

# 주식분할 결정 과정에서의 주주소통 및 공시에 관한 문제점\*

연구위원 김갑래

국내 상장기업의 주식분할 결정 과정에서 주주소통 및 의안(투자)정보 제공은 해외 글로벌 기업 수준에 크게 못 미친다. 이러한 문제점을 개선하기 위해 현행 기업지배구조 공시체계에 주주소통 사항을 추가하고, 사외이사로 구성된 지배구조위원회 및 특별위원회의 기능을 강화하여야 한다. 주식분할에 관한 이사회 결의 공시 관행을 포괄주의 수시공시체계에 맞게 개선하고, 주식분할 결정 후 지배주주의 대량 주식매각 등이 예정되어 있는 경우와 같은 중요위험요소(material risk factor)는 중요투자정보로서 의안정보에 포함시켜 공시하도록 하여야 한다.

## 서언

올해 초 국내 최대기업의 갑작스러운 주식분할 발표에 따라 해당 주식에 대한 개인투자자들의 자금 유입 및 거래량이 크게 증가하였다. 그러나 주식분할 이후, 해당 종목의 주가는 주주가치 제고라는 보도 내용을 믿고 주식을 매입한 많은 개인투자자들의 기대에 미치지 못하여 아쉬움을 남기고 있다. 투자자의 자기책임 원칙이라는 측면에서 주가 하락에 대해 해당 기업만을 탓할 수는 없지만, 글로벌 기업의 주식분할 사례에 비추어 주식분할 결정절차에서 주주소통 및 투자정보 제공이 부족하였다는 점은 지적해야 할 부분이다. 국내 상장기업의 주식분할 의사결정에 있어 투자자들과의 주주소통이 결여되고, 주주들에게 충분한 의안정보(투자정보)가 제공되지 않아 주주총회 ‘특별결의’ 절차가 요식화 되는 점은 국내 자본시장 선진화 및 기업지배구조 개선의 측면에서 반드시 시정되어야 한다.

FANG(Facebook, Amazon, Netflix, Google)로 대표되는 미국의 혁신성장기업들은 상장 이후 10배 이상 성장하였으며, 페이스북을 제외하고는 모두 이러한 성장과정에서 주식분할을 단행하여 일반투자자들과 기업가치상승의 과실을 나누었다. 우리 언론이 상장 대기업의 주식분할에 대한 긍정적 기사를 쓰는 배경에도 이러한 미국 경제의 핵심성장동력 기업들의 주식분할 성공사례가 자리 잡고 있다. 그러나 FANG 등 미국 상장기업은 주식분할 과정에서 이사회 결의 이전에 활발한 주주소통을 하였고, 주주총회결정을 위해 충분한 의안정보를 제공하였다는 사실은 잘 알려져 있지 않다.

국내 주식시장에서 주식분할은 평소 주주소통 없이 이사회 결의에서 깜짝 발표되는 경우가 많고,

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

심지어는 최고 경영자가 정기주주총회에서 “액면분할은 주주가치 제고에 도움이 되지 않는다”<sup>1)</sup>고 발언하며 주식분할에 관한 주주와의 소통을 일축하고 있다가, 몇 달 후 입장을 바꾸어 기습적으로 주식분할 이사회 결의를 하는 경우까지 발생하고 있다. 또한 주주총회 특별결의를 위한 의안정보의 적극적 제공이나, 주식분할 후 최대주주(특수관계인 포함)의 주식매각 등 관련 투자위험요소에 관한 구체적 공시 없이, 향후 추가상승이라는 장밋빛 전망만을 가지고 의안을 주주총회에서 형식적으로 통과시키는 경우가 많다. 이러한 기업행태는 미국 등 선진국 글로벌 기업의 주주소통 실무관행에 반하며, 국내 공시제도의 취지 및 주주친화정책과도 크게 저촉된다. 본고에서는 주식분할의 개념 및 절차를 고찰하고, 관련한 주주소통 및 정보제공의 문제점을 분석한 후, 해당 문제점을 해소하기 위한 대안을 제시하기로 한다.

**주식분할의 개념**

주식분할(stock split)이란 주식회사 주주의 지분비율의 변화를 야기하지 않고 1주를 일정비율로 나뉘므로써 발행주식수를 늘리는 회사법상의 행위를 의미한다.<sup>2)</sup> 국내에서 주식분할은 주식을 추가 발행하는 것이 아니라, 기존 1개의 주식을 분할하여 수개의 주식으로 변환·교체하는 형태를 띤다. 따라서 주식분할이 발생하면 회사의 재무구조 및 투자자 지분구조의 변화를 야기하지 않고 유통되는 주식의 수만 늘어나는 효과가 나타난다. 미국 주식시장에서 액면분할 형태의 주식분할보다는, 구글, 넷플릭스 등의 경우와 같이 “주식배당 형태의 주식분할”(stock split in the form of a stock dividend)이 더욱 일반적이다. 이러한 경우 주식이 추가 발행되는 형태를 띠 수 있다. 그러나 국내 상법상 주식배당의 요건이 엄격하고 세법상 과세부담이 발생하기 때문에, 주식배당 방식의 주식분할 사례는 찾기 힘들다.

