

## 현대중공업 그룹의 지주회사체제 전환 사례\*

박진우\*\*

본 사례연구에서는 세계적 조선회사인 현대중공업이 2016년 말부터 2019년 말까지 3년 동안에 걸쳐 인적분할을 통해 사업을 분할하고 지주회사체제로 그룹의 지배구조를 전환하는 과정을 분석하고 있다. 구체적으로 현대중공업이 인적분할을 통해 사업을 분할한 과정, 지주회사체제 성립요건을 충족하기 위해 취한 조치, 지주회사체제 전환 이전과 이후의 지배구조의 변화, 그리고 대우조선해양 M&A와 관련된 지주회사체제 변화 등을 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

현대중공업은 2017년 4월 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭&에너지시스템(이하 현대일렉트릭), 현대건설기계 등 4개 회사로 분할된다. 현대중공업그룹은 인적분할 이전에는 “현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선 → 현대중공업”으로 이어지는 순환출자 구조를 갖고 있었다. 이러한 지배구조를 인적분할 이후 현대로보틱스를 지주회사로 하고 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계, 현대오일뱅크 등을 자회사로 하며, 그리고 (신)현대중공업 밑에 현대삼호중공업과 현대미포조선을 손자회사로 하는 지주회사체제로 전환하는 과정을 거치게 된다. 지주회사가 자회사의 지분을 확대하고 동시에 지배주주가 지주회사의 지분을 늘리는 방법으로 현대중공업그룹도 이미 지주회사체제로 전환한 다른 대기업 집단과 마찬가지로 지주회사의 현물출자 유상증자를 활용한다. 그 결과, 지주회사체제 전환 이전에 정몽준 이사장의 (구)현대중공업 지분율이 10.15%였으나, 지주회사체제 전환 이후에는 지주회사인 현대중공업지주(구, 현대로보틱스)의 지분율이 30%에 육박하고 우호지분을 합하면 약 38%에 달하게 되어 그룹 전체에 대한 지배력이 크게 강화되었다.

하지만 2019년 3월 산업은행과 대우조선해양을 인수하는 계약을 체결하면서 지주회사체제의 변화가 불가피해졌다. 왜냐하면 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%를 전량 현물출자하여 현대중공업과 함께 중간지주회사인 조선통합법인(현, 한국조선해양)을 설립하고, 산업은행은 통합법인의 지분 일부를 받는 지분교환 방식을 취했기 때문이다. 따라서 새로운 지주회사체제에서 한국조선해양은 지주회사인 현대중공업지주 밑에 위치하면서 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등의 조선회사들을 지배하는 중간지주회사 역할을 맡게 된 것이다.

이러한 사례연구를 통해 현대중공업그룹을 넘어 국내 기업의 일반적인 지주회사체제 전환 과정과 지배주주의 경영권 강화 방식을 이해하는데 도움이 될 것으로 기대된다. 그리고 이러한 분석결과는 학문적으로 뿐 아니라 향후 우리나라 기업의 바람직한 지배구조에 관한 논의에서 정책적 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

주제어: 현대중공업, 기업지배구조, 인적분할, 지주회사체제, 지배주주

### 1. 서론

오늘날 세계적인 조선회사로 성장한 현대중공업

의 시작은 50년 전으로 되돌아간다. 정부의 제2차 경제개발계획에 따른 중공업 육성정책의 일환으로 1970년 현대건설 조선사업부가 발족하고 당시 정주영 회장이 우여곡절 끝에 영국 등 유럽 국가에서 자

논문접수일: 2020. 09. 23.

1차 수정본 접수일: 2020. 11. 18.

게재확정일: 2020. 11. 19.

\* 이 논문은 2020년도 한국외국어대학교 교내학술연구비 지원을 받았습니다.

\*\* 한국외국어대학교 경영대학 교수(jwp@hufs.ac.kr)

금을 빌려 1972년 울산에 조선소를 건설하면서 시작되었다.<sup>1)</sup> 그리고 1973년 12월 ‘현대조선중공업’으로 분사한 이후 선박 건조 및 해양철구조물, 산업용 플랜트 등으로 사업 분야를 확장하며 급성장했고, 1978년 ‘현대중공업’으로 사명을 바꾸었다. 1982년 정주영 회장의 6남 정몽준이 사장으로 승진하면서 2세 경영을 시작했고, 1999년 8월 유가증권시장에 신규 상장하였다. 2000년 현대그룹 ‘왕자의 난’을 계기로 2002년에 현대그룹에서 계열 분리하여 현대중공업그룹을 출범시켰다.

