

사업재편 사례연습

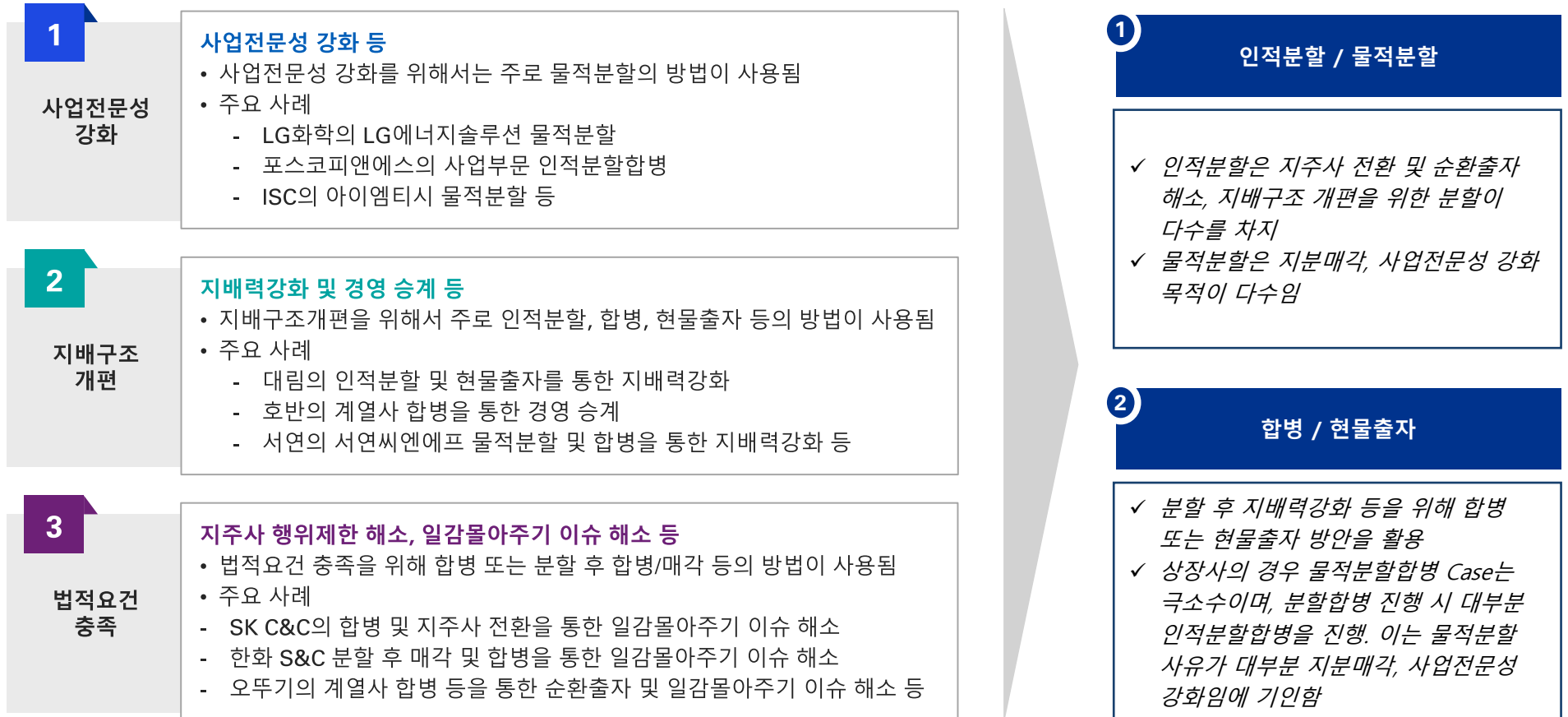
DA5 오현석

July 2023

사업재편의 목적

기업들은 다양한 목적으로 사업재편을 실행하며, 이를 위해 인적/물적분할 및 합병/현물출자 등의 방법을 활용

사업재편의 주요 목적 및 방법

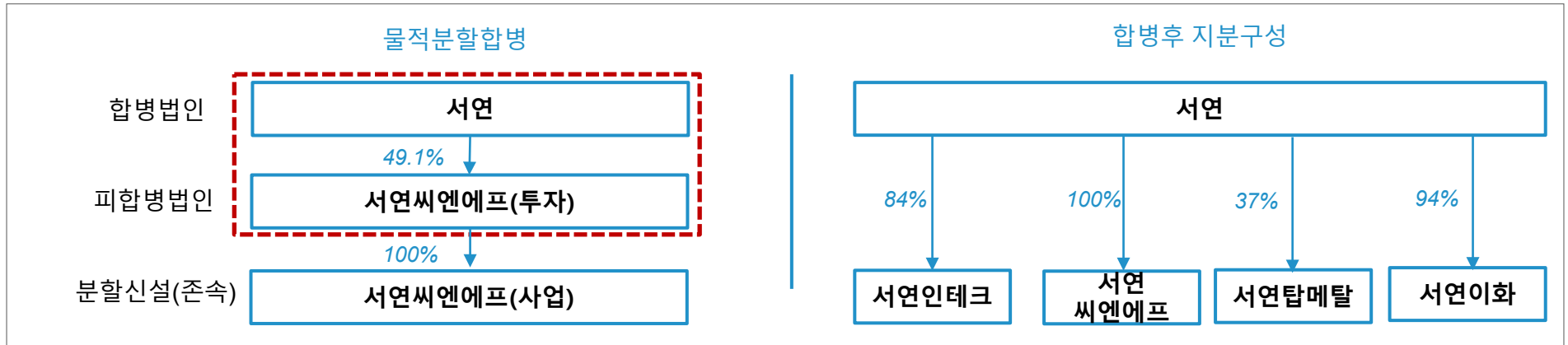


Source: Dart

Case 1. 물적분할합병

물적분할합병과 소규모 합병의 주요 Case.

(주) 서연의 물적분할합병



서연씨엔에프 물적분할합병을 통하여 지주사행위제한 요건 위반 해소 및 대주주 지분을 강화.

- 2016년 10월: 서연씨엔에프는 투자부문과 사업부문을 물적분할 하여 분할신설법인인 사업법인은 존속하고, 투자법인은 서연에 흡수합병
- 물적분할합병비율: 자본시장법에 따른 비율
서연씨엔에프(투자)- 비상장사로 자본시장법에 따른 본질가치 평가,
서연- 상장사로 자본시장법에 따른 시가(주가) 평가
- 소규모합병(합병신주가 합병회사 발행주식총수 10%를 초과하지 않음)으로 진행하여, 주식매수청구권이 인정되지 않고, 이사회결의로 같음함.

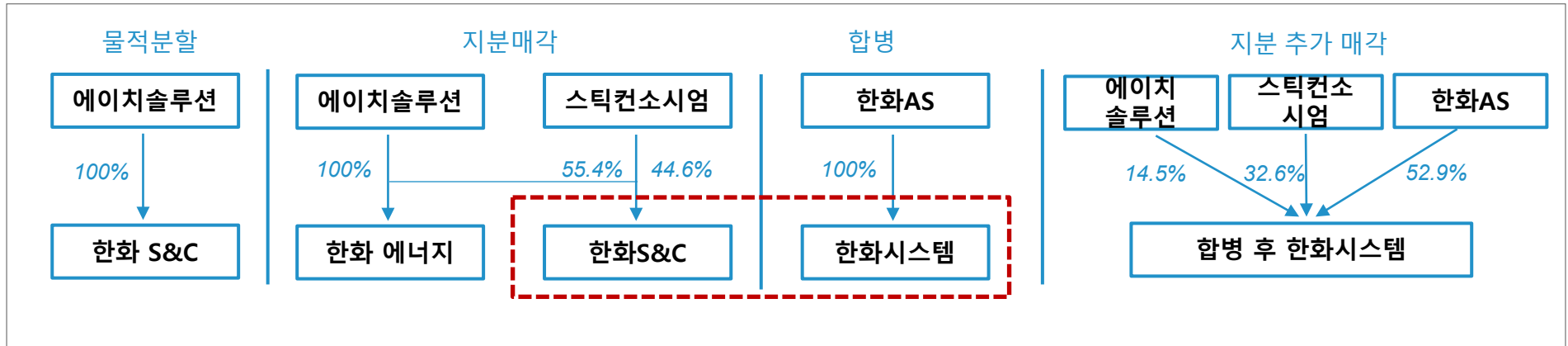
Point 1. 상장사의 분할/합병시에는 자본시장법에 따른 평가를 이용

Point 2. 지배구조개선을 위하여 물적분할합병을 이용(단, 소규모합병으로 진행하여 주식매수청구권이 인정되지 않음)

Case 2. 분할 후 합병

분할 후 합병의 주요 Case.

한화 S&C



일감 몰아주기 이슈를 피하기 위하여, 분할/지분매각/합병 등을 실행함.

- [Step1] 2017년 10월: 에이치 솔루션에서 한화 S&C(SI 사업부) 물적분할
- [Step2] 2017년 10월: 한화 S&C의 지분일부 매각(스틱컨소시엄-44.6%를 2500억원
- [Step3] 2018년 8월:한화시스템의 한화 S&C 흡수합병- 합병비율은 상속세 및 증여세법 제63조 규정에 의거하여 외부평가기관이 평가한 합병회사 및 피합병회사의 1주당 가치를 기준으로 합병가액 및 합병비율을 산출
- [Step4] 2018년 8월: 한화시스템 지분을 스틱컨소시엄에 추가로 매각.

Point 1. FI를 활용한 사업재편

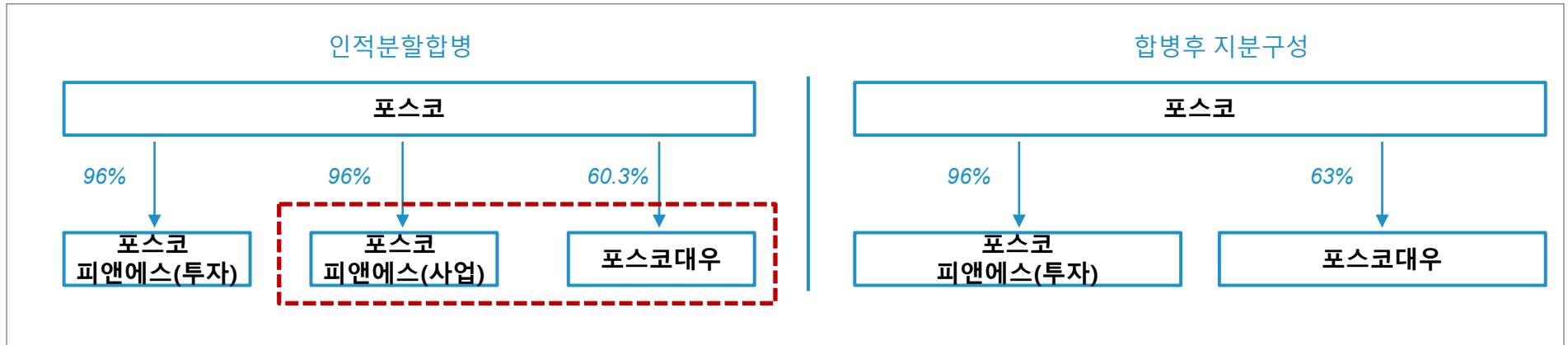
Point 2. 특수관계가 없는 주주가 포함이 되어 있었으나, 지분매각시점과의 차이로 합병비율 산정은 “상증법상 가치“ 적용

Source: Dart

Case 3. 인적분할합병

인적분할합병의 주요 Case.