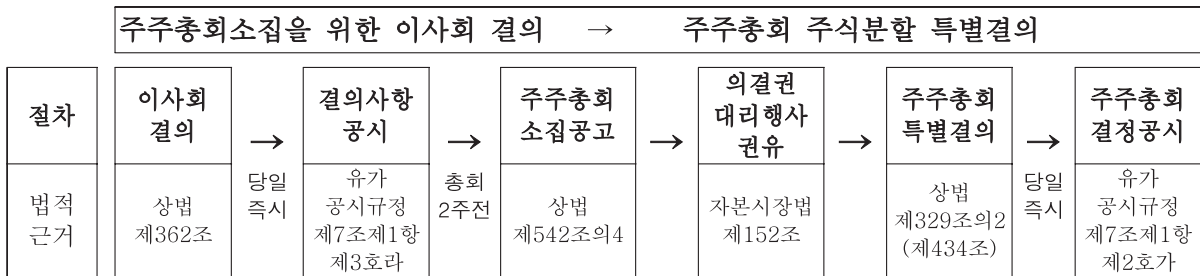
실무적으로 주식분할은 액면분할로 지칭되지만, 액면분할은 국내 상법 체계상 정식 명칭이 아니다. 특히 국내 제도적으로 무액면주식 제도가 2012년 상법개정에 의해 도입됨에 따라, 국내 주식회사의 주식분할을 모두 액면분할이라고 명명하는 것은 정확한 표현이 아니다. 미국 애플(액면가액 0.00001달러), 페이스북(액면가액 0.000006달러) 등의 초저가액면주식의 주식분할에 있어서도 액면가액은 변하지 않기 때문에 액면분할이라는 표현은 적절하지 않으며, 홍콩의 경우에도 회사법상 무액면주식이 원칙(Cap. 622 §135)이기 때문에 액면분할이라는 표현은 적절하지 않다. 국내 주식분할 대상기업은 공시서류에 액면분할과 주식분할을 혼용하여 쓰는 경우가 많은데, 이러한 용어사용은 일반투자자들에게 개념상의 혼동을 주고, 해당 주식분할이 주주총회 특별결의 요건이라는 사실을 희석시킬 수 있다.

1) 뉴시스, 2017. 3. 24, 권오현 삼성전자 부회장 “액면분할, 주주가치 제고에 도움 안돼”.  
 2) Satterfield v. Monsanto Co., 88 F.Supp.2d 288, 292 (S.D.N.Y.2000) 참조.

**국내 법제상 주식분할 결정 절차**

국내 상법상 주식분할 결정 절차는 아래 표에 나타난 바와 같이, 주주총회소집을 위한 이사회 결의 및 결의사항 공시, 주총 소집공고 및 의결권 대리행사 권유, 주총 특별결의<sup>3)</sup>, 주총 결정공시로 이루어진다. 주식분할을 위한 이사회 결의는 주식분할의 최종 결정이 아닌, 주식분할을 주주총회에서 결정하기 위한 주주총회의 ‘소집’ 결정에 불과하다. 이러한 점에서, 주식분할 의사결정 절차는 주주총회 절차를 중심으로 이루어져야 한다.

**<표 1> 상장법인 주식분할 의사결정 절차**



**국내 주식분할 결정에 있어서의 문제점: 주주소통 및 정보제공의 부족**

국내 상장기업 주식분할 결정에 있어, 미국 등 글로벌 기업에 비해 주주소통 및 정보제공(공시)이 취약한 문제점이 나타난다. 특히 주식분할의 결과 정보접근성이 적은 개인투자자 기반이 확대되는 것이 일반적이기 때문에, 주주와의 의사소통 및 일반투자자에 대한 투자정보 부족은 주식분할 결정단계부터 개선되어야 할 문제이다. 이러한 문제점을 구체적으로 열거하면 다음과 같다.