그런 현대중공업이 2016년 말부터 2019년 말까지 3년 동안에 걸쳐 인적분할을 통해 사업을 분할하고 지주회사체제로 그룹의 지배구조를 전환하는 내부 변혁을 거치게 된다. 이에 본 사례연구에서는 현대중공업이 인적분할을 통해 사업을 분할한 과정, 지주회사체제 성립요건을 충족하기 위해 취한 조치, 지주회사체제 전환 이전과 이후의 지배구조의 변화, 그리고 대우조선해양 M&A와 관련된 지주회사체제 변화 등을 살펴보고자 한다.

현대중공업이 기업분할과 지주회사체제로 전환하려는 목적은 크게 경영위기 타파와 경영권 강화라는 두 가지를 들 수 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속된 조선경기 불황과 2010년 이후 유가 하락에 따른 해양플랜트 사업 부진으로 2014년 3조 2,495억원, 2015년 1조 5,401억원의 커다란 영업적자를 기록하며 부채도 급증하게 된다. 주식시장은 이러한 현대중공업의 상황을 우려하여 한때 50만원을 넘었

던 현대중공업의 주가가 2016년 초에는 10만원 이하로 하락한다. 이에 현대중공업은 2016년 6월 주채권은행인 KEB하나은행과 비핵심자산 매각과 인력 구조조정 등의 경영정상화 계획을 추진하여 2017년까지 3조 5,000억원 규모의 자구계획을 추진하겠다고 발표했다. 이에 따라 2016년 현대차, KCC, 현대종합상사, 코엔텍 지분 등 4,800억원 규모의 투자자산을 매각했고, 영빈관, 문화회관, 기숙사, 사택, 상가, 병원 부지 등 비핵심자산 처분을 통해 1조 1,300억원을 확보했으며, 희망퇴직을 통해 대규모 인력 구조조정을 시행하였다. 하지만 이러한 구조조정만으로는 충분하지 못하다고 느낀 현대중공업은 사업구조 개편 작업을 통해 사업별 경쟁력을 강화하고 현대중공업에 집중된 부채를 분산시킬 필요성이 있었다. 이에 따라 현대중공업은 본연의 사업이었던 조선·해양플랜트·엔진 등은 그대로 영위하고, 전기전자 사업, 건설장비 사업, 로봇 사업 등은 인적분할을 통해 각각 현대일렉트릭&에너지시스템, 현대건설기계, 현대로보틱스란 기업을 신설하기로 결정한다.<sup>2)</sup>

현대중공업이 인적분할을 통한 지주회사체제 전환을 발표하면서 대외적으로 내세운 이유는 사업별 전문성 확보를 통한 경쟁력 강화와 기업지배구조의 투명성 제고를 통한 주주 가치 상승 등이었다.<sup>3)</sup> 하지만 내부적으로는 순환출자 금지에 대비하고 지배주주의 낮은 지분 문제를 해결하면서 경영권 강화 및 승계 준비 작업이 필요했다는 점도 크게 작용한 것으로

1) 현대중공업의 역사와 성장과정에 대해서는 김화영(2015)의 논문에 정리되어 있고, 현대중공업의 창업과 발전과정에서 정주영 회장의 역할에 관해서는 김화영, 안연식(2014)의 논문에 상세하게 언급되어 있다.

2) 국내에서의 기업분할은 주로 인적분할과 물적분할로 구분된다. 인적분할은 분할 전 기업의 기존 주주가 지분율대로 분할된 기업의 지분을 소유하게 되는 경우를 말한다. 기업이 인적분할을 하면 법적으로 모두 독립된 기업이 되며, 분할된 기업 중 하나가 존속법인이 되고 나머지는 신설법인이 된다. 국내 기업의 인적분할은 지주회사체제로 전환하기 위한 사전준비 수단인 경우가 많다. 한편, 물적분할은 분할된 신설법인의 지분을 모기업이 전부 보유하는 형태로 분할이 이루어지는 경우를 말한다. 따라서 기존 모기업의 주주들은 물적분할된 자회사 지분을 직접 보유하는 것이 아니라 모기업을 통해 간접 보유하는 형태가 된다. 국내 기업이 물적분할을 하는 동기는 일부 사업부문을 분할하여 매각하거나 기업공개(IPO)하기 위한 사전 조치인 경우가 대부분이다.