포스코피앤에스



투자부문과 사업부문으로 분할하여 회사 사업수행능력 강화.

- 2016년 3월: 포스코피앤에스는 투자부문과 사업부문을 분할하여 사업부문은 포스코대우에 흡수합병 실시
- 인적분할비율: 순자산가액 비율
- 합병비율: 포스코피앤에스(사업)- 비상장사로 자본시장법에 따른 본질가치 평가,
포스코대우- 상장사로 자본시장법에 따른 시가(주가) 평가
- 소규모합병(합병회사의 신주발행비율이 전체주식수의 10% 미만)으로 진행하기 위하여 포스코피앤에스 사업부문을 최소화하여 분할함.(소규모합병시에는 주식매수청구권이 인정되지 않고, 이사회결의로 갈음함)

Point 1. 상장사의 분할/합병시에는 자본시장법에 따른 평가를 이용

Point 2. 주식매수청구권으로 인한 계약 무산을 막기위하여 소규모 합병으로 진행

Source: Dart

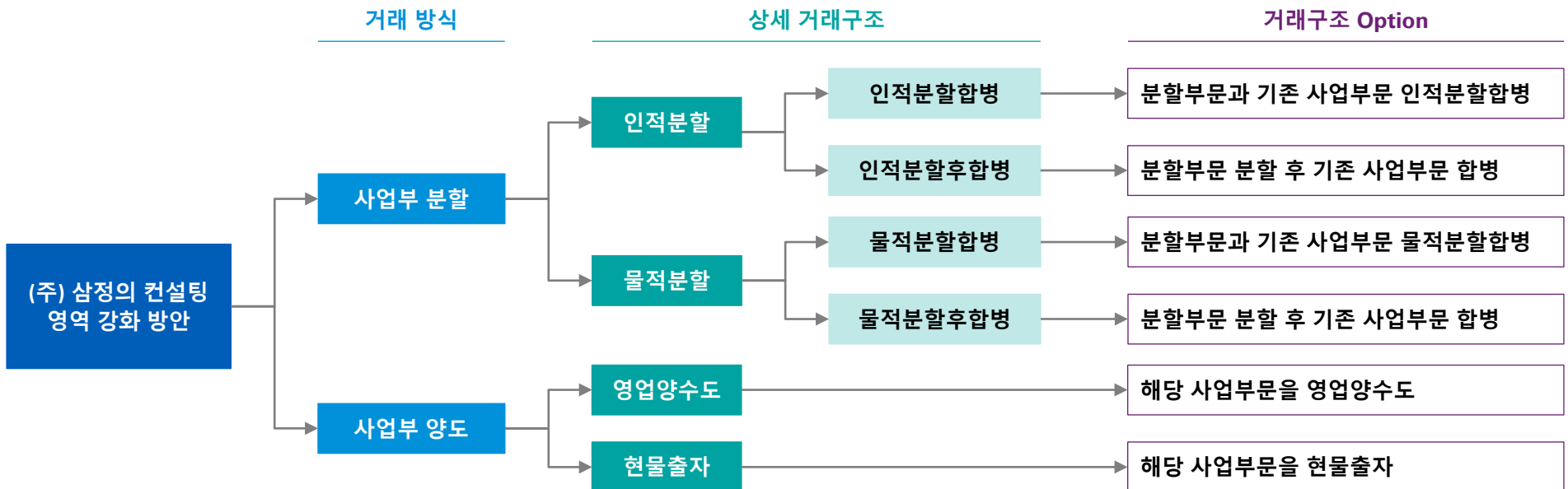
사업 전문성 강화를 위한 사업재편 연습

사업재편 방안 도출 시 모든 방안을 열거하여 각 방안을 검토하는 것이 필수

사업 재편 사례 개괄/ Option 도출

Goal

- 상장사인 (주) 삼정의 컨설팅 사업부를 비상장 자회사인 (주) 삼정컨설팅에 이양하여 기능 강화를 실시할 계획임.



최적 구조 선택을 위한 핵심 고려 사항

경제적 효과, 사업적 효과, 절차적 이슈 등을 종합적으로 고려한 최적 방안 선택

Key Consideration

| 1 경제적 효과1. 주주간 부의 이동 | 2 경제적 효과2. Tax Issue | 3 사업적 효과- 외부주주와의 논의 | 4 절차적 이슈 |
|--|---|---|--|
| <p>주주의 부를 결정하는 것은 기업가치 및 이에 따른 합병비율 및 양수도가액임 ✓ 각 상황 별 평가 방법이 상이</p> | <p>분할 및 합병과정에서 Tax Issue 발생 ✓ 특수관계인 간 거래로 인한 세무 Issue 발생 가능 거래구조별 상증세법, 법인세법 등 세무 검토</p> | <p>본 거래로 인하여 사업적 효과를 달성해야 하며 외부주주에 대한 설득이 가능해야 함 ✓ 본 거래로 인한 손해 또는 특정 특수관계인의 부당이득 발생 시 업무상 배임 등 법무 Issue 발생 가능</p> | <p>본 거래를 진행하는데 있어, 절차적인 어려움이 존재하면 안됨. ✓ 주식매수청구권 ✓ 거래절차 ✓ 공시여부 ✓ 지주회사 행위제한 이슈 등</p> |

최적 방안 선택

경제적 효과 분석 ① 평가방법: 합병

관련 법률에서 규정한 평가방법을 사용하는 경우를 제외하고는, 회사의 실질가치를 고려한 공정한 평가를 수행

평가방법 관련 규정 및 판례

관련 법률(자본시장법)

① 주권상장법인이 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다. <개정 2009. 12. 21., 2012. 6. 29., 2013. 6. 21., 2013. 8. 27., 2014. 12. 9.>

1. 주권상장법인 간 합병의 경우에는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음 각 목의 증가(증권시장에서 성립된 최종가격을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 산술평균한 가액(이하 이 조에서 "기준시가"라 한다)을 기준으로 100분의 30(계열회사 간 합병의 경우에는 100분의 10)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액. 이 경우 가목 및 나목의 평균증가는 증가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다.

2. 주권상장법인(코넥스시장에 주권이 상장된 법인은 제외한다. 이하 이 호 및 제4항에서 같다)과 주권비상장법인 간 합병의 경우에는 다음 각 목의 기준에 따른 가격

가. 주권상장법인의 경우에는 제1호의 가격. 다만, 제1호의 가격이 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 할 수 있다.

나. 주권비상장법인의 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액

관련 판례

대전고법 2007. 8. 24. 선고 2007나772 판결
합병비율을 정하는 것은 합병계약의 가장 중요한 내용이고, 그 합병비율은 합병할 각 회사의 재산 상태와 그에 따른 **주식의 실제적 가치에 비추어 공정하게 정함이 원칙**이며, 만일 그 비율이 합병할 각 회사의 일방에게 불리하게 정해진 경우에는 그 회사의 주주가 합병 전 회사의 재산에 대하여 가지고 있던 지분비율을 합병 후에 유지할 수 없게 됨으로써 실질적으로 주식의 일부를 상실케 되는 결과를 초래하므로, 현저하게 불공정한 합병비율을 정한 합병계약은 사법관계를 지배하는 신의성실의 원칙이나 공평의 원칙 등에 비추어 무효이고, 따라서 **합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병할 각 회사의 주주 등은 상법 제529조에 의하여 소로써 합병의 무효를 구할 수 있다.**

경제적 효과 분석 ① 평가방법: 논란 사례

합병비율이 적정치 없다고 판단될 경우, 외부 주주들은 합병을 반대할 가능성이 크며 나아가서는 법적 분쟁 가능

유관 사례

- 1 합병 비율 논란 Case 1.**

현대글로비스 - 모비스:

 - 합병비율 (모비스 1 : 글로비스 0.6148203) 산정은 상장사인 글로비스는 기준주가를, 비상장사인 모비스 분할법인은 본질가치(자산가치와 수익가치의 가중평균)를 반영했다고 밝혔으나, 모비스 분할법인의 본질가치가 적정하게 이뤄졌는지 의문 제기
 - 총수익가 지분이 높은 글로비스에 유리하게 합병비율이 산정되면 모비스의 소액주주들이 손해를 본다고 지적
 - 현대 모비스의 외국인 주주 비중 48% → 해외 주요 의결권 자문사 (ISS / 글래스루이스)들의 강력한 반대로 인해 합병 철회
- 2 합병 비율 논란 Case 2.**

삼성물산 - 제일모직:

 - 금융투자업법 시행령에 따라 산출된 합병비율로서, 합병비율 (제일모직 1 : 삼성물산 0.3500885) 책정. 이 같은 합병 계획이 발표되자 구 삼성물산 3대 주주였던 미국계 헤지펀드 엘리엇을 비롯해 일성신약 등 소액 주주 일부가 거세게 반발. 해외 주요 의결권 자문사 (ISS) 합병 반대 권고.
 - 2014년 기준으로 구 삼성물산은 제일모직에 비해 매출(5배 이상), 영업익(3배 이상), 자산(3배 이상) 모두 우위 / 삼성물산 주가가 일부러 낮게 관리됐다는 의혹도 추가적으로 제기 (삼성물산의 의도적인 소극적 경영 및 삼성물산 2대 주주였던 국민연금공단도 지속적으로 주식을 매도)
 - KCC의 백기사 역할 및 국민연금의 찬성으로 합병에는 성공했지만, 그 후에도 소액주주들에 의하여 주식매수청구가격 관련 법정 분쟁 발생
- 3 합병 비율 논란 Case 3.**

SK브로드밴드 - CJ헬로비전:

 - CJ헬로비전과 SK브로드밴드의 합병비율은 1:0.4761236에 책정. 하지만 CJ헬로비전과 SK브로드밴드의 합병 비율이 불공정하게 산정돼 손해를 입었다며 CJ헬로비전 주식 총 3만3111주를 보유한 소액주주 17명은 CJ헬로비전과 김진석 대표이사를 상대로 서울중앙지법에 손해배상 청구소송
 - 또한, CJ헬로비전의 주주인 KT직원 A씨는 CJ헬로비전을 상대로 '임시 주주총회 무효확인' 소송을 서울 남부지법에 제기
 - 마지막으로, SK브로드밴드와 CJ헬로비전 인수합병은 공정거래법상 경쟁제한성 추정요건에 모두 해당 → 공정거래위원회에서 합병을 불허

Source: 언론보도

경제적 효과 분석 ② Tax Issue

승계자산 양도차익, 개별 주주들의 과세요건 파악이 사전적으로 필요

적격분할 요건의 충족

적격분할 주요 요건

| | |
|------------|-------------------------------|
| 사업영위 기간 | ▪ 5년 이상의 사업영위 내국법인의 분할 |
| 독립된 사업 분리 | ▪ 분리하여 영위 가능한 사업부문의 분할 |
| 자산·부채 포괄승계 | ▪ 분할하는 사업부문의 자산·부채가 포괄적으로 승계 |
| 분할법인 단독출자 | ▪ 분할법인만의 출자에 의한 분할 |
| 지분의 연속성 | ▪ 분할대가 전액이 주식이며, 분할법인 주주에 배정 |
| 사업의 계속성 | ▪ 분할등기 사업연도 종료일까지 승계 받은 사업 영위 |
| 고용의 연속성 | ▪ 분할하는 사업부문의 고용계약 유지 |

