



물적분할과 모자기업 동시상장 주요 이슈

자본시장연구원
선임연구위원 남길남

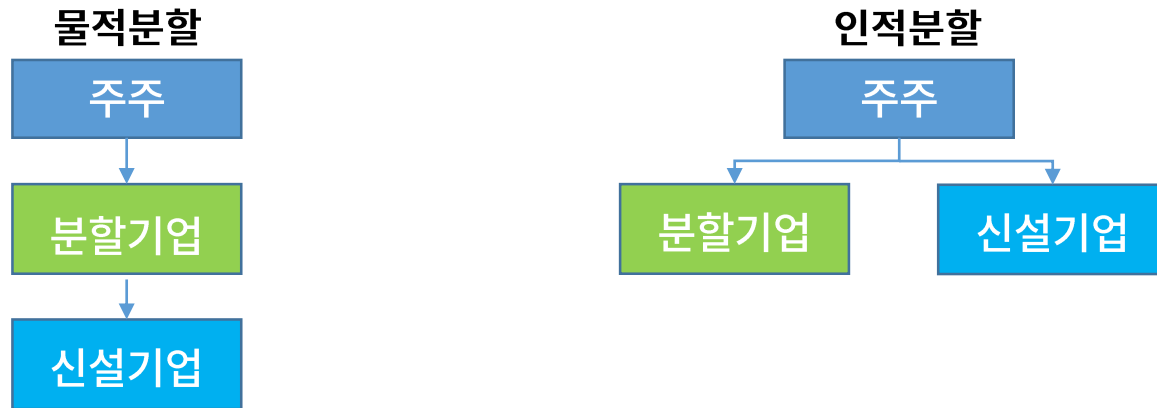
목 차

- 1** 문제제기
- 2** 물적분할의 주요 이슈
- 3** 동시상장의 주요 이슈
- 4** 해외사례 비교
- 5** 정책 시사점

1. 문제제기

사회적 이슈가 된 물적분할과 쪼개기 상장

- 물적분할은 1998년 기업의 효율적 구조조정을 위해 도입된 기업분할의 한 유형
 - › 물적분할: 신설기업의 주식(분할의 대가) 분할기업에 귀속
 - › 인적분할: 신설기업의 주식 분할기업 주주에 귀속



- LG화학(2020.9), SK이노베이션(2021.8) 등 물적분할 발표 후 주가 하락으로 소액주주 반발
 - › 핵심 성장 사업부분 물적분할로 소액주주가 성장과실 수혜에서 소외되며, 쪼개기 상장으로 분할기업의 기업가치가 훼손된다고 주장
 - › 대통령 선거 기간 동안 물적분할 및 쪼개기 상장 규제 공약 발표 및 입법발의 이어짐
 - 분할반대 주주에 대한 주식매수청구권 부여, 신설기업의 신주인수권 부여 및 신주우선배정 등

주요 연구질문

○ 물적분할 관련 연구질문들

- › 지배주주가 물적분할을 선호하는가?
 - 소유구조 특징이 물적분할 선택에 영향을 주는가?
- › 물적분할의 주요 동인은 무엇인가?
- › 물적분할은 투자자에게 나쁜 뉴스인가?
 - 물적분할 공시는 주가를 떨어뜨리는가?
 - 물적분할 기업의 기업가치는 하락하는가?

○ 모자기업 동시상장 관련 연구질문들

- › 물적분할 자회사 상장은 얼마나 많은가?
- › 모자기업 동시상장 자회사의 기업가치는 낮은가?
- › 동시상장 모회사의 기업가치는 자회사에 비해 저평가되는가?
- › 동시상장 모회사의 기업가치는 자회사 상장 후 하락하는가?

실증분석: 자료 및 분석방법

○ 분석자료

- › 기업분할: 2010~2021년 기업분할 공시 482개, 기업분석보고서 633개
 - 물적분할 376개, 인적분할 82개, 기타분할(분할합병 등 복합분할) 24개
- › 모자기업 동시상장: 2010~2021년 신규상장기업 788개 중 모회사가 있는 자회사 157개
 - 스펙상장, 이전상장, 재상장(인적분할) 제외
- › 해외 증권거래소 동시상장: 2017~2021년 동시상장 기업
 - 미국(NYSE, NASDAQ), 일본(JPX), 싱가포르(SGX), 말레이시아(Bursa Malaysia)

