블로그, 유튜브 등의 분석이 잇따르며 관심의 초점이 되었는데⁵⁾ 논란의 핵심은 배터리의 분할의 방식이 인적분할이 아닌 물적분할로 결정되는 바람에 일반주주들의 주주가치 손상이 발생하였는지 여부이다.⁶⁾ 물적분할이 주주가치를 손상시키기 때문에 잘못된

1) 2020.8.14.자 (주)LG화학의 반기(2020년 상반기) 보고서 II.항(<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20200814002608>; 2020.10.1.접속. 이하 같음)

2) 2020.9.16, 동아일보, “LG화학 배터리 분사 추진, 17일 승인 예정…‘대규모 투자금 유치 기대’”(https://www.donga.com/news/article/all/20200916/102968281/1)

3) 2020.9.17. LG화학의 주요사항 보고서(<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20200917000127>)

4) 2020.9.18. 조선일보, “LG화학 배터리 분사에 개미들 뿔났다, 이틀째 주가 급락, ‘배터리 빼면 그냥 일반 화학주’, ‘피해 막아달라’ 청정원까지 등장”(https://www.chosun.com/economy/industry-company/2020/09/18/GQSM6W6X35DMTBKNWQOCYMWFE/?utm_source=naver&utm_medium=original&utm_campaign=news)

5) LG화학 분할로 인터넷을 검색하면 뉴스 기사는 물론, 블로그, 유튜브 등 그 짧은 기간 동안 엄청난 양의 분석이 게시되어 있으며 그 대부분은 이번 결정이 주주들에게 손해인지 여부에 집중되어 있음을 쉽게 확인할 수 있다.

결정이라며 비판하는 시각과, 기업가치는 물적분할을 하건 인적분할을 하건 변함이 없으므로 주가 급락은 과도한 것이며 오히려 저가 매수의 기회라는 반대 시각도 있는 것으로 보인다.⁷⁾ 본 사안의 물적분할은 2020.10.30. 주주총회를 거쳐 12.1. 그 효과가 발생할 예정인데,⁸⁾ 벌써부터 주주총회 부결을 위한 주주들의 결집 움직임이 나타나는 등 표 대결 조짐을 보이고 있다.⁹⁾

이 글은 위와 같은 현상에 대한 법적 분석을 시도해보려고 한다. 물적분할이나 인적분할이나의 차이는 회사의 영업력에는 영향을 주지 않으며 일반주주의 주식가치에 어떠한 영향을 미치는지가 관건이므로 주주간의 배분과 관련된 기업 지배구조 이슈라 할 수 있다.

이러한 배경 하에 이 글에서는, 본건 분할에 대하여 시장 주가가 보인 반응을 법적 관점에서 어떻게 바라볼 것인지, 이처럼 인적분할 대신 물적분할을 택한 의사결정은 문제 소지가 있는 것인지, 문제 소지가 있다면 대응수단으로는 어떠한 것이 있을지 생각해 보려고 한다. 이러한 내용들이 이 글의 주제이다.

II. 인적분할 대신 물적분할을 선택한 점에 대한 법적 분석

전술한 바와 같이 이번 사안의 핵심, 소액주주들이 문제제기를 하는 핵심은 왜 하필 물적분할이냐는 점이다.¹⁰⁾ 분할 자체는 쟁점이 아니며 분할 방식이 쟁점이다. 분할이 필요하다면 주주가치에 손상이 없는 인적분할을 해야 하는데 인적분할 대신 물적분할을 선택함으로써 주주가치에 손상을 초래하였다는 것

6) 2020.9.17.머니투데이, “[단독]주주 달래기 나선 LG화학 ‘배터리 분사해도 지분 70% 유지’”(https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2020091721292668521)

7) 2020.9.28. KBS, “LG화학 분할 ‘총수 지배력 지키기’ vs ‘기업 가치 높이기’”(http://news.kbs.co.kr/news/view.do?ncd=5013809&ref=A); 2020.9.17.한국경제TV, “양꼬 없는 전똥 vs 매수 기회…LG화학 투자자 ‘갑론을박’”(http://www.wowtv.co.kr/NewsCenter/News/Read?articleId=A202009170283&t=NNv)

8) 주3 참조.

9) 2020.9.23.서울경제, “LG화학 배터리 물적분할에 ‘주주행동’ 움직임”(https://www.sedaily.com/NewsView/1Z7YU9STXG); 2020.9.25. 조선일보, “LG화학 주총서 분할 막자’는 재미들… 국민연금·기관, 누구 손 들어줄까”(https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/09/25/2020092502908.html?utm_source=naver&utm_medium=original&utm_campaign=biz)

10) 일반주주에게 인적분할과 물적분할 중 어느 것이 유리한지는 2016년 삼성SDS 회사분할 방안에서도 논란이 된 적이 있다, 이상훈, “공거래법상 동일인(지배주주)의 이해상충과 의무 보호대상·자기거래·특별이해계인 조항의 재해석-삼성SDS 회사분할 사례를 중심으로-”, 『증권법연구』 제17권 제2호, 한국증권법학회, 2016, 469면.

이다.¹¹⁾ 이러한 주장이 타당한 것인 지, 어떠한 경로로 그와 같은 가치 손상이 생긴다는 것인지 살펴본다.

1. 물적분할과 인적분할

1) 물적분할의 개념

물적분할이란 회사의 특정 사업부를 분사하여 별도의 법인으로 설립¹²⁾하되, 이를 기존 회사의 100% 자회사로 만드는 형태의 분할을 말한다.¹³⁾ 본 사안의 경우, 화학의 사업부 중 배터리사업부를 별도 법인으로 분사(가칭 ‘LG 에너지솔루션’)하고 기존의 화학이 이에 대하여 100%의 지분을 갖는다.¹⁴⁾ 즉 분할 전 화학의 주주들인 (주)LG 33.34%,¹⁵⁾ 국민연금 10.51%,¹⁶⁾ 소액주주 54.33%¹⁷⁾는 종전처럼 화학의 지분만 가질 뿐 달라지는 것이 없으며 화학이 분사한 배터리 법인의 100% 주주가 된다.

2) 인적분할의 개념

인적분할이란 회사의 특정 사업부를 분사하여 별도의 법인으로 설립하되, 이를 기존 회사와 수직의 관계가 되도록 분할하는 물적분할과는 달리 해당 부분을 기존 회사와 수평으로 분할하고 그에 따라 기존 주주들이 분사 법인의 주주 지위도 점유하는 형태의 분할이다.¹⁸⁾ 본 사안의 경우, 만약 인적분할을

11) 분할 목적에 관한 주3의 공시내용을 보면, 인적분할 대신 물적분할이어야 할 필요성이 느껴지지는 않는다. 회사 측이 밝힌 분할의 목적은 다음과 같다: (1) 분할회사가 영위하고 있는 사업 부문 중 전지(자동차전지, ESS전지, 소형전지) 사업 부문을 단순·물적분할 방식으로 분할하여 분할신설회사를 설립하며, 분할회사는 그 외 기존 나머지 사업 부문을 영위한다.(2) 분할신설회사는 전지 관련 사업에 역량을 집중함으로써 해당 사업 부문의 전문성 및 시장 지배력을 강화하고, 사업 특성에 맞는 독립적이고 신속한 의사결정을 가능하게 하여 경영효율성을 제고하고자 한다. (3) 분할존속회사는 석유화학, 첨단소재, 바이오 사업의 균형 잡힌 사업 포트폴리오를 통해 대외 경쟁력을 더욱 확고히 하고 지속 성장을 도모한다. (4) 각 사업 부문의 전문화를 통해 핵심 사업의 경쟁력을 제고하고, 권한과 책임을 명확히 하여 객관적인 성과평가를 가능하게 함으로써 책임경영체제를 확립한다. (5) 상기와 같은 지배구조 체제 변경을 통해 궁극적으로 기업가치와 주주가치를 제고한다.

12) 상법 제530조의2 제1항

13) 상법 제530조의 12

14) 주3 참조.

15) 의결권 기준이며, 발행주식총수 기준으로는 30.09%이다, 주1의 VII항.

16) 2020.8.31.현재 기준이다, 2020.9.4.자 국민연금의 임원·주요주주 특정증권등 소유상황보고서(<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20200904000012>)

17) 주1.

추진한다면, 화학의 사업부 중 배터리사업부를 별도 법인으로 설립하고, 기존 주주들은 화학의 주식과 이 분사된 배터리의 주식, 두 종류를 갖게 된다. 분사 이후의 화학과 배터리는 분할 전의 화학과 주주구성이 동일하다.

정리하면 물적분할이나 인적분할이나의 가장 큰 차이는 배터리의 주주구성이다. 물적분할은 화학이 100% 주주가 되고, 인적분할은 33.34%를 보유한 (주) LG가 대주주가 된다.

2. 주주 이익에 미치는 영향

1) 물적분할의 효과

물적분할은 화학의 배터리사업부를 화학 밑의 100% 자회사로 내리는 구조이므로 무형의 시너지 등을 논외로 한다면 원칙적으로 기업의 전체 가치에는 변화가 없다. 회사측의 설명에 따르면 분할 중에서도 인적분할 대신 물적분할을 택한 이유는 배터리 부문의 발전을 위한 자금조달 유치에 보다 유리하다고 판단했기 때문이다.¹⁸⁾

자금조달을 위해 물적분할을 택하였다면, 그 이후의 후속 수단으로는 우선 두 가지를 생각해 볼 수 있다. 첫째, 화학이 보유하게 될 배터리의 주식 100% 중 일부를 매각(이하 “구주매각”이라 한다)하는 것이다. 가령 화학이 보유할 배터리 주식 100% 중 30%를 제3자에게 매각한다면, 이제 배터리의 주주는 화학 70%, 제3자 30%가 될 것이다. 물적분할을 하더라도 지분을 70% 이상 유지하겠다는 언급은 30% 가량은 팔겠다는 의미로 받아들일 수 있다. 화학이 30% 가량 배터리 지분을 매각하면 대금은 화학의 법인계좌로 입고될 것이다. 이것은 화학의 재산이므로 배터리를 위해서는 쓸 수 없음이 원칙이다. 화학은 배터리와는 주주 구성도 다르고 과거처럼 배터리의 100% 주주도 아니므로 만약

18) 인적분할은 물적분할처럼 법전에 등장하는 용어는 아니다. 그 용례에 대해 일부 이견이 없지는 아니하나 대체로 위와 같이 파악함이 통설인 것으로 보인다, 김건식/노혁준/천경훈, 「회사법」, 제3판, 박영사, 2018, 783, 797면; 김정호, 「회사법」, 제5판, 법문사, 2019, 716~717면; 김홍기, 「상법강의」, 제5판, 박영사, 2020, 777면; 송옥철, 「상법강의」, 제9판, 홍문사, 2019, 1265면; 오성근, 「회사법」, 박영사, 2019, 1003면; 이철송, 「회사법강의」, 제28판, 박영사, 2020, 1130~1131면; 장덕조, 「회사법」, 제4판, 법문사, 2019, 563면; 정찬형, 「상법강의(상)」, 제22판, 박영사, 2019, 530~531면; 최준선, 「회사법」, 제15판, 삼영사, 2020, 784면; 홍복기/박세화, 「회사법강의」, 제7판, 법문사, 2019, 105면.

19) 주2 및 주6 (차동석 LG화학 최고재무책임자 부사장은 컨퍼런스콜에서 “인적분할과 물적분할에 따라 이해가 달라질 수 있단 점에는 동의한다”며 “(물적분할의) 가장 큰 이유는 외부자금 유치시 더 유리하기 때문”이라고 설명).

화학이 자신의 계좌에 입고된 돈으로 배터리를 무상 지원한다면 업무상 배임, 공정거래법상 계열사 부당지원²⁰⁾이슈가 생길 것이다. 결국 구주매각을 통한 자금조달은 특별한 사정이 없는 한 ‘배터리를 위한 조달’이 되긴 어려우며 ‘화학을 위한 조달’이 될 뿐이다. ‘물적분할이 자금조달에 유리하기 때문’이라는 설명을 쉽게 납득하기 어려운 이유 중 하나가 여기 있다.