**1) 주주소통 부족**

국내 상장기업의 주식분할 결정이 주주소통 없이 이루어지기 때문에 주식분할 의사결정의 투명성과 독립성에 의심이 드는 경우가 많다. 주주들의 지속적인 주식분할 요구에 대해 무시하거나 주주가치 제고에 도움이 되지 않는다는 반응을 보이다가, 갑작스럽게 주주가치 제고를 명분으로 주식분할 발표를 하는 사례도 있다.<sup>4)</sup> 이러한 주주에 대한 상의하달식 이사회 결의 절차 과정에서, 주주 및 투자자의 요구 반영, 주식분할에 따른 긍정적 효과 및 관련 위험의 분석, 최적유통 주식수 등에 대한 검토 등이 제대로 이루어지지 않고 있는 것으로 사료된다.

3) 주식분할 결정이 특별결의 사항으로 적정한지에 관한 논쟁에 대해서는, 김병연, 2016, 유동성제고를 위한 주식분할제도에 대한 검토, 경제법연구 제15권 제3호, 한국경제법학회; 권재열, 2016, 상법상 액면분할 활성화 방안의 검토, CG리뷰 Vol. 82, 한국기업배구조원 참조.

4) 연합뉴스, 2018. 1. 31, “계획 없다”던 삼성전자, 왜 ‘깜짝’ 액면분할하나(종합).

미국 주식시장에서 주식분할은 투자자들의 적극적 제안에 의해 논의되며 활발한 주주소통을 거쳐 결정된다. 2012년 최고경영자가 정기주주총회에서 주식분할을 명시적으로 반대하였으나, 기관투자자들의 끈질긴 요구에 의해 2014년 6월 주식분할을 단행한 애플의 사례가 이러한 주주소통의 좋은 예를 보여준다.<sup>5)</sup> 미국 주요 상장법인의 사례에 있어, 주식분할은 독립성과 전문성을 갖춘 이사회 산하의 특별위원회(special committee)의 자문을 거쳐 결정됨에 반하여, 국내 상장법인의 경우 주식분할 결정을 논의, 자문하는 공식적인 실체가 불투명하다. 미국에서 특별위원회의 자문 및 권고는 이사회 결정에 있어 전문성과 독립성을 높이며, 실질적 영향력을 미친다. 2017년 9월 설립자인 저커버그가 주도적으로 제안한 주식배당 방식의 주식분할 계획이 사외이사들로 구성된 특별위원회의 권고에 따라 무산된 사례<sup>6)</sup>는 특별위원회의 영향력을 잘 나타낸다. 이러한 투명한 기업지배구조의 틀 속에서 주식분할의 결정이 논의되고 이루어지기 때문에, 미국 주식시장에서 주식분할 ‘시점’에 관한 시장의 의혹과 불투명성은 국내 주식시장에 비해 잘 발생하지 않는다.

## 2) 이사회 결의 공시 내용 부실

이사회 결의사항 공시에 있어, 국내 상장법인의 주식분할 결정 공시관행은 중요(material) 투자정보인 정관변경을 위한 주주총회 특별결의 절차와 정관상 발행할 주식총수에 관한 사항을 누락(omission)함에 따라 포괄주의 수시공시 원칙 위반의 소지가 크다. 국내 상법상 이사회 결의는 주식분할 자체의 결정이 아닌, 특별결의를 통해 주식분할을 결정하기 위한 주주총회 소집에 관한 결정이다.(상법 제362조) 그럼에도 불구하고, 주식분할 이사회 결의 후 단순히 주주총회 예정일만을 공시하고 ‘특별결의’ 절차가 예정되어 있음을 누락함으로써 투자자는 해당 사안이 출석주주 과반수 의결권에 의해 결정되는지 출석주주 3분의 2 이상의 의결권에 의해 결정되는지를 고지 받지 못하고, 의사결정의 중요성에 관하여 오인(misleading)을 할 수 있다. 주식분할의 결정이 이사회 결의 사항인지, 주주총회 보통결의 사항인지, 주주총회 특별결의 사항인지에 따라 정보의 실현가능성(probability)이 변하고 이로 인해 정보의 중요성이 달라질 수 있다. 또한 발행주식총수만을 수시공시에 담고 정관상 발행될 주식총수에 대한 정보를 제공하지 않기 때문에, 수권주식수 변화에 관한 정관 변경 필요 여부가 누락된다.<sup>7)</sup> 미국의 의안정보 공시규정인 Schedule 14A에 따르면, 정관변경사항이나 주식발행사항은 중요투자정보로서 의무공시 대상이다.(17 C.F.R. §240.14a-101) 주식분할 결정을 위한 주주총회소집에 관한 이사회 결의가 있는 경우, 해당 수시공시는 “주식분할 결정”이란 제목으로 공시된다. 이러한 공시 제목은 일반투자자들이 이사회의 주총 ‘소집’ 결정을 ‘주식분할’ 최종 결정으로 오인하게 할 우려가 있다.

