



DERI ESG Issue Report

20230331

인적분할을 통한 지주회사 전환 필요한가

지주회사 제도 도입을 위한 인적분할 활용

<Executive Summary>

ESG 구분: 지배구조(G)

목차

Executive Summary

1. 서론
2. 인적분할을 통한 지주회사 전환 최근 사례와 관련 쟁점
3. 국내 지주회사 현황과 관련 규제
4. 일본기업들의 지주회사 전환 상황과 전환 목적
5. 결론

강영기 책임연구위원

youngki.kang@daishin.com

유보영 선임연구원

boyoung.yoo12@daishin.com

송지현 선임연구원

jiyun.song@daishin.com

지주회사 체제 전환을 위한 회사의 인적분할 추진에 있어서 대주주의 지배력 확대와 소액주주의 지분 희석화 문제에 대한 균형적인 해법은 없는가

LG화학의 분할로 탄생한 LG에너지솔루션의 경우처럼 주식시장에서 한 때 유행처럼 번지던 물적분할이 비판을 받으면서 인적분할 방식이 상대적으로 주주친화적이라는 평가를 받았다. 최근에도 인적분할 방식의 기업재편이 시도되며 화제가 되고 있지만 지난 2월 10일 소액주주들의 반대로 인적분할을 통한 현대백화점의 지주회사 전환이 좌초되면서 지주회사체제 전환을 위한 인적분할 안건을 주주총회에 상정하기로 한 상장기업들은 긴장하고 있을 것이다. 인적분할을 이용한 지배구조개편의 경우 통상 현물출자 유상증자 계획과 자사주에 대한 신주 배정을 예정하고 있다. 이에 자사주를 매개로 한 지배주주의 지배력 강화를 자사주 마법이라 부르며 논란이 되고 있지만, **분할회사의 자사주에 대한 분할신주 배정이 실무상 주식거래의 틀에서 이루어지고 있다.**

2000년부터 2021년까지의 상장기업 인적분할 193건 중 92건이 지주회사 전환 관련 사안일 정도로 인적분할이 지주회사체제 전환을 통한 기업재편의 유용한 수단인데, 자사주 논란 등의 문제로 지주회사의 순기능이 활용되지 못하는 상황이 없으면 한다.

지주회사체제로의 기업재편은 일본에서도 활발하게 이루어지고 있으며 2022년 소니와 파나소닉의 경우도 지주회사 체제로 전환하였다. 일본의 사례들을 보면, **지주회사로 전환하는 목적이 기업 규모와 경영환경에 따라 다를 수는 있지만 기업이 지속적인 성장 전략을 수립하는 경우에 지주회사 체제로의 전환이 유용한 선택지의 하나라는 점**은 분명해 보인다.

물론 지주회사 체제는 어디까지나 조직형태의 하나일 뿐이고 의도한 기업 목적이 바로 달성되는 것은 아니다. 중요한 것은 지주회사라는 조직을 효과적으로 기능하도록 하면서 지속가능 성장의 발판을 마련하는 수단으로서 활용될 수 있도록 하는 것이다.

1. 서론

최근 몇 년 동안 기업들의 물적분할이 활발하게 추진되었는데, 순조롭게 수익을 창출하며 투자자들의 주목을 받게 된 핵심 사업부문을 자회사로 분리하여 상장하는 소위 ‘쪼개기 상장’을 진행하였다. 그러나 개인투자자들은 모회사가 신설 자회사의 지분을 모두 가져가는 물적분할이 이루어지는 것을 보고 부정적인 반응을 보였다. 이후 진행된 기업재편 과정에서는 소액주주들의 권리를 보호하면서 기업가치 재평가를 도모할 수 있는 장점을 내세운 인적분할이 이용되게 되었다.

물적분할의 경우 분리되어 신설된 자회사의 주식을 모회사가 전부 소유하게 되어 분리된 자회사의 실적이 존속회사에 연결되고 분할 전 회사의 주주는 모회사의 주식만 소유하기에 주가상승 유인이 작지만, 인적분할에서는 분할회사의 주주가 분할신설회사의 주식을 모두 취득하게 되어 주주 자신의 판단 하에 다양한 투자선택을 할 수 있고 주식보유 효용이 증가하므로 투자자가 인적분할 방식을 더 선호할 것으로 생각된다.¹

실제로 분할회사의 소액주주들에게도 분할신설회사의 주식이 지분 비율에 따라 배분되는 인적분할 방식이 상대적으로 주주친화적이라는 평가를 받았다. 그러나 지주회사 전환을 추진한 회사의 자사주에 분할신설회사의 신주를 배정하고 배정된 신주와 분할회사의 주식과 맞교환하는 현물출자 유상증자 방식을 보조수단으로 하여 분할신설회사에 대한 지배력을 강화하는 ‘자사주 마법’에 대해서는 비판이 이어졌다. 자본시장연구원이 공개한 2000~2021년 지주회사 전환 관련 상장기업 인적분할 현황 자료에서도 기업들이 인적분할과 자사주 마법을 이용하여 지배주주의 지배력 강화를 도모하였다는 지적이 있었다.²

그렇다면 지주회사 체제로 전환하려는 경우에는 물적분할이든 인적분할이든 기업들의 경영전략 추진과정에서 자사주 문제의 해결부터 시작하여야 한다는 결론이 된다. 일반주주의 지분을 희석시킴으로써 지배권을 약화시키는 자사주 마법의 불합리성을 방지하기 위해서는 지주회사 전환을 위한 인적분할 추진 시에 보유한 자사주를 전량 소각하는 의사결정이 필요하다는 시각도 있지만³, 자사주 소각이 전제된다면 인적분할을 통한 지주회사 체제로의 전환 시에 또하나의 장애요인으로 작용할 가능성도 있다. 물론 지주회사 도입 취지가 기업지배구조의 투명성 제고에 있음은 분명하다. 그러므로 지주회사 전환을 위한 인적분할 추진 과정에서 자사주를 활용한 지배주주의 지배력 확대가 지배구조의 사적 이익 남용 가능성을 높인다는 이유를 근거로 자사주에 대한 규율체계 개선이 필요하다는 주장은 일리가 있다.⁴ 다만, 지주회사 체제가 지배구조 개선 뿐만 아니라 기업 성장 전략의 일환으로 유용하게 활용될 수단이라는 점도 고려할 필요가 있다.