적격합병 요건의 충족

적격합병 사전요건

| | |
|---------|--|
| 사업영위 기간 | ▪ 1년 이상 사업영위 국내법인 간의 합병 - 단, 분할신설법인이 1년 이내에 피합병되는 경우 분할되기 전의 분할법인 내 사업기간을 통산함(적격분할의 경우에만 해당함) |
| 기타 주요요건 | ▪ 지분의 연속성, 사업의 계속성, 고용의 연속성 등 |

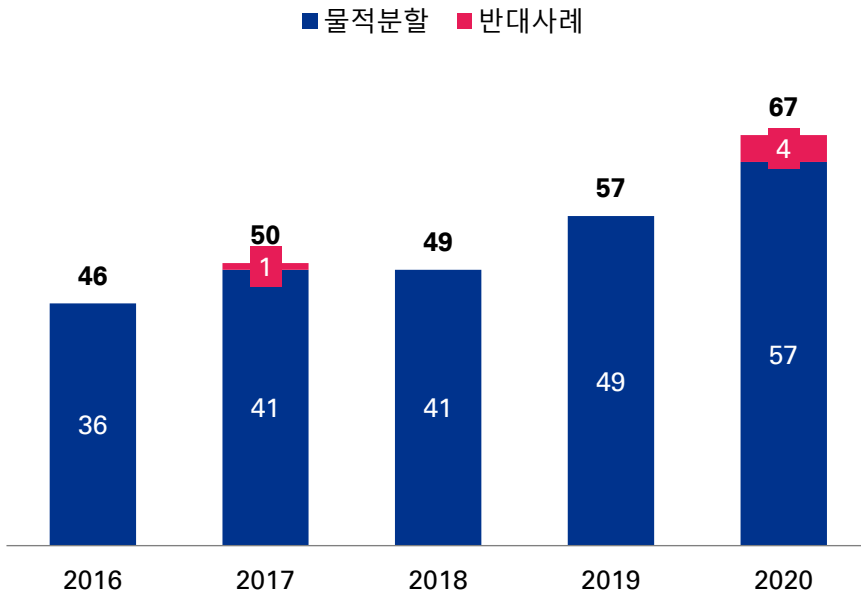
적격합병 사후요건

| | |
|---------|-------------------------------|
| 지분의 연속성 | ▪ 피합병법인의 주주는 2년 이상 합병법인 지분 보유 |
| 사업의 계속성 | ▪ 합병법인은 피합병법인 승계 사업 2년 이상 영위 |
| 고용의 연속성 | ▪ 합병법인은 피합병법인의 고용계약 3년 이상 유지 |

사업적 효과 분석 ① 외부주주와의 Communication

물적분할 추진 시 주요 주주 · 기관투자자 · 의결권 자문사의 반대로 인한 부결사례가 존재

2016년 ~ 2020년 국내 공시대상 기업 분할 사례



스튜어드십 코드 도입으로 인한 IR의 중요성 확대

- 2016년 이후 전체 물적분할 사례 269건 중 부결 및 반대의견 건수는 5건에 불과하지만, 스튜어드십 코드 도입으로 연기금 등 주요 기관투자자의 투자자 보호를 위한 반대표 행사 증가
 - 성공적인 기업분할을 위해 기존주주뿐만 아니라 외부투자자 대상 최적 IR전략 수립의 중요성이 확대되고 있음

주요 분할 반대의견 및 반대의결 상세 내용

| 연도 | 회사명 | Case | 행사주체 | 주요 반대 사유 |
|-------|-------|------|------------------|--|
| 2017년 | 현대중공업 | 반대의견 | 의결권자문사 (서스틴베스트) | <ul style="list-style-type: none"> 분사 이후 신설되는 회사의 주식 사채의 발행한도가 지나치게 높아 주주가치 훼손할 가능성 존재 |
| 2020년 | 대림산업 | 반대의결 | 기관투자자 (트러스트자산운용) | <ul style="list-style-type: none"> 분할 후 지배주주 지배력 강화로 최대주주 등 특정인의 사적 이익 추구가 우려 및 업종·경쟁사 대비 부족한 주주환원 정책 |
| 2020년 | 필옵틱스 | 반대의결 | 기관투자자 (국민연금) | <ul style="list-style-type: none"> 사전검토에 필요한 정보가 공시되지 않았다는 이유로 반대 |
| 2020년 | LG화학 | 반대의견 | 의결권자문사 (서스틴베스트) | <ul style="list-style-type: none"> 물적분할 시 지배주주에게 일방적으로 유리한 결과를 초래, 소수 주주 가치 훼손 위험 |
| | | 반대의결 | 기관투자자 (국민연금) | <ul style="list-style-type: none"> 모회사 디스카운트 및 지분 가치 희석 가능성 등 주요주주의 주주가치 훼손 우려 리스크 |

주요 의결권행사자 대상 회사의 전략과 방향성이 반영된 IR 수립 필요

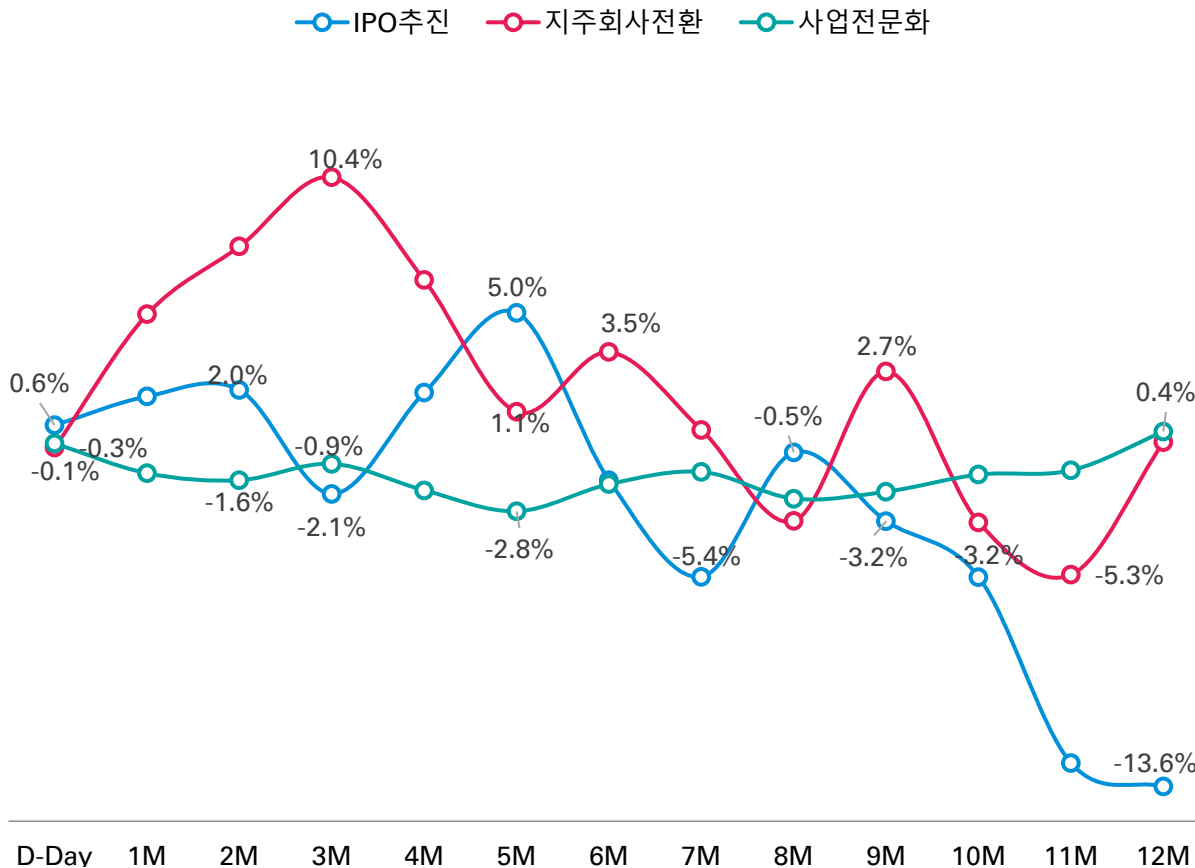
- 주요 기관투자자와 의결권자문사의 경우 물적분할로 인한 지분 가치 희석 및 모회사 디스카운트 리스크를 우려하는 사례의 비중이 높음
- 분할 이후 회사의 주주가치 제고 계획과 기업가치 제고 전략이 반영된 IR 수립 필요

Source: DART

사업적 효과 분석 ① 외부주주와의 Communication

분할법인 별도 IPO 추진 이외의 경우 물적분할이 주가에 미치는 영향은 중장기적으로 제한적이며, 충격 최소화를 위해선 효과적인 IR 전략이 필요

물적분할 이후 누적 초과 수익률 추이⁽¹⁾



물적분할 이후 누적 초과 수익률 산출

- 분할공시일 기준 과거 5개년 Monthly 조정베타를 활용하여 체계적 위험 변동분을 제거한 누적 초과 수익률 산출

후속 Action1. IPO 추진

- IPO로 인한 주력사업부문에 대한 지배기업 주주의 지배력 분산으로 인해 중장기적으로 누적 초과 수익률이 크게 하락함
- CJ E&M(스튜디오드래곤), 에코프로(에코프로비엠)

후속 Action2. 지주회사 전환

- 지배구조 단순화 및 투명성 강화에 대한 기대심리로 인해 단기적으로 수익률이 상승하지만, 중장기적으로 수익률이 하락하여 분할 공시 전 수준으로 원복됨
- 에스코홀딩스(에스코), 이건홀딩스(이건창호)

후속 Action3. 사업전문화

- 단기적으로 수익률이 소폭 하락하지만, 중장기적으로 분할 공시 전 수준을 회복함
- 명문제약(명문바이오), 액토즈Soft(액토즈게임즈)

Note (1) 물적분할 공시일로부터 1년간 월별 누적 초과 수익률을 의미하며, 2010년 ~ 2020년 물적분할 사례임. Source: Bloomberg, KRX

사업적 효과 분석 ① 외부주주와의 Communication

사전 IR에 대하여 고려

주요 Communication 사례

1

물적분할 및 합병에 대한 Communication 사례

물적분할의 목적은 '경영효율성 제고' 및 수익성 강화임.

- 분할대상사업부문을 분리하여 신규 성장사업으로 육성함과 동시에, 합리적이고 객관적인 성과평가를 가능하게 함으로써 경영효율성 제고 및 수익성 강화로 주주 가치를 극대화.
- 경영지원의 효율적 배분을 통해 사업 경쟁력을 강화하고, 사업부문별 특성에 맞는 지배구조 체제를 확립하여 신속하고 전문적인 의사결정을 통한 책임경영체제를 확립, 분할대상사업부문의 전문화를 통해 집중투자를 용이하게 하고 사업의 고도화를 실현
- 회사의 분할로 더욱 명확해진 기업이미지를 통해 분할대상사업부문에서 창출되는 수익을 해당 사업에만 재투자할 수 있어 사업의 집중력 제고와 성장잠재력을 확보
- 전문성을 특화하고 그 특수성에 적합한 기동성 있는 경영활동을 수행하여 경영효율성 및 전문성을 제고하고 책임경영체제의 토대를 마련

합병의 목적은 '사업적인 시너지' 및 '경영상의 효율성' 임.