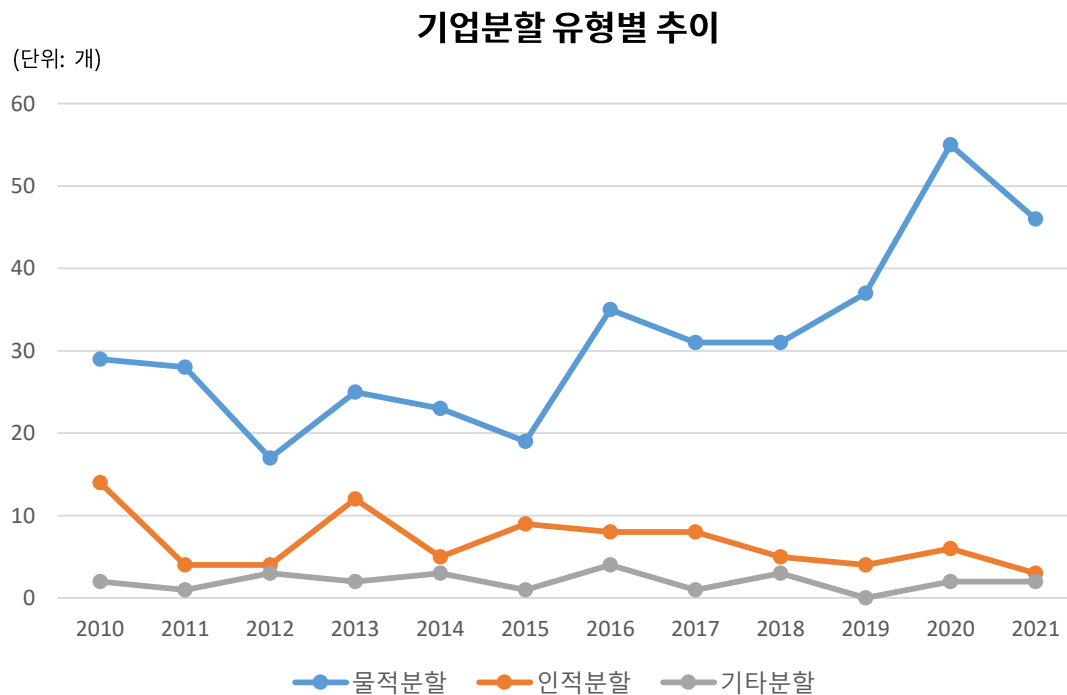
○ 분석방법

- › 기업분할 결정요인 분석: 이상욱(2007) 등 참조하여 물적분할과 인적분할 간 로짓 회귀분석
 - 사용변수: 물적분할=1/인적분할=0, 소유구조(대기업집단), 기업규모, 업력, 최대주주 등 비중, 영업이익률
- › 기업분할 공시효과 분석: 누적초과수익률(CAR) 분석
 - 초과수익률 계산은 Fama-French 3요인 모델 사용
- › 기업분할 기업가치 분석: Pástor and Veronesi(2003), Chay et al.(2015), 박진 외(2019) 등 참조
 - 사용변수: 시장가치-장부가치 비율(시가총액/자기자본), 기업규모(log(총자산)), 설비투자규모(Δ 유형자산/전년도 매출액), 영업이익률(EBIT/매출액), 부채비율, 주가변동성

2. 물적분할의 주요 이슈

물적분할은 최근 증가 추세

- 물적분할은 전체 상장기업분할의 78% 비중, 최근 5년간 86%로 증가
 - › 연평균 기업분할 40개 중 물적분할은 31개, 2020년 55개로 증가
 - › 인적분할은 연평균 6.8개, 2021년 3개로 감소



자료: DART 공시를 참조하여 저자 작성

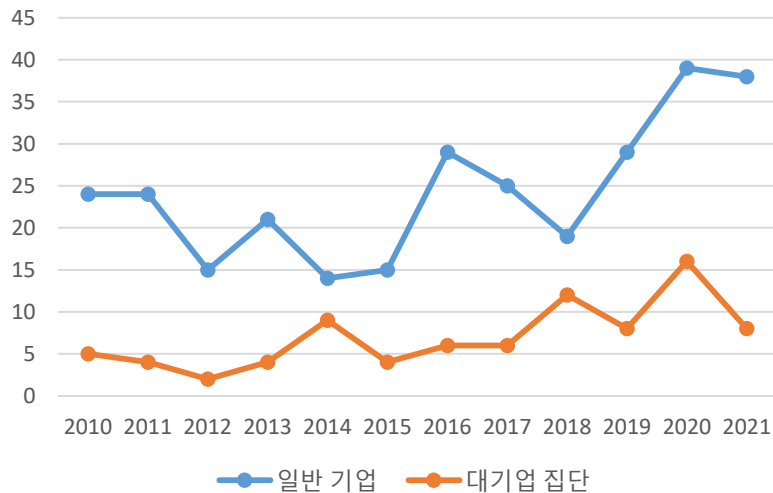
재벌 기업의 물적분할 선호 속 코스닥 일반 기업 증가

○ 최근 5년간 非재벌 일반 기업의 물적분할 비중은 20%p 증가하며 물적분할 증가 주도

- > 2010~2016 기간 일반 기업 물적분할 비중은 69.6%에서 2017~2021 기간 89.3%로 증가
 - 주로 코스닥 기업인 일반 기업의 연평균 물적분할 개수는 20.3개에서 30개로 48% 증가
- > 재벌 기업의 물적분할 비중은 75~77% 수준으로 큰 변화 없음
 - 재벌 기업은 공정위 지정 대기업 집단으로 분류

대기업집단과 일반 기업 물적분할 추이

(단위: 개)



자료: DART 공시를 참조하여 저자 작성

소유구조에 따른 물적분할 비중 비교

(단위: 개)

	대기업 집단			일반 기업		
	전체 기업분할	물적분할	물적분할 비중	전체 기업분할	물적분할	물적분할 비중
2010~2016	44	34	77.3%	204	142	69.6%
2017~2021	66	50	75.8%	168	150	89.3%
유가증권	99	76	76.8%	139	91	65.5%
코스닥	11	8	72.7%	233	201	86.3%
전 체	110	84	76.4%	372	292	78.5%

자료: DART 공시를 참조하여 저자 작성

다양한 목적의 물적분할 증가

- 최근 5년간 투자유치, 매각, 지주화 등으로 물적분할 목적 다변화
 - › 물적분할 공시에서 분할목적으로 전문화(경영효율화, 경쟁력 제고 포함) 이외에 투자유치와 매각을 추가하는 사례 증가
- 결과적으로 최근 5년간 非재벌 코스닥 일반 기업과 투자유치, 매각, 지주화 등 다양한 목적의 물적분할이 증가했다고 할 수 있음

기업분할 공시 속 물적분할 목적별 비교

(단위: 개)