지속적인 성장전략의 차원에서 기업재편이 필요한 상황에 직면하였을 때 기업들이 인적분할을 통한 지주회사 체제로의 전환을 유용한 수단의 하나로 고려하는데 주저하지 않을 환경의 조성이 필요한 것이 아닌가 하는 생각을 시작으로 일반 주주의 투자행동을 살펴봄으로써 자사주 마법의 문제보다 우선시할 부분이 있을 가능성에 대해서도 생각해보고자 하였다. 본 리포트에서는 최근의 인적분할을 이용한 지주회사 전환 시도 사례와 관련 쟁점, 국내 지주회사 현황과 관련 규제, 일본 기업들의 지주회사 전환 상황과 전환 목적 등을 살펴보고 지주회사 체제로의 전환

¹ 조영무, “기업분할, 나누면서 커진다”, LG주간경제 2002.3.13, 16면

² 조슬기, “[뉴스가페] ‘미운털 박힌’ 인적분할…투자자들이 싫어하는 이유 있다”, 2023.2.25. SBS Biz 뉴스 기사.

<https://v.daum.net/v/20230225090004850>

³ 조슬기, “유안타 “현대백 지주사 전환 실패…소액주주 거부감 간과”-“인적분할 전 자사주 소각 이뤄지지 않아”…한무소핑 분리 거부감”, 2023.2.13. SBS Biz 뉴스 기사(<https://biz.sbs.co.kr/article/20000102992>); 김응태, “‘개미들의 힘’ 통했다…인적분할 줄줄이 막히나”, 2023.2.15, 이데일리 기사. (<https://v.daum.net/v/20230215000107400>)

⁴ 이상현, “자사주 소각이 정답이다”, DGB 금융그룹 Industry Report, 2023.2.27, [https://ww2.hi-ib.com/upload/R_E09/2023/02/\[27064923\]_230388.pdf](https://ww2.hi-ib.com/upload/R_E09/2023/02/[27064923]_230388.pdf)

필요성에 대해 정리해보고자 한다.

2. 인적분할을 통한 지주회사 전환 사례와 관련 쟁점

(1) SK케미칼의 인적분할을 통한 지주회사 전환

2017년 6월 21일 SK케미칼은 이사회를 개최하고 보유중인 13%의 자사주를 소각하는 안건과 SK케미칼홀딩스와 SK케미칼로 법인을 인적분할하는 안건을 결의하면서, SK케미칼홀딩스를 지주회사로 하고 현물출자 유상증자, 주식 공개매수 등을 추진하여 공정거래법상의 지주회사로 전환하고 SK케미칼 그룹의 지배구조를 최창원 부회장→SK케미칼홀딩스→SK케미칼 및 기타 자회사로 이어지는 형태로 구축하기로 결정하였다. 당시 SK케미칼이 표명한 지주회사 전환 목적은 계열사 전반의 경영 효율성 증대라고 하였다.⁵

(2) 한진중공업의 자사주·인적분할·현물출자를 이용한 지주회사 전환

2007년 지주회사로 전환한 한진중공업그룹의 경우 총수 일가의 한진중공업홀딩스 지분이 이전 16.9%에서 50.1%로 3배나 높아졌는데, 이러한 결과를 낳은 것은 지주회사 전환 직전에 자사주(19.6%)를 취득하고, 한진중공업을 지주회사인 한진중공업홀딩스와 신설 사업자회사인 한진중공업으로 인적분할 하면서 두 회사의 지분을 동시에 보유한, 총수일가가 한진중공업 주식을 한진중공업홀딩스 주식으로 바꾸는 현물출자 등 세 가지 기법을 이용하였기 때문이었다. 한진중공업에 대한 지주회사의 지분도 19.6%에서 36.5%로 높아졌는데, 결과적으로 총수일가→한진중공업홀딩스→한진중공업→다른 계열사로 이어지는 소유구조를 통해 총수일가의 지배력이 강화되었다.⁶

(3) 자사주의 마법과 관련하여

1) 자사주 취득 관련 비판적 시각의 존재

인적 분할을 통한 기업 재편 과정에서 자사주를 보유한 기존 회사를 주주로 간주하고 신설회사의 신주를 배정할 수 있다는 점을 이용하여 신설회사에 대한 추가적인 출연 없이 지배주주가 지배력을 강화하는 편법의 이용을 경계할 필요가 있다는 시각이 '자사주 마법' 논란이다. 최근 들어 인적분할 시 자사주에 신주를 배정하는 사례가 빈번해지고 있다고 한다.⁷

얼마 전에도 인적분할 공시 후 기 체결한 신탁계약을 통해 자사주를 취득하고, 자사주를 분할존속회사에 배정하기로 한 기업에 대해 비판적인 지적이 있었다. 지주회사 전환과 관련하여 회사측은 자사주 취득 이유로 지배구조에 미치는 영향을 최소화하기 위해 자사주가 필요했다고 설명하였지만, 시장에서는 전체 주주들의 이익이 아닌 지배주주의 이익을 위해 자사주를 취득한 것으로 인식하는 경우가 적지 않은 것으로 보인다. 인적분할을 통한 지주회사 전환의

⁵ 강철, "'인적분할' SK케미칼, 최창원 지분 얼마나 오를까", 2017.6.23. 더벨 기사.

<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201706220100040030002424&lcode=00>

⁶ 곽정수, "지주회사 전환 '마술'...재벌일가 지분을 2배 팽창", 2018.11.13. 한겨레 신문 기사

https://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/870024.html

⁷ 이재영, "[기획]인적분할·자사주교환...부활한 자사주 매직", 2022.11.30. 매일일보 기사.

<https://www.m-i.kr/news/articleView.html?idxno=968381>

경우에 있어서 자사주를 활용하면 자회사에 대한 지분을 요건(30% 이상) 충족에는 도움이 되지만 종수일가의 지배권 강화를 위해 자사주를 활용하는 편법이 실제로 이용되는 사례가 있기 때문이다. 따라서 인적분할을 통해 지주회사 전환을 추진하는 경우에는 주주총회에 그 안건을 상정하기 전에 자사주의 소각이 필요하다는 지적이 존재한다. 그러므로 인적분할 안건의 주주총회 통과를 위해서는 이러한 지적에 대해 종수일가의 지배력 강화를 위한 자사주 활용을 하지 않을 것이라는 약속과 같이 일반주주(소액주주)가 신뢰할 수 있는 문제해결방안을 제시하지 않으면 인적분할 안건이 좌초될 가능성이 있다는 점을 고려하지 않을 수 없다.