- 사업의 시너지 창출 및 경영 효율성을 제고를 통한 경쟁력 강화, 주주 가치 제고 및 재무구조 개선

2

물적분할 후 합병의 Communication 사례

사례1. SK 텔레콤의 SK플래닛 분할 및 에스케이테크엑스와 합병
2018년 6월 19일 분할 및 합병에 대한 동시 이사회 결의 및 외부 공시함.

사례2. 신세계와 이마트의 온라인사업부문 물적분할 후 합병 및 FI 투자
2018년 1월 26일 해당 사항에 대하여 FI와 (Non Binding)MOU를 체결한 내용을 자율공시함.

사례3. 비츠로테크의 물적분할 후 자회사간 합병
2017년 6월 30일 비츠로테크의 비츠로이엠 물적분할 공시(당시 합병 공시는 수행하지 않음)
2017년 7월 30일 자회사간 합병 공시

사례4. 한화 S&C의 분할 후 지분매각, 한화시스템과 합병
2017년 10월 한화S&C의 물적분할 및 지분매각 공시(당시 합병에 대한 내용은 가능성에 대해서만 기사로 언급)
2018년 8월 한화시스템과 합병

사업적 효과 분석 ① 외부주주와의 Communication

배임이슈에 대해서도 고려 필요

주요 배임 판결 사례

| 사례 1. SK의 주식교환 | 사례 2. 비상장법인 주식평가 | 사례 3. 새롬방송 주식의 매수 |
|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 개요: SK㈜의 보통주와 주식회사 워커힐의 보통주의 주식교환에 대하여 업무상 배임으로 판결 평가방법: SK㈜는 시가, 주식회사 워커힐은 상증법상 보충적평가방법 판결사유: 상증법상 보충적평가방법은 보충적 평가방법에 불구하고, 해당 평가방법을 주식을 과대평가하여 SK㈜에 손해를 발생시킴 | <ul style="list-style-type: none"> 개요: 비등록·비상장 법인의 대표이사의 전환사채 발행·인수행위에 대하여 업무상배임죄의 성립을 인정 평가방법: 상증법상 보충적평가방법 판결사유: 비상장법인이 발행한 주식의 경우에도 그에 관한 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 가액을 평가해야 함(2001도3191) | <ul style="list-style-type: none"> 개요: 대주주가 소유한 회사를 매입한 행위는 대주주 개인의 이익을 위한 것으로 판단하여 업무상배임죄의 성립을 인정 평가방법: 상증법상 보충적평가방법 판결사유: 거래사례가 없는 경우에는 보편적으로 인정되는 여러 가지 방법을 고려하되 당시 비상장법인 및 거래당사자의 상황, 당해 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 합리적으로 판단해야 함(2005도856) |

- 우선순위 1. 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가 인정
- 우선순위 2. 여러 가지 평가방법들을 고려하되 거래 당시 당해 비상장법인 및 거래당사자의 상황, 당해 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 합리적으로 판단

Source: Dart, 언론보도

절차적 이슈 ① 합병절차

합병절차에 대한 고려

소규모합병 및 간이합병 요건 검토

| 구분 | 소규모합병 | 간이합병 |
|---------|--|---|
| 적용대상 | 존속회사 | 소멸회사 |
| 적용요건 | <ul style="list-style-type: none"> 존속회사가 합병으로 인해 발행하는 신주의 총수가 그 회사의 발행주식총수의 10%이하인 경우 합병대가로 지급할 금액을 정한 경우, 그 금액이 존속회사의 최종 대차대조표상 순자산액의 5% 이하인 경우 | <ul style="list-style-type: none"> 소멸회사 총 주주의 동의가 있는 경우 존속회사가 소멸회사 발행주식총수의 90%이상을 소유하고 있는 경우 |
| 주주총회 | 존속회사 주총 결의를 이사회 승인으로 갈음 | 소멸회사 주총결의를 이사회 승인으로 갈음 |
| 견제장치 | 존속회사 20% 이상 주주가 서면으로 합병 반대의사를 표명할 경우, 주총 결의를 요함 | - |
| 주식매수청구권 | <ul style="list-style-type: none"> 존속회사: 불인정 소멸회사: 인정(총 주주 동의에 의한 간이합병의 경우 불인정) | <ul style="list-style-type: none"> 존속회사: 인정 소멸회사 <ul style="list-style-type: none"> - 총주주 동의: 불인정 - 이외의 경우: 인정 |

소규모/간이합병 진행 시 절차

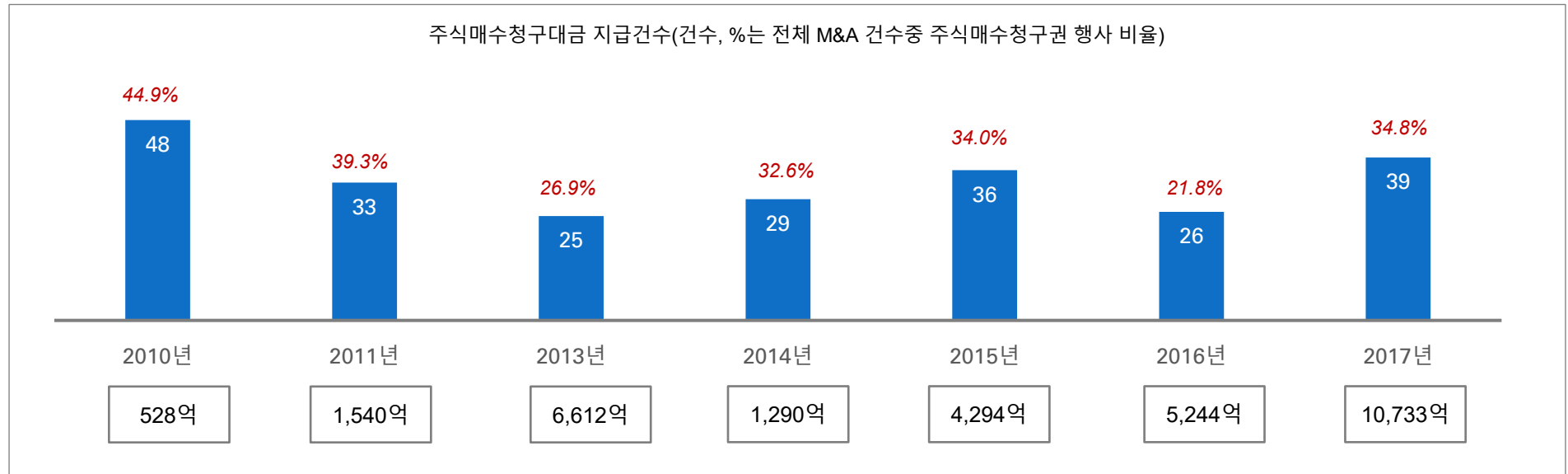
| Timeline | 존속회사 | 소멸회사 |
|-------------------------|--|--|
| D-90 합병계약 이사회 결의 | <ul style="list-style-type: none"> 합병계약 체결 합병신고서 제출 | <ul style="list-style-type: none"> 합병계약 체결 |
| D-74 합병계약 체결공고 | <ul style="list-style-type: none"> 합병계약 체결 공고 또는 통지 | - |
| D-74 합병반대의사통지 | <ul style="list-style-type: none"> 20% 이상 주주 소규모합병 반대 가능 | - |
| D-73 주주명부 폐쇄 | <ul style="list-style-type: none"> 시작일로부터 일주일 | - |
| D-35 합병승인 이사회 결의 | <ul style="list-style-type: none"> 합병 승인 주총 같음 이사회 결의 | <ul style="list-style-type: none"> 합병 승인 주총 같음 이사회 결의 |
| D-34 채권자 이의제출 공고 | <ul style="list-style-type: none"> 공고일로부터 1개월 이상 | <ul style="list-style-type: none"> 공고일로부터 1개월 이상 |
| D-Day 합병기일 | | |
| D+1 합병종료 보고 | <ul style="list-style-type: none"> 합병 종료보고 총회 합병 종료보고 공고 | - |

Source: Dart

절차적 이슈 ② 주식매수청구권

주식매수청구대금 지급비율은 평균 33% 수준

연도별 주식매수청구대금 지급 현황



- Point 1. 8년간 M&A 발생 건수(상장사) 중 약 33%는 주식매수청구권 행사, 2017년 롯데 지주사의 오너 지분을 강화 인식으로 인하여 롯데쇼핑 합병시 대량의 주식매수 청구 발생, 롯데쇼핑건을 제외하고는 타사의 청구금액은 크지 않음.
- Point 2. 주식매수청구권 행사는 각 대상회사의 M&A 특성, 주가 흐름에 따라 반응하며, 연도별 증가/감소 추세를 보이지는 않음. 즉, 주식매수청구 행사의 결정요인에 대한 파악이 필요함.

Source: '합병기업의 주식매수청구권 행사 결정요인과 장기성과(2013)'

절차적 이슈 ② 주식매수청구권

1) 매수청구를 통하여 얻을 수 있는 차익의 크기와 2) 합병가치의 과대평가 여부에 따라 주매청 행사가 결정

연도별 주식매수청구대금 행사 현황

주식매수 청구권 행사 현황(주식수기준)

| 구분 | 회사수 | | | 반대이사표시율(%) | | | 주식매수청구비율(%) | | |
|-------|------|-----|-----|------------|-------|-------|-------------|------|------|
| | 유가증권 | 코스닥 | 합계 | 유가증권 | 코스닥 | 합계 | 유가증권 | 코스닥 | 합계 |
| 2005년 | 20 | 65 | 85 | 10.06 | 13.29 | 12.66 | 0.63 | 2.12 | 1.78 |
| 2006년 | 21 | 56 | 77 | 14.4 | 16.91 | 16.23 | 4.04 | 4.7 | 4.52 |
| 2007년 | 17 | 50 | 67 | 9.16 | 16.21 | 14.42 | 1.05 | 3.85 | 3.14 |
| 2008년 | 19 | 60 | 79 | 17.74 | 17.31 | 17.41 | 8 | 5.88 | 6.39 |
| 2009년 | 25 | 43 | 68 | 10.68 | 11.08 | 10.93 | 4.26 | 1.58 | 2.56 |
| 2010년 | 17 | 36 | 53 | 5.96 | 11.59 | 9.82 | 0.84 | 2.11 | 1.71 |
| 계 | 119 | 310 | 429 | 11.47 | 14.68 | 13.79 | 3.26 | 3.51 | 3.44 |

결정 요인 1. 매수청구를 통하여 얻을 수 있는 차익의 크기

자본시장법에 따른 매수청구 가격 결정방법: 1순위) 상호 협의, 2순위) Average(1주일, 1개월, 2개월 가중산술평균), 3순위) 법원의 매수가격 결정

즉, 매수청구 종료시점까지 주가가 매수청구가격보다 높은 경우 시장에서 매각하는 것이 더 유리하므로 매수청구 가능성은 현저히 감소함.

결정 요인 2. 합병가치의 과대평가 여부

상장사인 피합병법인의 가치를 과소평가하고, 비상장사인 합병법인의 가치를 과대평가 하는 경우 매수청구 행사 비율이 급증함.
또한, 합병 시너지가 낮다고 평가되거나, 합병의 목적이 최대주주 지배력 강화로 인식되는 경우 매수청구 행사 비율이 급증함.