둘째, 배터리가 유상증자를 하여 자금을 조달(“유상증자”)하는 것이다. 화학이 100%주주인 상태에서, 배터리가 신주를 약 30% 발행하면, 주주구성은 화학 약 76% $[=100/(100+30)]$, 제3자가 약 24% $[=30/(100+30)]$ 가 될 것이다. 신주 발행 수만 조절하면 배터리의 주주구성은 앞의 구주매각과 동일하게 만들 수 있다. 따라서 주주구성은 쟁점이 아니다. 다만 유상증자 방안은 증자로 조달된 자금이 화학의 계좌가 아닌 배터리의 계좌로 입고된다는 점이 중요한 차이이다. 이처럼 화학이 아닌 배터리의 계좌로 입고되기 때문에, 유상증자 방안은 ‘배터리의 발전자금 조달’ 방안이 될 수 있다. 결국 ‘배터리를 위한 자금조달’ 논리라면 구주매각은 불가하고 배터리의 자체 유상증자가 원칙이라고 할 수 있다.

2) 인적분할의 효과

인적분할은 화학과 배터리를 두 개의 독립된 법인으로 분할하는 것이며 화학이 배터리의 지분을 갖고 있지 않다. 따라서 전술한 ‘화학의 구주매각 옵션’은 해당사항이 없다.

유상증자를 보자. 유상증자를 할 경우 물적분할과 인적분할은 중대한 차이가 있다.

첫째, 유상증자를 하면 기존 주주의 지분율이 희석되는데, 물적분할은 화학이 100% 주주인 상태에서 희석이 시작되지만, 인적분할은 기존의 주주구성과 동일한 상태에서 희석이 시작된다. 물적분할의 경우, 화학의 지분율이 100%인 상태에서 시작하므로 희석이 되더라도 지배주주는 지배권 상실위험이 거의 없다.²¹⁾ 반면, 인적분할의 경우, 지배권 지분이 (주)LG의 33.34%에서 시작되므로 희석으로 인한 지배권 약화 위험이 상당히 있다. 이를 방지하려면 증자물량을 매우 적게 가져가거나 유상증자 시 (주)LG도 추가납입을 해야 하는데 이에는 (주)LG의 현금부담이 따른다.

20) 공정거래법 제23조 제1항 제7호

21) 물적분할의 경우 지배주주의 지배권이 100%라고 하는 이유는, (주)LG가 지주사로서 33.4%의 지분율로 화학을 지배하고 화학은 배터리를 100% 지배하므로, 결국 지배주주의 실질적인 지배권은 100%라는 의미이다.

둘째, 기존의 화학의 주주들은 인적분할을 하면 분사된 배터리의 주주 지위도 갖게 되지만, 물적분할을 하면 배터리의 주주가 될 수 없으며 화학을 통한 간접 보유 관계로 물러난다. 이에 대하여는, “물적분할을 하면 배터리는 100% 자회사로서 사실상 화학의 내부 사업부에 불과하므로 형식적으로는 간접보유이지만 실질적으로는 배터리의 직접 주주가 되는 것과 사이에 별 차이가 없다”는 반론이 있을 수 있다. 하지만, 배터리가 상장이 되고 배터리에 외부 주주가 참가하는 순간 배터리의 프리미엄은 화학 내부에 잠겨 있지 않고 외부 주주들에게 유출되며 이제 ‘남의 회사’가 된다. 따라서 상장 등 외부에 주식 매각을 염두에 두는 한 위와 같은 반론은 타당하기 어렵다. 뿐만 아니라 주식매각을 전제로 하지 않더라도 일반주주의 공동감시 영역에서 빼내 화학의 대표이사 관할(=지배주주의 사실상 단독관할)로 옮기는 것 자체가 일반주주 가치의 침해를 야기할 수 있다. 기업의 전체 가치에는 변함이 없을지라도 일반주주의 가치는 저하되고 지배주주의 가치는 증가할 수 있는 것이다.

상기 두 가지 사항은 본 사안의 핵심으로, 지배주주와 일반주주의 이해상충 사안이라고 보게 만드는 본질적인 부분이다. 항을 바꾸어 위 각 효과를 구체적인 항목별로 비교 분석해 보기로 한다.

3) 물적분할과 인적분할의 구체적인 차이점

(1) 구주매각을 통한 현금화

물적분할은, 지배주주 측에서 구주매각과 유상증자 두 개의 선택권을 갖는다. 전술한 바와 같이 구주매각 즉 화학이 보유하게 될 배터리의 주식 중 일부를 매각함으로써 배터리의 성장성으로 인한 주가 상승 프리미엄을 화학의 법인계좌로 입고시키고 이를 경우에 따라 화학의 주주들에게 배당금으로 지급할 수 있는 옵션이 있다. 물론 구주매각을 하지 않고 또는 구주매각과 병행하여, 배터리의 유상증자를 단행할 수도 있다. 이 모든 것은 지배주주(LG 그룹의 지배주주, 소위 ‘오너 일가’를 가리킨다, 이하 같다)의 결정에 달려 있다.

인적분할을 한 뒤 배터리를 상장하면 분사된 배터리의 주식을 갖게 된 일반주주도 상장 차익 등 주가상승의 이익을 얻을 수 있다. 하지만, 이는 일반주주들에게만 해당되는 사항일 뿐 지배주주에겐 ‘그림의 떡’이 될 수 있다. (주)LG는 지분을 33.34% 로, 지배권을 유지하려면 시장주가가 오른다고 주식을 팔 형편이 아니다. 배터리가 한창 성장기에 진입하는 국면이라면 당분간 배당소득도 기대하기 어려울 수 있다. 그렇게 되면 (주)LG는 상장차익이건 주가상승 이익이

건 배당소득이건 배터리로부터 당분간 무언가를 얻기가 쉽지 않다. (주)LG가 이익을 실현하기 어려우면 (주)LG에 지분을 갖고 있는 지배주주는 손에 쥐는 것이 없게 된다.²²⁾

결국 지배주주의 입장에서, 배터리 분사로 인한 상장차익, 주가 상승의 프리미엄을 실현하여 손에 쥐고 싶다면 인적분할은 선택하기 어렵다. 물적분할 방식을 채택한 뒤 화학이 보유한 물량 중 일부를 상장 전이건 후이건 구주매각을 통해 그 프리미엄 차익을 실현하여 화학의 계좌로 입고시킨 뒤 이를 (주)LG에게 배당시키고 다시 이로부터 배당받아 회수하는 방법이 현실적이다. 지분을 100%에서 시작하므로 매각 물량의 여유도 충분하다. 또한 100% 자회사면 M&A가 용이하기 때문에 그룹 내 특수관계인을 위한 합병, 주식양수도 등 거래를 통해 지배주주에게 부를 이전시키기 쉽다. 가령 분사 후 상장하기 전의 비상장 주식에 적용되는 가격으로 그룹 내 특수관계인들에게 배터리의 지분을 취득시킨다면 손쉽게 성장주인 배터리에 대한 지배주주와 특수관계인의 지분율을 증가시킬 수 있다. 전략적 제휴를 위한 주식매각의 경우도 마찬가지다. 지배주주의 입장에서는 지배권이 희석되기 때문에 제휴 파트너에게 (주)LG가 보유한 배터리 주식을 팔거나 배터리가 제3자배정 유상증자를 하기는 어렵다.

문제는 위와 같은 방식은 지배주주에겐 유리하지만 일반주주에겐 손해라는 점이다. 일반주주는 인적분할이 되면 자신이 직접 배터리의 주식을 갖게 되므로 주식매각을 통해 상장차익 및 주가상승 이익을 실현할 수 있다. 그러나 [물적분할+구주매각] 루트로 가면, 지배주주가 일반주주들의 매각 기회를 봉쇄하고 차익 실현의 프리미엄 기회를 화학에게 집중시킨 뒤 그 가치의 일부를 특수관계인 등 외부의 제3자에게 이전시킬 수도 있으며, 화학의 구주매각을 통해 실현한 차익을 화학의 계좌로 입고시킴으로써 그 이익의 처분에 관한 재량권을 지배주주가 독점할 수 있다. 일반주주의 입장에서 물적분할이 인적분할에 비해 큰 손해라고 느껴지는 부분은 바로 이러한 부분들이다.

이에 대하여는, [물적분할+구주매각]을 통해 얻은 차익을 화학의 계좌로 입고시킨 뒤 주주들에게 배당하면 일반주주도 그 이익을 지분 비례로 향유할 것이므로, [인적분할+유상증자]와 차이가 없으며 결국 일반주주는 손해가 없지 않느냐고 반문할 수 있다. 그러나 그렇게 보기 어려운 점이 있다.

첫째, 인적분할을 하면 분사로 독립된 배터리의 상장 프리미엄 이익이 고스

22) LG그룹의 지배주주는 화학에는 지분이 없으며 지주사인 (주)LG를 통해 그룹을 지배하고 있다. (주)LG에 대한 최대주주 등(특수관계인 포함)의 지분율은 46.1%다(2020.8. 21.자 (주)LG의 최대주주등소유주식변동신고서 및 주1).

란히 기존 주주에게 남게 되지만, 물적분할 후 구주매각은 그러한 이익을 화학의 법인 계좌가 몰취하는 효과가 생긴다. 화학의 법인 계좌가 몰취한다는 것은 물적분할의 경우 주식에 대한 처분권한을 화학의 대표이사(그에 대한 인사권을 갖고 있는 지배주주)가 100% 대주주로서 독점적으로 행사하므로, 인적분할이었다면 일반주주들 각자에게 분유되었을 배터리 주식에 대한 처분권을 지배주주 앞으로 집중, 이관함을 가리킨다. 달리 설명하면, 인적분할을 하면 일반주주들은 원하는 타이밍에 원하는 물량만큼을 원하는 가격에(시장가격이 원하는 수준에 도달하였을 때) 팔 수 있었지만, 물적분할로 인해 화학을 통해 간접보유하게 되는 결과, 화학이 배터리 주식을 팔지 여부, 판다면 누구(가령 특수관계인)에게 팔지, 언제 얼마에 팔지, 또 그 팔아서 얻은 돈을 배당으로 지급할지, 한다면 얼마만큼 할지 그 의사결정을 알기도 어렵고 그에 참여할 수도 없는 위치가 된다. 자산 처분의 권한, 환금의 용이성을 플러스의 투자가치라고 인정한다면 이 부분을 몰취 당한 만큼 물적분할은 일반주주의 주주가치에 디스카운트 요인 즉 후술할 지주사 디스카운트 요인을 야기한다고 말할 수 있다. 환금성의 몰취 및 지배주주 앞 이전은 일반주주의 주식의 할인율을 증가시켜 그 가치를 크게 저감시킬 것이다. 기업 가치와 지배주주 가치, 일반주주 가치가 서로 달라질 수 있음을 선명하게 보여주는 대목이다.

둘째, 차익을 배당을 통해 회수하는 것과 주식매각을 통해 회수하는 것은 수익률 차이가 크다. [물적분할+구주매각] 후 일반주주들이 화학으로부터 배당을 받을 경우, 배당 소득에 세금을 납부해야 한다. 이에 반하여 인적분할의 경우 일반주주들이 시장에서 주식을 매각하면 상장주식의 매매차익은 현재 세법상 ‘대주주’가 아니면 과세 대상이 아니다. 결국 [물적분할+구주매각+배당] 방식은 일반 소액주주들에게 배당 소득세만큼 투자수익률 저하 요인이 된다. 이 역시 일반주주 가치의 할인요소로서 후술할 지주사 디스카운트 요인을 구성할 것이다.