5) Forbes, 2014. 4. 23, Apple Splits Stock 7-For-1, Will Splash \$130B In Cash On Investors.

6) Facebook, Inc., 2017. 9. 21, Form 8-K.

7) DART, 2018. 1. 31, 삼성전자 주식분할 결정, 수시공시.



3) 특별결의를 위한 의안정보 부족

국내 주식분할은 상법상 특별결의 사항이며 정관변경을 수반하는 경우가 대다수임에도 불구하고, 주주들이 해당 주식분할에 관해 신중하게 투표권을 행사하는데 기초가 되는 의안정보(투자정보)가 잘 제공되지 않는다. 심지어 위임장대리행사권유를 하는 경우에도, 의결권 대리행사 권유의 취지를 “원활한 회의진행을 위해 필요한 정족수 확보”<sup>8)</sup>로만 밝히고 해당 주식분할이 기업가치 및 주주가치 제고에 어떻게 기여할 것인지, 그리고 관련된 투자위험이 없는지에 대해서는 공시하지 않는다. 국내 대다수 상장회사는 주식분할에 따른 정관변경의 목적으로 단순히 “액면분할 반영” 또는 “주식분할 반영”이라고만 기재하고, 정관변경에 따른 조문 변경내용만을 형식적으로 기재한다. 의결권 권유제도의 취지에 따라, 해당 상장법인이 주식분할을 추진하게 된 배경, 주식분할의 효과 및 관련 위험, 주식분할의 구체적 목적 등을 참고서류에 기재하여 적극적으로 주주들을 설득하고 의견을 수렴하는 방식으로 주주들과 소통하려는 노력이 매우 부족하다. 특히 개인투자자들의 경우 주식분할에 관해 의결권 위임 및 행사에 관한 공시정보를 받지 못함에 따라 주주총회 참여에 대해 무관심해진다.

미국 상장법인은 주식분할을 안건으로 하는 주주총회 의결을 위해 해당 주식분할의 취지, 효과, 관련 위험 등에 관한 정보를 주주들에게 공시하는 것이 일반적이다. 미국 NASDAQ 상장법인 넷플릭스는 주식분할을 위한 정관 변경(발행할 주식총수를 변경) 사항에 대해, 발행예정 주식수에 관한 조문 변경 내용을 공시함과 동시에 정관변경의 목적 및 효과를 구체적으로 공시하였다. 넷플릭스는 공시를 통해 수권주식수를 확대하는 목적이 이사회가 주식발행에 관해 유연한 경영판단을 하기 위함이라는 점을 명시하고, 향후 회사인수 또는 콜옵션 행사에 따른 주식추가발행의 의도가 없음을 밝혔다. 또한 수권주식수 확대에 따른 효과로서, 주주의 지분변화 가능성에 대해서도 구체적으로 기술하였다.<sup>9)</sup> 구글의 경우 무의결권 주식배당 방식의 주식분할을 공시함에 있어, 단순히 주식분할의 배경 및 효과 공시를 넘어 설립자인 래리 페이지와 세르게이 브린이 직접 컨퍼런스콜과 설립자의 서한(founder's letter)을 통해 주주들에게 회사의 장기적 경영방향과 지배구조 철학에 비추어 주식분할의 당위성을 자세히 설명하고 해당 내용을 모두 공시하였다.<sup>10)</sup>

미국 상장기업의 주식분할 공시는 비록 정보량에 있어 사안마다 차이가 나지만, 주주와 소통하고 적극적으로 설득하려는 경영진의 노력으로 인해 주식분할의 내용 정도만 형식적으로 공시하는 국내 상장기업의 주식분할 공시에 비해 주주에게 제공되는 정보량이 압도적으로 많다. 특히 주식분할 결정에 관한 주주총회에 있어 주식분할 후 법령상 혹은 경영전략상의 이유로 지배주주의 주식물량이 대량으로 매물로 나오는 오버행(overhang) 우려가 있는 경우, 이에 관해 공시하는 것이 일반적이다. 이처럼 미국 상장기업 주식분할 공시 사례와 국제적 비교를 통해 볼 때, 국내 상법 체계상 주식분할은 주주

8) DART, 2018. 2. 23, 삼성전자 참고서류(의결권대리행사권유).

9) Netflix, Inc., 2015. 4. 27, Schedule 14A.

10) Google, Inc., 2012. 4. 12, Schedule 14A; Google, Inc., 2012. 4. 13, Founder's Letter, Exhibit 99.3.

