



ESG

인적분할 종합 체크리스트: Proper 인적분할인가, Private 인적분할인가

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

회사가 분할을 추진한다는 소식이 들리면 투자자들은 으레 경계 태세를 취한다. 그간 국내 자본시장에서 분할을 이용한 지배주주의 사익 추구나 소액주주 권익 침해가 되풀이되어 왔기 때문이다. 그나마 인적분할은 물적분할에 비해 상대적으로 중립적이거나 호재라고 인식되는 경향이 있으나, 자기주식에 대한 신주 배정을 법령으로 금지하기 전에는 대주주 지배력 확대 목적으로 빈번하게 활용되던 수단 중 하나가 바로 인적분할이었다. 이제 소위 ‘자사주 마법’으로 불리던 지배력 확대 방식은 차단되었지만, 여전히 전체 주주의 공동 이익 증진이 아닌 특정 주주에게만 유리한 방향으로 인적분할이 이용될 여지가 있다. 본 보고서를 통해 특정한 인적분할이 과연 타당한지, 필수적인지, 이면에 숨은 다른 목적은 없는지 등을 판단할 때 활용할 수 있는 기준을 제시해 보고자 한다.

‘인적분할 자사주 마법’ 차단

인적분할 시 자기주식에 신주 배정을 금지하는 내용의 자본시장법 시행령은 2024년 12월부터 시행되었다. 분할 또는 분할합병 시 자기주식에 대한 신주 배정을 금지하는 내용의 상법 조항은 2026년 3월 신설되었다.

인적분할이 물적분할보다 주주친화적이라는 평을 받는 이유

인적분할은 신설되는 회사의 주식을 분할되는 회사의 기존 주주가 지분율대로 배분 받음으로써 기존 주주들이 존속회사와 신설회사의 주식을 모두 소유하게 된다. 반면, 물적분할은 분할되는 ‘회사’가 신설 자회사의 주식을 전부 소유하기 때문에 기존 모회사의 주주들은 신설 자회사를 직접적으로 소유 및 지배하지 못한다.

인적분할 타당성 Check List

특정한 인적분할이 타당한 지 평가할 때에는 존속회사의 사업과 신설회사의 사업 간 이질성과 독립성, 사업부문 분리에 따른 효과, 분할을 추진하는 (진정한) 목적(지주회사 체제 전환을 위해서인지, 대주주 일가의 지배력 확대 목적인지, 부실 계열회사를 지원하려는 것인지, 오로지 계열분리를 위한 것인지, 규제 회피 또는 사전 대응 목적인지 등)을 파악해야 한다. 세부 항목은 본문을 참고 바란다.

인적분할과 물적분할

관련 법령 상법 제530조의2부터 제530조의11까지 회사의 분할에 관한 일반적인 사항(‘분할’과 ‘분할합병’의 근거, 승인 절차, 분할계획서의 기재사항, 분할 및 분할합병 후 회사의 책임 등)이 규정되어 있는데 이 때 신설 회사의 주식을 기존 주주가 나누어 갖는 ‘인적분할’을 전제하고 있다. 물적분할은 제530조의12에 분할되는 회사가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사의 주식을 전부 가져가는 형태의 분할로 별도로 규정되고 있고, 물적분할에도 앞선 제530조의2부터 제530조의11의 조항이 모두 준용된다.

분할 또는 분할합병 시 자기주식에 대한 신주 배정을 금지하는 내용의 상법 제530조의13은 2026년 3월 신설되었으나, 그 전에 인적분할 시 자기주식에 신주 배정을 금지하는 내용의 자본시장법 시행령은 2024년 12월부터 시행되었다.

[표1] 인적분할 및 물적분할 관련 상법 조항

제530조의2(회사의 분할·분할합병) ① 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수개의 회사를 설립할 수 있다.
 ② 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수개의 존립 중의 회사와 합병(이하 “分割合併”이라 한다)할 수 있다.
 ③ 회사는 분할에 의하여 1개 또는 수개의 회사를 설립함과 동시에 분할합병할 수 있다.
 ④ 해산후의 회사는 존립중의 회사를 존속하는 회사로 하거나 새로 회사를 설립하는 경우에 한하여 분할 또는 분할합병할 수 있다.

(생략)

제530조의12(물적 분할) 이 절의 규정은 분할되는 회사가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사의 주식의 총수를 취득하는 경우에 이를 준용한다.

제530조의13(분할 또는 분할합병 시의 자기주식에 대한 신주배정 금지) 분할 또는 분할합병을 하는 경우 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사는 분할회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하여서는 아니 되고, 분할회사는 자기주식을 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사에 이전하여서는 아니 된다.