셋째, 주식매각의 제한과 지배권 비용의 부담이다. 물적분할 후 화학이 구주매각을 할 경우 무한정 매각을 할 수는 없다. 지배권을 유지하기 위한 수준(화학에서는 분할 후 최소 70% 유지계획을 밝힌 바 있다)만큼은 보유해야 하기 때문이다. 일종의 매각 제한이라고 할 수 있는데, 일반주주도 이 효과를 간접적으로 받게 된다. 반면, 인적분할을 하면 일반주주들은 그러한 매각 제한을 받지 않고 배터리 부분을 다른 투자자들에게 전량 매도할 수 있다. 물적분할의 경우 발생하는 위와 같은 매각제한의 부담은 지배주주의 배터리에 대한 지배권 유지 비용이라고 할 수 있는데, 일반주주들도 이러한 지배권 유지비용 부담

을 강요당하는 의미가 있다. 지배주주야 모든 것을 원하는 대로 결정할 수 있고 바로 그러한 권능을 위해 지배권을 추구, 확보하는 것이므로, 그에 따른 자금부담과 비용을 감수하는 것은 당연하다. 그러나 일반주주는 그러한 권능을 향유할 수 없기에 지배권 보유비용을 각출당하는 것은 효용과 비용 간의 비례적 대가관계가 맞지 않는다.²³⁾ 일반주주로서는 물적분할의 경우 초래될 위와 같은 비용 부담에 마땅한 대응수단이 없는데(이는 주주의 비례적 이익 보호의 무가 인정되지 않기 때문이다), 일반주주 가치와 지배주주 가치의 괴리, 일반주주 가치의 지배주주 앞 이전을 보여준다. 이것도 물적분할의 불리한 점으로서 후술하는 지주사 디스카운트의 중요한 원인을 구성한다고 볼 수 있다.²⁴⁾

(2) 상장할 경우의 차이 - 지주사 디스카운트

가. 물적분할 후 상장시 예상되는 지주사 디스카운트

인적분할 후 상장을 하면 일반주주들은 화학과 배터리를 분리해서 소유하면서 그에 대하여 보유 여부를 자신이 선택할 수 있는 권한을 갖게 된다. 특히 최근의 주가 급등이 배터리의 성장성 때문이라고 한다면 인적분할은 이러한 투자 포인트에 정확히 부합하는 구조조정이 된다. 반면, 물적분할을 하면 배터리를 상장하더라도 일반주주는 배터리의 주주는 될 수 없고 화학을 통해 간접 보유하는 수밖에 없다. 일반주주들은 이로써 이른바 ‘지주사 디스카운트’라고 불리는 주가 하락의 손실을 겪게 된다. 현재 시중에서 일반 투자자들이 가장 문제제시하는 점은 이 부분 즉 물적분할에 따른 지주사 디스카운트라고 보인다.²⁵⁾

나. 지주사 디스카운트의 개념

지주사 디스카운트란 일반적으로 지주회사의 가치가 다른 회사에 비하여 저

23) 이상훈, “국민연금 배임판결의 회사법적 의미 - 주주의 비례적 이익, 패러다임 전환을 제안하며 -”, 『상사법연구』 제38권 제2호, 한국상사법학회, 2019, 62면.

24) A Rommens, M Deloof, M Jegers, “Why do holding companies in pyramidal groups trade at a discount?”, *Repository.uantwerpen.be*, 2004, 12면 이하는 지주사 디스카운트의 원인 가능성의 하나로 지배주주의 사익추구(extract private benefits of control)를 제시하는데, 넓게 보면 비슷한 맥락이라고 할 수 있을 것이다.

25) 2020.9.28. 중앙시사매거진 이코노미스트, “[대림산업·LG화학 ‘물적분할’에 빨난 주주들] ‘존속법인’ 주식가치 떨어질라’ 우려에 분할 성사 불투명”(http://jmagazine.joins.com/economist/view/331361); 2020.9.25. 연합인포맥스, “[바로미터뷰] 박상인 교수 ‘LG화학 논란, 증권가는 사실을 외면한다’”(https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4109534) 외 다수.

평가되는 현상을 가리킨다.²⁶⁾ 지주회사의 주가가 그 기업가치에 비추어 다른 회사보다 특히 낮게 평가되는 현상으로, 가령 지주회사가 보유한 자산 대비 그 주식 가격의 비율(PBR; Price Bookvalue Ratio)이 다른 회사에 비하여 특히 낮다면 지주사 디스카운트를 보여주는 예가 될 수 있다.²⁷⁾ 본 사안의 맥락에 맞추어 좁혀 말한다면, 지주회사가 보유한 자회사의 주가가 지주회사의 주가에 잘 반영되지 않는 현상, 그로 인한 지주회사 주가의 저평가 현상을 가리킨다 (둘다 상장임을 전제한다²⁸⁾). 예를 들면, 삼성물산은 시가총액 45.7조원 (2020.9.28.종가 기준, 이하 모두 같음)인 삼성바이오로직스의 지분을 43.4% 보유하고 있다. 삼성바이오로직스의 시가총액에 이 43.4%를 곱하면 19.8조원이다. 또한 삼성물산은 삼성전자의 지분을 약 5.0% 보유하고 있고 이를 삼성전자의 시가총액에 곱하면 약 17조원이다. 보유중인 삼성SDS에 대한 지분 17.1%도 이러한 식으로 계산하면 약 2.3조원이다. 이 셋만 더해도 39.2조원인데, 삼성물산의 시가총액은 19.6조원으로 절반 밖에 안 된다. 이러한 예는 삼성물산 뿐이 아니다. 삼성생명의 경우도 삼성전자의 지분을 9%가량 보유하고 있으므로 그것의 시가총액만 대략 30조원에 달하지만 삼성생명 전체의 시가총액은 12조원에 불과하다. LG그룹도 그러하다. LG그룹의 지주사인 (주)LG의 경우, LG화학, LG전자, LG유플러스, LG생활건강, LG하우시스 등을 모두 30% 이상씩 보유하고 있고 그 각 지분의 시가총액 합계는 29조원에 달하지만, 정작 (주)LG 자신의 시가총액은 12.8조원에 불과하다.²⁹⁾ 비유를 든다면 시가 100만원인 손목시계를 양복 호주머니에 집어넣는 순간 그 전체의 가격이 50만원도 채 안 되는 기현상이 발생한다. 고급 시계를 손에 차고 있으면 제값을 인정받는데 양복 호주머니에 넣는 순간 ‘투명인간’ 내지 ‘애물단지’ 취급을 받는 것이다. “고급 시계는 양복에 넣지 말고 손에 차야하며, 성장주인 배터리는 화학에 넣지 말고 직접 가져야 한다.”

26) 박진/서정원/강신우, “한국주식시장의 지주회사 디스카운트”, 『한국증권학회지』 제48권 제6호, 한국증권학회, 2019, 757면.

27) 저평가의 척도가 반드시 PBR에 국한된다거나 PBR이 가치평가 척도로서 절대적이라는 의미는 아니며 한 예에 불과하다.

28) 이러한 지주사 디스카운트는 자회사도 상장되었을 경우에 나타난다. 지주회사는 상장이고 자회사는 비상장이라면 지주회사의 주식을 거래할 수 밖에 없으므로 이러한 디스카운트가 생기지 않는다. 그 원인의 하나로 지주회사와 자회사 동시상장의 경우 투자자의 수요가 사업자회사 쪽으로 집중되기 때문에 지주회사의 기업가치가 낮게 형성된다는 설명에 대하여는, 박진 외, 앞의 논문, 2019, 776면.

29) 2020.9.18. 비즈먼tv(유튜브), “LG화학은 대답해라 ‘왜 모회사는 자회사 지분만큼 평가 받지 못하는지~’”(https://www.youtube.com/watch?v=1DwjAlzn-AI).

이것이 바로 “인적분할 대신 물적분할을 추진함으로써 일반주주들의 주주가치에 심각한 손상을 초래하였다”는 주장의 핵심 근거인 지주사 디스카운트이다. 물적분할은 배터리를 믿고 투자한 주주들을 지주사의 주주로 만들어 버리는 조치, 즉 시계를 양복 속에 넣어 버리는 조치인 것이다. 인적분할 대신 물적분할을 선택한 것을 “삼성바이오에 투자했는데 삼성물산의 주주가 되는 격”³⁰⁾ 또는 “BTS 때문에 투자했는데 BTS가 옮긴 것”에 비유하는 것³¹⁾은 이러한 의미이다. 지주사 디스카운트에 관한 전문적인 연구는 드문 것으로 보이는데³²⁾ 최근 한 실증 연구에 따르면 공정거래법상 지주회사의 경우 지주사 디스카운트가 유의하게 나타난다고 한다.³³⁾

다. 지주사 디스카운트를 둘러싼 주주간 득실

일반주주의 입장에서는 지주사 디스카운트 현상에서 보듯이 단연 인적분할이 나으며 물적분할은 손해를 볼 가능성이 높다. 이에 대하여는 배터리를 상장한다고 지주사 디스카운트가 실제 발생할지 여부는 알 수 없는 것 아니냐고 반문할 수 있으나 발생할 가능성이 상당하다는 점만으로 주식 가치는 손상되었다고 봄이 타당할 것이다. 지주사 디스카운트는 시장의 불합리한 이상 반응이 아니라 전술한 일반주주의 가치 감소, 일반주주 가치의 지배주주 앞 이전 효과를 시장이 정확히 인식한 결과라고, 다시 말하면 주가를 ‘디스카운트’한 것이 아니라 ‘적정하게 평가’한 것이라고 말해야 정확할지도 모른다.

반면 지배주주(오너일가)에게는 물적분할이 당연히 낫다. 나온 정도가 아니라 인적분할은 거의 비교의 대상이 되지 못한다. 물적분할을 하면 지주사 디스카운트가 발생한다고 하지만 이는 일반주주에게나 해당될 뿐 지배주주에게는 해당이 없다. 지주사 디스카운트의 원인은 「간접보유로 인한 주주로서의 통제력 상실」이라 할 것인데, 지배주주는 계열사의 모든 것을 통제하므로(계열사

30) 주29.

31) 중앙일보, 2020.9.17., “‘빅히트’ 상장했는데 BTS 옮긴 격’…LG화학 배터리 분사 논란” (<https://news.joins.com/article/23874253>).

32) 박진 외, 앞의 논문, 2019, 760면에 따르면, 국내의 기존 학술지 게재 논문 중에는 지주회사의 기업가치 저평가 현상을 분석한 논문은 아직까지 없다고 한다. 미국은 공정거래법상 지주회사 제도가 없어 관련 논문이 없으며 일본은 2002년도에 순수지주회사제도가 도입되었으나 이에 관한 연구 논문은 아직 없다고 한다.

33) 박진 외, 앞의 논문, 2019, 768~770면. 다만 이 논문은 공정거래법상 지주회사에게만 나타날 뿐, 사실상의 지주회사(공정거래법상 지주회사는 아니지만 기업집단의 지주회사 역할을 하는 사업회사)의 기업가치는 저평가되어 있지 않다고 하는데(772~773면), 이는 사실상 지주회사와 그 보유지분과의 비교 평가를 수행한 연구는 아닌 것으로 보인다.

의 개념 자체가 지배주주 즉 동일인의 통제를 받는 회사라는 뜻이다³⁴⁾ 지주사 디스카운트는 애당초 지배주주를 비껴가는 개념이다. 가령 물적분할을 하더라도 지배주주는 직접 주주가 아니지만 유상증자를 할지 구주매각을 할지, 구주매각을 추진한다면 화학의 구주매각 상대방, 타이밍과 가격, 물량과 매각 조건 등을 모두 정할 수 있다. 지주사 디스카운트의 가치 할인 요인이 작동하지 않는 것이다. 구주매각 여부, 매각 상대방과 방법, 매각 이익의 사용 여부와 시기, 방법도 원하는 대로 결정할 수 있다.

이것은 다른 각도에서 설명해 볼 수도 있다. 지주사 디스카운트라는 것은 거래소 시장의 주가를 기준으로 하는 개념인데, 거래소 시장은 일반주주들의 주식이 거래되는 시장이지 지배주주의 지배권 주식이 거래되는 시장이 아니다. 이것은 지주사 디스카운트라는 것 자체가 거래소 시장에 형성된 디스카운트 즉 일반주주에게 적용되는 가치할인임을 뜻한다. 지배주주의 주식은 통상 M&A 시장에서 프리미엄부로 거래됨이 원칙이며³⁵⁾ 거래소 시장 주가와와는 달리 결정된다. 지주사 디스카운트가 심할수록 그것은 일반주주의 통제력이 상실되고 그것이 지배주주 앞으로 이전됨을 의미하므로 다른 조건이 동일하다면 그만큼 지배주주의 주식에 부착되는 프리미엄 가치를 오히려 증가시킬 것이다.³⁶⁾

요컨대 일반주주에게는 물적분할 시 지주사 디스카운트가 큰 문제로 다가오지만, 지배주주에게는 오히려 플러스 요인을 의미할 수 있으며 물적분할이 단연 유리하다.

라. 지주사 디스카운트의 회사법적 함의

지주사 디스카운트가 얼마나 확실한 정도로 시장에 나타나는지는 실증 연구가 좀 더 필요할 것이고 이 글의 범위를 넘는 주제다. 다만 구체적인 사안에서 물적분할 시 지주사 디스카운트 현상이 실제 발현되지 않더라도³⁷⁾ 법적인

34) 공정거래법 제2조 제3호 및 제2호 가.목 참조.