2) 자사주 마법 문제 해결을 위한 입법의 시도

자사주에 대한 분할신설회사 신주의 배정은 자사주를 보유한 분할회사 자신을 주주로 간주하고 자사주에 자산성을 부여하여 주주권을 인정한다는 의미인데, 이것은 타인의 출자를 전제로 하는 주식회사의 본질에 부합하지 않는다는 비판이 있다. 원칙적으로 자사주는 의결권과 배당권이 인정되지 않으며, 회계적으로도 자산으로 인정하지 않으므로 자사주의 취득은 출자의 환급, 주식의 소각으로 보는 것이 타당하다는 이유에서다. 그러나 인적 분할에서 분할회사의 자사주에 대한 분할신설회사의 신주 배정에 대한 명시적인 규정이 없고, 자사주의 자산성을 인정하는 법령과 판례가 존재하고 있다. 즉, 현행법상 자사주의 취득과 처분을 주식거래의 틀에서 허용하고 있으며, 자사주를 합병의 대가, 기업분할의 대상, 현물배당의 수단 등으로 인정한다. 따라서 자사주에는 자산성과 자산가치를 구성하는 주주권이 있다고 해석하면서, 분할 과정에서 자사주를 분할회사에 배분하고 분할신설회사의 신주를 배정하는 것이 인정되고 있다. 이러한 '자사주 마법'의 문제를 해결하고자 2015년 이후 자사주에 대한 신주배정 금지, 자사주 의무소각, 배정된 신주의 의결권 제한 등의 내용을 담은 법안 9건이 발의되었으나 현재까지 입법에 성공하지는 못하였다.⁸

(4) 자사주 제도 개선 필요성과 관련하여

자사주 매입은 배당과 함께 기업 이익을 주주에 환원하는 중요한 수단으로 알려져 있지만, 국내에서는 자사주 매입 후 소각이 의무화되어 있지 않아서 '빛 쫓은 개살구'에 그친다는 지적이 있다. 자본시장연구원이 2월 23일 금융투자센터 불스홀에서 개최한 '자사주와 투자자 보호' 정책세미나에서 강소현 연구위원은 2015년 1월부터 2022년 5월까지 자사주 관련 공시를 분석한 결과, 작·간접 자사주 취득목적에 대해 각각 93.3%, 99.3%가 '주가 안정'으로 공시하고 있지만 실제로 소각을 비롯해 주가 안정을 위해 처분하는 경우는 4.1%에 그쳤고 대부분 임직원 성과보상이나 주식매수선택권 행사, 재무구조 개선 등에 대부분 활용된 것으로 나타났다는 것이다. 즉, 자사주 취득 당시에는 주주가치 제고 목적을 강조하지만, 취득한 자기주식을 소각하지 않고 이익배당 지급, 상환주식 상환, 조직개편 대가로 지급하는 등 기업의 재량에 따라 다양하게 처분되며, 주주 간 형평성을 침해하거나 지배주주의 이익을 위해 이용되는 등 대부분 다른 목적으로 이용하였다고 한다. 미국, 영국, 독일, 일본의 경우에는 우리나라와 달리 소각을 강제하지 않아도 자사주 매입과 동시에 시가총액에서 자사주 비중이 제외되고 자사주 처분을 신주발행으로 취급하기 때문에 주가 상승 여부와는 관계없이 회사의 자사주 매입이 즉각 주주환원으로 이어진다. 따라서 자기주식의 작·간접 취득 및 처분제도의 경제적 실질과 효익, 일반투자자에게 미치는 영향에 대한 검토를 하고 기업의 자기주식 취득과 처분이 기업가치 제고와 주주환원 수단으로서 신뢰가 되도록 제도 개선이 필요하다고 강조했다. 또한 자사주 취득의 목적을 더욱 상세하게 적고 취득의 판단 근거 및 취득 규모를 결정한 기준 등 공시요건을 강화해야 하며 자사주 처분도 신주발행만큼이나 주식시장에 영향을 미치므로 직접 처분 시에 신주발행 관점에서 규제해야 하고 주주 간 형평성을 침해하거나 지배주주의 이익으로 악용하는 것을 방지할 수단을 마련할 필요가 있다고 보았다.⁹

(5) 인적분할을 통한 지주회사 전환 시 지배주주와 일반주주의 지분비율 변화의 전형적인 형태

⁸ 김준석, "자사주 마법과 자사주의 본질", 자본시장포커스 2022-16호 2022.07.26.~08.08, 자본시장연구원, 2022

⁹ 신하연, "자사주 매입, 지배주주만 배분은 구조... 제도 개선해야", 2023.2.23. 디지털타임스 기사

http://www.dt.co.kr/contents.html?article_no=2023022302109963060007

인적분할을 통한 지주회사 전환에 대한 비판적인 시각은 인적분할 과정에서 일반주주(소액주주)의 지분율이 희석되고, 지배주주의 지분을 확대에 악용되는 경우가 많다고 보기 때문이다. 물론, 지배주주의 지주회사에 대한 지분율이 확대되는 것은 사실이나 이는 지주회사 전환을 통해 지배주주가 추구하는 목적에 따라 나타나는 결과로써 지배주주의 지분이 확대되는 현상 자체가 문제라고 하기는 어렵다. 왜냐하면 지배주주가 지주회사 전환을 추구하는 목적이 자신의 지분확대 그 자체이기 때문이다. 또한, 일반주주들이 지분보유를 통해 추구하는 목적은 본래 실현이익의 확대라고 보는 것이 순리에 맞다. 아래 그래프는 인적분할 후 재상장 사업회사의 주식거래량을 보여주고 있는데 여기서 일반주주들이 인적분할 후 수익실현을 우선적으로 추구하는 모습이 나타나 있다. 일반주주들은 지주회사에서의 지분비율 확대보다는 자회사에서의 자본수익 확대에 보다 관심이 크다는 것을 알 수 있다.