3) 기존 해외연구에 따르면 기업이 인적분할을 결정하는 동기는 사업의 전문화, 음(-)의 시너지효과 제거, 비대칭정보의 완화, 주주 부의 채권자 이전, 절세 등이며, 이 가운데 사업의 전문화와 정보비대칭 완화가 유력한 가설로 알려져 있다(Berger and Ofek, 1995; Nanda and Naryanam, 1999; Krishnawami and Subramaniam, 1999).

보인다. 뒤에서 논의 되겠지만, 실제로 지주회사체제 전환 이후 지배주주의 경영권이 강화되었음이 이러한 주장을 입증하고 있다.

우리나라의 지주회사체도는 대기업 집단의 복잡한 순환출자를 해소하기 위한 유인책으로 1999년 2월 공정거래법 개정을 통해 공식적으로 허용되었다. 2003년 3월 재벌 가운데 최초로 LG그룹이 지주회사체제로 전환하면서 지주회사체제에 대한 기업의 관심이 커지기 시작했다. 특히, 2007년 지주회사의 부채비율 상한이 100%에서 200%로 완화되고, 자회사 및 손자회사에 대한 지분을 보유요건이 상장자회사인 경우는 30%에서 20%로, 비상장자회사인 경우는 50%에서 40%로 완화되면서 지주회사로의 전환이 급증하게 되었다. 2007년 총 40개에 불과하던 공정거래법상 지주회사의 수는 2019년 기준으로 173개(10개 금융지주회사 포함)로 증가하였다.<sup>4)</sup>

이에 따라 일부 재벌그룹의 지주회사체제 전환과 관련된 사례연구들이 진행되어 왔다. 예를 들면, 이석영, 유상열(2004)의 LG그룹, 박창욱, 최중범(2008)과 김동운(2010)의 SK그룹, 김동운(2009)의 STX 그룹, 신동훈, 박철순, 진문균(2010)의 신한금융지주 등을 들 수 있다. 하지만 이들 사례연구는 주로 지주회사체제로의 전환 이유와 전환 이전과 이후의 변화를 비교하는 데 초점을 맞추고 있다. 이에 본 연구에서는 현대중공업의 사례를 통해 어떤 과정을 거쳐 지주회사체제로 전환되는지를 살펴보고, 이 과정에서 지배주주의 경영권 강화가 어떻게 이루어지는지 논의해 보고자 한다. 특히, 우리나라의 경우는 대부분 지주회사체제로 전환하는 과정이 상당히 유사한 패턴을 보이고 있다. 뒤에서 구체적으로 논의되겠지만, 인적분할, 자사주의 마법, 현물출자 유상증

자 등의 과정을 거쳐 지주회사체제로 전환하고 그 과정에서 지배주주의 경영권 강화가 이루어진다. 현대중공업그룹도 바로 이런 과정을 거쳐 지주회사체제로 전환했기 때문에 본 연구의 결과는 현대중공업 그룹에 한정된 사례를 넘어 국내 기업의 일반적인 지주회사체제 전환 과정과 지배주주의 경영권 강화 방식을 이해하는 데 도움이 될 것으로 기대된다.

본 사례연구에서 현대중공업그룹의 지주회사체제 전환과 관련해서 구체적으로 논의될 내용은 다음과 같이 요약된다. 첫째, 우리나라 지주회사 요건에 대해 알아보고, 이러한 요건을 맞추기 위해 우리나라에서 주로 활용되는 인적분할과 ‘자사주의 마법’ 그리고 현물출자 유상증자에 대해 살펴본다. 둘째, 현대중공업의 인적분할 과정을 살펴보고, 인적분할 직전과 직후 현대중공업그룹의 소유지배구조에 어떠한 변화가 있었는지 논의한다. 셋째, 현대중공업그룹이 지주회사체제 전환을 위해 구체적으로 지주회사 요건을 어떻게 맞춰 가고, 지배주주의 경영력 강화를 위해 어떤 조치를 취했는지 논의한다. 넷째, 현대중공업그룹이 지주회사체제를 완료한 뒤 소유지배구조가 어떻게 변화했는지 알아보고, 이후 대우조선해양을 M&A하기 위해 지주회사체제를 어떻게 바꾸었는지 살펴본다. 끝으로, 현대중공업그룹의 지주회사체제 전환의 의미를 설명하고, 이러한 지배구조의 변화가 우리나라 대기업 집단과 정책당국에 어떤 시사점을 갖는지 논의하면서 결론을 맺는다.