자료: 법제처, 신우법무사, 한화투자증권 리서치센터

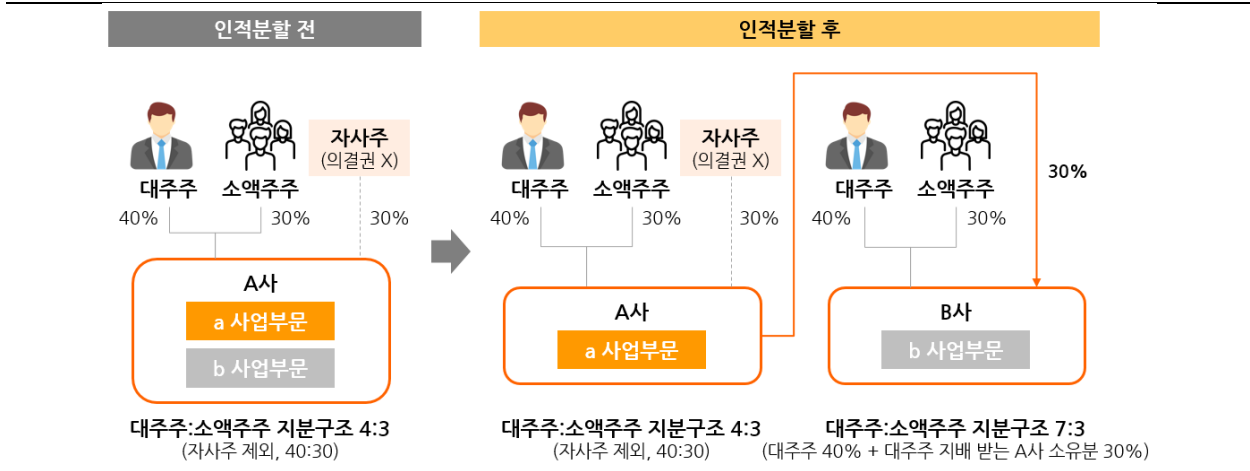
[표2] 인적분할 시 자기주식에 대한 신주 배정 금지 관련 자본시장법 시행령 조항

제176조의5(합병의 요건·방법 등) ⑦ 주권상장법인이 다른 법인과 합병을 하려는 경우에는 합병으로 존속되는 회사는 자신이 보유하는 합병으로 소멸되는 회사의 주식과 합병으로 소멸되는 회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하거나 자기주식을 이전해서는 아니 된다.

제176조의6(영업양수·양도 등의 요건·방법 등) ③ 법 제165조의4제1항제4호에 따른 분할 또는 분할합병을 하려는 경우에는 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사는 분할회사의 자기주식에 대하여 신주를 배정하여서는 아니 되고, 분할회사는 자기주식을 단순분할신설회사, 분할합병신설회사 또는 분할승계회사에 이전하여서는 아니 된다.

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 인적분할 시 자기주식을 통한 지배력 강화 예시



자료: 한화투자증권 리서치센터

인적분할이 물적분할보다
주주친화적이라는 평을 받는
이유

인적분할은 신설되는 회사의 주식을 분할되는 회사의 기존 주주가 지분율대로 배분 받음으로써 기존 주주들이 존속회사와 신설회사의 주식을 모두 소유하게 된다. 반면, 물적분할은 분할되는 ‘회사’가 신설 자회사의 주식을 전부 소유하기 때문에 기존 모회사의 주주들은 신설 자회사를 직접적으로 소유 및 지배하지 못한다.

물적분할을 통해 모회사의 특정 사업부문이 별도 법인으로 설립되면 모회사의 소액주주들은 새로 설립된 자회사를 직접적으로 통제하는 것이 사실상 불가능해지며 모회사를 통해 간접적으로만 영향을 미칠 수 있다. 게다가 모회사의 소액주주는 자회사의 주주가 아니기 때문에 자회사에 대해 주주로서의 권리를 주장할 수 없지만, 모회사의 대주주는 자회사의 주주인 모회사에 대한 안정적인 지배력을 확보하고 있다면 자회사에 대한 영향력을 유지할 수 있다.

그러나, 자기주식에 대한 신주 배정을 법령으로 금지하기 전에는 대주주 지배력 확대 목적으로 빈번하게 활용되던 수단 중 하나가 바로 인적분할이었다. 이제 소위 ‘자사주 마법’으로 불리던 지배력 확대 방식은 차단되었지만, 여전히 전체 주주의 공동 이익 증진이 아닌 특정 주주에게만 유리한 방향으로 인적분할이 이용될 여지가 있다.