그림1. F&F 일반투자자들의 인적분할 후 투자 현황

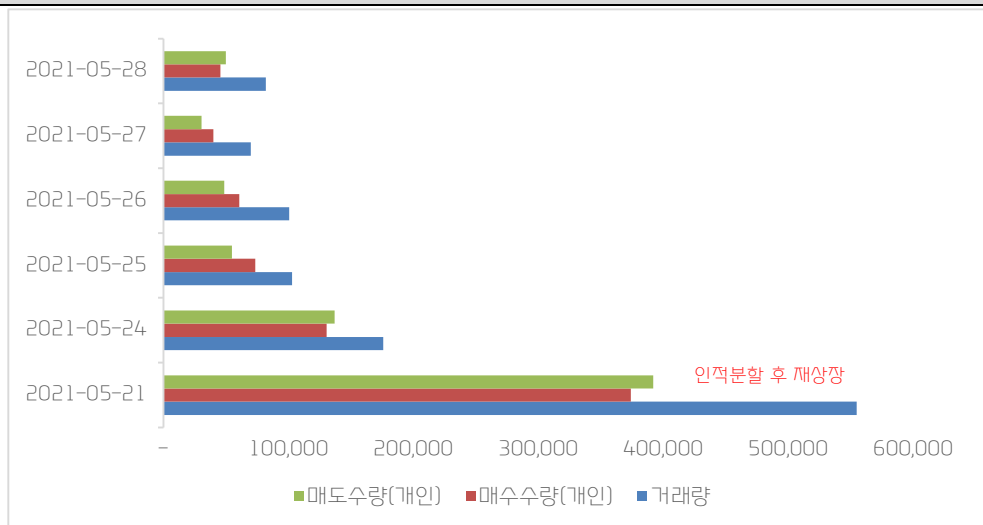
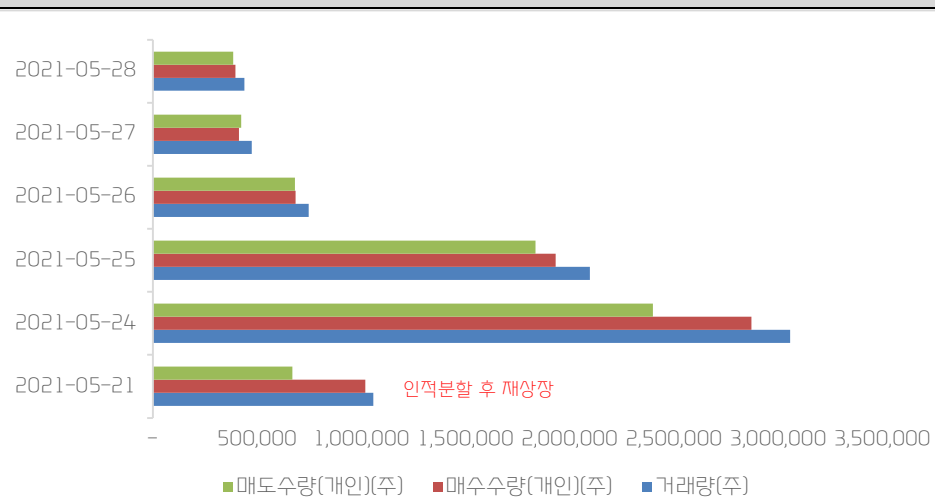


그림2. F&F홀딩스 일반투자자들의 인적분할 후 투자 현황



출처: FnGuide, 대신경제연구소

한편, 인적분할 후 지배주주들의 지분변동을 살펴보면 아래의 그래프와 같다. 지배주주들의 지분 비율이 사업 자회사인 F&F에서는 감소하였고, 지주회사인 F&F 홀딩스에서는 지배주주 지분 비율이 증가했음을 보여준다. 이러한 결과는 지배주주들이 사업 자회사인 F&F에서의 지분 확대보다는 지주회사에서의 지분을 확대를 목표로 하고 있었기 때문이다.