4) 우리나라에서는 대기업 집단뿐 아니라 규모가 크지 않고 계열사가 많지도 않은 중견기업에서 지주회사로의 전환이 자주 발견되고 있다. 이러한 경우는 순환출자 해소를 목적으로 지주회사체제로 전환되는 것이 아니라, 단지 하나의 회사가 인적분할을 통해 지주회사와 사업회사로 나뉘는 단순한 형태의 지주회사 전환이 자주 나타나고 있는 것이다. 박진우, 이민교(2019)의 연구에서는 이러한 중견기업의 지주회사 전환은 주로 지배주주의 경영권 강화가 목적임을 밝히고 있다.

## II. 우리나라의 인적분할을 통한 지주회사 전환 과정

### 2.1 우리나라의 지주회사 요건

우리나라는 공정거래법에서 지주회사의 설립 요건과 행위제한 요건을 정해 놓고 있다. 먼저 지주회사 설립 요건으로 자산총액 5,000억 원 이상이고 자산총액 중 자회사 지분가액 비중이 50% 이상이어야 한다. 그리고 지주회사 설립일로부터 2년 이내에 다음과 같은 요건을 충족해야지만 지주회사체제로 인정받을 수 있다.

첫째, 지주회사의 부채비율은 200% 이내이어야 한다. 둘째, 지주회사는 자회사, 자회사는 손자회사의 지분을 보유하게 되는데, 상장회사는 20% 이상, 비상장회사는 40% 이상의 지분을 보유해야 한다. 단, 금융지주회사의 경우는 상장회사 30% 이상, 비상장회사 50% 이상 보유해야 한다. 셋째, 증손회사의 지분 보유는 손자회사가 지분 100% 보유 시에만 허용된다. 넷째, 자회사 또는 손자회사 사이의 수평적 지분 보유는 금지된다. 따라서 지주회사체제 내에서는 한 회사의 지분을 여러 회사가 보유할 수 없게 된다. 다섯째, 지주회사체제에서는 엄격한 금산분리가 적용된다. 즉, 일반지주회사체제 내에 금융회사가 포함될 수 없고, 금융지주회사체제 내에 일반산업회사가 포함될 수 없다. 여섯째, 만일 지주회사나 자회사가 국내 비계열회사의 주식을 소유할 경우는 지분율 5%를 초과할 수 없다.

### 2.2 인적분할과 자사주의 마법

우리나라 기업집단의 지주회사체제 전환은 대부분 다른 자회사 지분을 보유하면서 여러 사업부문을 갖고 있는 주력 기업을 인적분할하면서 시작한다. 현대중공업그룹에서 여기에 해당하는 기업이 바로 현대중공업이다. 인적분할은 먼저 이사회에서 분할을 결의하면서 분할계획서에 따라 주주총회일, 분할기일, 재산장일 등 분할관련 일정과 함께 분할비율이 발표된다. 대부분의 인적분할에서는 분할된 회사 중 하나가 분할 전 기업의 법통을 이어 받는 존속법인이 되고 나머지는 신설법인으로 독립하게 된다. 분할비율은 분할 전 회사의 순자산을 분할되는 회사에 각각 얼마만큼씩 배분할지를 정하는 비율이며, 이러한 분할비율에 대해서는 특별한 법적 제약 없이 회사 측이 자유롭게 결정할 수 있다. 이때 기존 회사가 보유하고 있던 자사주는 대부분의 경우 지주회사로 예정된 분할 기업에 배정되어 분할 이후 자회사에 대한 의결권이 부활되면서 자사주 비율만큼 자회사에 대한 지분율이 자동적으로 확보되는 소위 '자사주의 마법'<sup>5)</sup>이 발생하게 된다.