사례 1) 대우와 미래에셋 증권의 합병(합병 시너지 낮다고 해석): 56,645 백만원 매수청구

사례 2) 롯데제과와 롯데쇼핑의 합병(최대주주 지배력 강화 해석): 롯데쇼핑 577,759 백만원 매수청구

Source: '합병기업의 주식매수청구권 행사 결정요인과 장기성과(2013)'

절차적 이슈 ② 주식매수청구권

주식매수청구가격은 주주와 회사간의 협의에 의하여 결정. 협의가 이뤄지지 않은 경우 법원에 매수가격 결정 청구 가능.

합병가액과 매수청구가격

| 일자 | 합병법인 | 피합병법인 | 특관자여부 | 매수청구 주당 가격 | 합병/파합병법인 | | 과리율 |
|------------|------------|-----------|-------|------------|----------|-------|-------|
| | | | | | 합병가액 | 산정방법 | |
| 2020-01-02 | 그렘드라그렘 | 선산 | O | 56 | 48 | 상증세법 | 16.6% |
| 2020-01-07 | 동부제5호기업인수 | 레이크머티리얼즈 | X | 2,067 | 2,000 | 기준시가 | 3.4% |
| 2020-01-07 | 동부제5호기업인수 | 레이크머티리얼즈 | X | 2,067 | 2,000 | 기준시가 | 3.4% |
| 2020-01-15 | 바른손 | 줄스 | O | 2,012 | 1,791 | 기준시가 | 12.3% |
| 2020-01-21 | 씨에스에이코스믹 | 초초스팩토리 | O | 881 | 881 | 본질가치법 | 0.0% |
| 2020-02-06 | 에스케이브로드밴드 | 티브로드 | X | 20,246 | 20,458 | 수익가치법 | 1.0% |
| 2020-02-28 | KG모빌리언스 | KG올렛 | O | 6,022 | 5,959 | 기준시가 | 1.1% |
| 2020-03-27 | 삼호 | 고려개발주식회사 | O | 12,688 | 12,078 | 기준시가 | 5.1% |
| 2020-03-27 | 삼호 | 고려개발주식회사 | O | 5,749 | 5,455 | 기준시가 | 5.4% |
| 2020-03-27 | 하나금융11호기업 | 카이노스메드 | X | 2,055 | 2,000 | 기준시가 | 2.8% |
| 2020-03-27 | 하나금융11호기업 | 카이노스메드 | X | 13,800 | 13,800 | 본질가치법 | 0.0% |
| 2020-04-10 | 인터파크홀딩스 | 인터파크 | O | 1,317 | 1,253 | 기준시가 | 5.1% |
| 2020-04-10 | 인터파크홀딩스 | 인터파크 | O | 3,237 | 3,086 | 기준시가 | 4.9% |
| 2020-04-10 | 하나금융9호기업인수 | 덴티스 | X | 2,080 | 2,000 | 기준시가 | 4.0% |
| 2020-05-04 | 해성산업 | 한국제지 | O | 7,689 | 7,604 | 기준시가 | 1.1% |
| 2020-05-04 | 해성산업 | 한국제지 | O | 13,263 | 12,670 | 기준시가 | 4.7% |
| 2020-05-19 | 하나금융13호 | 원택 | X | 2,017 | 2,000 | 기준시가 | 0.8% |
| 2020-05-20 | 엔에이치스팩12호 | 와이즈버즈 | X | 2,075 | 2,000 | 기준시가 | 3.8% |
| 2020-06-05 | 한일시멘트 | 에이치엘케이홀딩스 | O | 83,859 | 85,787 | 기준시가 | 2.2% |
| 2020-06-09 | IBKS제10호 | 더블유에스아이 | X | 2,018 | 2,000 | 기준시가 | 0.9% |
| 2020-06-15 | 삼광글라스 | 군장에너지 | O | 27,791 | 29,106 | 기준시가 | 4.5% |
| 2020-06-15 | 삼광글라스 | 군장에너지 | O | 62,144 | 62,144 | 본질가치법 | 0.0% |
| 2020-06-22 | 조인트리 | 씨큐림 | X | 590 | 590 | 상증세법 | 0.0% |
| 2020-07-08 | 에이프로젠 KIC | 에이프로젠 | O | 2,116 | 1,991 | 기준시가 | 6.3% |
| 2020-07-08 | 에이프로젠 KIC | 에이프로젠 | O | 32,248 | 32,248 | 본질가치법 | 0.0% |
| 2020-07-08 | 에이프로젠 H&G | 에이프로젠 KIC | O | 672 | 676 | 기준시가 | 0.6% |
| 2020-07-15 | IBKS제14호 | 엑스게이트 | X | 2,008 | 2,000 | 기준시가 | 0.4% |
| 2020-07-16 | IBKS제11호 | 비올 | X | 2,025 | 2,000 | 기준시가 | 1.3% |

Source: Dart

사업재편 사례 검토 결과

본 사례에서는 물적 분할 후 합병을 이용하는 것이 최적으로 판단됨.

방안별 검토 결과

| 구분 | 거래주체별 주요 고려사항 | | | | | | 검토결과 |
|--------------|---------------|------------------|----------------|-----------------|-------|-----------------|---|
| | 거래주체 | 과세항목 | 거래절차 | 주식매수 청구권 | 평가방법 | 공시여부 | |
| 물적분할합병 | 삼정 | 없음※ (적격분할합병) | 주주총회 특별결의 | 발생 | 본질가치법 | 외부평가의견서 공시필요 | 외부평가의견서 공시의무가 존재하여 합병비용에 대한 외부 Challenge가 존재할 가능성이 있으며, 이에 따른 주식매수청구권 행사가능성이 높아 Risk 존재 |
| | 삼정컨설팅 | 등록면허세 지방교육세 | 주주총회 특별결의 | 발생 | 본질가치법 | 외부평가의견서 공시필요 | |
| 물적분할 후 합병 | 분할시 | 삼정 | 없음※ (적격분할) | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | 주요사항보고서 공시필요 |
| | | 분할법인 | 없음 | 없음 | 없음 | 제한없음 | |
| | 합병시 | 분할법인 | 없음 (적격합병) | 이사회승인 (간이합병) | 없음 | 제한없음 | |
| | | 삼정컨설팅 | 등록면허세 지방교육세 | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | |
| 영업양수도 | 삼정 | 법인세 (양도차익 발생) | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | 외부평가의견서 공시필요 | 양도차익에 따른 법인세 과세 및 외부평가의견서 공시 등에 따른 Valuation Challenge 발생 가능성이 있어 Risk 존재 |
| | 삼정컨설팅 | 없음 | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | 외부평가의견서 공시필요 | |
| 현물출자 | 삼정 | 법인세 (양도차익 발생) | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | 외부평가의견서 공시필요 | 양도차익에 따른 법인세 과세 및 외부평가의견서 공시 등에 따른 Valuation Challenge 발생 가능성이 있어 Risk 존재 |
| | 삼정컨설팅 | 등록면허세 지방교육세 | 주주총회 특별결의 | 발생 | 제한없음 | 외부평가의견서 공시필요 | |

[참고] 분할합병 사례

2008~2018년 공시된 분할합병 건수는 총 50건이었고, 이중 물적분할합병은 총 5건 (1건:합병 철회, 2건: 모든 주주 동의로 인한 주식매수청구권 미발생, 2건: 주식매수청구권발생) 이었음.

분할합병 사례

| 합병회사 | 피합병회사 | 합병방식 | 합병비율 | 합병기일 |
|--------------|--------------------|--------|--------------|------------|
| 현대중공업 | 현대삼호중공업 | 인적분할합병 | 1:0.1764781 | 2018.12.01 |
| 네이버웹툰 | 네이버 | 물적분할합병 | 1:0.0012108 | 철회 |
| 현대글로비스 | 현대모비스 | 인적분할합병 | 1:0.6148203 | 철회 |
| 두산중공업 | 두산엔진 | 인적분할합병 | 1:0.5094726 | 2018.06.05 |
| 한국도서보급 | 티시스 | 인적분할합병 | 1:3.7018812 | 2018.04.01 |
| 롯데지주 | 롯데 지알에스 | 인적분할합병 | 1:11.0504629 | 2018.04.01 |
| 동성코퍼레이션 | 동성티씨에스 | 인적분할합병 | 1:0.0000000 | 2018.04.01 |
| 포스코피엔에스 | 포스코대우 | 인적분할합병 | 1:0.4387662 | 2017.03.01 |
| 한솔홀딩스 | 한솔피엔에스 | 인적분할합병 | 1:0.0434975 | 2016.09.01 |
| 한화큐셀코리아 | 한화큐셀 | 물적분할합병 | - | 2016.05.31 |
| SK텔레콤 | SK 플레닛 | 인적분할합병 | 1:0.0000000 | 2016.04.05 |
| SK브로드밴드 | SK플레닛 (호핀 사업부문) | 인적분할합병 | 1:0.0349186 | 2015.09.01 |
| 하남에너지서비스 | 코원에너지서비스 | 인적분할합병 | 1:0 | 2015.08.01 |
| 네이버 | 네이버비즈니스플랫폼 | 인적분할합병 | 1:0 | 2014.07.01 |
| 케이티 | 케이티케피탈 | 인적분할합병 | 1:0.1371634 | 2014.03.01 |
| 현대제철 | 현대하이스코 | 인적분할합병 | 1:0.3894677 | 2013.12.31 |
| 지에스이엠 | 삼일폴리머 | 인적분할합병 | 1:0.0483370 | 2013.10.01 |
| 두산 | 엔세이퍼 (업무대행업 부문) | 인적분할합병 | 1:0 | 2013.09.01 |
| 에이치에스애드 | 엘베스트 | 인적분할합병 | 1:0.3669305 | 2013.04.01 |
| 씨제이푸드빌 | 씨제이엔시티 | 인적분할합병 | 1:1.4925373 | 2013.07.01 |
| 엠앤서비스 | SK마케팅앤컴퍼니 | 물적분할합병 | - | 2013.02.01 |
| 한국신용평가정보(주) | 한국신용정보(주) 신용조회사업부문 | 인적분할합병 | 1:0.6836494 | 2010.11.01 |
| 신용조회사업부문 | 금호렌터카 (렌터카사업부문) | 인적분할합병 | 1:0.4186867 | 2010.05.31 |
| 케이티렌탈 오토사업부문 | 에이스안테나 투자사업부문 | 인적분할합병 | 1:3.7949754 | 2010.03.01 |
| 에이스테크놀로지 | | | | |
| 투자사업부문 | | | | |
| 굿센 | 플렉스컴 | 물적분할합병 | 1:0.8555398 | 2009.03.31 |
| 대웅 | 대웅바이오 (투자부문) | 물적분할합병 | 1:1.1964906 | 2009.03.31 |

과거 10년간 공시된 분할합병 건수

50건

주식매수청구권 존재

27건

물적분할합병

4건

주식매수청구권이 있는
물적분할합병

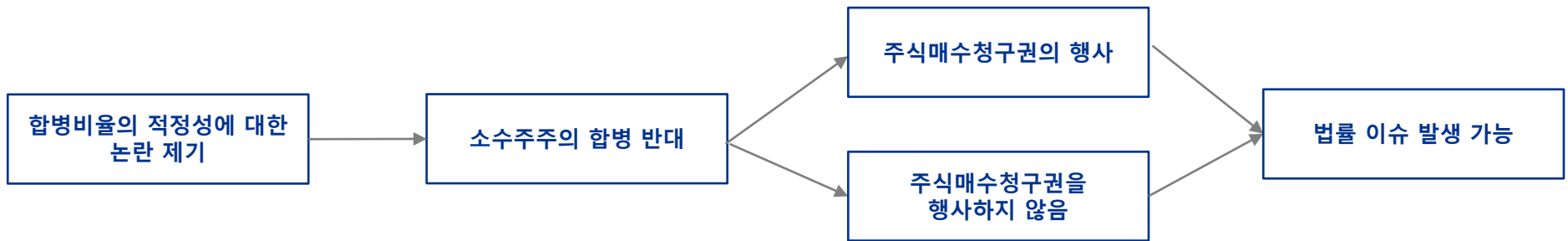
2건

Source: Dart

[참고] 분할합병 Risk 식별

각 Risk에 대한 사전 검토 필요

분할합병 Risk 식별



Risk Point1. 합병비율

분할합병의 경우 "본질가치"로 평가를 진행하지만, 본질가치를 구성하는 수익가치에 대한 설득이 힘든 경우, 합병비율의 적정성에 대한 논란이 발생할 수 있음.