	전문화				지주화	기업회생	기타	계
	다른 목적 없음	투자유치	매각	구조조정				
2010~2016	151(85.8%)	5(2.8%)	2(1.1%)	10(5.7%)		6(3.4%)	2(1.1%)	176
2017~2021	142(74.7%)	8(4.2%)	11(5.8%)	10(5.3%)	10(5.3%)	7(3.7%)	2(1.1%)	190
전체	293(80.1%)	13(3.6%)	13(3.6%)	20(5.5%)	10(2.7%)	13(3.6%)	4(1.1%)	366

자료: DART 공시를 참조하여 저자 작성

물적분할 vs 인적분할: 재벌, 자사주, 업력, 규모 요인

- 물적분할과 인적분할 간 선택만 한정하여 분석하였을 때 재벌, 자사주, 업력, 규모 요인 부각
 - › 재벌 기업의 물적분할 선호는 소유구조(지배주주의 사익추구)에 따른 기업분할 방식 차이 의미
 - › 자사주 비율이 낮을수록 인적분할을 선호하는 것은 ‘자사주 마법’ 효과 의미
 - › 또한 업력, 기업규모 요인은 상대적으로 젊고 규모가 작은 기업들의 물적분할이 많다고 할 수 있음

물적분할과 인적분할 간 로짓 회귀분석

모델: $\log\left(\frac{p}{1-p}\right) = \beta_0 + \beta_1 I + \beta_2 X + \varepsilon$, p = 물적분할 선택 확률

모델	물적분할=1, 인적분할=0	
	회귀계수	Wald - χ^2 통계량
상수	8.71***	11.92
재벌(대기업 집단)=1	0.93*	2.81
자사주 비율	-0.07***	6.74
업력	-0.02**	3.98
최대주주및특수관계인 비율	0.01	1.73
log(총자산)	-0.34***	6.71
영업이익률	-0.008	0.91
LR	38.71***	
표본수	292	

주 : 2010~2021 기간 분할기업 대상
자료: 저자 작성

물적분할 공시 후 누적초과수익률은 저조하나 회복 추이

○ 물적분할 공시 효과는 주가에 단기적으로 부정적으로 나타나고 있으며 최근 5년은 더 하락

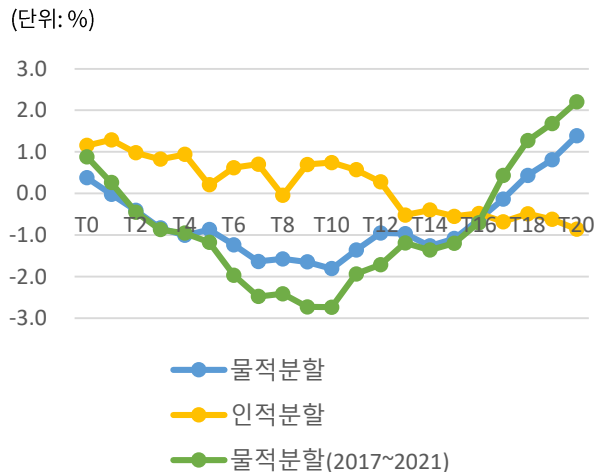
‣ 기업분할 공시 효과를 누적초과수익률(CAR)로 측정했을 때 인적분할에 비해 물적분할은 더 저조한 값을 보이고 있으나 통계적 유의성은 높지 않음

- 공시 후 T+10일 물적분할 CAR -1.81%, 인적분할 CAR 0.74%로 2.55% 수익률 격차
- 최근 5년 T+10일 물적분할 CAR -2.74%

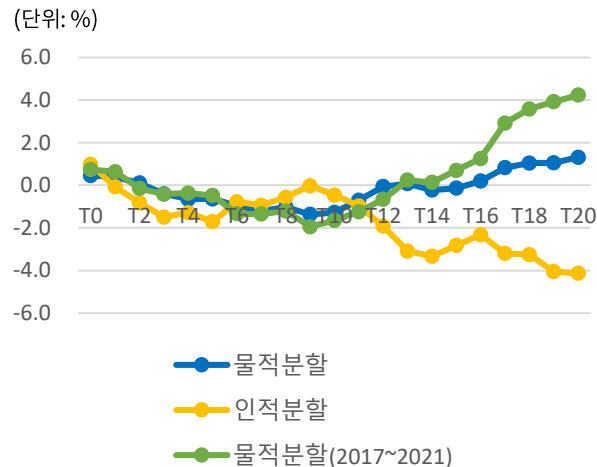
‣ 코스닥 물적분할은 유가증권에 비해 양호한 누적초과수익률 추이를 보이며 물적분할 목적별로도 차이

- 코스닥의 최근 5년 물적분할은 큰 차이 없으며 더 강한 회복세, 투자유치와 구조조정 목적 물적분할의 CAR는 상승추이

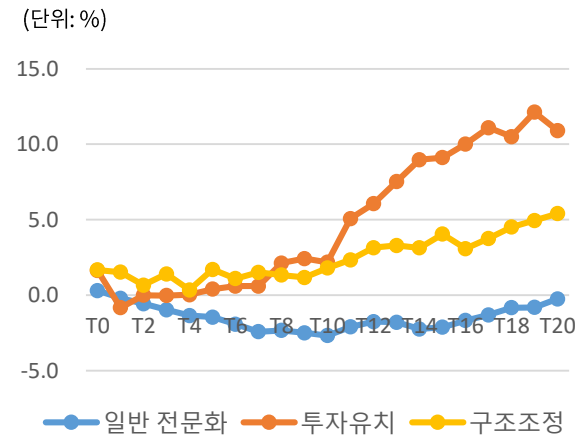
누적초과수익률 추이(전체)



누적초과수익률 추이(코스닥)



누적초과수익률 추이(물적분할 목적별)