이사회 결의 이후 약 2~4개월 후에 임시주주총회의 승인을 받게 되면, 분할기일 기준으로 개시재무제표가 작성되고 이에 따라 존속회사와 신설회사의 기준가격이 결정된다. 분할 전 기업이 상장회사인 경우(대부분은 이에 해당) 존속회사는 법적으로 분할 전 기업의 법통을 그대로 이어 받으면서 상장회사로 남고, 분할된 신설회사는 신규상장 절차를 밟아 상장회사가 된다. 다만, 이 경우의 신규상장은 최

5) '자사주의 마법'을 좀 더 상세하게 설명하면 다음과 같다. 기업이 보유 중인 자사주는 의결권이 없다. 하지만 기업을 인적분할하면서 이들 자사주를 지주회사로 예정된 분할 기업에 배정하게 되면, 자사주의 의결권이 부활되면서 분할되는 다른 자회사의 지분을 지주회사가 자사주의 지분율만큼 보유할 수 있게 된다. 예를 들어 어느 상장기업이 자사주를 15% 보유한 상태에서 A, B, C 세 기업으로 인적분할하면서 보유하고 있던 자사주를 지주회사로 예정된 A사에 배정하게 되면, A사는 자신의 자사주 15% 뿐 아니라 B사와 C사의 지분 15%를 보유하게 된다. 따라서 지주회사가 될 A사는 자회사가 될 B사와 C사의 지분 15%를 이미 보유했기 때문에 지주회사의 자회사 보유요건(상장회사 20%)의 나머지 지분 5%만 충족하면 된다. 이처럼 자사주를 많이 보유한 기업일수록 지주회사로 전환하는 것이 용이하기 때문에 지주회사체제로 전환할 계획이 있는 기업은 사전에 자사주를 적극적으로 매입하는 경향이 있다.

초기업공개(IPO)보다는 훨씬 간소한 절차를 걸쳐 대부분 별 문제없이 상장회사가 된다. 한편, 기존 주주들에게는 최종 확정된 분할비율에 따라 존속회사와 신설회사의 주식이 배분된다. 예를 들어 발행주식수가 1,000만주인 어느 기업이 A, B, C 세 기업으로 인적분할하면서 분할비율이 각각 0.5 : 0.2 : 0.3이었다면, A, B, C 세 기업의 발행주식수는 각각 500만주, 200만주, 300만주가 된다. 그리고 분할 전 기업의 주식 100주를 보유한 투자자는 A, B, C 세 기업의 주식을 각각 50주, 30주, 20주씩 보유하게 된다. 따라서 분할 후 A, B, C 세 기업에 대한 지분율은 분할 전과 동일하게 유지된다.

이렇게 분할된 상장기업은 분할기일부터 다시 상장될 때까지 1개월 이상 거래가 정지되면서 재상장 준비에 들어간다. 재상장일의 시초가는 이미 정해진 기준가격 대비 50%~200%의 범위에서 결정되고, 이후 당일 거래가격은 시초가에 상한가 및 하한가를 적용한 한도 내에서 결정된다. 이때 주가는 기업의 순자산 가치보다는 미래 이익에 대한 기대가 더 많이 반영되어 결정되므로 재상장 첫 날 결정되는 주가는 순자산 가치만으로 결정된 기준가격과 크게 괴리를 보이는 것이 일반적이다. 즉, 자회사 지분 보유를 주목적으로 하는 지주회사의 경우에는 기준가격 대비 시초가가 낮게 형성되고, 실제 사업을 영위하는 사업회사의 시초가는 미래 사업가치에 대한 기대가 반영되면서 시초가가 기준가격보다 높게 형성되어 시작하는 것이 일반적이다.