35) 회사가 소유하는 상당물량의 자기주식을 시장주가 대비 프리미엄을 받지 않은 채 특수관계인에게 매도한 경우 업무상 배임이 성립한다는 것으로, 서울고등법원 2008. 11. 13. 선고 2008노1296 판결

36) 지배주주의 권능이 강할수록 일반주주의 권능은 약해지므로, 지배주주의 프리미엄과 일반주주의 가치할인은 비례관계에 놓인다, 노혁준, “소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구-도입형태와 가격산정을 중심으로-”, 『상사법연구』제26권 제4호, 한국상사법학회, 2008, 256~257면(디스카운트는 강력한 지배주주가 있을수록 더 크게 나타난다)

37) 지주사 디스카운트의 발생여부 및 정도는 그 지주사가 순수지주인지, 사업지주인지, 해당 지분의 가액이 지주사의 전체 재산 가액에서 차지하는 비중이 어느 정도인지, 해당 주식이 그룹의 지배권에 얼마나 결정적이며 매각이 불가능한 자산인지, 배당률이 어느 정도 되는 자산인지 아니면 그야말로 무수익 자산인지, 회사의 금융비용 현황이 어떠한지 등

관점에서는 일반주주의 이익 침해가 발생한다고 보아야 할 것이다.

이익 침해란 크게 두가지다. 첫째, 배터리 부문에 대한 통제력 상실이다.³⁸⁾ 그 부분을 별도의 유통 주식으로 만든 뒤 화학을 통해 간접보유하기 때문이다. 간접보유라도 그 보유자가 오로지 일반주주를 위해 최선의 의사결정을 내린다면 그나마 좀 낫겠지만, 주주 보호의무가 인정되지 않는 상황에서 간접보유자의 추가는 그 이해상충과 정보 비대칭을 감당하기 어렵다. 기업가치가 일반주주의 손에 온전히 전달되지 못할 가능성이 그만큼 증가하는 것이다. 둘째, 구주매각 관련하여 언급했듯이 지배주주의 지배권 보유 비용을 일반주주들에게 분담시킨다는 점이다. 지주사가 아니라도 계열사의 주식을 포트폴리오 목적이 아닌 기업집단 지배주주의 지배권 유지목적으로 보유하는 경우에는 동일한 문제가 발생한다. 이는 수직의 피라미드를 형성하며 계열사간 출자를 통해 지배주주의 지배력 레버리지를 피하는 한국 기업집단의 계열사 모두에 공통되는 사항이다. 다만 처음부터 그런 상태에서 주식을 매입하였다면 ‘양해된 사항’이라고, 즉 ‘그만큼 싼 값에 샀으니 손해가 없다’고 위안 삼을 여지라도 있겠지만, 본건처럼 원래 그렇지 않던 회사를 인위적으로 그렇게 만드는 것은 사전에 양해된 것이라고 보기 어려운 면이 생긴다. “LG그룹이 시장의 신뢰를 저버렸다”는 일부의 평가는 이러한 관점에서 이해할 수 있다. 위 두가지를 관통하면서 동시에 그것을 아우르는 관념은 “일반주주 가치의 지배주주 앞 이전”이다.

이상과 같은 논지에 대하여는, “그렇다면 모든 물적분할이 문제라는 뜻인가, 물적분할은 회사법상 공인된 제도인데 이를 부정하는 것인가”라고 반문할 수 있다. 필자가 보기에, 문제의 본질은 물적분할이 아니라 주주의 비례적 이익을 침해한다는 점에 있다. 가령 주주구성이 1인주주이거나, 지배주주-일반주주의 구도가 아닌 완벽한 분산소유구조라면, 물적분할을 하더라도 지배주주의 편취는 구조적으로 발생할 수가 없다. 지배주주-일반주주의 구도에서만 문제될 뿐이다. 또한 지배주주-일반주주의 구도일지라도 지배주주의 이해상충이 완벽하게 통제되는 주주보호 규범이 통용된다면, 역시 일반주주 가치의 침해는 상당한 정도로 방지될 것이다. 정리하면, 한국에서 물적분할이 문제되는 이유는, ① 지배주주-일반주주 구도인데, ② 지배주주의 이해상충 통제 규범(=주주보호 규범)이 존재하지 않기에, ③ 지배주주가 지배권과 정보비대칭 상황을 십분 활용하여 단체적 의사결정을 주도함으로써 ④ 단체 구성원의 가치(회사의 재산/

여러 요소에 좌우될 수 있을 것이다.

38) 같은 취지로, 홍복기·박세화, 앞의 책, 106면(지배회사의 소수주주들은 물적 분할의 대상인 영업부문에 대한 영향력을 상실).

주식에 대한 통제력)를 이전해 가기 때문이다. 이전해 가는 가치의 내용에는 인적분할이 가능함에도 그것을 폐기함으로 인한 기회이익 상실 손해도 포함된다. 물적분할 자체가 문제가 아니라 위 ①~④의 조건들, 즉 지배주주와 일반주주의 이해상충이 문제인 것이다. 당사자의 진정한 의사에 기한 정상적인 결정(informed decision)이라면 설령 ④와 같은 가치 이전이 발생하더라도 이를 문제라고 하긴 어려울 것이다. 하지만 한국에서는 ①~③의 조건이 추가되기 때문에 필자는 이 문제는 ‘커머셜 이슈’ 또는 ‘마켓 이슈’를 넘어서는 ‘리갈 이슈’(legal issue)라고 보는 것이다. 순수한 경제적인 가치 평가의 요소(economic merit) 외에 이해상충과 정보비대칭이라는 구조적인 힘의 불균형이 작용한 결과이기 때문이다. 설령 이 부분이 시장 주가에서 식별가능한 ‘디스카운트’ 현상으로 나타나지 않더라도 법익 침해는 발생하였다고 봄이 타당하다.

요컨대, 물적분할로 인한 지주사 디스카운트 문제를 단순한 시장 현상으로 치부해서는 곤란하며 거래 참여자의 법익이 침해되는 ‘리갈 이슈’로 인식할 필요가 있다. 현재 일반주주는 표결 말고는 달리 대응할 방법이 없는데, 이것은 지주사 디스카운트 문제가 리갈 이슈인데도 시장 현상으로 취급될 뿐 리갈 이슈로 대접받고 있지 못함을 뜻한다. 주주 보호의 법적 의무를 인정함으로써 이 문제를 리갈 이슈로 격상 시켜 힘의 불균형과 정보의 비대칭으로 부를 편취당할 구조적 위험에 놓인 당사자들을 보호할 필요가 있다. 그것이 민법에도 불구하고 단체법으로서의 회사법을 둔 핵심 이유 중 하나라고 이해되어야 할 것이다.

(3) 유상증자와 지분을 유지·제고 측면에서의 차이

배터리의 발전 자금 조달을 위하여 유상증자를 해야 한다고 가정할 경우, 인적분할과 물적분할은 중요한 차이가 있다.

물적분할의 경우 화학이 100% 지분을 보유한 상태에서 출발하므로 지배권 희석 위험이 거의 없는 반면, 인적분할의 경우는 (주)LG가 약 33.34%에 불과하여 지배권 희석위험이 있고 이를 막으려면 현금부담이 발생함은 전술하였다. 지배주주의 입장에서 유상증자를 염두에 둔다면 인적분할은 현실적으로 거의 선택하기 어렵다. 그러나 이것은 지배주주의 지배권 유지·강화 필요성 내지는 출자여력 부족 등과 같은 지배주주의 개인 사정이지 기업가치와 직접 관련 있는 사항은 아니다. 이 문제의 본질이 지배주주의 이해상충 문제임을 다시 한번 보여주는 사례다.

일반주주는 어떠한가. 물적분할의 경우 유상증자는 배터리의 가치가 화학의

자산 내부에 머물러 있지 않고 외부로 판매됨을 뜻한다. 그 가치가 화학의 법인계좌로 입고되어 화학의 주주에게 온전히 전달되지 못할 수 있음은 전술하였다. 인적분할 후 유상증자를 할 경우 일반주주도 지분율이 희석되는 문제는 있다. 그러나 일반주주는 지배권을 보유한 주주가 아니므로 이러한 지분율 희석이 주식 1주에 내재된 잠재 의결권 가치에 주는 손상은 무시해도 좋을 만큼 미미하다. 어차피 거래소의 시장주가는 지배권이 없는 것을 전제로 그만큼 할인(minority discount)된 가격이기 때문이다. 오히려 이러한 유상증자 과정에서 높은 가격으로 증자대금이 납입되면 기존 주주들은 주당 가치가 상승할 수 있으며, 시장의 유동성이 풍부해지고 지배주주의 지분율이 낮아진다면 일반주주들의 주식에 내재되어 있는 가치할인(minority discount 또는 liquidity discount) 폭이 감소하여³⁹⁾, 이익이 될 여지도 있다. 결국 지배주주는 물적분할이, 일반주주는 인적분할이 유리하다.

(4) 경영 활동에 대한 통제 가능성

물적분할로 배터리를 화학의 100% 자회사로 내리면, 기존의 화학의 일반주주들은 더 이상 배터리의 주주가 아니다. 배터리의 주주는 화학이라는 법인이므로 배터리에 대한 관할은 그 1인 주주인 화학의 단독 관할로 이관된다. 이것은 인적분할과 다른 점이다. 화학의 단독 관할이라 함은 일반주주가 배제된 화학의 대표이사의 관할을 뜻하고 이것은 사실상 지배주주의 단독 관할을 뜻한다.

이것은 배터리가 각종 그룹내 계열사 간 몰아주기, 자산/영업양수도 등의 M&A, 특수관계인간 부당지원 거래의 비밀 통로로 활용(이른바 ‘터널링’)되는 등 주주간 부의 이전 도구(vehicle)로 활용될 경우, 화학의 일반주주는 주주에게 부여되는 주총 표결권, 주식매수청구권, 주주 소송권 등 법적 견제수단을 잃게 됨을 뜻한다.⁴⁰⁾ 이것도 지주사 디스카운트의 한 원인을 구성하는 요소라고 할 수 있다. 최근 추진되고 있는 이른바 공정3법⁴¹⁾의 한 내용으로 포함되어 있는 다중대표소송 개정안이 이러한 문제점에 대비하자는 것인데, 이 법안이 통과되면, 화학의 일반주주도 자회사인 배터리 경영진을 상대로 소송을 할

39) minority discount의 감소라 함은, 지배주주의 견제가가능성(교체 가능성을 포함) 증가로 인한 일반주주의 이익 증가를 의미한다. 이에 관한 상론은, 전향 주 외에, 이상훈, “주식매수청구권, 기존 논의의 한계와 대안”, 『기업법연구』제33권 제2호, 한국기업법학회, 2019, 20~23면.

40) 물적분할의 이러한 측면에 대한 지적으로, 이상훈, 앞의 논문, 2016, 491면.

41) 2020.9.28. YTN, “정치권 ‘공정경제 3법’ 논란...국회 문턱 넘을까?”(https://www.ytn.co.kr/_ln/0101_202009282016078587)

수 있는 길이 열릴 수 있으나 그것만으로는 충분치 않을 것이다.

Ⅲ. 차입 대신 주식을 선택한 점에 대한 회사법적 분석

1. 차입 대신 주식을 통한 조달

한편 본 사안에서는 차입을 하지 아니한 채 주식에 의한 자금조달이 먼저 논의되었는데 이 점도 회사법적인 주목을 요하는 부분이다. 회사 측은 분할 공시에 이은 투자자 상대 컨퍼런스 콜에서, 인적분할 대신 물적분할을 선택한 이유에 대하여 물적분할이 자금조달에 유리할 것 같아서라며 물적분할을 하더라도 화학의 지분율을 70%이상 유지하겠다는 취지로 답변하였다.⁴²⁾ 이는 물적분할 후 주식매각으로 자금을 조달하겠다는 취지인데, 자금조달이 문제라면 차입을 제쳐두고 왜 [물적분할+주식조달]을 선택한 것인지 의문이 제기된다.