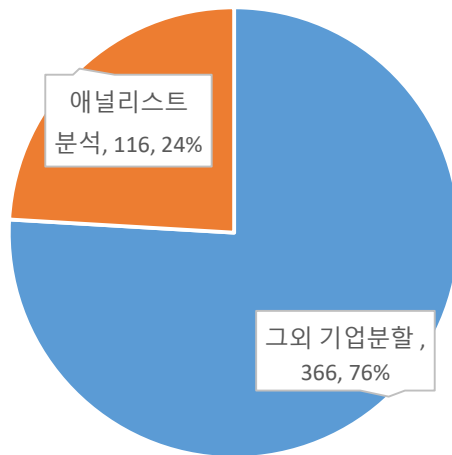
자료: 저자 작성

애널리스트의 물적분할 평가는 긍정의견 절대적

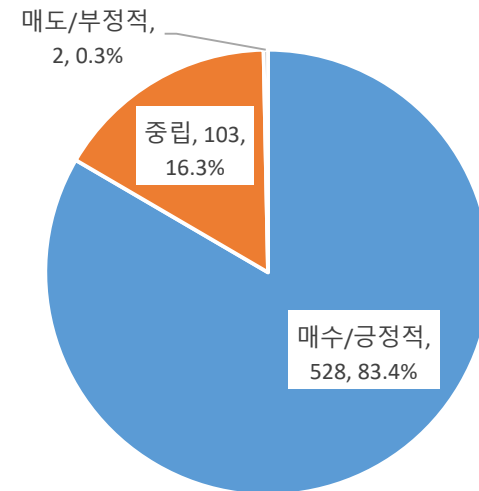
○ 애널리스트는 기업분할에 대해 긍정적 평가 일관

- › 2010~2021 기간 기업분할에 대한 애널리스트 보고서는 116개 기업 대상으로 633개 보고서 작성
- › 매수 또는 긍정적 의견의 보고서 528개(83.4%) 차지
 - 중립(대부분 기업분할 내용 소개) 103개(16.3%), 매도 또는 부정적 의견의 보고서는 단 2개(1.9%)
- › 기업분석보고서는 기업분할로 인한 기업가치 제고 가능성 인정 경향이 매우 뚜렷함

애널리스트의 기업분할 커버리지



애널리스트의 기업분할 평가



자료: FnGuide 자료 참조하여 저자 작성

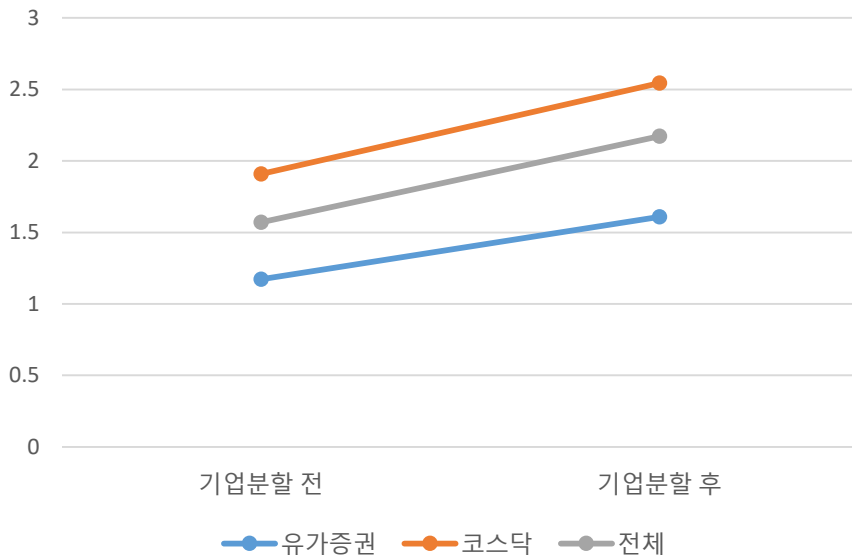
물적분할 기업의 기업가치는 분할 후 개선되는 경향

○ 물적분할 기업의 기업가치는 이전보다 높아지며 인적분할과 대조적

- 기업분할 전후로 기업가치(시장가치-장부가치 비율, M/B)를 측정하였을 때 주요 재무적 특징을 통제하여도 물적분할 기업의 기업가치 상승 효과는 유의하게 나타남

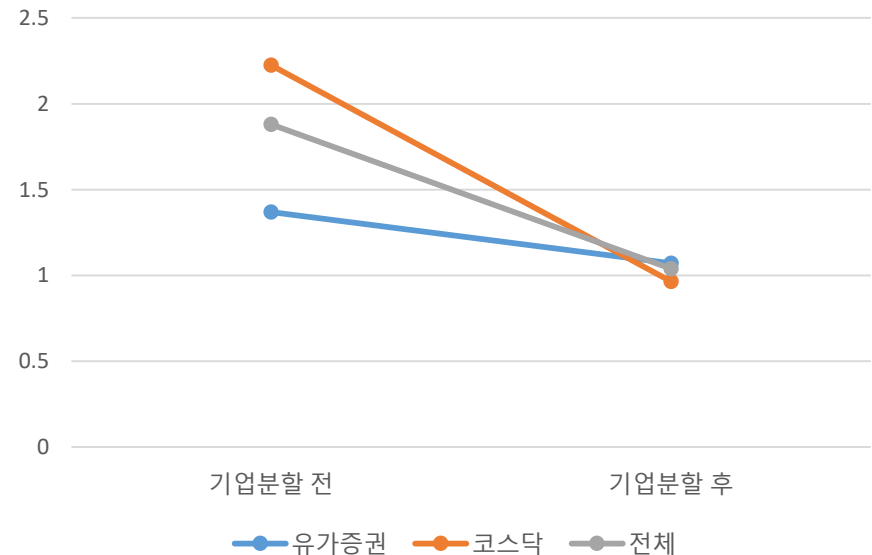
○ 물적분할 공시 후 주가에 단기적인 충격 발생하나 중장기적으로 기업가치 개선 경향