인적분할의 타당성을 판단하는 데 활용 가능한 Check List

수 십 건의 국내 인적분할 사례 분석을 통해, 특정한 인적분할을 추진하는 사유가 합리적인지, 인적분할 외 다른 대안은 없는지, 회사가 공식적으로 밝힌 목적 외에 이면의 목적은 없는지 등을 판단하는 데 활용할 수 있는 기준을 마련해 보았다. 인적분할 소식을 접했을 때 해당 회사의 주식을 계속 보유할 지, 매도할 지, 주주 관여활동을 전개할 지 등을 결정할 때 도움이 될 것이다.

평가항목(판단 기준)들을 ‘존속회사의 사업과 신설회사의 사업 간 이질성과 독립성’, ‘사업부문 분리의 효과’, ‘지주회사 체제 전환 목적’, ‘(지주회사 체제 전환까지는 아니지만) 지배력 확대 목적’, ‘부실 계열회사 지원 목적’, ‘계열분리 목적’, ‘규제 회피 또는 대응 목적’이라는 영역으로 분류하였다. 이 중에서도 사업을 분리해야만 하는 타당한 이유가 있는지를 판단하는 항목들이 특히 중요하다고 생각한다. 서로 성격이 이질적이고, 경영자원의 활용이 독립적인 두 사업부문 간 분리를 추진하는 것은, 가치를 분산시키는 것이 아닌 각 사업부문의 독자적인 가치를 재평가할 수 있는 기회를 가져올 수 있다. 비유하자면 보석함에 한데 뭉쳐져 있던 보석들을 꺼내어 각자의 강점이나 매력이 부각되도록 진열대에 하나씩 전시를 하는 것과 같다. 분리되는 각 사업 간 이질성과 독립성이 높을수록 전문적·효율적 의사결정 체계 수립, 책임 소재의 명확화, 자본 배분의 효율화 등 인적분할의 이점이 명확해질 수 있다.

당연한 이야기지만, 분할을 추진하는 목적이 대주주 일가의 지배력 확대나 부실 계열회사를 지원하려는 목적일 때에는 소액주주의 권익을 침해하는 바람직하지 못한 인적분할로 간주할 수 있다.