총회 특별결의 사항임에도 불구하고 주주의 합리적 의결권 행사를 위한 의안정보가 크게 부족함을 알 수 있다.

**결어**

먼저 주식분할 관련 이사회 결의 단계에서 나타나는 주주소통 부족의 문제를 해소하기 위해, 주주소통에 관한 기업지배구조 공시를 강화하고 이사회 독립성 및 특별위원회 기능을 제고할 필요가 있다. 작년 3월 한국거래소는 “원칙준수 혹은 예외설명”(comply or explain) 원칙에 입각한 자율공시방식의 기업지배구조 공시제도를 도입하였다. 현재 제도 도입 초기인지라 기업지배구조 핵심원칙 규정<sup>11)</sup>의 구체성을 보완해야 하는 과제를 안고 있음과 동시에, 영국, 홍콩 등 기업지배구조 공시제도가 정비된 국가에서 필수적 원칙 사항으로 규정된 주주소통에 관한 원칙<sup>12)</sup>이 결여되어 있는 문제점이 있다. 거래소 공시규정을 개정하여 기업지배구조 핵심원칙에 주주소통 원칙을 포함시켜, 주식분할과 같은 중요의사결정사안에 있어 주주소통이 없이 평소 주주의 요구를 묵살하고 있다가 일방적으로 주식분할을 단행하는 경우 원칙위반을 공시하게 해야 한다.

주식분할 결정에 있어 이사회가 지배주주의 거수기로 전락하는 상황을 방지하기 위해, 이사회추천위원회, 지배구조위원회, 보수위원회 등의 설치를 정책적으로 유도하고 사외이사 참여비율을 높이고 해당 위원회의 독립성 요건을 강화할 필요가 있다. 최근 홍콩 등에서 차등의결권을 도입하는 회사에 대해 지배구조위원회 등의 설치를 의무화하는 제도(HKEx MBLR 8A.30) 등의 취지를 고려하여, 지배주주의 의결권 비중이 큰 상장법인에 대해 지배구조위원회와 인사위원회 설치를 의무화하고 관련 기능을 활성화 하는 방안을 고려하여야 한다. 또한 FANG과 같은 미국 상장기업의 경우에서처럼, 주식분할이라는 중요한 이사회 결의에 있어 사외이사 중심의 특별위원회를 구성하여 해당 위원회의 권고에 따르는 최적의 실행실무(best practice)를 개발할 필요가 있다.

주식분할에 관한 이사회 결의 공시 관행을 개선하기 위해, 주식분할 안건이 주주총회 특별결의에 따라 최종적으로 결정된다는 사실을 구체적으로 의무공시하게 할 필요가 있다. 먼저 주식분할 결정을 위한 주주총회소집에 관한 이사회 결의가 있는 경우, 해당 수시공시의 제목을 “주식분할 결정”으로 하기보다는 “주식분할을 위한 주주총회 안건상정 결정”으로 하는 것이 바람직하다. 주식분할로 인해 정관변경이 필요한 경우, 해당 정관변경 사유는 중요투자정보로서 이사회 결의 ‘즉시’ 공시되어야 한다. 또한 해당 공시 서류에 기존에 수권된(authorized) 발행가능 주식총수와 주식분할에 따라 발행될 주식총수 및 관련 정관변경에 대해 기재하여야 한다.

11) 한국거래소 유가증권시장 공시규정 시행세칙 제8조의2; 동 시행세칙 별표 4.  
 12) 주주소통에 관한 원칙은, 영국의 경우 UK Corporate Governance Code Section E; 홍콩의 경우 Principles of Good Governance E; 싱가포르의 경우 Code of Corporate Governance 15에서 상세히 규정.

마지막으로 주식분할에 관한 주주총회 특별결의를 위한 의안정보의 제공은 글로벌 기업의 수준에 비해 매우 미진하기 때문에 정책적으로 확대할 필요가 있다. 이를 강행규정으로 강제하기 보다는 기관투자자들이 스튜어드십 코드에 따른 주주활동(shareholder engagement)의 일환으로 공시를 요구하고, 해당 공시 요구에 대한 기업의 대응에 관해 “원칙준수 혹은 예외설명” 방식으로 기업지배구조 공시를 하도록 하는 방안이 보다 친시장적 접근방식으로 보인다. 다만 주식분할 결정 후 지배주주의 대량 주식매각 등이 법령상 내지는 경영계획상의 이유로 예정되어 있는 경우와 같은 중요위험요소(material risk factor)는 반드시 중요투자정보로서 의안정보에 포함시켜 공시하여야 한다. 장기적으로는 미국의 Schedule 14A와 같은 의안정보 공시제도를 마련할 필요가 있다.