Risk Point2. 합병무산

합병비율에 대한 소수주주의 동의를 얻지 못하는 경우, 분할합병이 진행이 불가능 할 수도 있음.

Risk Point3. 주식매수청구권

대량의 주식매수청구권 행사로 인하여 합병이 무산될 가능성이 존재함.

Risk Point4. 법률이슈

부적절한 합병비율로 대상회사에 손해가 발생했다고 판단되는 경우 배임등의 법률이슈 발생 가능

연습문제 (1)

1. 아래사례에서 합병 비율 산정 방법은?
 - 1) 상장사 A사와 비상장사 B사(특수관계 有)
 - 2) 비상장사 A사와 비상장사 B사(특수관계 有)

2. 다음 중 주식매수 청구권이 인정되는 경우는?
 - 1) 소규모 합병
 - 2) 분할합병
 - 3) 물적분할

지배력 강화를 위한 사업재편 연습

모든 방안을 열거하여 사업재편 구조를 도출 필요

사업 재편 사례 개괄/ Option 도출

Goal

- 상장사인 (주) 삼성은 비상장 자회사인 (주) 삼성컨설팅에 지배력을 강화하려고 함.

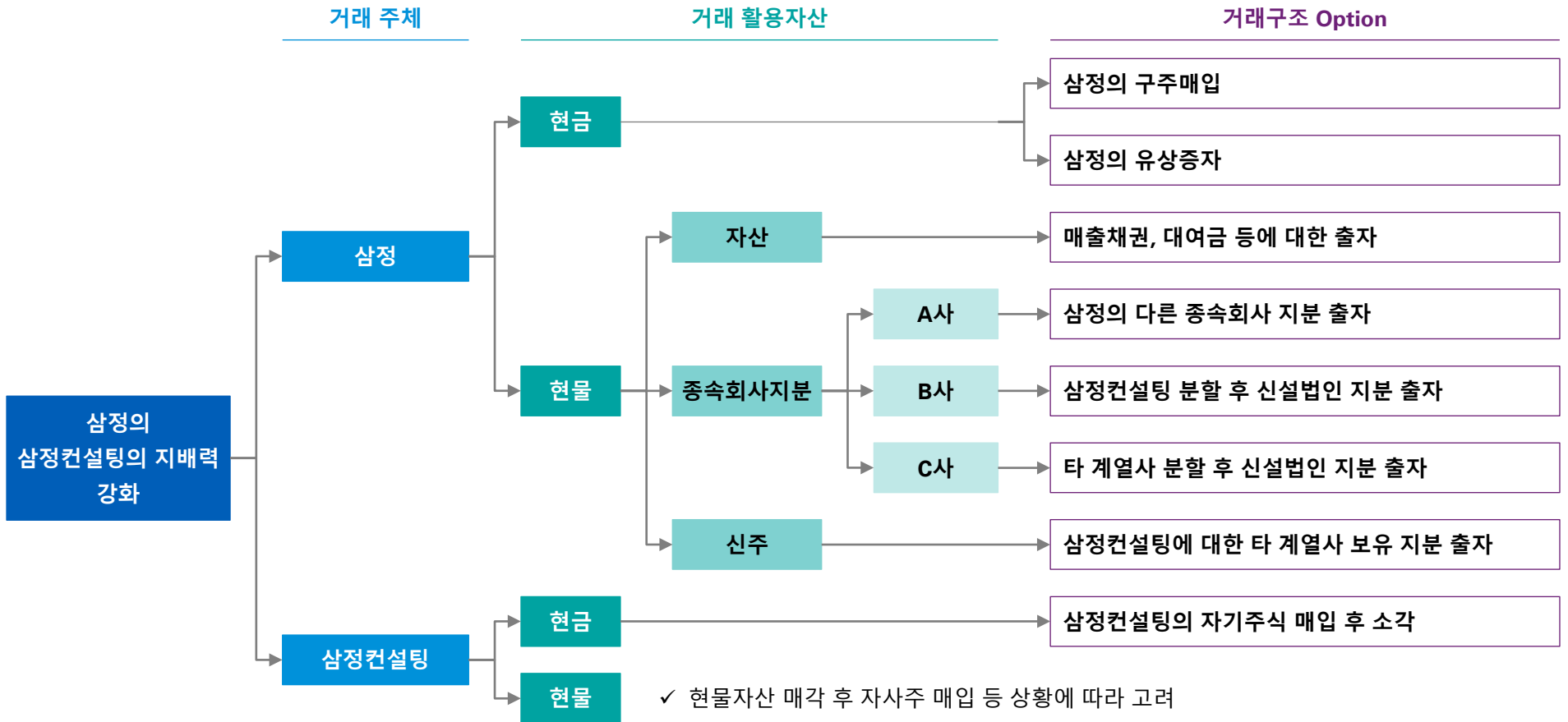
Option 도출 고려 사항

| 거래 주체 | 거래 활용 자산 | 거래 방식 |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 모회사 및 자회사 중 어떠한 회사를 거래주체로 결정하는지에 따라 거래 효과가 상이 | <ul style="list-style-type: none"> 현금, 현물자산, 지분, 사업부 등 어떠한 자산을 거래로 활용할 지에 따라 거래 효과가 상이 | <ul style="list-style-type: none"> 주식매입, 현물출자, 분할합병 등 어떠한 거래방식을 사용하는 지에 따라 거래효과 상이 |

지배력 강화를 위한 사업재편 연습

모든 방안을 열거하여 사업재편 구조를 도출 필요

거래 주체 및 활용자산에 따른 지배력 강화 방안 도출



지배력 강화를 위한 사업재편 연습

모든 방안을 열거하여 각 방안 검토 필요

검토 결과

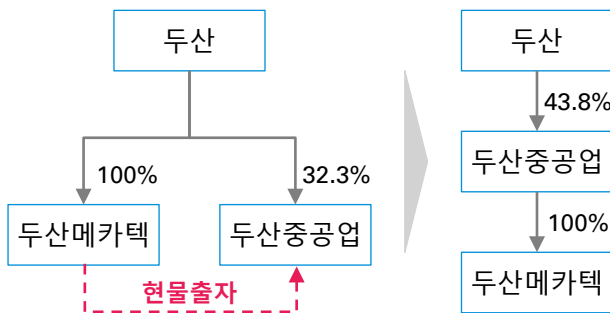
| 지배력 강화 Option | 경제적 효과 | 사업적 효과 | 거래 절차 | 세무·법무 Risk | 활용 방안 | 검토 결과 |
|---------------------|--------|--------|-------|------------|--------|---|
| 1. 삼정의 구주매입 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 유상증자 대비 높은 지분 확보 ✓ 삼정의 현금 외부유출의 재무부담 |
| 2. 삼정의 유상증자 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 구주매입 대비 낮은 지분 확보 ✓ 삼정컨설팅의 증자액 활용 |
| 3. 출자전환 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 구주매입 대비 낮은 지분 확보 ✓ 삼정컨설팅의 부채비율 감소 |
| 4. A사 지분 출자 | | | | | 추후 활용 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 현재 대비 높은 지분 확보가 가능한 수준의 가치 증대 후 활용 시 유리 |
| 5. 삼정컨설팅 분할 후 출자 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 불필요한 계열화로 사업적 비효율 발생 ✓ 복잡한 거래 절차 및 Risk 존재 |
| 6. C사 분할 후 출자 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 분할 가치에 따라 유동적 지분 확보 ✓ 복잡한 거래 절차 및 Risk 존재 |
| 7. 타 계열사 보유 지분 현물출자 | | | | | 최우선 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 전체 Option 중 최고의 지분 확보 효과 ✓ 삼정에 대한 그룹 지배력 강화 가능 |
| 8. 삼정컨설팅 자사주 소각 | | | | | 후순위 고려 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 현금 투입액 대비 낮은 지분 확보 ✓ 삼정컨설팅 현금 외부유출의 재무부담 |

[참고] 주요 대기업의 거래사례

국내 주요 대기업은 계열사 간 사업적 시너지 창출 및 지주회사(또는 Owner)의 핵심 계열사 지배력 강화를 위하여 계열사 지분의 현물출자를 활용.

사례

두산의 두산메카텍 지분 두산중공업 출자



납입일 2020년 2월 5일

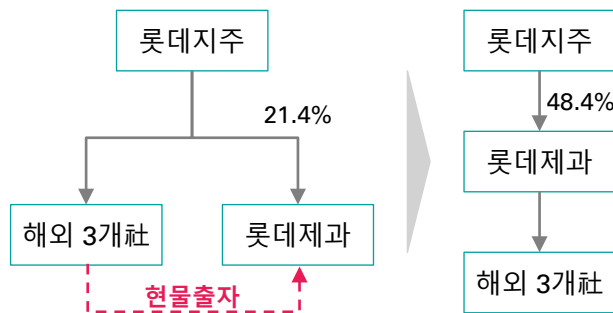
출자대상회사 두산메카텍

출자대상지분 100%, 2,382억원

지분확보효과 +11.5%p

- 두산메카텍의 두산중공업 자회사 편입을 위한 현물출자 거래

롯데지주의 해외계열사 지분 롯데제과 출자



납입일 2018년 12월 20일

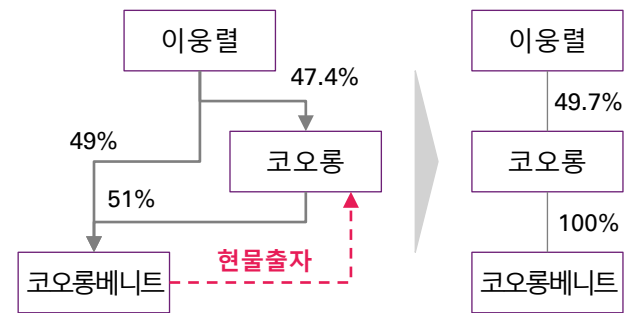
출자대상회사 해외계열사 3개사

출자대상지분
- Rakhat : 92.4%, 2,026억원
- Kolson : 96.5%, 1,045억원
- Lotte Europe : 51%, 415억원

지분확보효과 +27.0%p

- 롯데 해외계열사 3개사의 롯데제과 자회사 편입을 통한 롯데제과 지배력 강화를 위한 거래
- 대상회사 3개사의 지분가치가 롯데제과의 연결 자산총액의 10%를 초과하여 평가보고서 공시

이웅렬 회장의 코오롱베니트 지분 코오롱 출자



납입일 2018년 9월 20일

출자대상회사 코오롱베니트

출자대상지분 49%, 211억원

지분확보효과 +2.3%p

- 코오롱베니트의 코오롱 완전 자회사화를 위한 현물출자 거래

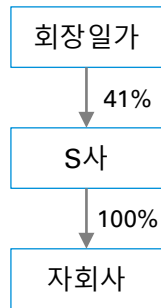
Source : DART, 국내 주요 언론보도.