[표3] 인적분할 타당성 Check List

존속회사의 사업과 신설회사의 사업 간 이질성과 독립성
✓ 존속회사에 남은 사업부문과 신설회사로 이관된 사업부문이 서로 이질적이거나 연관성의존도가 낮은가? ☐ 주요 제품 또는 서비스가 유사하지 않은가? ☐ 매출처, 고객 기반, 시장이 겹치지 않는가? ☐ 수익 창출 방식, 사업모델이 유사하지 않은가? ☐ 해당 업종 또는 공급망에서의 역할이 유사하지 않은가? ☐ 제품서비스 기획 및 개발, 시장 조사, 원재료 조달, 제조, 판매 및 유통 등을 수행하는 조직이나 인력이 분할 전부터 각 사업부문별로 구분되어 있었는가? ☐ 의사결정 체계나, 결정에 대한 최종 권한을 가진 임원이 분할 전부터 각 사업부문별로 구분되어 있었는가? ☐ 한쪽 사업부문은 안정적인 현금을 창출하는 캐시카우 사업이고, 한쪽 사업부문은 미래 고성장이 기대되는 사업인가? ✓ 분할 후 존속회사 내 사업부문들 또는 자회사들 간에는 동질성·연관성·시너지가 높은가? ✓ 분할 후 신설회사 내 사업부문들 또는 자회사들 간에는 동질성·연관성·시너지가 높은가? ✓ 분할된 각 사업부문의 규모(순자산, 매출액, 시장에서 평가하는 가치 등)가 한쪽으로 편중되지 않고 상호 대등한 수준인가? ✓ 분할 후 신설회사가 독립적으로 매출을 창출하고 견조한 수익성을 낼 수 있는가? ✓ 분할 후 신설회사가 스스로 자금을 조달할 능력과 역량이 있는가? ✓ 신설회사로 분리될 사업부문이 아직 수익화 이전 단계이거나 해외 신시장 진출을 앞두고 있는 등, 존속회사와 통합되어 있는 것이 인적·재무적 자원을 지원받기에 더 낫지 않은가?
사업부문 분리의 효과
✓ 분리를 통해 각 사업부문의 정체성이 뚜렷해지고 전문화·독립화에 따른 이점이 명확한가? ☐ 각 사업부문별 전문적·효율적인 의사결정이 가능해지는가? ☐ 각 사업부문별 책임 소재가 명확해지고 운영의 투명성이 증대되는가? ☐ 각 사업부문별 독립적인 성장 전략 추진을 통해 신사업 육성, 신제품 개발, 신시장 진출이 본격화되는가? ☐ 자회사 관리 및 지원에 분산되던 자원을 본업에 집중적으로 투입함에 따라 자원 배분의 효율성이 제고되는가? ✓ 복합기업으로서 적용 받던 할인율이 축소되며 각 사업부문의 가치를 적절하게 평가받게 되는가? ☐ 사업부문 분리를 통해 순자산가치 또는 영업이익 등에서 특정 자회사나 산업이 지배적인 비중을 차지하게 됨에 따라 지주관리·경영자문을 수행하는 역할보다는 제조업·유통업 등 특정한 업종으로서의 특성이 더 부각되는가? ☐ 영업자산은 빠져나가고 상장 자회사와 투자자산만 남아 할인율이 오히려 높아질 위험은 없는가? ✓ 사업부문 간 유기적인 연관성이 높거나 협업 영역이 넓어, 통합된 회사에 함께 묶여 있는 것이 더 큰 시너지 창출이 가능한데 명확한 이점 없이 분리를 단행하는 것은 아닌가? ✓ 사업부문을 분리함에 따라 수직계열화 시너지가 오히려 저해되지 않는가? ✓ 사업부문 분리 후 한쪽의 독립적인 생존 능력이 취약해지지 않는가? ✓ 사업부문을 분리함으로써 특정 사업부문의 수익성 악화나 재무적 부실이 다른 사업부문으로 전이되는 리스크를 격리하는 효과가 있는가? ✓ 사업부문을 분리함으로써 이해상충 해소, 수주 확대 또는 투자 유치에 도움이 되는가?
지주회사 체제 전환 목적
✓ 지주회사 체제 전환을 위한 인적분할이라고 그 목적을 공시하였는가? ✓ 투자부문과 사업부문으로 나뉘어지는가? ✓ 2개 이상의 계열회사가 투자부문과 사업부문으로 각각 분할된 후 투자부문끼리 합병되는가? ✓ 인적분할 후 대주주 측이 사업회사의 지분을 지주회사에 현물출자할 계획이 있는가? ✓ 지주회사가 사업회사의 지분을 공개매수할 계획이 있는가?
(지주회사 체제 전환까지는 아니지만) 지배력 확대 목적
✓ 인적분할을 앞두고 특정한 기간(예: 6개월, 1년)동안 자기주식을 대량으로, 수 차례에 걸쳐 매입했는가?^{주1} ✓ 인적분할 전에 자기주식을 소각했는가?^{주1} ✓ 인적분할 발표와 함께 자기주식 소각 계획도 발표했는가?^{주1} ✓ 인적분할을 앞두고 보유하고 있던 자기주식을 우호 세력에 처분하였는가? ✓ 분할 비율이 각 사업부문의 순자산가치, 순손익가치, 성장가치 등을 적절하게 반영하고 있는가? ✓ 수익성·성장성이 높은 사업부문을 저평가하지는 않았는가? ✓ 회사가 속한 기업집단이 다수의 사업영역을 영위하고 있고, 그 중 특정 사업영역에서 중간 지주회사를 설립할 유인이 있는가? ✓ 분할 후 사업회사 지분 매각 또는 해외 상장 등을 통해 자금을 마련해 다른 계열회사의 지분을 매입해야 할 유인이 있는가? ✓ 아직 부모 세대가 자녀 세대에 증여 또는 상속해야 할 지분이 남아있는가?

- ✓ 경영권 승계를 받아야 할 자녀의 기업집단 내 최상단 지주회사 또는 핵심 사업회사에 대한 지분율이 낮은 편인가?

부실 계열회사 지원 목적

- ✓ 인적분할 후 수익성·재무건전성이 우량한 사업부문과 적자·자본잠식 등 경영사정이 좋지 않은 계열회사 간 합병을 추진하는가?
- ✓ 분할 전 회사의 핵심 자산이나 우량 자회사가 신설회사로 이관되는가?
- ✓ 부실 자산이나 고리(高利) 부채 등은 존속회사에 남는가?

계열분리 목적

- ✓ 사업 간 이질성과 독립성 면에서 사업부문 간 분리가 굳이 필요하지 않음에도 불구하고 인적분할을 추진하는가?
- ✓ 기업집단 내에서 유사한 시기에 또 다른 인적분할이 병행 추진되는가?
- ✓ 분할된 각 회사의 사업 포트폴리오가 경영권 승계를 받아야 할 각 자녀의 담당 영역별로 나뉘어져 있는가?
- ✓ 승계를 받아야 할 자녀들 중 경영권을 독점한 유력한 1인이 없고, 2명 이상이 사업영역이나 경영권을 나누어 가져야 하는가?