물적분할 전후의 기업가치(M/B) 비교



주 : 2010~2021 기간 분할기업대상
자료: 저자 작성

인적분할 전후의 기업가치(M/B) 비교



주 : 2010~2021 기간 분할기업대상
자료: 저자 작성

소결: 물적분할과 주가 및 기업가치 관계는 중층적

- 모든 물적분할을 지배주주의 사익추구 결과로 단정하기는 곤란
 - › 재벌 기업의 뚜렷한 물적분할 선호는 사적이익 추구에 의한 선택 가능성을 의미하나
 - › 물적분할은 구조조정, 투자유치, 매각, 기업회생, 지주화 등 다양한 동인이 있으며 코스닥 非재벌 기업의 물적분할도 증가하며 복잡해지는 양상
- 물적분할 공시가 부정적 뉴스로 인식되고 있으나 기업가치 훼손으로 보기는 어려움
 - › 단기적으로 부정적 공시효과 강하지만 물적분할 후 기업가치는 유의하게 상승하고 있음
- 다만, 물적분할 사례별로 주주간 이해충돌 이슈 발생하는 경우 제도적 해소방안 마련 필요
 - › 또한 물적분할 쪼개기 상장 등 모자기업 동시상장의 기업가치 이슈에 주목 필요

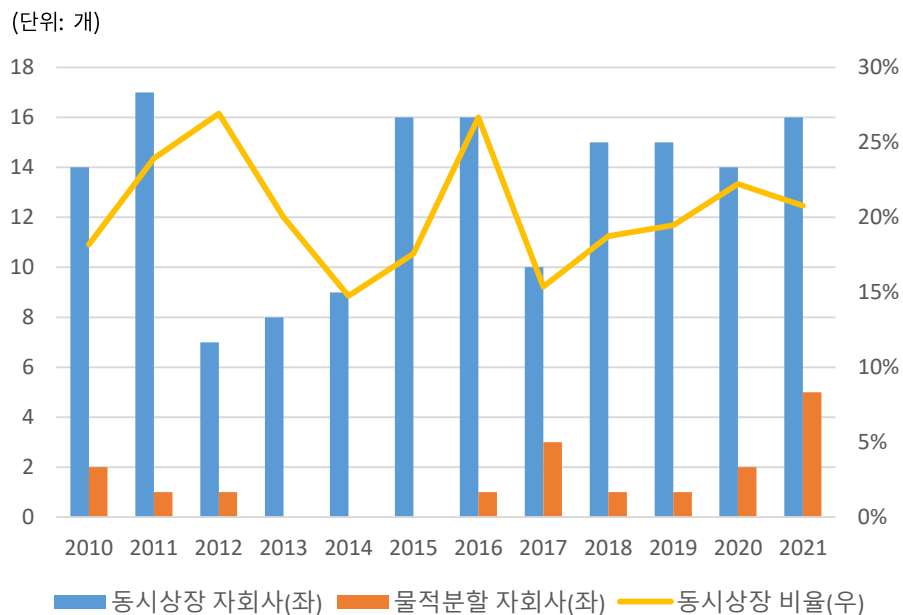
3. 동시상장의 주요 이슈

동시상장 중 물적분할 자회사의 상장은 소수

○ 2010~2021 기간 물적분할 자회사 상장은 17개 불과

- › 물적분할에서 상장까지 평균 기간 4.4년
- › 그런데 상장기업의 자회사 신규상장은 전체 신규상장 중 20% 내외 차지
 - 전체 788개 신규상장 중 기존 상장기업의 지배(평균 지분율 43.7%)를 받는 자회사는 157개(연평균 13개 상장)
- › 따라서 물적분할 자회사보다 전체 모자기업 동시상장으로 논의 확대 필요성
 - 단, 순수지주회사 지배구조 이슈와 인적분할에 따른 재상장은 별도 논의 필요

신규상장기업 중 모자기업 동시상장 추이



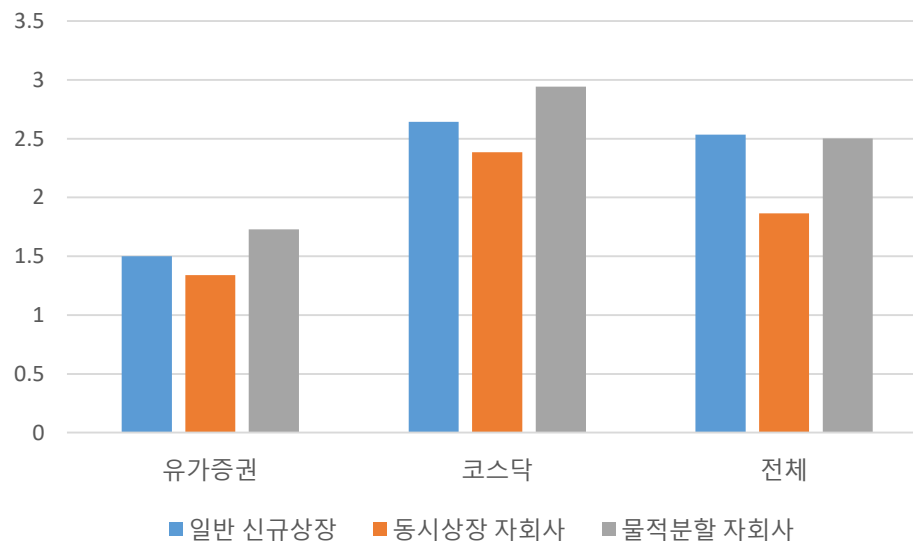
자료: KRX 자료 참조하여 저자 작성

동시상장 자회사의 기업가치는 상대적으로 낮음

○ 동시상장 신규상장은 기업공개 기업 중 상대적으로 기업가치가 낮은 그룹 형성

- › 일반 신규상장 기업의 기업가치 비율은 2.5이나 동시상장 자회사는 1.9에 불과
 - 유가증권 및 코스닥 모두 동시상장 자회사의 기업가치는 일반 신규상장의 90% 이하
- › 다만 신규상장 물적분할 자회사의 기업가치는 동시상장 자회사에 비해 높음
 - 물적분할 자회사의 기업가치가 기타 동시상장 기업가치에 비해 높은 특징은 재무적 특징을 통제해도 유의함