그림3. F&F 지배주주의 인적분할 후 주식 보유 현황

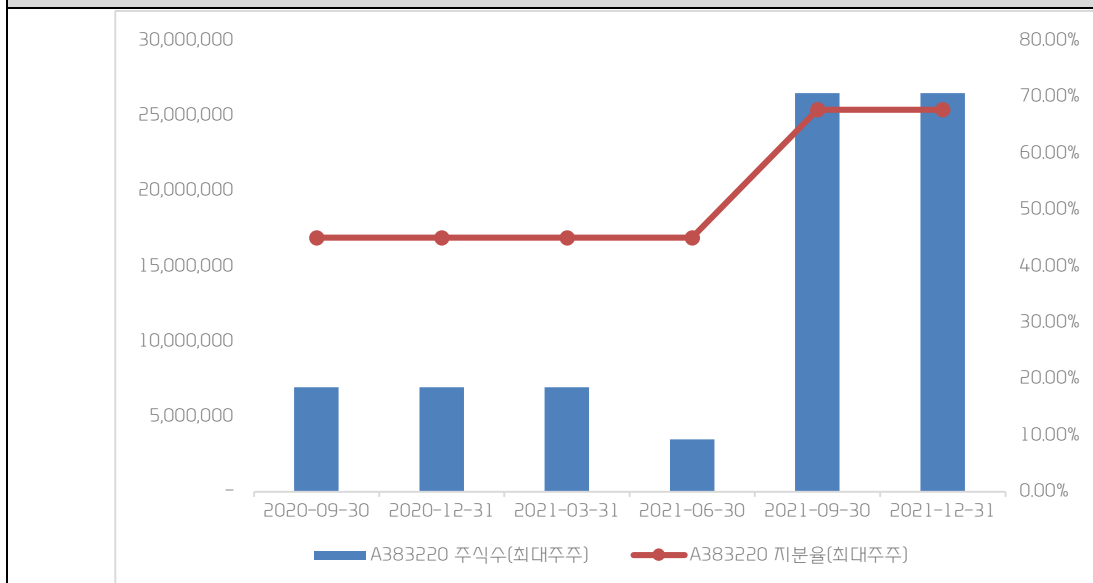
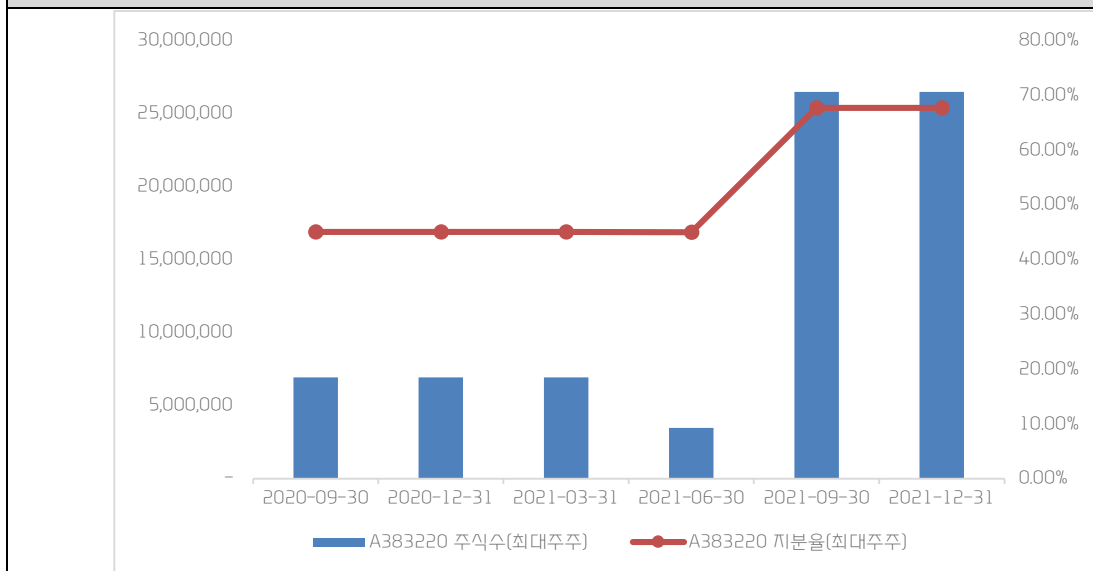


그림4. F&F홀딩스 지배주주의 인적분할 후 주식 보유 현황



출처: 각 사 분기보고서, 사업보고서, 대신경제연구소

위 그래프들이 보여주는 모습이 인적분할을 통한 지주회사 체계로의 전환 후에 나타나는 각 주주들의 지분 비율 변동의 전형적인 패턴이라고 할 수 있다. 즉, 지배주주들의 지배증권으로서의 지주회사 지분 확대 경향과 일반주주들의 이윤증권으로서의 지분 보유 성향과 수익 실현을 증시하는 모습은 각 주주가 지분을 보유하며

추구하는 목적이 다르다는 점에서 인적분할이 어느 한쪽에만 일방적으로 이익이 되고 손실을 가져오는 형태가 아닐 수도 있을 가능성을 보여준다.

3. 국내 지주회사 현황과 지주회사 관련 규제

(1) 지주회사의 정의

지주회사(Holding Company)는 다른 회사의 지배를 주된 사업으로 영위하는 회사를 의미한다. 공정거래법상 지주회사는 「주식의 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서, 자산총액이 5천억 원 이상인 회사」로 정의된다. 주된 사업으로 한다는 것은 회사가 소유하고 있는 자회사의 주식가액의 합계액이 해당 회사 자산총액의 100분의 50이상인 것을 말한다.(공정거래법 제2조, 시행령 제2조)

일반 지주회사와 달리 금융업 또는 보험업을 영위하는 자회사의 주식을 소유하는 지주회사는 금융지주회사라고 불리며, 금융지주회사법이 주로 규율한다. 금융지주회사법상 금융지주회사는 주식의 소유를 통하여 금융업을 영위하는 회사(금융기관) 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사로서, (i) 1 이상의 금융기관을 지배할 것, (ii) 자산총액이 5천억원 이상일 것, (iii) 금융위원회의 인가를 받을 것의 세 가지 요건을 충족한 회사로 정의된다. 주된 사업의 기준은 공정거래법에서의 일반지주회사의 경우와 마찬가지로, 회사가 소유하고 있는 자회사의 주식가액의 합계액이 해당 회사의 자산총액의 100분의 50 이상인 것을 말한다(금융지주회사법 제2조 제1항 제1호).

일반지주회사가 공정거래법상의 요건만 갖추면 강제 전환되는 것과 달리, 금융지주회사는 금융지주회사법에 의해 금융위원회의 인가요건을 갖춘 자에 한하여 설립 및 전환이 가능하다. 물론 금융지주회사법에 특별한 규정이 없는 일반항목은 상법과 공정거래법에 따른다.

만일 자회사 주식의 가액이 증가하는 등 부득이한 사유로 금융지주회사 요건에 해당하게 된 자는 해당 사업연도에 새로 설립되었거나 합병 또는 분할·분할합병·물적분할을 한 회사의 경우에는 각각 설립등기일·합병등기일 또는 분할 등 기일로부터, 그 외에는 직전 사업연도 결산일로부터 4개월 이내에 그 사실을 금융위원회에 보고하고, 1년 이내에 인가를 받거나 금융지주회사요건에 해당되지 않도록 하여야 한다(금융지주회사법 제5조의2).

(2) 지주회사의 기능

지주회사체제로 전환으로 기대되는 효과는, 경영권 강화 및 지배구조 투명성 증대 효과다. 우선 사업 부문이 자회사별로 분리되어 있으면 기업의 경영전략에 따라 자회사 매각, 인수 등이 비교적 수월하고 기업구조조정이 쉽다. 사업부 형태 기업의 경우 신규 사업 실패가 회사 전체의 부실로 이어질 수 있지만, 지주회사체제에서는 해당 자회사만 처분하면 되기 때문에 신규 사업 진출에 따른 위험성이 상대적으로 낮고 지주회사를 중심으로 지배권을 정리하는 과정에서 지배주주의 지배력을 강화할 수 있으며, 피라미드 형태의 소유구조로 단순하고 명확한 자회사 경영이 가능해져 경영 효율성이 증대된다. 그러나 체제 전환을 위한 대규모 자금비용이 필요하고 지배주주와 소액주주 간 이해관계가 상충할 수도 있다. 기업집단 전체가 관여된 의사결정에는 효율적일 수 있으나, 자회사나 손자회사의 자율적인 의사결정으로 해결될 수 있는 사안도 지주회사와의 조율을 거쳐야 하는 등 의사결정