규제 회피 또는 대응 목적

- ✓ 표면적으로는 인적분할이지만 물적분할과 유사한 결과를 야기하는 분할을 추진하는가?^{주2}
- ✓ 금산법, 보험업법 등 개정 시 금융 계열회사가 현재 소유 중인 비금융 계열회사 지분을 매각해야 하는 상황 등에 미리 대응하고자 매입 자금을 마련해야 할 유인이 있는가?

사후적·보조적 지표

- ✓ 분할 후 양사의 합산 시가총액이 분할 전 회사의 시가총액보다 높은가?
- ✓ 분할 후 존속회사와 신설회사 각사의 기초 체력이 향상(매출액 성장, 영업이익률 개선, 부채비율 감소 등) 되었는가?
- ✓ 인적분할을 통한 지주회사 체제 전환 후 자회사들의 배당금총액이 갑자기 늘었는가?
- ✓ 인적분할을 통한 지주회사 체제 전환 후 지주회사가 직접 부실 계열회사를 지원하거나, 우량한 계열회사가 부실한 계열회사를 지원하도록 중재·압박하는 등의 일이 발생하였는가?
- ✓ 인적분할을 통한 계열분리 후 형제·자매·남매 간 지분 교환이 있었는가?

주1: 자본시장법 시행령 및 상법 개정 이후 자기주식에 신주 배정이 금지되었으나 법 개정 이전의 인적분할 사례를 판단할 때 활용 가능

주2: 예전부터 인적분할보다 물적분할에 대한 규제가 더 엄격한 편이었고 최근에도 물적분할 및 중복상장에 대한 규제가 더 강화됨

자료: 한화투자증권 리서치센터

Check List 에는 담기 애매한, 인적분할 전후 유의사항

체크리스트에 근거해 특정한 인적분할의 타당성을 평가한 후 ‘좋은 인적분할’ 또는 ‘나쁜 인적분할’로 단정하기보다는 ‘합리적 인적분할’인지 ‘사적인 목적의 인적분할’인지로 구분하는 것이 적절하다고 생각한다. 동일한 인적분할에 대해서도 각자의 이해관계에 따라 목적의 타당성이 달라질 수 있을뿐더러, 분할 당시에는 합리적인 사유가 있다고 판단되는 인적분할일지라도 수 년이 흘러 결국은 대주주 지배력 강화에 인적분할의 결과물을 이용할 수도 있다. 예컨대, 인적분할 완료 후 수 년이 지나 신설회사의 지분 일부를 매각하거나 해외 상장 등을 통해 자금을 확보할 수도 있다. 체크리스트는 인적분할 시점에 인적분할을 단행하는 목적의 타당성이나 인적분할 직후의 단기적인 효과를 평가할 수 있지만, 먼 미래의 대주주의 의사결정까지 완벽하게 예측할 수는 없다.

인적분할이 완료되고 난 후 양사의 주가가 지속적으로 우상향하는 지 여부도 해당 인적분할의 타당성을 평가하는 사후적인 지표가 될 수는 있겠지만, 다소 결론론적인 접근일 수 있는데다 다른 강력한 원인이나 여러가지 변수로 인해 만들어진 상황을 지나치게 인적분할에 귀인시키는 것이라 사료된다.

한편, 간혹 인적분할의 효과를 분석할 때, 분할 여부와 무관한 모멘텀이나 호재료를 인적분할로 인한 변화와 혼동하는 경우가 있는데 이를 유의해야 한다. 예컨대, 인적분할로 인한 각 사업부문의 전문화, 의사결정 과정의 효율화, 복합기업으로 적용 받던 할인을 축소 등을 설명하면서 거시적·외부적인 우호 요인*을 덧붙이는 보고서나 기업 측의 보도자료 등이 있을 수 있는데, 이는 인적분할이 미치는 영향을 실제보다 더 낙관적으로 보이게 할 수 있다. 투자자들은 인적분할의 타당성을 평가할 때 인적분할 여부에 상관 없는 외부 요인과, 순수하게 인적분할로 파생되는 효과를 식별하여야 한다.

(*예: 중국 공급망 의존도를 낮추기 위한 선진국들의 법규 제정으로 비중국 기업들이 수혜를 보게 될 것이다, 지정학적 갈등 고조로 방위 장비 수요가 증가할 것이다 등)

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.