### 2.3 지주회사 요건 충족 및 대주주의 지배권 확보

지주회사 요건 가운데 가장 중요하고 충족하기 어

려운 부분이 지주회사의 자회사 지분 확보이다. 앞서 언급한 바와 같이 일반지주회사는 상장자회사의 지분 20% 이상, 비상장자회사의 지분 40% 이상을 보유해야 한다. 위에서 설명한대로 ‘자사주의 마법’을 통해 지주회사가 분할된 자회사의 지분을 어느 정도는 확보할 수 있지만, 지분을 요건에 못 미치는 경우가 많고 확실한 경영권 확보를 위해서는 지주회사가 최소 요건 이상의 자회사 지분을 갖고 있어야 한다. 그리고 대주주의 입장에서는 자회사 지분을 충분히 보유한 지주회사를 확실하게 지배할 수 있는 지분을 확보하는 것이 매우 중요한 문제이다. 이러한 두 가지 중요한 문제를 한꺼번에 해결할 수 있는 방법이 지주회사가 자회사 주주를 대상으로 현물출자 유상증자를 실시하는 것이다.

현물출자 유상증자란 신주를 발행하면서 그 대가로 현금 대신에 현물로 받는 것을 말한다. 여기서는 지주회사가 분할된 자회사의 주주를 대상으로 신주를 발행하면서 그 대가로 자회사 주식을 받는 것이다. 간단히 표현하면 지주회사 주식과 자회사 주식을 교환하는 것과 같다. 물론 이러한 유상증자에 응할지 여부는 자회사 주주의 자발적인 결정에 따르는 것이지만, 인적분할을 통해 지주회사 지분 뿐 아니라 자회사 지분도 보유하게 된 대주주의 경우는 현물출자 유상증자에 적극적으로 응하게 된다. 왜냐하면, 기업집단 전체에 대한 지배력을 확보하는 것이 중요한 대주주에게 자회사는 지주회사를 통해 지배하면 되기 때문에 자회사 지분을 포기하는 대신 지주회사 지분을 많이 확보하는 게 중요하다.<sup>6)</sup>

이러한 현물출자 유상증자를 통해 지주회사는 원하는 만큼의 자회사 지분을 확보할 수 있게 되고, 현물출자 유상증자에 주로 대주주가 참여하게 되면 대

6) 이때 지주회사의 현물출자 유상증자에 응하는 대주주의 입장에서는 지주회사의 주가가 하락하고 자회사의 주가는 상승하는 것이 바람직하다. 왜냐하면 대주주가 자회사 주식을 포기한 대가로 받을 수 있는 지주회사 주식수가 증가하기 때문이다. 또한, 실제로 청약이 이루어지는 기간에도 지주회사의 주가는 낮고 자회사의 주가는 높게 유지되는 것이 대주주에게 유리하다. 그래야만 현물출자 유상증자에 참여하는 일반주주가 적어서 대주주가 지주회사 지분을 최대한 확보할 수 있기 때문이다. 실제로 박진우, 이민교(2019)의 연구에서는 지주회사와 자회사의 주가가 이러한 방향으로 움직이는 것을 보여주고 있다.

주주는 지주회사의 지분을 늘릴 수 있게 된다. 즉, 지주회사 요건 충족과 대주주의 지배권 확보라는 두 가지 목적을 동시에 달성하여 대주주 → 지주회사 → 자회사로 이어지는 소유지배구조를 확립되는 것이다. 실제로 우리나라에서 이루어진 지주회사체제 전환 사례의 대부분이 인적분할, 자사주의 마법, 현물 출자 유상증자 등을 활용하였고, 현대중공업도 예외는 아니었다. 따라서 본 연구에서는 현대중공업 사례를 통해 이러한 과정들이 어떻게 진행되었는지 보다 구체적으로 살펴보고자 한다.

### III. 현대중공업의 인적분할과 지배구조 변화

#### 3.1 현대중공업의 인적분할

현대중공업은 2016년 11월 15일 이사회 결의를 통해 인적분할을 발표한다. 현대중공업은 존속법인으로 조선·해양플랜트·엔진 등의 사업을 계속하고, 분할 신설되는 현대일렉트릭&에너지시스템(이하 현대일렉트릭)은 전기전자 사업, 현대건설기계는 건설장비 사업, 현대로보틱스는 로봇 사업 등을 영위하기로 한다.<sup>7)</sup> 분할비율은 존속법인인 현대중공업 74.6%, 나머지 신설법인인 현대로보틱스 15.8%, 현대일렉트릭 4.9%, 현대건설기계 4.7%로 결정한다. 이 가운데 현대로보틱스는 사업형 지주회사로서 (구)현대중공업의 알짜 비상장 계열회사인 현대오일뱅크의 지분 91.1%와 현대오일뱅크가 가진 차입금 2조원을 넘겨 받는다.<sup>8)</sup> 그리고 중요한 것은 현대로보틱스가 지주회사로서 현대중공업의 자사주 13.4%