신규상장기업의 기업가치(M/B) 비교



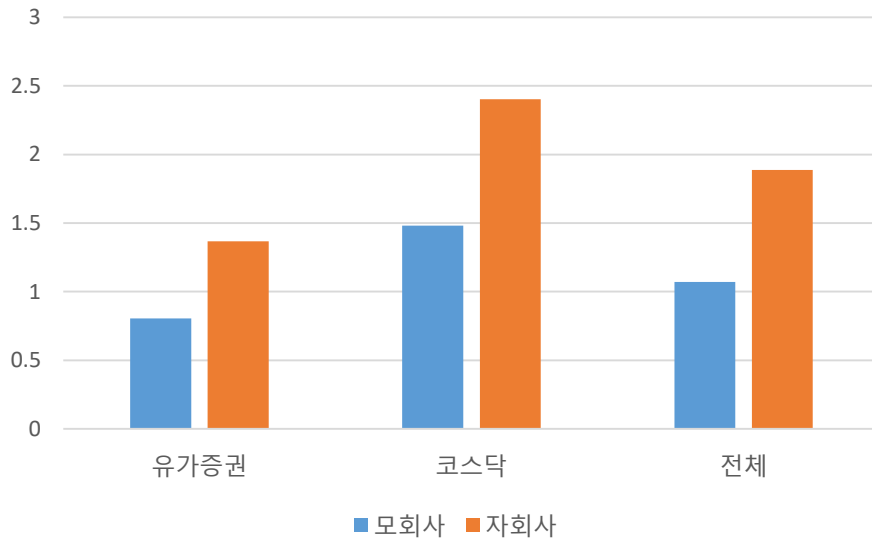
주 : 2010~2021 기간 신규상장기업 대상
자료: 저자 작성

동시상장 모회사의 기업가치는 자회사보다 저평가

○ 자회사 상장 이후 기간 비교에서 모회사의 기업가치는 자회사에 비해 유의하게 낮음

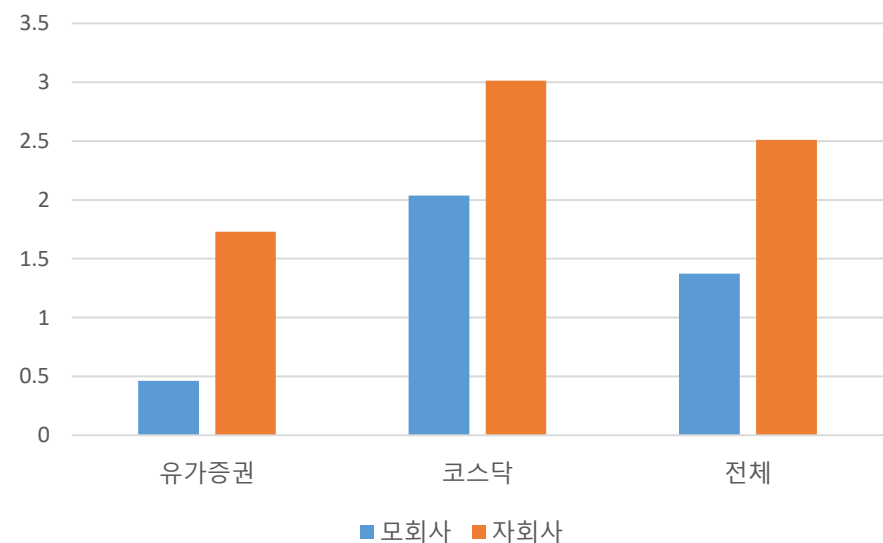
- › 동시상장 모회사의 기업가치 비율은 자회사의 57%에 그치고 있음
- › 물적분할 모회사도 자회사 기업가치의 55% 수준이나 전반적으로는 일반 동시상장 모회사에 비해 높음
 - 다만 유가증권 물적분할 모회사의 기업가치는 0.46에 불과

모회사와 자회사의 기업가치(M/B) 비교(전체)



주 : 2010~2021 기간 신규상장기업 대상
자료: 저자 작성

모회사와 자회사의 기업가치(M/B) 비교(물적분할)