프로세스가 불필요하게 복잡해지는 단점도 있다.¹⁰

(3) 지주회사제도의 허용

1997년 외환위기 이후 지주회사 제도가 허용되지만, 1999년 4월 1일 공정거래법이 개정되어 시행되기 전까지는 지주회사 제도가 금지되었다. 즉, 개정 전 공정거래법은 '누구든지 주식의 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사를 설립할 수 없으며, 이미 설립된 회사는 국내에서 지주회사로 전환해서는 아니 된다'라고 하여 지주회사의 설립을 명시적으로 엄격하게 금지하였다. 이는 기업경영에 대한 내·외부 감시장치가 미흡하여 지주회사를 허용할 경우, 경제력 집중의 수단으로 악용될 우려가 있다는 이유에서였다. 2003년 국내 재벌그룹 중에서 LG그룹이 최초로 지주회사체제로 전환하였다. 지주회사 제도가 도입되고 난 이후에도 정부의 정책방향에 따라서 지주회사 제도에 대한 규제의 강화와 완화가 반복적으로 이루어져 왔다.

(4) 2022년 현재 국내 지주회사 현황

공정거래위원회는 2022년 지주회사 사업 보고를 토대로 2021년 12월 말 기준 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 지주회사 현황 분석을 공개하였다. 2021년 12월 기준 지주회사는 168개로 2017년 자산요건 상향에도 불구하고 전년 대비 증가하였다. 구체적으로 지주회사는 16개가 신설되었고 12개가 제외되었으며, 신설회사 중 6개는 대기업집단 소속이다. 전체 지주회사 중 중소지주회사는 66개로 39.5%를 차지하고 있으며, 자산요건을 상향한 2017년 대비 23.9%p 감소하였다. 자산총액 1조 원 이상 지주회사는 59개로 35.4%를 차지하고 있으며, 이 중 38개는 대기업집단 소속 지주회사다. 중소지주회사를 제외한 지주회사는 꾸준한 증가추세를 보인다. 자산총액 1,000억 원 이상 5,000억 원 미만인 지주회사는 자산요건을 상향한 2017년 대비 감소하였지만, 대기업집단 소속 지주회사는 같은 기간 17% 증가하였다. 소속 회사는 2,274개로 전년 대비 약 12.6% 증가하였다. 지주회사의 평균 자, 손자, 증손회사는 모두 전년보다 증가하였고, 전환집단 소속 지주회사의 경우 평균 자, 손자, 증손회사 수가 모두 증가하였다. 일반 지주회사의 자·손자회사 평균 지분율은 각각 71.7%, 81.2%로 의무 요건을 크게 상회하고 있다. 전체 지주회사 평균 자산총액은 2조 3,838억 원이며, 평균 부채비율은 32.7%이다. 일반 지주회사가 체제 내에 보유하고 있는 자산총액 중 현금 및 현금성 자산은 총 65조 8,416억 원으로 작년 대비 19% 증가하였다. 특히, 전환집단 소속 지주회사는 총 49조 8,131억 원을 체제 내에 보유하고 있어 해당 유보자금이 적극적인 투자 활동으로 이어지도록 지원할 필요가 있다. 지주회사 설립·전환 수요는 계속해서 존재한다. 또한, 일반 지주회사의 기업주도형 벤처캐피탈 설립이 허용되어 활발한 설립 움직임이 나타나고 있는바, 지주집단의 유보자금이 CVC를 통한 벤처투자 활성화로 이루어지기를 기대하고 있다. 한편, 지주회사의 평균 부채비율이 매우 낮고 자·손자회사에 대한 평균 지분율도 의무 요건을 크게 상회하는 등 법상 기준이 지주체제 설립·운영에 실질적인 규제로 작용한다고 보기는 어렵다. 앞으로도 공정위는 지주회사 구조를 선택할 수 있는 여건을 유지해 나가면서 종수일가의 지배력 확대 및 사익편취 등에 악용되지 않도록 지속적인 모니터링과 제도 개선을 추진할 계획이라고 한다.¹¹

4. 일본기업들의 지주회사 전환 상황과 전환 목적

일본 독점금지법(제9조제4항제1호)의 '지주회사'의 정의에서는 '자회사 주식의 취득가액(최종 대차대조표에서 별도로 붙인 가액이 있는 때에는 그 가액)의 합계액이 해당 회사의 총자산액에 대하여 100분의 50을 초과하는

¹⁰ 최영익, "[리얼타임즈 기업과 법] 지주회사 제도", Legal Times 2019.9.16. 기사

¹¹ 기업집단·지주회사, 2022년 공정거래법상 지주회사 현황 분석 결과, 2022.6.

회사'이기 때문에 스스로 사업을 실시하고 있는 사업지주회사도 포함된다.

1997년 6월 순수 지주회사 설립이 허용된 이후 다양한 기업이 지주회사체제로 전환하여 25년이 지난 2022년 6월 말 기준 600개 이상의 상장사가 지주회사로 존재하고 있다. 상장사 중 15% 이상을 지주회사가 차지하고 있으며 최근에는 지주회사체제의 해소 사례도 일부 보이지만 그 수는 증가 경향을 보인다. 이하에서는 신종 코로나바이러스 감염증(COVID-19)의 영향을 받은 2020 회계연도(2020년 4월 1일~2021년 3월 31일)와 2021년도의 지주회사 전환 동향을 나타내는데, 여기서 '지주회사'란 특별한 경우가 아닌 한 순수 지주회사를 가리킨다.¹²

(1) 일본기업의 지주회사 전환 동향

지주회사체제 전환 기업 수는 2020년도까지는 감소추세로 2020년도 22개 사였으나 2021년도는 증가추세로 돌아서 46개 사로 최근 5년 동안 중에서 가장 전환기업이 많았다. 또 지주회사체제로의 전환 계획을 공표한 기업 수는 2020년도 42개 사, 2021년도 37개 사로 코로나19 사태 이전인 2019년도에 공표한 회사 수 25개를 크게 웃돌았다.