지주회사 전환

인적분할-현물출자를 통한 지배력 강화

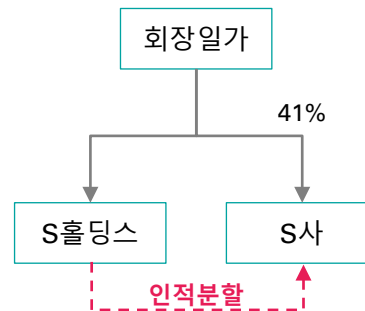
지주회사 전환 일반적인 구조

당초 지분



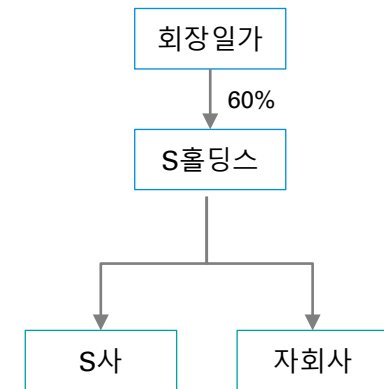
- 핵심 S사의 낮은 지분율로 고민인 회장일가
- 지주회사 전환을 통한 지배력 추가 확보 결정

사업법인 인적분할



- 장부가액 기준으로 인적분할
- 인적분할 전 S홀딩스는 자사주를 최대한 보유하여 공정거래법 지주사 요건 충족

현물출자(+ 공개매수)



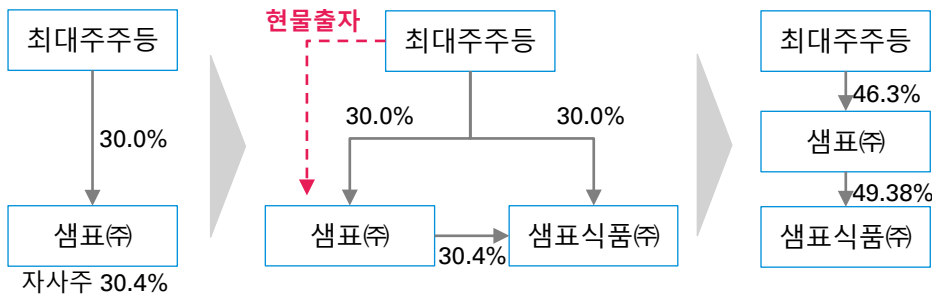
- 회장일가는 보유하고 있는 S사 지분을 S홀딩스에 현물출자(신주 3자배정 유상증자)
- S사 지분의 공개매수도 병행하여 최대한의 지분 확보

지주회사 전환 사례

국내 다수 기업은 인적분할 및 현물출자를 통한 지주사 전환을 통해 최대주주의 지주회사에 대한 지분 확보, 사업전문화 및 경영효율성 증대를 모색

인적분할 사례

순수지주회사 전환 : 샘표(주)



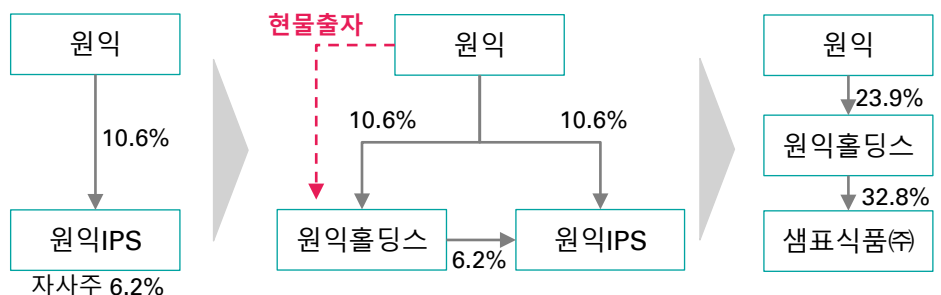
| | | | |
|------|------------|---------------|---------|
| 공시일 | 2016-06-23 | 존속법인 | 샘표(주) |
| 분할기일 | 2016-07-01 | 신설법인 | 샘표식품(주) |
| 전환일 | 2017-01-20 | 최대주주등 확보지분 | +16.3%p |

인적분할 이후 주가 및 합산 시가총액 변동 추이⁽¹⁾

| 구분 | 1W | 1M | 3M | 6M | 12M |
|------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 지주회사 | 99.5% | 26.2% | 2.8% | -0.3% | -10.9% |
| 사업회사 | 24.2% | -23.4% | -41.2% | -31% | -22.7% |
| 시가총액 | 29% | -17% | -35% | -23% | -21% |

- 최대주주의 지주회사 지분 추가 확보를 통한 지배력 강화
- 순수지주회사 전환 목적의 인적분할의 경우, 재상장 이후 합산 시가총액이 크게 감소하였음

사업지주회사 전환 : 원익홀딩스



| | | | |
|------|------------|--------------|---------|
| 공시일 | 2015-11-09 | 존속법인 | 원익홀딩스 |
| 분할기일 | 2016-04-01 | 신설법인 | 원익IPS |
| 전환일 | 2016-07-28 | 최대주주 확보지분 | +13.3%p |

인적분할 이후 주가 및 합산 시가총액 변동 추이⁽¹⁾

| 구분 | 1W | 1M | 3M | 6M | 12M |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 지주회사 | -0.9% | 9.2% | 19.6% | -8.7% | -1% |
| 사업회사 | -3.5% | 29.9% | 40.2% | 26.1% | 44.2% |
| 시가총액 | 0% | 22% | 35% | 48% | 62% |

- 최대주주의 지주회사 지분 추가 확보를 통한 지배력 강화
- 사업지주회사 전환 목적의 인적분할의 경우, 재상장 이후 합산 시가총액이 지속적으로 증가하였음

Note: (1)재상장일 이후 부터의 주가 및 시가총액 합산 변동 추이임; Source: 증권사리포트, KRX, DART

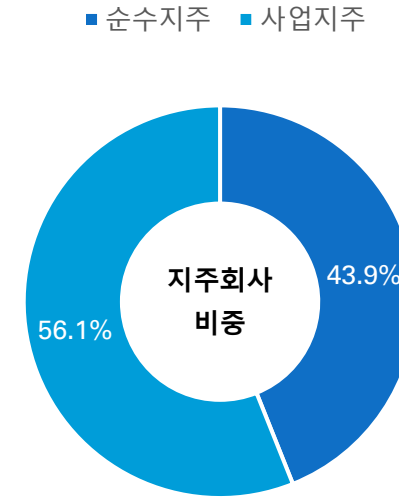
지주회사 설립 효과 및 비중

국내 다수 기업은 인적분할 및 현물출자를 통한 지주사 전환을 통해 최대주주의 지주회사에 대한 지분 확보, 사업전문화 및 경영효율성 증대를 모색하며 사업지주회사가 다수

공정거래법상 지주회사 설립 효과

| 구분 | 효과 |
|--------|--|
| 긍정적 효과 | 구조적 효과 <ul style="list-style-type: none"> 수직적 지배구조 확립 각 사업별 성과평가 및 관리가 용이한 지배구조 확립 향후 사업 확장에 용이한 지배구조 확립 |
| | 사업적 효과 <ul style="list-style-type: none"> 각 계열사 전문적인 사업 역량 제고 가능 지주회사의 사업관리 및 신사업 Incubating 용이성 확보 |
| | 세무적 효과 <ul style="list-style-type: none"> 배당소득에 대한 익금불산입을 상향 <ul style="list-style-type: none"> 지분을 80% 이상 시 전액 익금불산입 지주사 설립 시 사업 양도차익 과세이연 |
| 부정적 효과 | 행위제한규정 <ul style="list-style-type: none"> 전환 및 주요 행위제한요건 지속 충족 의무 자회사 외 계열회사 주식 소유 금지 비계열회사 주식 5% 초과 소유 금지 금융·비금융회사 주식 동시 소유 금지 지주회사는 자회사의 지분만을, 자회사는 손자회사의 지분만을, 손자회사는 증손회사의 지분만을 소유 가능 상호출자 금지 |
| | 정책적 Risk <ul style="list-style-type: none"> 정부의 지속적인 규제강화 움직임으로 인한 향후 혜택 축소 및 제한규정 강화 가능성 <ul style="list-style-type: none"> 2017년 이전 지주사 전환 유도를 위해 incentive 제공 2018년 이후 지주사 요건 강화 및 세제혜택 축소계획 발표 |

지주회사 비중



다수의 기업들은 사업지주회사 구조를 선택함

- 사업부문의 추가적인 인적분할을 통한 대주주 지배력 강화 방안 확보
 - 사업부문 성장 후 추가적인 인적분할을 통해 추후 대주주 지배력 강화 가능
- 지주회사의 안정적 Cash Flow 확보
 - 자회사의 배당수익에 전적으로 의존하므로, 지주회사에 안정적 현금흐름 창출 어려움
 - 지주회사의 현금흐름 극대화를 위해 사업지주회사 활용