2. 자금조달은 차입 우선이 원칙

자금이 필요하다면, 원칙적으로 차입 조달이 우선이며, 부채 조달이 어려울 정도로 회사가 어려운 상황이 아니라면 주식을 통한 조달은 차선택이라는 점은 기업재무(corporate finance)의 상식이다. 이 점은 여러 가지 방식으로 설명되는데, ① 부채를 많이 사용하면 할수록 가중평균자본비용이 낮아지는 부채의 저렴효과로 인하여 부채사용의 불리한 효과가 나타나기 전까지는 부채사용이 기업가치를 증대시키는데 유리하다⁴³⁾ ② 법인세를 고려하면 부채에 대한 이자비용은 법인세 감세효과를 가져다주기 때문에 부채를 많이 사용할수록 가중평균자본비용은 감소하고 기업가치는 증가하게 된다,⁴⁴⁾ ③ 수익성이 높은 투자안이 있을 경우 경영자가 기존 주주의 편에 선다면 투자안의 성과가 모든 기존 주주에게 갈 수 있도록, 투자금이 부족하다고 해도 투자성과를 외부주주에게 나눠주게 되는 신주발행보다는 부채를 먼저 선호할 것이고 그래도 부족한 자금을 외부주주들로부터 조달하게 된다,⁴⁵⁾ ④ 경영의사결정권을 가진 내부주

42) 주19 참조.

43) 이의경, 「재무관리」 제3판, 경문사, 2005, 323면.

44) 이의경, 앞의 책, 2005, 351면.

45) 이의경, 앞의 책, 2005, 355면.

주들은 수익성이 높다면 이 투자안의 NPV(순현재가치)를 최대로 갖기 위해 가급적 많은 자금을 투자할 것이고 부족한 자금만을 외부에서 조달할 것이다,⁴⁶⁾ ⑤ 좋은 투자안을 가진 기업은 부채상환능력이 충분하므로 많은 부채를 사용할 수 있다. 따라서 부채비율이 높은 기업은 정보비대칭이 존재하는 시장에서 높은 가치로 평가된다⁴⁷⁾는 등의 예가 그것이다.

쉽게 말하면, 주식을 통한 조달은 대주주가 주식 팔아 돈을 벌고 싶을 때(가령 IPO 또는 주가가 내재가치를 상회할 때) 또는 회사의 미래가 불투명하여 시장에서 대출을 잘 해주지 않을 때 부득이하게 선택하는 수단이며, 부채사용의 불이익이 현저하지 않는 한 차입이 주식 조달보다 기존주주에게 이익이라는 의미이다. 자기자본을 줄이고 그것을 부채로 채움으로써 부채비율을 인위적으로 끌어올리는 M&A 유형인 LBO(Leveraged Buy Out)의 예에서 보듯이 이는 파인낸스는 물론 법률 실무에서도 잘 알려진 사항이다.⁴⁸⁾

3. 「차입 대신 주식」과 관련한 의문

이러한 점에 비추어 보면, 자금조달 수단으로 차입 대신 주식매각을 선택한 것은 납득하기 어려운 면이 있다. 지배주주의 입장에서는 주식매각을 하려면 (구주매각이건 유상증자건) 물적분할이 불가피할 것이므로 결국 이 문제는 물적분할이나 인적분할이나의 선택 문제와 연결된다.

2020년 6월 말 현재 화학은 자기자본이 16.8조, 부채가 12.2조로⁴⁹⁾ 4조원 정도 추가 차입을 해도 부채비율이 100%, 약 20조원을 차입해도 부채비율이 200%가 되지 않는다. 게다가 화학은 회사채 발행등급이 AA+로서 금년 들어 1%대의 이자율로 수천억 원 대의 공모회사채 발행이 가능⁵⁰⁾했을 정도로 차입 조건이 우량하다. ‘화학의 차입금 부담, 부채비율 해소를 위해 배터리를 분할해서 주식을 팔아 돈을 조달하겠다’는 논리에 의문이 가는 이유이다. 물적분할 후의 배터리는 부채비율이 다소 올라갈 예정이지만, 여전히 자기자본 5.96조에 부채 4.30조로⁵¹⁾ 부채비율은 72% 수준에 불과하므로 단독으로 추가적인 부채

46) 이의경, 앞의 책, 2005, 354면.

47) 이의경, 앞의 책, 2005, 354면.

48) 이상훈, “LBO와 배임죄(下) - 손익관계와 출자환급적 성격 및 법인이익독립론을 중심으로-”, 「법조」 제620호, 법조협회, 2008, 189~190면.

49) 주1.

50) 주1, III.6.항.

51) 주3 참조. 만약 인적분할을 한다면 채무 수치가 이와 달라질 여지는 있을 것이다.

감당 능력은 충분해 보인다. 회사 측에서는 배터리 시설투자에 매년 3조원 이상이 소요된다고 하나 배터리사업 부문의 현재 수주잔고만 150조원이고 금년 예상매출 13조원, 2024년 예상매출은 30조원이라는 회사의 발표⁵²⁾를 고려하면 빠른 속도로 축적될 내부유보의 활용 여지도 상당해 보인다. 설령 현금흐름의 미스매치가 생기더라도 회사의 매출증가와 영업이익 증가 속도에 비추어 보면 그것은 잠깐일 수도 있을 텐데 그에 대한 설명이 없다. 특히 회사는 본 방안 이후 주주탈래기의 일환으로 주당 배당금을 향후 3년간 대폭 올리겠다고 발표하였는데⁵³⁾ 이는 “자금 조달 필요성 때문에 주식을 외부에 팔겠다”는 회사 측의 논리와 과연 조화되는 것인지 의문을 갖게 한다.⁵⁴⁾

위와 같은 배터리 자체의 매출과 수주잔고, 시설투자 소요자금 정도의 규모라면, 거기에 주주 전체의 비례적 이익을 고려한다면, 굳이 주식을 외부에 팔면서(구주매각이건 유상증자이건) 자금을 조달할 절박한 필요성이 있는 것인지 의문이 남는다. 기업의 가치가 뛰어나다면 주식 매각은 기업가치를 외부에 유출시키는 것이 되어 기존 주주에게 불리하다. 화학이 모회사로 남는 것이 (주) LG가 모회사가 되는 것보다 자금 차입에 유리하다는 논리를 내세울지도 모르나 과연 그럴지 여러 의문이 남기에 역시 수궁이 쉽지는 않다. 앞서 지적한 ‘정보의 비대칭’이 해소되지 않고 있음을 의미한다. 또한 회사의 관점에서는 인적분할을 한다고 주식조달이 불가능한 것도 아닐 것이다. “물적분할을 통한 자금 조달” 논리가 자금조달 의도라기보다는 대주주가 주식거래를 통해 이익을 챙기겠다는 의도는 아닌지 의문이 생기는 부분이다.

4. 이해상충의 소지

자금조달은 경영판단의 재량영역이다. 따라서 위법 또는 특별한 하자가 없으면 경영진의 선의를 믿고 맡기는 것이 원칙이다. 그럼에도 이 문제를 경영판단의 재량 문제로 치부하지 않고 굳이 문제 삼는 이유는, [차입/내부유보 활용+인

52) 서울경제 2020.9.17., “LG화학 배터리사업 분사..‘LG에너지솔루션’ 12월 출범”(https://www.sedaily.com/NewsView/1Z7W2RM4YO)

53)조선비즈, 2020.10.14., “‘주주 탈래기’ 나선 LG화학 “향후 3년 간 주당 1만원 이상 배당”(http://news.mk.co.kr/v2/economy/view.php?year=2020&no=1066922; 2020.10.21.접속)

54) 주주탈래기의 일환이라고 하나 지배주주와 동등배당이라면 일반주주에 대한 보상이라고 말하긴 어렵다. 차등배당(=대주주의 출연)을 꺼내지 않고 동등배당(=모든 주주의 출연)을 꺼냈다는 것은 이 문제의 본질이 지배주주-일반주주의 이해상충임을 외면한 조치라 할 수 있다.

적분할] 대신 [물적분할+주식매각]의 루트를 택한 것에는 전술한 일반주주들과 지배주주의 이해상충이 존재한다고 보이기 때문이다. 차입으로는 부족하고 주식조달이 반드시 병행되어야 한다면 그것은 인적분할을 통해서도 달성할 수 있기에, “물적분할 불가피론”은 여전히 납득하기 어렵다. 결국 지배주주의 지배권 유지 목적을 빼놓고는 설명이 어려워 보인다. 지배주주의 이해상충이 존재한다면 선의(善意)를 전제로 하는 ‘경영판단의 재량’은 더 이상 설자리가 없어진다. 경영진이 경영판단 원칙을 방패로 내세울 수 있는 영역은 아니며 적극적으로 나서서 해명하고 이해상충 해소 노력을 기울여야 할 부분으로 보인다.

IV. 회사법적 구제수단: 지배주주와 일반주주의 이해상충 해소

1. 사안의 본질: 지배주주의 이해상충과 부의 편취

이상에서 본 바와 같이 본 사안은 지배주주와 일반주주 사이의 이해관계가 첨예하게 갈리는 주주 간 이해상충이 본질이다. 자금조달을 명분으로 물적분할 선택을 합리화하고 있으나 일반주주를 배제하고 외부에 주식 매각을 통해 매각차익 등 이익을 보려는 지배주주의 인센티브, 지배권 유지 동기가 의심되는 사안이다.

물적분할 발표 직후의 주가 급락은 회사법적인 관점에서는 위와 같은 일반주주 이익의 침해 가능성에 대한 우려가 반영된 것으로 바라볼 수 있다. 필자의 예상으로는 다른 모든 조건이 동일하다면 앞으로 물적분할 절차가 진행됨에 따라 가령 주총이 통과되고(주총 통과는 더 이상 인적분할 방안으로 되돌릴 수 없음을 의미하기에 추가적인 가치 하락 요인이다) 배터리 부분의 상장 및 구주매각 또는 유상증자 등 주식매각 절차가 구체화되어 가면 그에 상응하여 화학의 기존 주주들의 주식가치 하락 역시 심화될 것이고 마침내는 통상적인 지주사 디스카운트의 할인율을 반영한 수준에 근접할 가능성이 높을 것으로 생각된다.

2. 회사법적인 구제수단

이처럼 일반주주의 이익을 침해하고 지배주주의 이익을 도모하는 것으로 의

심되는 의사결정을 저지할 회사법적인 수단이 존재하는가?

1) “월스트리트 룰”(이른바 “분노의 매도”)

이러한 문제에 대한 일반주주의 1차적인 대응법은 주식을 매도하는 것이다. 이른바 “월 스트리트 룰”이라고 불리는 대응법인데, 전문경영인이 주가하락(자리보전)을 두려워하고 이해상충을 중시하는 회사법 문화를 가진 미국이라면 통할 수도 있는 수법이며 그 점에서 일정부분 시정기능이 존재한다고 볼 수 있다. 하지만, 오히려 체제인 한국에서 지배주주는 거래소의 시장주가 등락에 크게 개의치 않기 때문에 별 효과가 없다. 오히려 시장주가의 하락은 2세 등 특수관계인들에게 상속으로 물려주기 위한 증여, 주식양수도, 합병, 지주사전환 등의 가치 이전에 유리한 국면을 제공하기 때문에 지배주주에게는 바라는 일이 되기도 한다. 일반주주만 피해볼 뿐 시정기능을 기대하기는 어렵다.

2) 주총을 통한 표대결

다음 방안으로는 주주총회를 생각해 볼 수 있다. ‘문제가 있다면 주총에서 부결시키면 되는 것 아니냐’, 또는 ‘주총에서 표결로 통과된다면 할 수 없는 것 아니냐’는 의견을 자주 접한다. 판례 또한 마찬가지이다. 주주의 지배권 이익은 이사의 선관의무로 보호되는 이익이 아니므로 주주들이 선택한 것인 이상 이사의 선관의무 위반의 대상이 될 수 없다는 입장⁵⁵⁾은 그 대표적인 예다.

그러나 이러한 논리는 타당하지 않다고 생각된다. 이사회나 주총은 회사 전체의 이익, 주주 공동의 이익을 도모하기 위한 의사결정의 장(場)이지, 주주 간에 부의 이전을 야기하는 안건을 상정한 뒤 힘으로 밀어붙이는 것을 정당화하기 위한 자리는 아니기 때문이다. 다수파가 힘으로 소수파의 부를 빼앗는다면 그것이 설령 표결에 의한 것일지라도 그저 ‘약육강식’의 한 모습일 뿐, ‘주주 공동의 이익’을 위해 결성된 ‘주식회사’의 본질에 부합하는 단체법적 의사결정이라고 보긴 어렵다. 특히 본 사안처럼 33.34%에 불과한 소수이면서도 지배권

55) 에버랜드(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 지분비율의 변화가 기존 주주 자신의 선택에 기인한 것이라면 지배권 이전과 관련하여 이사에 임무위배가 있다고 할 수 없다.