(2) 지주회사로 전환하는 이유

2019~2021년도에 지주회사로 전환한 기업의 보도자료 기재 내용을 바탕으로 각 연도 전환기업의 전환 목적을 집계한 결과, 「경영 자원의 최적화」 「M&A」 「의사결정의 신속화」를 전환 이유로 내세우고 있는 기업이 많으며, 특히, 「경영 자원의 최적화」 「M&A」를 이유로 내건 기업이 절반을 넘었다.

전환 이유 중 2020년도와 2021년도에 가장 비율이 높았던 「경영 자원의 최적화」는 지주회사체제로 전환함으로써 그룹 전체 경영 자원의 최적 배분을 도모하려는 것으로 대표적인 목적 중 하나다. 코로나19 사태로 사업환경 전망이 불확실한 가운데 지주회사 전환으로 경영 자원 투입 상태의 정밀 파악을 도모하는 것은 근시안적인 경영 자원의 투입을 막고 리스크 관리를 수반한 사업의 최적화를 추진하려고 한 것이다.

또 순수 지주회사체제는 모회사가 사업을 하지 않기 때문에 M&A가 쉬워지는 장점이 있는 것으로 되어 있다. 산하의 사업회사가 상하관계 없는 형제회사면 각각 독립적인 사업을 영위할 수 있기에, 피인수기업이 새롭게 산하에 들어갈 때도 종업원의 심리적 저항이 적고 PMI(Post Merger Integration: M&A 후의 통합 프로세스)도 쉬워진다. 이 장점은 기업 인수에만 국한된 것이 아니고 사업 매각이나 청산 시에도 발휘된다는 점에서 조직개편에서 지주회사체제가 유리할 수도 있다. 2020년도와 2021년도에 「M&A」가 전환 이유로 많이 나타난 것에서는 2020년도 하반기 이후 역대 최대 건수를 기록한 2021년도 M&A 시장 환경하에서 적극적으로 대응할 체제를 갖추겠다는 기업의 의도를 엿볼 수 있다.

과거 5개년도 내내 비교적 많은 기업에서 전환 이유로 언급한 「의사결정의 신속화」는 이전부터 지주회사 전환 이유로 많은 기업이 내세운 장점 중 하나다. 코로나19 상황처럼 사업의 앞날이 불투명한 상태도 있고, 변화가 많은 사업환경에 즉시 대응하기 위한 신속한 경영의사결정은 모든 기업의 중요 과제이기 때문이다.

지주회사체제 전환의 대표적 단점으로 모회사와 자회사에 중복적으로 존재하는 부문으로 인한 간접비용 증대문제가 있지만, 코로나19 상황에서 「경영 자원의 최적화」와 「M&A」 추진을 통한 경영전략 실천을 「의사결정의 신속화」에 의해

¹² 이하의 내용은 吉田信之, “2022年の持株会社化動向～企業が持株会社化する目的(サステナビリティ経営など), DIR Report 2023.1.6., 大和総研, 2023에서 발췌

뒷받침하는 체제가 그 어느 때보다 필요하였으므로, 그 단점을 감수하고 불확실성에 대응하기 위해 지주회사로 전환하는 기업들이 증가한 것으로 보인다. 즉, 급격하게 변화하는 사업환경 속에서 지주회사 전환이 간접비용 증대라는 단점을 상쇄시킬 것으로 판단되는 한 경영전략상 중요한 선택사항의 하나로 인식될 것이다.

(3) 2022년 지주회사 전환 일본기업들의 기업규모별 전환 목적

최근 지주회사화 속도는 다소 둔화되고 있지만 컨설팅 현장에서는 상장회사뿐만 아니라 비상장회사도 포함해 지주회사로 전환하는 기업이 늘고 있고 여전히 많은 기업이 지주회사체제에 관심이 많은데, 이하는 2022년 지주회사체제로 전환한 33개 상장사를 대상으로 기업규모(시가총액)별로 살펴본 각 기업의 전환 목적이다.

1) 2022년 지주회사화 동향

1999년 지주회사체제가 허용된 후 20년이 넘어 현재 상장사의 약 20%가 지주회사체제를 선택하고 있다. 전환속도는 다소 둔화되었지만 상장회사뿐만 아니라 비상장회사도 지주회사로 전환하는 기업이 늘고 있다. 이하는 2022년에 지주회사체제로 전환한 상장회사 33개 사를 대상으로 기업 규모(시가총액)별로 살펴본 각 기업들의 전환 목적이다.

2) 기업규모별로 살펴 본 지주회사 전환의 목적

2022년에 지주회사로 전환한 상장사(33개 사)의 업종이나 규모(시가총액)는 다양하지만, 한데, 단지 규모(시가총액)를 기준으로 (1) 시가총액 100억엔 미만의 기업, (2) 시가총액 100억엔~1,000억엔 미만의 기업, (3) 시가총액 1,000억엔~5,000억엔 미만의 기업, (4) 시가총액 5,000억엔 이상의 기업 등 4가지로 구분하여 각각의 전환 목적에 대해 살펴본 내용이다.

① 시가총액 100억엔 미만의 기업

2022년 지주회사로 전환 기업 33개 사 중에서, 가장 많았던 것이, (1) 시가총액 100억엔 미만의 기업(11개 사)이었다는 점에서 반드시 대기업만 지주회사로 전환하는 것은 아님을 알 수 있는데, 이들 기업의 지주회사 전환한 목적 중 가장 많은 것이 경영과 집행의 분리(거버넌스 강화)이며, 다음으로 「M&A 활용」 「신속한 의사 결정」 「사업 운영의 효율화」 「경영 인재의 양성」 순이었다. 즉, 시가총액 100억엔 미만 기업들도 사업별로 분사화함으로써, 의사 결정 속도를 높여 사업 운영을 효율화하고, 나아가 차세대의 경영 인재의 육성을 도모하는 등, 조직을 보다 심플하게 함으로써 경영환경의 극심한 변화에 신속히 대응하려고 한다는 점과 향후 지속적인 성장전략을 목표로 M&A를 활용한 사업 규모 확대를 강하게 의식하고 있음을 볼 수 있다.