[참고] 지주회사 행위제한

지주회사 체재 전환 시 행위제한 필수 고려

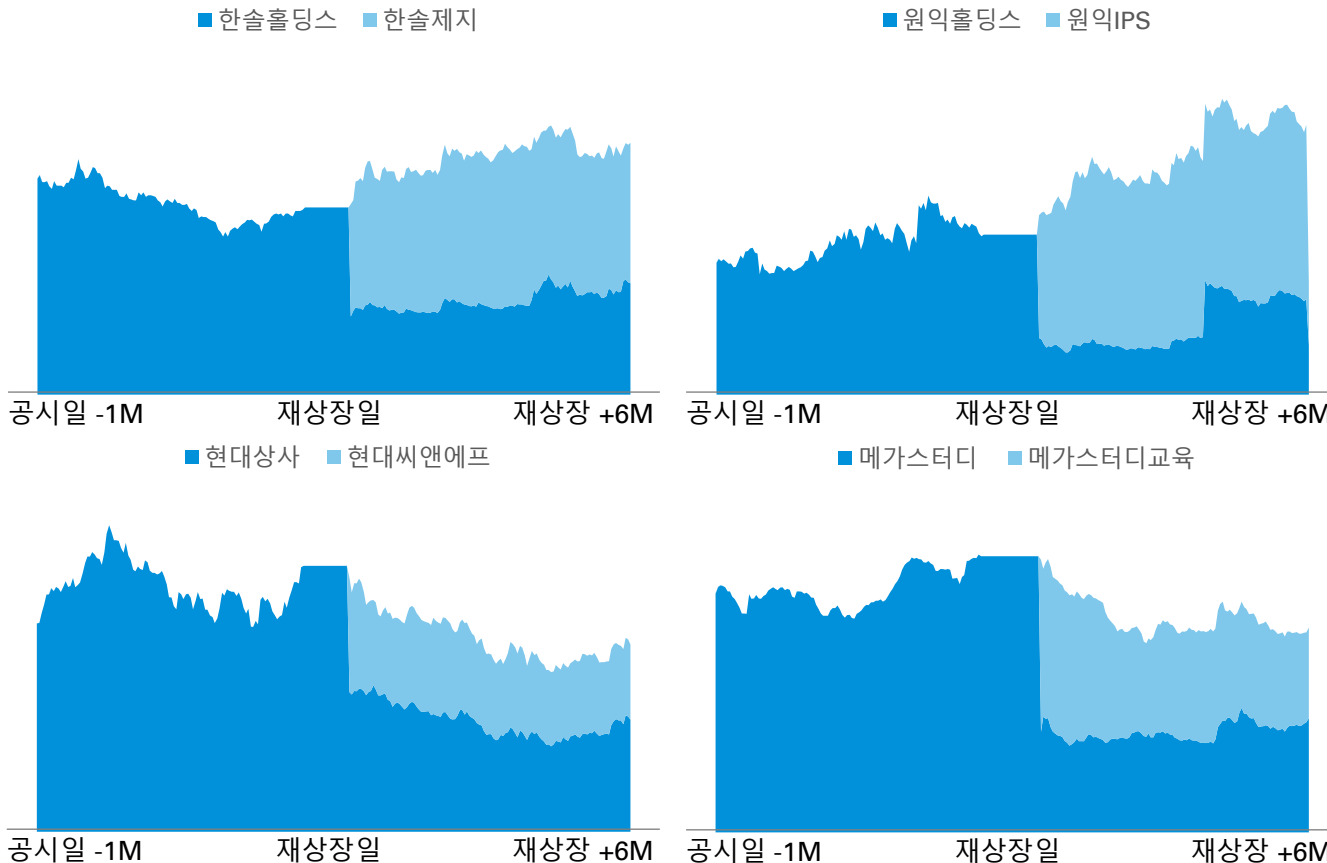
지주회사 행위제한

| | |
|-----------------------|---|
| 부채비율 | <ul style="list-style-type: none"> 부채비율 200% 이내 유지 |
| 자회사 주식비율 | <ul style="list-style-type: none"> 비상장 자회사 50% 이상 보유, 상장자회사 30% 이상 보유(동일인 및 동일인관련자가 30%이상 소유하고 최다출자자인 회사 및 지분율이 30% 미만이라도, 임원의 50%이상을 점유하거나, 회사를 실질 지배하는 경우 기업집단 회사에 포함됨.) |
| 투자목적/자 회사외 주식보유 | <ul style="list-style-type: none"> 국내비계열회사 주식 5% 초과 보유 금지(단, 그 가액이 지주회사가 보유한 자회사 주식가액 합계의 15% 미만일 경우 예외) |
| 손자회사 주식 비율 | <ul style="list-style-type: none"> 비상장 손자회사 50% 이상 보유, 상장손자회사 30% 이상 보유 |
| 금융회사 소유금지 | <ul style="list-style-type: none"> 일반지주회사/일반지주자회사의 금융회사 소유 금지 |
| 증손자회사 주식비율 | <ul style="list-style-type: none"> 증손자회사 100% 보유 |

인적분할에 따른 기업가치 변동

지주회사 설립 목적의 인적분할의 경우 사업부문의 가치는 증가하고 지주부문의 가치는 감소하는 행태를 보이나, 전체 기업가치는 분할에 따른 기업 사업역량의 제고 여부에 의해 결정됨

인적분할에 따른 기업가치 변동



지주회사 설립 목적의 인적분할

- 일반적으로 사업부문의 시가총액은 증가하고 지주부문의 시가총액은 감소하는 행태를 보임

제한적인 인적분할의 기업가치 영향

- 인적분할 이후 기업가치는 증가/감소 모두 가능하며, 인적분할에 따른 기업가치의 상승 여부는 분할 행위가 아닌, 분할의 목적 및 구조에 따라 결정
 - 인적분할에 따른 사업적 효율성 제고, 사업적 역량 성장 기반 효과 등 외부주주에 대한 긍정적 Signal이 존재할 경우 기업가치는 상승

Source: KRX

[참고] 현물출자 - 거래절차 및 일정

현물출자는 이사회로부터 약 45일 정도 소요됨.

현물출자 거래절차 및 일정(法務法人 案)

| 일정 | 절차 | 주체 | 상세사항 |
|-------|-------------------|-----------------------|---|
| | 사전절차 | 신주발행법인, 현물재 산 보유회사 | <ul style="list-style-type: none"> 현물출자계약서, 이사회 의사록 및 공시 관련 자료 준비 현물출자대상에 대한 감정평가 수행 |
| | 이사회 결의 | 신주발행법인, 현물재 산 보유회사 | <ul style="list-style-type: none"> 특별이해관계자의 의결권이 배제되어, 이사 전원 찬성 필요 |
| D-Day | 현물출자계약 체결 | 신주발행법인, 현물재 산 보유회사 | <ul style="list-style-type: none"> 현물출자계약 체결 |
| | 주요사항보고서 제출·공시·공고 | 신주발행법인 | <ul style="list-style-type: none"> 현물출자 가액이 자산총액의 10% 이상으로 외부평가보고서 공시 필요 |
| D+1 | 현물출자조사보고서 법원 제출 | 신주발행법인 | <ul style="list-style-type: none"> 감정보고서, 주식가치평가보고서, 현물출자계약서, 이사회 의사록 등 제출 |
| D+43 | 주주총회 결의 | 신주발행법인 | <ul style="list-style-type: none"> 정관개정 시 주주총회 의결 필요 |
| | 법원 현물출자승인 | 신주발행법인 | <ul style="list-style-type: none"> 법원 심사의 경우 통상 4 - 6주 소요 |
| D+44 | 현물출자 이행 (납입일) | 신주발행법인, 현물재 산 보유회사 | <ul style="list-style-type: none"> 주식 현물출자 절차 이행 및 관련 서류수령 |
| D+45 | 신주발행 변경등기 및 상장 신청 | 신주발행법인 | <ul style="list-style-type: none"> 변경등기 : 신주발행 효력 발생 2주 내 등기신청 추가상장 : 신주발행 효력 발생 후 지체 없이 신청 |
| | 관련사항 공시 | 신주발행법인, 현물재 산 보유회사 | <ul style="list-style-type: none"> 신주발행법인 : 합병등종료보고, 최대주주 소유주식 변동신고 현물재산 보유회사 : 주식 보유상황 변동 보고 |

일감몰아주기 이슈


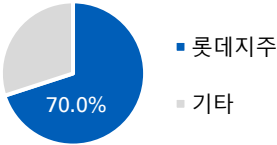
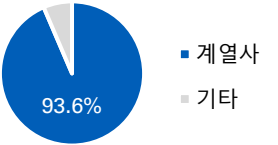

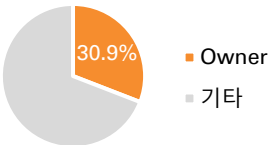
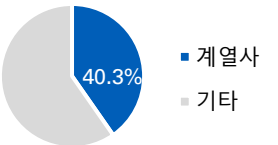

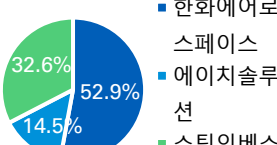
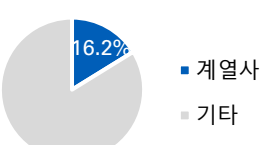
많은 그룹사는 일감몰아주기 이슈 회피하기 위하여 다수 M&A 진행

이슈 개괄

| | |
|---|--|
| <p>1</p> <p>[법률이슈] 공정거래법 "총수일가 사익편취 금지"</p> | <ul style="list-style-type: none"> 상호출자제한기업집단에 속하는 회사는 특수관계인(동일인 및 그 친족에 한정함)이 단독으로 또는 그의 친족과 합하여 발행주식 총수의 20%이상을 소유 또는 20% 이상 지분을 가진 기업이 지분을 50% 초과 보유한 자회사와 원칙적으로 일감몰아주기에 해당하는 거래를 하여서는 안됨. |
| <p>2</p> <p>[법률이슈] 공정거래법 "부당지원 행위 금지"</p> | <ul style="list-style-type: none"> 사업자가 부당하게 (i) 특수관계인 또는 다른 회사에 대하여 가지급금·대여금·인력·부동산·유가증권·상품·용역·무체재산권 등을 제공하거나 상당히 유리한 조건으로 거래하거나 거래상 실질적인 역할이 없는 특수관계인이나 다른 회사를 매개로 거래(소위 "통행세")하여 특수관계인 또는 다른 회사를 지원하는 행위를 하면 안됨. |
| <p>3</p> <p>[조세이슈] 증여세법 "일감몰아주기 증여세 과세"</p> | <ul style="list-style-type: none"> 특수관계법인과 거래액이 30%를 초과하는 경우 이익을 받은 회사의 주식을 3%이상 소유하고 있는 지배주주 등은 증여세 과세 |
| <p>4</p> <p>[법률이슈] 법인세법 "특수관계회사 부당행위계산 부인"</p> | <ul style="list-style-type: none"> 법인세법에서는 법인이 특수관계인과의 거래로 인하여 해당법인의 조세의 부담을 부당하게 감소시킨것으로 인정 되는 경우, 과세관청은 "시가" 를 기준으로 그 법인의 각 사업연도의 소득금액을 계산 |

일감몰아주기 이슈

많은 그룹사는 일감몰아주기 이슈 회피하기 위하여 다수 M&A 진행

| 회사명 | 지분구조(1) | 내부거래 비중(1) | 비 고 |
|---|--|---|---|
|  롯데정보통신 롯데정보통신 |  <ul style="list-style-type: none"> 롯데지주 기타 |  <ul style="list-style-type: none"> 계열사 기타 | <ul style="list-style-type: none"> 롯데정보통신의 경우 2017년 9월 투자부문인 “롯데아이티테크(존속법인)”와 SI부문인 “롯데정보통신(신설법인)”의 물적분할 후 IPO를 통해 일감 몰아주기 Issue 해소 ✓ 물적분할 후 Owner 일가 지분을 변화 : 24.77% → 0% |
|  SK C&C SK C&C |  <ul style="list-style-type: none"> Owner 기타 |  <ul style="list-style-type: none"> 계열사 기타 | <ul style="list-style-type: none"> SK C&C의 경우 2015년 8월 SK(주) 흡수합병을 통한 지주사 전환으로 일감 몰아주기 Issue를 해소 ✓ 지주회사의 경우 일감 몰아주기 과세 미적용 |
|  한화시스템 한화시스템 (舊, 한화S&C) |  <ul style="list-style-type: none"> 한화에어로스페이스 에이치솔루션 스탁인베스트먼트 |  <ul style="list-style-type: none"> 계열사 기타 | <ul style="list-style-type: none"> 한화S&C의 경우 2017년 10월 투자부문인 “에이치솔루션(존속법인)”과 SI부문인 “한화S&C(신설법인)”의 물적분할 후 한화시스템에 흡수합병을 통해 일감 몰아주기 Issue 해소 ✓ 분할 신설 법인의 Owner 일가 지분율 : 0% ✓ 한화에어로스페이스의 Owner 일가 지분율 : 0% |



Strictly Private & Confidential

Contact us

오 현 석 부장

Deal Advisory V

Mail. hoh2@kr.kpmg.com

kpmg.com/kr

© 2023 KPMG Samjong Accounting Corp., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

Printed in Korea.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavour to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.