을 이용하여 나머지 66% 주주들의 ‘collective action problem’(뿔뿔이 흩어져 있고 정보접근성이 떨어지며 행동에 나서기에는 비용/편익이 맞지 않음으로 인한 합리적인 무관심 즉 ‘rational apathy’에 빠지는 문제)⁵⁶⁾을 이용하는 상황이라면 표결로 그 모든 것이 정당화되긴 더욱 어렵다고 보아야 할 것이다⁵⁷⁾. 이는 전체 주주의 이익을 도모하여 회사의 업무를 결정할 권한(=지배권)이 지배주주의 손에 맡겨진 상황을 이용하여 일반주주의 이익을 빼앗아 가는 편취 행위, 즉 상대방이 믿고 맡긴 권한을 도리어 상대방의 부를 빼앗는데 이용하는 자기계약·쌍방대리(1인이 거래 양 당사자의 의사를 결정하는 행위; 민법 제124조, 상법 제398조 참조) 실질의 위법행위라고 보아야 할 것이다.⁵⁸⁾

본래 주총이라는 것은 지배주주가 안건의 주요 내용을 정하고 타이밍을 선택하는 것이므로 일단 주총이 소집되었다는 것은 통과될 가능성이 매우 높다는 것을 의미한다. 특히 한국의 기업집단은 증권사, 자산운용사, 의결권자문사⁵⁹⁾, 언론사, 심지어는 정부에 대하여 까지 영향력이 상당하다는 점도 고려되어야 한다. 지배주주의 의결권지분이 33.34%이므로 10% 가량 보유하고 있는 국민연금의 향배가 중요하겠지만 일반주주들이 웬만큼 결집하지 않는 한 쉽지 않을 것이다.

요컨대, 주총 안건과 일정, 정보제공 등 모든 진행이 지배주주의 이해상충으로 ‘오염’되어 있는 상황이므로, 표결에만 의지토록 하는 것은 불공정하며, 표결에 앞서 ‘기울어진 운동장’을 바로 잡을 필요가 있다.

3) 불공정의 시정방법: 의사결정에서의 이해상충 해소

(1) 기존 논의의 한계

물적분할의 경우 주주 보호를 위한 별도의 입법적 보완이 필요하다는 건

56) Jeffrey D. Bauman/Elliot J. Weiss/Alan R. Palmiter, 『Corporations, Law and Policy』, Thomson West 5th edition, p.476 이하 참조.

57) 이상훈, “합병의 본질과 선관의무에서의 손해-주주이익론으로서의 패러다임 전환을 제안하며”, 『법조』 제644호, 법조협회, 2010, p.210~211(합병비율에 관하여).

58) 이상훈, “자기거래와 주주전원의 동의: 주주의 비례적 이익·패러다임 전환을 촉구하며 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015다5569 판결을 계기로-”, 『선진상사법률연구』 통권 제84호, 법무부 2018, 44~46면; “주주전원 동의에 의한 자기거래 승인: 부정설 비판과 긍정설의 재구성 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015다5569 판결을 계기로-”, 『기업법연구』 제32권 제3호, 한국기업법학회 2018, 169~170면.

59) 의결권자문사의 이해상충에 대하여는, 최문희, “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점”, 『서울대학교 법학』 제57권 제2호, 2016, 209면 이하.

해⁶⁰⁾가 있기는 하나, 물적분할과 지주사 디스카운트 현상이 야기할 주주 이익 침해 현상과 그 구제수단을 구체적으로 논하는 문헌은 찾기 어렵다. 지주회사 주주들의 보호 수단을 논하는 문헌⁶¹⁾도 있으나, 지주회사 제체가 성립되고 난 이후, 즉 물적분할 이후의 문제를 다루고 있을 뿐 물적분할이라는 의사결정에 이르는 과정 그 자체에 관한 논의는 아니다.

기존 논의들의 근본적인 한계는, 이사의 선관의무가 “주주의 이익을 보호하는 것이 아니라 법인의 이익을 보호할 뿐”이라는 기존의 관점⁶²⁾을 벗어나지 못하고 있다는 점이다. 그러한 관점으로는 법인의 가치, 기업의 가치에는 영향을 주지 않은 채 다단계로 구성된 일련의 거래를 통해 일반주주의 주주가치를 편취해가는 것을 견제하기 어렵다.⁶³⁾ 예컨대 본 사안은 ① 현상유지나 분사나의 논점과 ② 분사를 한다면 물적분할이나 인적분할이냐의 두 논점이 있는데, ①의 논점은 기업가치 증가에 관한 것이고, ②의 논점은 주주간 배분에 관한 것이다. 일부 의견권 자문사나 언론 등 물적분할을 옹호하는 의견은 대체로 이들을 섞어서 ②의 논점에 대하여는 이렇다 할 설명이나 분석 없이 “(물적)분할이 기업가치에 좋고 따라서 주주에게도 좋으니 문제가 없다”는 식의 논리를 주장하는데,⁶⁴⁾ 이것은 주주간 배분의 문제를 교묘히 누락시킨 것이다. 위 자문사들의 찬성의견에는 주주보호의무가 인정되지 않는 회사법 규범적인 요소가 고려되고 있지 못한 것으로 보이는데 그 점도 내용의 현실성, 신빙성을 떨어뜨리는 요인이다. 물적분할을 하면 화학과 배터리의 기업가치 총계는 증가할지 몰라도(“파이 키우기”), 일반주주의 가치는 지배주주에게 편취됨으로써 오히려 하락할 수 있다(“파이 나누기”). 특히 물적분할 결정은 인적분할 가능성의 “불

60) 홍복기/박세화, 앞의 책, 2019, 106~107면.

61) 정준혁, “지주회사체제에서의 소액주주 보호”, 『BFL』제91호, 서울대학교 금융법센터, 2018, 25~30면.

62) 주55.

63) 이상훈, 앞의 논문, 2016, 485면 이하.

64) 언론에 보도된, 물적분할 찬성 증권사 리포트, 또는 의견권자문사의 논리는 대체로 이러하다고 보인다. 의견권자문사 중 서스트인베스트 한 곳은 반대하였고(그 각주에서 본 논문의 초안을 참고하였음을 밝히고 있다) ISS와 글래스루이스, KCGS는 찬성, 대신기업지배구조 연구소는 조건부 찬성(자사주 소각 등 주주이익 보호 방안이 필요)하였다, 한국경제, 2020.10.15., “세계 양대 의견권 자문기관 글래스루이스, LG화학 배터리 물적분할에 ‘찬성’ 권고”(https://www.hankyung.com/finance/article/2020101538141); 2020.10.16., “글래스루이스 이어 ISS도 LG화학 물적분할 ‘찬성’ 권고”(https://www.hankyung.com/finance/article/202010166778i)(각 2020.10.17.접속); 머니투데이, 2020.10.22., “다가온 LG화학 주총...의결권 자문사 “분할 찬성” 우세”(https://news.mtn.co.kr/newscenter/news_viewer.mtn?gidx=2020102213533598665).

가역적 폐기”를 뜻하므로 일반주주에게는 기회이익 상실 손해가 ‘확정’되는 순간이다. [인적분할과 물적분할]을 비교하지 않고, [현상유지와 물적분할]을 비교하면 위와 같은 일반주주가치의 ‘불가역적 폐기’ 손실이 계산에서 누락된다. 의결권 자문사들이 찬성권고 이유로 내세운, ‘물적분할 후 주식매각을 통해 화학의 부채비율, 차입금 부담을 해소해야 한다’는 논리도 [인적분할과 물적분할]의 비교를 누락한 우를 범한 예라고 생각된다. ①의 논점만 내세울 뿐, ②의 논점엔 의도적으로 눈을 감는 논리인데, 이는 “합병 시너지가 발생하니 합병비율과 같은 주주간 득실은 문제삼지 말라”는 삼성물산 합병무효 1심 판결의 논리⁶⁵⁾ 또는 배임판결에서 문제되었던 국민연금의 당시 내부 찬성 논리나 다를 바 없다. 전술하였듯이 현재 화학의 재무상태에 비추어 꼭 주식매각이 필요할 정도로 부채비율이 문제인지도 의문이거니와 부채비율이 문제라면 내부유보의 축적을 기다려 분할을 천천히 하거나 분할비율(분할대상 자산부채)의 조정 방안도 있을 것이다. 또 인적분할은 안 되고 반드시 물적분할이어야만 할 이유도 없을 것이다. 그런데도 그에 대한 설명 없이 “회사를 위해 물적분할이 필요하니 일반주주는 손해를 감수하라”는 논리⁶⁶⁾는 수궁하기 어려운 면이 있다. 국민연금 배임 판결의 취지대로 국민연금이 이러한 대목에서 캐스팅 보트를 활용하여 정보의 비대칭을 해소하고 검증에 나서며 의안의 수정을 요구하는 스튜어더십 역할을 해준다면 바람직할 것인 바, 일단 국민연금이 주총에서 반대 의결하기로 결정한 것⁶⁷⁾은 매우 타당한 조치라고 생각된다.

향후 본건이 문제된다면 경영진은 상기의 같이 기업가치와 지배주주가치, 일반주주가치를 구분하지 않고, 다시 말하면 물적분할과 인적분할을 비교하지 않고 분사와 현상유지를 비교하며 ‘기업가치’ 또는 ‘총주주가치’가 증가한다고 주장하는 전략 외에도 다음과 같은 방어논리들을 내세울 것으로 생각된다: ① “물적분할 그 자체는 기업가치/주주가치에 손해를 주는 것이 아니다, 아직은

65) 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결: 이사들은 일반 주주들에 대하여 (중략) 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 볼 수 없으므로(대법원 2004.5.13. 선고 2002도7340판결 참조), 구 삼성물산 이사들이 이 사건 합병과 관련 된 경영판단을 하면서 그 상황에서 합당한 정보를 가지고 적법한 절차에 따라 합병시너지 효과로 인해 구 삼성물산에게 이익이 될 것으로 보고 이 사건 합병을 승인하였다면, 개별 주주의 구체적·경제적 득실을 고려해야 할 의무까지 있다고 보이지 않는다]

66) 지배추추측도 이를 인식하고 있는 것으로 보인다, 주19 및 53 참조.

67) 국민연금은 2020.10.27. “분할계획의 취지와 목적에는 공감하지만 지분 가치 희석 가능성 등 국민연금의 주주가치 훼손 우려가 있다고 판단한다”며 반대하기로 결정하였다 (https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/10/27/2020102702802.html?utm_source=naver&utm_medium=original&utm_campaign=biz).

주식매각이나 상장 계획이 없으니 지주사 디스카운트는 논외다”며 거래를 단계별로 분절하는 전략, ② 본 사안의 경우 최고 경영진이 주식 70%를 유지하겠다는 주식매각을 계획하지 않았느냐고 반문한다면 그에 대해서는, “주식매각 언급은 회사 대표이사의 언동이 아니므로 회사의 공식적인 견해표명이 아니다, 주식매각 계획은 현재로서는 회사의 뜻이 아니다”는 식의 ‘꼬리자르기’ 전략,⁶⁸⁾ ③ “지주사 디스카운트라는 추가하락 현상은 뚜껑을 열어보기 전에는 알 수 없는 것 아니냐, 설령 떨어진다 해도 그것은 시장의 (잘못된) 반응일 뿐, 경영진의 잘못이 아니며 시장 주가는 경영진이 책임질 사항이 아니다”며 지주사 디스카운트를 리갈 이슈가 아닌 마켓 이슈로 몰고 가는 전략 등이다. 이들은 본건 거래의 일련의 절차와 결과 간의 상호 연결성을 부정하며 단계별로 끊어가는 논리인데, 주주이익 보호, 이해상충 해소라는 절차적·동태적·사전적 접근을 취하지 않으면 대응이 쉽지 않을 것이다.