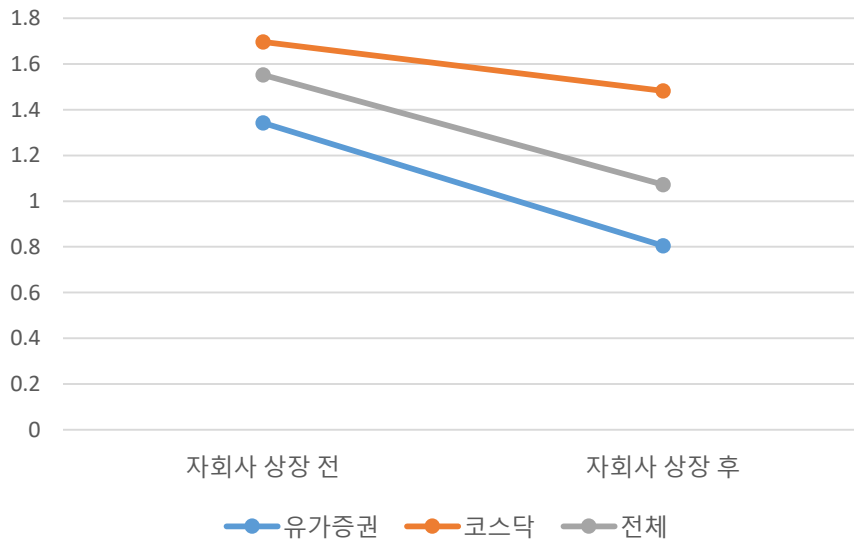
주 : 2010~2021 기간 신규상장기업 대상
자료: 저자 작성

자회사 상장 후 모회사의 기업가치는 하락 경향

○ 동시상장 모회사의 기업가치는 자회사 상장 이후 유의하게 하락

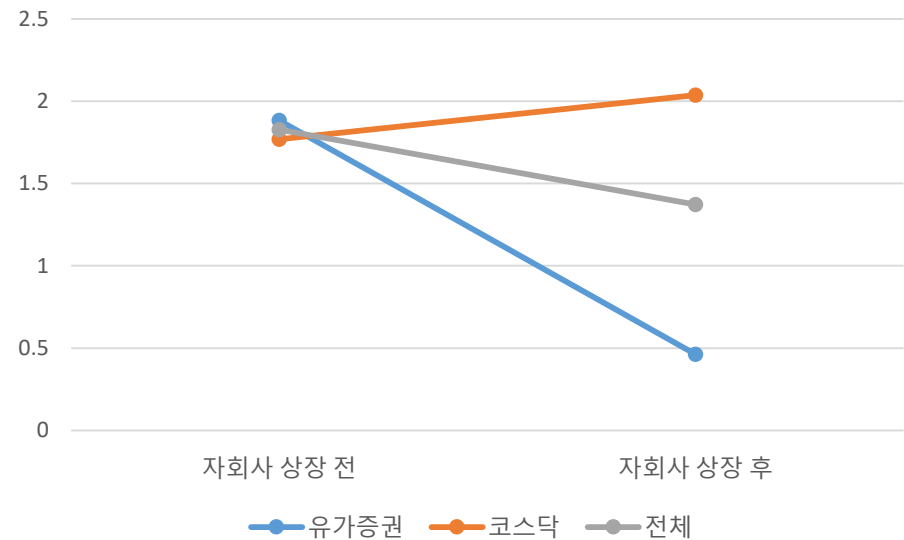
- › 자회사 상장이 모회사 기업가치를 떨어뜨린다고 할 수 있으며 이는 동시상장에 따른 모회사 할인효과를 의미
 - 모회사 할인효과는 재무변수를 통제하여도 유의하게 나타남
- › 물적분할 자회사 상장후 모회사의 기업가치도 하락하나 코스닥 모회사는 다소 상승

자회사 상장 전후 모회사 기업가치(M/B) 비교(전체)



주 : 2010~2021 기간 신규상장기업대상
자료: 저자 작성

자회사 상장 전후 모회사 기업가치(M/B) 비교(물적분할)



주 : 2010~2021 기간 신규상장기업대상
자료: 저자 작성

소결: 동시상장은 상장기업의 기업가치 하락 요인

- 모자기업의 동시상장은 기업가치 측면에서 부정적 효과 발생
 - › 동시상장 자회사는 신규상장 기업 중 기업가치가 상대적으로 낮은 그룹 구성
 - 신규상장시장의 질을 떨어뜨리는 효과
 - › 기존 상장기업인 모회사의 기업가치도 자회사 상장으로 하락함
 - 기존 상장시장의 질도 하락하는 효과
- 물적분할 쪼개기 상장도 전체적으로 동시상장 기업가치 이슈 발생
 - › 다만 물적분할 쪼개기 상장은 아직 소수 사례에 그쳐 향후 증가 추이 모니터링 필요
 - 2010~2021 기간 물적분할 자회사 상장 17개(상장까지 4.4년)

4. 해외사례 비교

주요국의 물적분할 제도 비교

- 물적분할은 대륙법계 회사법에 특유한 제도이며 미국의 기업분할은 원칙적으로 인적분할
 - › 국내 물적분할 제도는 프랑스와 독일의 물적분할 회사법을 참조
 - › 물적분할 허용 국가의 주주보호수단은 주주총회 (특별)결의이나 일본은 주식매수청구권 채택
 - › 미국의 기업분할은 인적분할이나 물적분할 방식도 기술적으로 가능
 - 주요 주에서 주식매수청구권 채택

주요국의 물적분할 제도 비교

	물적분할 허용	주주보호수단	특징
프랑스	○	주주총회	
독일	○	주주총회	
EU	○	주주총회	
일본	○	주주총회, 주식매수청구권	물적분할 후 현물배당으로 인적분할 효과
미국	△	주주총회, 주요 주에서는 인적분할 반대주주에게 주식매수청구권 인정	원칙적으로 인적분할 방식. 다만 현물출자 후 주식취득으로 물적분할 효과 가능
한국	○	주주총회	