② 시가총액 100억엔 이상 1,000억엔 미만의 기업

시가총액 100억엔 이상 1,000억엔 미만의 기업(11개 사)도 「경영과 집행의 분리」(거버넌스 강화)와 「M&A 활용」을 지주회사로 전환하는 목적으로 내세우는 기업이 많았지만, 특히 눈길을 끈 것이 「신규 사업 창출 확대」와 「지속가능경영」의 두 가지로 지주회사 전환 목적이 본업과는 다른 새로운 사업의 중심축을 만들려고 한다는 것을 알 수 있다. 또한, 최근 코퍼레이트 거버넌스 보고서 등에 의해 대응이 요구되고 있는 「지속가능경영」을, 지주회사 전환의 목적으로 내걸고 있는 점은 매우 흥미롭다. 사례 중에서는 지주회사로의 전환을 통해 사업을 분사하고 「중대성(다양성, DX 대응, 기후변화 대책 등)의 특성과 KPI 설정」을 추진하는 등 공개를 하는 기업도 있었는데 회사를 사업별로 세분화함으로써 지속가능경영이 실천하기 쉬워지는 측면이 있기 때문일 것이다.

③ 시가총액 1,000억엔 이상 5,000억엔 미만의 기업

이 규모에서 지주회사로 전환한 기업은 3개 사였고 이 중 2개 사가 지방은행의 지주회사 전환하였는데 이들의 지주회사 전환 목적은 「그룹 시너지 발휘」나 「신규 사업 창출(서비스 메뉴 확대)에 의한 지역사회 공헌」이라는 점이 특징이다. 해당 기업중에는 그룹 자회사를 다수 가진 기업이 많아서 그룹 시너지 효과의 발휘가 향후 성장의 열쇠가 될 것이다.

④ 시가총액이 5,000억엔 이상인 기업

이 규모에서 2022년 지주회사 전환 기업은 4개 사로 이들의 보도자료는 지주회사 전환의 일반적 장점인 「거버넌스 강화」 「신속한 의사결정」 「사업 책임의 명확화」 「신규 사업의 창출」 「M&A 활용」 「지속가능경영」 「그룹 시너지 발휘」 등에 대해 거의 모든 항목을 망라해서 기재하고 있었지만 특히 「신속한 의사 결정」 「신규 사업의 창출」 「그룹 시너지 발휘」 등 3가지에 중점을 두고 있는 것으로 나타났다.

3) 일본 기업의 지주회사 전환 목적 종합

소규모 기업은 M&A를 주안점으로 하는 경우가 많았고, 대기업은 그룹 시너지 발휘를 목적으로 꼽는 등 기업 규모(시가총액)에 따라 몇 가지 차이가 있었지만, 지주회사로 전환한 목적에 「거버넌스 강화」 「신속한 의사 결정」 「신규 사업의 창출」 「M&A 추진」 「그룹 시너지 창출」 등이 주를 이루고 있다는 점에서 기업이 향후 지속적인 성장전략을 짜는 경우, 지주회사로의 전환이 하나의 유용한 선택지로 인식 있다고 할 수 있다.

5. 결론

지주회사란 다른 회사의 주식을 소유함으로써 그 회사를 실질적으로 지배하는 것을 목적으로 설립된 회사를 말하며, 기업 그룹의 전체적인 최적화를 실현하기 위한 조직체제이다. 일본 기업들의 사례에서도 기업이 향후 지속적인 성장전략을 짜는 경우, 지주회사로의 전환이 하나의 유용한 선택지로 인식되고 있음을 알 수 있다. 그러나 지주회사 체제는 어디까지나 조직 형태의 하나일 뿐 지주회사로 전환하면 바로 이러한 목적을 달성할 수 있는 것은 아니며 중요한 것은 지주회사라는 조직을 효과적으로 기능시킬 시스템 구축이다. 지주회사로 전환하는 것이 목표가 아니라, 불상을 만들고 혼을 불어넣지 않으면 안 되는 것처럼, 각각의 기업이 자사에 맞는 운용(방식)을 모색하고, 계속해서 재검토나 개선을 해 나가는 것이 중요하다. 최근에도 지주회사 체제 전환을 위한 인적분할 안건을 주주총회에 상정할 것임을 공표한 기업들이 있으며 앞으로도 인적분할을 통한 지주회사 체제로의 전환을 추구하는 기업들이 등장할 것이다. 실제로, 2000년부터 2021년까지의 상장기업 인적분할 193건 중 92건이 지주회사 전환 관련 사안일 정도로 **인적분할이 지주회사 체제 전환을 통한 기업재편의 유용한 수단으로 활용되어 왔는데**, 자사주 마법 논란 등의 문제로 지주회사 체제로의 전환에 실패하는 사례들이 나타났다. 최근에도 정기주주총회에서 인적분할을 통해 신설법인을 설립하고 지주회사 체제 전환을 하려는 안건이 통과된 사례가 있다. 구체적인 상황은 모르지만, 주주들을 설득하는 노력의 결실이라고 생각된다. **인적분할 안건의 주주총회 통과를 위해서는 자사주 관련 지적에 대한 대응 등 일반주주(소액주주 포함)를 설득할 수 있는 문제해결방안을 제시하는 것이 필요하고 그것을 주주들이 수용하는 경우에 안건이 통과될 가능성이 높다.** 따라서 향후 인적분할을 통한 지주회사 전환 안건에 대한 주주총회가 예정되어 있는

기업들은 회사가 추진하고 있는 인적분할이 일반주주(소액주주)의 지분희석 문제 등 주주간 이익의 형평성을 침해하거나 지배주주의 이익을 위해 악용하려는 것이 아니라는 점을 강조하고 설득하는 노력을 보여 일반주주들의 신뢰를 얻을 수 있어야 지주회사체제로의 전환이 가능하고 지속가능 성장의 계기를 마련하게 될 것이다.

Compliance Notice

〈ESG Issue Report〉는 일반적인 정보제공만을 목적으로 발행되므로 이에 수록된 내용은 (주)대신경제연구소의 공식적인 견해나 구체적 사안에 대한 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고 등을 포함하는 것이 아님을 알려드립니다.

당 연구소는 본 리포트에서 제공된 내용에 관하여 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다.

누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포 하는 행위를 금지합니다.