한편, 지주회사 주주를 보호하기 위한 방안으로 다중대표소송을 제시하기도 하지만,⁶⁹⁾ 다중대표소송제도는 주주이익을 보호해야 한다는 의무를 인정하는 실체법적인 조치는 아니며, 단지 소제기권자(원고적격)를 모회사 주주에게 확대하는 소송법적 조치에 불과하기에 별 도움이 되지 않을 것이다.⁷⁰⁾

(2) 이사회 의사결정 단계에서의 이해상충 해소

그렇다면 구체적으로 어떠한 대안이 가능할까? 우선 문제의 본질이 지배주주의 이해상충에 있다는 점에서 출발하여 절차적·동태적·사전적으로 접근해야 한다. 지배주주의 이해상충이 해소되지 않은 이상 “모든 주주를 위한 공정한 단체법적 의사결정”은 불가능하다는 점을 인정해야 한다. 그런 다음 이사회와 주총 등 회사법적 의사결정 절차가 지배주주의 이해상충으로 말미암아 ‘오염’되지 않도록 이해상충 해소장치를 작동시킬 필요성을 인정하고 그 방향으로 나아가야 할 필요가 있다. 이러한 유형의 문제는 절차가 다 진행되고 나서 소송으로

68) 삼성물산 합병 당시, “합병계획을 고려하고 있지 않다”는 회사 부사장과 상무의 설명이 사실과 다른 허위였다는 취지의 원고(엘리엇)측 주장에 대하여 법원은 이를 배척하면서 그것이 회사 ‘대표이사’의 언동이 아니라는 점을 논거의 하나로 제시한 바 있다, 이상훈, “삼성물산 합병의 교훈: 합병계획 공개의무 - 주주의 비례적 이익, Basic · Weinberger와의 비교를 통하여-”, 『증권법연구』, 제19권 제1호, 한국증권법학회, 2018, 66면.

69) 정준혁, 앞의 논문, 2018, 같은 곳.

70) 이것은 탄환이 없는 것이 문제인데 탄환은 만들지 않은 채 대포만 하나 더 늘리자는 것에 해당한다는 비유로, 이상훈, “한국 기업집단 지배구조 문제의 본질과 바람직한 상법개정-주주의 비례적 이익 관점에서-”, 『상사법연구』 제36권 제2호, 한국상사법학회, 2017, 242면.

다투기란 매우 어렵다.

먼저 이사회 단계에서는, 지배주주에 의하여 선임된 이사들이 단독으로 안건을 구성하고 일반주주에 대한 정보비대칭을 유지한 상태에서 주총을 소집하고 의안을 상정하는 현실이 개선되어야 한다. 그것은 지배주주의 이해상충이 해소되지 않은 채 지배주주의 이익을 도모한 것일 가능성이 높기 때문이다. 본사안의 분할 공시에 첨부된 이사회 결의 내용도 이와 크게 다르지 않다고 생각된다. 제척·기피에 준하여 관련 이사들을 배제하던지,⁷¹⁾ 그것이 어렵다면 일반주주들의 이익을 대변할 전문가로 위원회를 구성하여⁷²⁾ 지배주주와 일반주주 이익 간의 대립적인 협상 구도를 마련하는 등의 조치가 필요하다.⁷³⁾ 다만 이러한 방안은 그 전제로서 주주의 비례적 이익을 보호해야 한다는 규범이 성립되어 있어야 한다. 그러한 규범이 전제되어 있지 않다면, 왜 주주간 이해상충을 해소해야 한다는 것인지 납득하기 어려운 문제, 절차를 어떻게 구성하건 결국 주주의 비례적 이익 보호는 뒷전으로 밀려날 수 있는 문제가 생긴다.

(3) 주총 의사결정 단계에서의 이해상충 해소방안

만약 이사회 단계에서 이러한 이해상충 해소절차를 거치지 아니한 채 의안이 구성되었다면, 그 의안을 표결하는 주총단계에서라도 이해상충 해소조치가 필요하다. 가령 의안의 내용과 절차 진행 일정, 의사결정을 위한 정보제공의 양·질·타이밍 등 그 모든 것을 조율하고 결정한 이해상충 지배주주는 제척·기피에 준하여 주총에서의 의결권 행사를 제한하는 방안이 그 예다.⁷⁴⁾ 보다 정확히 말하면 의결권을 제한한다기 보다는 이해상충자를 제외한 나머지

71) 합병을 위한 이사회 결의에서 지배주주 측의 이사가 배제되지 않았음을 이유로 선관의무(이해상충 해소의무) 위반을 인정한 미국 델라웨어 대법원의 기념비적인 판결인 Weinberger vs. UOP, Inc., 457 A.2d 701(Del.Supr.1983)은 대표적인 사례다. 이에 관하여는, 이상훈, “삼성물산 합병을 통해 바라본 주주이익 보호의 문제점과 개선방향 - 에버랜드의 재림(再臨), 그 극복을 위한 제언-”, 『상사법연구』 제34권 제3호, 한국상사법학회, 2015, 145면 이하.

72) 이들이 반드시 이사의 신분을 가지고 있어야 할 필요는 없다고 생각된다. 감사위원 분리선임제가 통과된다면 그에 따라 선임된 이사에게 이 역할을 맡기는 방법도 생각해 볼 수 있을 것이나 주주 보호의무의 도입이 원칙이고 순서일 것이다.

73) 이러한 독립위원회(independent committee) 설정을 통한 협상 아이디어는 주71에 소개된 판결이 제시한 이래 이해상충 M&A의 바람직한 모델로 평가받아 온 방법이다, 천경훈, “계열사간 합병과 이사의 의무”, 『상사법연구』 제36권 제3호, 한국상사법학회, 2017, 290~291면.

74) 독일에서도 주총특별이해관계인 의결권 제한의 근거 중 하나로 제척·기피가 제시된다고 한다, 김정호, “회사법상의 특별이해관계”, 『경영법률』 제26권4호, 한국경영법률학회, 2016, 152~53면.

주주들만의 찬성 표결을 추가로 요구한다는 의미가 될 것이다. 지배주주의 이해상충이 해소되지 아니한 채 의안이 상정되었다면, 그 맥락의 지배주주는 모든 주주들의 공동의 이익을 위해서가 아닌, 다른 주주들과 대립적 이해상충의 입장이다. 더구나 본인 스스로 제안한 안건이니 찬성할 것은 당연한 것이기에, 그 사람 이외의 다른 사람들의 의견을 더 중요하게 들어보아야 한다는 뜻이다. 즉 ‘단체의 의사결정은 그 사안에 이해상충이 있는 사람을 제외한 나머지 사람들의 의사가 중요하게 다루어져야 한다’는 말로 바꾸어 표현할 수 있다. 한 가지 주의할 것은 일반주주들만의 표결이 통과되었다고 해서 그것만으로 이해상충이 자동으로 해소되었다고 단정할 수는 없다는 점이다. 일반주주에게 제공되는 정보의 양과 질은 지배주주에 크게 못 미칠 것이기 때문이다.⁷⁵⁾ 가령 지배주주가 선임한 이사와 그 휘하의 임직원들이 주총 현장을 지배하고 정보를 통제하며 안건 설명과 문답을 진행하여 표결을 강행한다면 이는 이해상충이 해소되지 않은 상태의 표결이기에 ‘오염’이 제거되지 않은 하자 있는 의사결정이라고 보아야 할 것이다.

이러한 방안이 지나치다고 생각될 수도 있지만, 지배주주 스스로 이해상충이라는 ‘오염’을 만든 장본인으로서 모든 주주의 비례적 이익을 위해 사용되어야 할 회사의 자원을 자신의 사적인 이익을 위해 동원/남용하여 의안을 구성한 뒤 이를 주총에 일방적으로 상정한 것이므로 위와 같이 이해상충 없는 나머지 주주들의 의견을 존중하는 것이 형평에 반한다거나, ‘안건에 이해관계가 있는 당사자를 배제한다’는 회의체의 일반 원칙에 어긋난다고 말하기는 어려울 것이다.⁷⁶⁾ 일반주주만의 표결 찬성을 요구할 경우 대규모 상장법인의 경우 의사결정이 정상적으로 성립되기 어렵다는 점에 대한 우려가 있을 수 있는데 그에 관하여는 다소 유연한 형태의 보완도 고려해 볼 수 있을 것이다.⁷⁷⁾

위와 같이 주총 단계에서 지배권을 가진 사람의 이해상충을 해소해야 한다

75) 주71의 판결에서는 이와 같은 이유로 소주주주만의 다수결을 거쳤음에도 이해상충이 충분히 해소되지 않았으며 선관위 무 위반 책임을 인정하였다. 이에 관하여는 이상훈(주71), 같은 곳.

76) 반대의 입장으로는, 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 試論”, 『기업법연구』 제32권 제4호, 한국기업법학회, 2018, 37면; 최문희, “주주총회 결의에 관한 특별이해관계의 규율체계 再論 - 비교법적 고찰에 기초한 입법론 -”, 『증권법연구』 제20권 제3호, 한국증권법학회, 2019, 34면 등. 위 최문희 논문 같은 곳은 소주주주에게 결정권(veto권)을 주는 것이 되어 부당하다는 점을 주된 논거로 내세우나, 다수나 소수냐가 본질이 아니라 단체법적 의사결정 업무를 담당하는 사람의 개인적인 이해상충이 해소되었느냐가 본질이라고 보아야 할 것이다.

77) 이러한 관점의 접근으로 대안을 제시하는 글로는, 천경훈, 앞의 논문, 2018, 29면 이하.

고 보는 것이 상법 제368조 제3항의 주총 특별이해관계인 의결권 배제조항의 취지이자, 미국에서 이해상충 해소방안의 하나로 제시되는 소수주주의 다수결 원칙⁷⁸⁾, 그리고 자신이 상대방의 의사까지도 결정하는 쌍방대리의 이해상충 상황에서는 상대방의 동의⁷⁹⁾를 얻어야만 거래가 유효하다고 보는 민법 제124조 및 그것을 회사법적으로 수용한 상법 제398조의 취지에 부합할 것이다.⁸⁰⁾⁸¹⁾ 분할 방식의 차이는 지배주주와 일반주주 간의 가치 배분의 문제이다. 따라서 분할 방식을 결정하는 맥락의 지배주주는, 이해가 대립하는 양 당사자 모두를 대리하는 쌍방대리의 실질, 전체 주주를 대리하여 자기 자신과 교섭하는 자기계약 체결 당사자의 실질을 갖는다. 다만, 현재의 주류 해석론 및 판례 실무는 위와 같은 해석론과는 거리가 먼 형태로, 지배주주의 이해상충 해소 여부에 무관심한 채 지배주주가 각종 합병, 분할, 지주사 전환, 상장폐지 등 M&A 과정을 통해 일반주주의 이익을 편취하는 것을 자유롭게 용인하는 형태로 운용되고 있는데,⁸²⁾ 이에 대하여는 해석론이건 입법을 통해서건 문제의 시정이 필요할 것으로 생각된다.

3. 종합: 본 사안에의 적용

위와 같은 원칙을 본 사안에 적용한다면 어떠한 결정이 내려져야 할까? 우선 이번처럼 이사회 단계에서 별다른 해명이나 설명 없이 지배주주의 이익만을 내세운 안건을 일방적·기습적으로 전격 결정하여 밀어붙이는 식의 진행은 개선되어야 하며, 그 자체로 절차적 위법으로 보아야 할 것이다. 일반주주들의 이익은 어떻게 보호하겠다는 것인지의 논의와 협상, 일반주주들의 이익(=이는 곧 전체 주주의 비례적 이익을 뜻한다)에 대한 검토 내역의 공개, 필요하다면

78) 이에 관하여는, 천경훈, 앞의 논문, 2018, 25면 이하.

79) 여기서 상대방의 동의라 함은 단체법적인 정보제공과 논의 절차를 거쳐 도출되는 단체법적인 동의여야 할 것이다. 가령 일반주주 중 ‘큰손’을 자기편으로 끌어들여 달성하는 ‘각개격파’ 식 동의 내지 이른바 그린메일(green mail)식 동의는 전체 주주의 비례적 이익 보호 관념에 반한다고 할 것이다, 상법 제467조의2 참조.

80) 이상훈, “주주전원 동의에 의한 자기거래 승인: 부정설 비판과 긍정설의 재구성 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015다5569 판결을 계기로-”, 『기업법연구』 제32권 제3호, 한국기업법학회, 2018, 168~170면.