자료: 각국 제도 참조하여 저자 작성

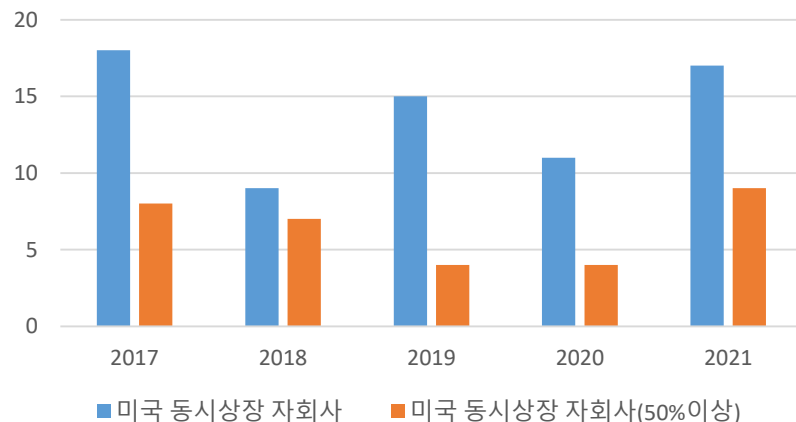
해외 모자기업 동시상장 현황 및 규제 특징

○ 국가별로 모자기업 동시상장에 대해 다양한 규제 방식 채택

- › 미국: 연평균 14개 상장기업의 자회사 상장, 모회사 지분 50% 이상 자회사도 6.4개 상장
 - NYSE와 NASDAQ, 지배주주(의결권 50% 이상 보유)가 있는 기업의 상장시 'Controlled Company'로 구분
 - Controlled Company는 과반이상 독립이사 및 보수위원회 설립 요건 미충족 가능
- › 일본: 연평균 10.4개 모자기업 동시상장
 - JPX 기업지배구조보고서 등 연성규제
- › 싱가포르: 기존 상장기업과 자산 및 영업범위 중복성 심사(상장규정)
- › 말레이시아: 2021년 상장규정 개정으로 지배관계 중단시에만 상장신청

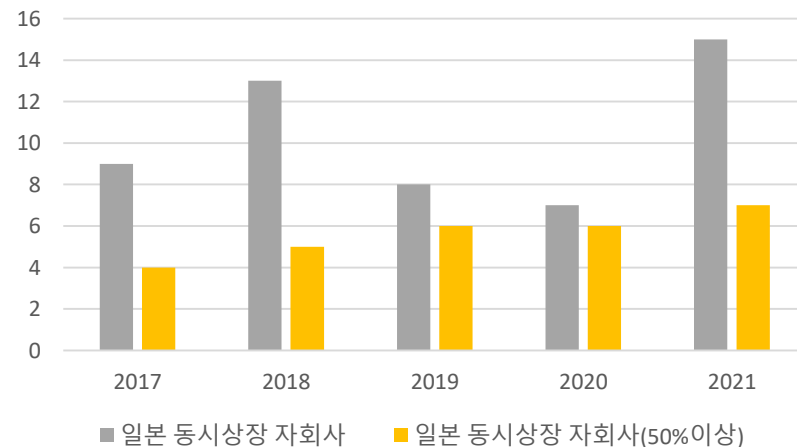
미국의 모자기업 동시상장 추이

(단위: 개)



일본의 모자기업 동시상장 추이

(단위: 개)



자료: NYSE, NASDAQ, JPX 자료 참조하여 저자 작성

5. 정책 시사점

지배주주 사익추구 견제를 위한 기업분할 방식 개선 필요

- 지배주주 사익추구의 도구로 물적분할 남용을 방지하는 것이 물적분할 대책의 핵심
 - › 원칙적으로 지배주주의 참호구축 행태를 견제할 수 있는 기업지배구조 정착이 중요
 - 이사회 경영진 견제 역할 및 책임 제도화, 주주권익 보장 제도
 - › 단, 모든 물적분할이 부정적 효과가 있다고 단정하기는 어려우며 기업가치 개선 효과도 존재
- 물적분할로 인한 주주간 이해충돌 발생시 이를 해소하기 위한 다양한 방안 마련 필요성
 - › 분할공시에 구체적인 분할목적과 향후 계획을 명시하도록 할 필요가 있음
 - 기존 분할공시에 자회사 기업공개 계획을 적시한 사례는 거의 없음
 - 물적분할시 소액주주 보호 방안 마련하도록 기업지배구조보고서 개정('22.3)
 - › 주식매수청구권은 물적분할시 기업가치 하락을 예상한 반대주주에 대한 이해조정 방안이 될 수 있음
 - › 필요시 분할회사 주주에게 신설 자회사의 주식에 참여할 수 있는 다양한 선택이 존재해야 함

동시상장 억제를 위한 기업지배구조 개선 방안 필요

- 신규상장의 20%를 차지하는 모자기업 동시상장 기업의 낮은 기업가치 이슈에 주목 필요
 - › 동시상장 자회사는 신규상장 중 기업가치가 낮으며 모회사의 기업가치도 자회사 상장으로 하락
 - › 물적분할 쪼개기 상장도 동시상장 범주에서 대응 필요
- 동시상장 관련 기업가치 제고와 소액주주 보호 위한 상장기업의 지배구조 요건 강화 필요
 - › 기업지배구조보고서와 상장심사에 동시상장 관련 독립성, 주주보호 요건 구체화 필요
 - › 일본의 경우 기업지배구조보고서에 자회사의 이사회 독립요건 명문화 등 상장기업간 지배관계 해소 노력으로 점진적이나 동시상장 비율과 기업 수 하락하고 있음
 - JPX 기업지배구조보고서: 독립이사의 모회사 출신 배재, 소액주주 동등 대우 등
 - 동시상장 기업 2014년 324개(9.5%)에서 2021년 8% 293개(8%)로 감소 추세
 - › 동남아시아 국가들은 명문화된 상장 규정으로 동시상장 규제
 - 상장규정 규제 국가: 싱가포르, 말레이시아('21년 요건강화), 태국, 인도네시아



Thank You!