81) 김정호, 앞의 논문, 2016, 153면에 의하면, 독일의 경우 특별이해관계인의 주총 의결권 제한의 근거의 하나로써, 자기계약 쌍방대리 금지의 법리가 제시된다고 한다.

82) 이상훈, “인적분할과 자사주마법”, 『상사법연구』 제39권 제2호, 한국상사법학회, 2020, 399면 주59 참조.

충분한 보상조치가 포함된 방안들이 논의되는 등 이해상충이 충분히 해소될 수 있는 형태로 진행되어야 할 것이다.

분할 방식은 배터리의 영업능력 등 기업가치에는 직접 영향이 없다. 그러나 물적분할은 지배주주에게, 인적분할은 일반주주에게 절대적으로 유리한 방안이므로 둘 중 어느 한쪽 방안을 일방적으로 추진할 경우 주주간 이해상충이 발생한다. 지배주주의 지배권 유지·강화 이익, 주식매각 프리미엄 물취 이익은 회사에 대한 관계에서 주주가 가지는 n분의 1의 비례적 이익, 즉 회사법상 보호될 이익은 아니다.⁸³⁾ 따라서 지배주주의 이러한 이익을 위한 일반주주의 희생 요구는 곤란하다고 할 것이다. 물론 지배주주의 이익을 보호해주는 것이 일반주주에게도 이익이 된다면 그 부분은 협상의 여지가 있을 것이다. 가령 지배주주의 지분율을 보호해주는 것이 일반주주의 관점에서도 충분한 가치가 있다면, 일반주주도 물적분할을 용인하고 비용을 분담하더라도 반드시 불공평하다고만 말할 수는 없을 것이다.

그러나 그러한 이익은 성격상 불확실하고 측정이 어려운데다 지배주주의 이해상충으로 말미암은 왜곡가능성, 정보의 비대칭으로 인한 검증곤란성이 존재한다. 따라서 그 해명 및 입증책임은 지배주주측이 부담한다고 봄이 공평할 것이다. 일반주주에게 이러한 점들의 설득·보상을 통해 동의⁸⁴⁾를 받지 아니한 채 지배주주의 이해상충 의안을 일방적으로 상정한 뒤 주총 진행을 장악하여 계열사 등 특수관계인과 정부·시장·언론에 대한 영향력을 동원하며 표결로 밀어붙인다면 이는 위법으로 평가되어야 하며, 가처분 등 소송으로 그 효력을 다투게 하거나 손해배상 등의 구제수단이 인정되어야 할 것이다. 다만 이러한 해석론은 경영진에게 주주의 비례적 이익을 보호할 의무가 존재한다는 점을 전제로 하는 바, 법원의 진향적인 태도변화와 법 개정이 필요할 것으로 생각된다.

83) 이와 관련하여, 지배주주는 지배권 프리미엄을 가지므로 일반주주의 이익을 편취할 정당한 권능을 갖는다는 취지의 주장을 심심치 않게(심지어는 회사법학자로부터도) 접한다. 그러나 지배권 프리미엄은 주주의 비례적 이익을 편취할 권능이 적법하게 부여되었음을 뜻하는 가치는 아니라고 보아야 할 것이다.

84) 여기서 일반주주들의 동의는 반드시 전원동의일 필요는 없을 것이다, 이상훈 “주주전원 동의에 의한 자기거래 승인: 부정설 비판과 긍정설의 재구성 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015 다5569 판결을 계기로-”, 『기업법연구』 제32권 제3호, 한국기업법학회, 2018, 168~171면.

V. 결론

이상에서 2020년 9월 17일 공시된 (주)LG화학의 배터리사업부문의 물적분할 방안과 그로 인한 지주사 디스카운트 현상을 살펴보고, 지배주주와 일반주주의 이해상충과 부의 이전이 문제의 본질이라는 점, 그에 대한 회사법적 함의와 대응수단을 분석하였다.

본 사안에서 물적분할은 지배주주에게, 인적분할은 일반주주에게 절대적으로 유리한 구조로, 서로 이해관계가 대립된다. 인적분할 대비 물적분할이 가져다주는 지배주주의 핵심 이익은 ‘지배주주의 지배권 유지·강화’ 이익, 그리고 ‘주식상장/매각 프리미엄에 대한 지배주주의 몰취’ 이익 등으로 압축할 수 있다. 그것은 반대로 일반주주에게는 배터리에 대한 접근권과 관리권, 처분권을 지배주주에게 몰취당하는 손해를 의미하며, 이 부분이 지주사 디스카운트 현상의 본질이라 생각된다. 그에 대하여 일반주주에게 어떠한 반대급부가 제공되는지 충분한 설득·보상을 통해 동의를 얻지 못하는 한 인적분할 대신 물적분할의 선택은 정당화되기 어렵다. 정보의 비대칭과 이해상충이 해소되지 않은 상태에서 이를 표결에만 의지하여 진행한다면 회사라는 틀을 이용하여 주주의 비례적 이익을 편취하는 위법한 행위라고 보아야 할 것이다.

한편 지배주주 측은 물적분할의 명분으로 [주식을 통한 자금조달]을 내세운 것으로 보이는데, 자금조달이 문제라면 현재 배터리의 상황에 비추어 [물적분할+주식조달] 대신 [차입(및/또는 내부유보 활용)+인적분할]의 대안이 가능해 보이고 그것이 기업재무의 일반원칙으로 전체 주주이익에 부합할 것이다. 차입(및/또는 내부유보 활용)에 대한 고려나 그것을 배제한 이유에 대한 해명 없이 주식 조달을 당연시한 결정, 나아가 차입이건 주식이건 “인적분할은 안 되고 물적분할이어야 한다”는 식의 관점은 검토가 필요해 보인다.

본 사안에서 문제의 핵심으로 지목된 것은 ‘지주사 디스카운트’이다. 물적분할은 하나의 회사를 둘로 나누어 지주회사-자회사 체제의 수직구조로 만드는 조치인데, 많은 경우 둘 다 상장이 되며 심각한 지주사 디스카운트를 초래하는 것이 한국의 현실이다. 주주이익 보호의무가 인정되지 않다보니 그러한 일련의 거래가 제한 없이 허용되고 그 결과 주주이익 손상 가능성이 여러 각도로 발생하여 일반주주의 가치하락으로 귀결되는 것으로 보인다. 지주사 디스카운트가 발생하는 근본 원인은 사실은 물적분할 그 자체라기보다 일반주주의 이익을 보호할 회사법상의 선관의무가 인정되지 않는 한국의 회사법 주류해석론에

있다고 생각된다. 주주의 비례적 이익 보호 의무를 정립하는 방향으로의 패러다임 전환이 필요하다.

[참고문헌]

- 김건식/노혁준/천경훈, 회사법, 제3판, 박영사, 2018.
- 김정호, 회사법, 제5판, 법문사, 2019.
- 김흥기, 상법강의, 제5판, 박영사, 2020.
- 송옥렬, 상법강의, 제9판, 홍문사, 2019.
- 오성근, 회사법, 박영사, 2019.
- 이의경, 재무관리, 제3판, 경문사, 2005.
- 이철송, 회사법강의, 제28판, 박영사, 2020.
- 장덕조, 회사법, 제4판, 법문사, 2019.
- 정찬형, 상법강의(상), 제22판, 박영사, 2019.
- 최준선, 회사법, 제15판, 삼영사, 2020.
- 홍복기/박세화, 회사법강의, 제7판, 법문사, 2019.
- 김정호, “회사법상의 특별이해관계,” 「경영법률」 제26권4호, 한국경영법률학회, 2016.
- 노혁준, “소수주주 축출제도의 도입에 관한 연구 -도입형태와 가격산정을 중심으로-”, 「상사법연구」 제26권 제4호, 한국상사법학회, 2008
- 박진/서정원/강신우. “한국주식시장의 지주회사 디스카운트”, 「한국증권학회지」 제48권 제6호, 한국증권학회, 2019.
- 이상훈, “공거래법상 동일인(지배주주)의 이해상충과 의무의 보호대상 · 자기거래 · 특별이해계인 조항의 재해석-삼성SDS 회사분할 사례를 중심으로-”, 「증권법연구」 제17권 제2호, 한국증권법학회, 2016.
- , “인적분할과 자사주마법”, 상사법연구 제39권 제2호, 한국상사법학회 2020.
- , “삼성물산 합병의 교훈: 합병계획 공개의무 - 주주의 비례적 이익, Basic · Weinberger와의 비교를 통하여-”, 「증권법연구」, 제19권 제1호, 한국증권법학회, 2018
- , “LBO와배임죄(下) - 손익관계와 출자환급적 성격 및 법인이익독립론을 중심으로-”, 「법조」 제620호, 법조협회, 2008.
- , “삼성물산 합병을 통해 바라본 주주이익 보호의 문제점과 개선방향 - 에버랜드의 재림(再臨), 그 극복을 위한 제언-”, 「상사법연구」 제34권 제3호, 한국상사법학회, 2015.
- , “한국 기업집단 지배구조 문제의 본질과 바람직한 상법개정-주주의 비례적 이익 관점에서-”, 「상사법연구」 제36권 제2호, 한국상사법학회, 2017.

- , “자기거래와 주주전원의 동의: 주주의 비례적 이익·패러다임 전환을 촉구하며 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015다5569 판결을 계기로-”, 『선진상사법률연구』통권 제84호, 법무부, 2018.
- , “주주전원 동의에 의한 자기거래 승인: 부정설 비판과 긍정설의 재구성 - 대법원 2017. 8. 18. 선고 2015다5569 판결을 계기로-”, 『기업법연구』제32권 제3호, 한국기업법학회, 2018.
- , “주식매수청구권, 기존 논의의 한계와 대안”, 『기업법연구』제33권 제2호, 한국기업법학회, 2019.
- , “국민연금 배임판결의 회사법적 의미 - 주주의 비례적 이익, 패러다임 전환을 제안하며 -”, 『상사법연구』제38권 제2호, 한국상사법학회, 2019.
- , “합병의 본질과 선관의무에서의 손해-주주이익론으로의 패러다임 전환을 제안하며”, 『법조』제644호, 법조협회, 2010.
- 정준혁, “지주회사체제에서의 소액주주 보호”, 『BFL』제91호, 서울대학교 금융법센터, 2018.
- 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 試論”. 『기업법연구』제32권 제4호, 한국기업법학회, 2018.
- , “계열사간 합병과 이사의 의무”, 『상사법연구』제36권 제3호, 한국상사법학회, 2017.
- 최문희, “주주총회 결의에 관한 특별이해관계의 규율체계 再論 - 비교법적 고찰에 기초한 입법론 -”. 『증권법연구』제20권 제3호, 한국증권법학회, 2019.
- , “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점”, 서울대학교 법학 제57권 제2호, 2016.

A Rommens, M Deloof, M Jegers, “Why do holding companies in pyramidal groups trade at a discount?”, Repository.uantwerpen.be, 2004.

Jeffrey D. Bauman/Elliot J. Weiss/Alan R. Palmiter, 『Corporations, Law and Policy』, Thomson West 5th edition.

[Abstract]

LG Chem's Company Split:
Holding Company Discount and the Remedy under Korean Law

Lee, Sang-Hoon G*

This article analyzes so called the holding company discount which will allegedly arise from LG Chem's battery division plan announced on September 16, 2020(hereinafter, the "Plan").

The vertical split is a measure to change one company to two companies with a vertical structure of holding company-subsiary. In LG Chem's case, the vertical company split is an absolutely advantageous structure for the controlling shareholder and the horizontal one is an absolute advantage for general shareholders. The Plan proposed by the LG Chem's management seems to pursue 'maintaining and strengthening control of the controlling shareholder' and 'preempting by the controlling shareholder the future gain expected from listing or selling the shares in battery division.

General shareholders should not be required to share the costs for maintaining and strengthening the controlling power of the controlling shareholders. It will be in line with the corporate law that the controlling shareholder withdraw the current vertical split plan, unless the conflict of interests be resolved.

In Korea the vertical company split normally causes serious damage to the general shareholders' value, creating so called holding company discount. The paradigm in corporate directors' fiduciary duty need be changed to protect the general shareholders' proportional interests.

Keywords : holding company discount, fiduciary duty, LG Chem, LG Energy
Solution, company split, proportionate interests of shareholders

* Prof., Kyungpook National University Law School