를 확보하여 앞서 배운 '자사주의 마법'에 활용하게 된다. 다만, 인적분할을 통해 지주회사로 전환하는 경우에는 지주회사가 존속법인이 되고 사업자회사가 신설법인이 되는 것이 일반적이나, 신설법인인 현대로보틱스가 지주회사가 된 점은 특이한 경우라고 할 수 있다.

이러한 이사회의 인적분할 결의 내용은 2017년 2월 27일 소집된 임시주주총회에서 66.0%의 참석에 97.6%의 찬성으로 승인을 받게 된다. 현대중공업 주가가 이사회의 인적분할 결정 익일 4.9% 상승했고, 주주총회 당일 및 익일 각각 3.8%, 7.0% 상승한 것으로 미루어 볼 때, 시장에서는 현대중공업의 인적분할을 통한 지주회사체제 전환을 긍정적으로 받아 들였다. 따라서 주가가 상승하고 인적분할을 통해 분할된 기업의 주식을 기존 보유 지분만큼 받을 수 있는 주주들 입장에서도 반대할 이유가 없었던 것이다. 이에 따라 (구)현대중공업은 2017년 4월 1일을 분할기일로 하여 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등 4개 회사로 분할된다. 그리고 5월 10일 존속법인인 (신)현대중공업은 상장회사였던 (구)현대중공업의 범통을 이어 받아 한국거래소에 재상장되고, 신규법인인 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계는 한국거래소에 신규상장되었다.

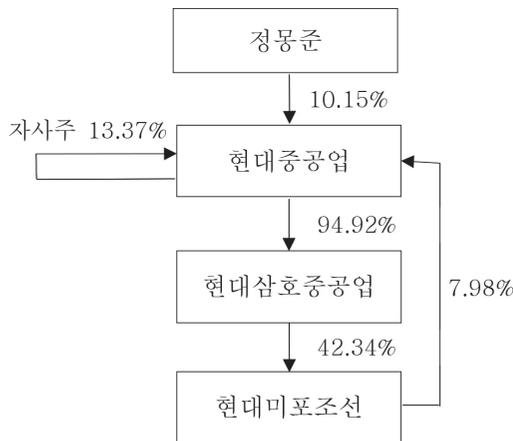
#### 3.2 인적분할 전후의 현대중공업그룹 지배구조

인적분할 직전의 현대중공업그룹 지배구조는 일반적인 재벌그룹의 경우처럼 순환출자 구조를 갖고 있었다. 순환출자란 한 그룹 안에서 A기업이 B기업에, B기업이 C기업에, C기업은 A기업에 다시 출자하는 식으로 그룹 계열사끼리 돌려가며 자본을 늘리는 것

7) 기존의 현대중공업이 분할하여 그 중 일부가 현대중공업으로 남은 것이므로 동일한 사명이라도 두 기업을 구별하여 사용할 필요가 있어 본 논문에서는 혼선을 피하기 위해 분할 전 기업은 (구)현대중공업, 분할 후 기업은 (신)현대중공업으로 지칭한다.

8) 지주회사는 지배를 목적으로 다른 회사의 지분을 소유하는 것을 유일한 목적으로 하는 순수지주회사와 자체 사업도 수행하는 사업지주회사로 구분된다. 현대로보틱스의 경우는 로봇 사업 등을 영위하기 때문에 사업지주회사로 분류된다.

을 말한다. 지배주주가 적은 지분으로 여러 계열회사를 지배하기 위한 우리나라 재벌의 전형적인 소유 지배구조 형태이다. 즉, 현대중공업그룹은 주요 기업 간에 <그림 1>과 같이 “현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선 → 현대중공업”으로 이어지는 순환출자 구조를 갖고 있었다. 여기에서 주력 회사인 현대중공업 지분을 지배주주인 정몽준 이사장이 10.15%를 보유하여 그룹 전체를 지배하는 형태였다. 순환출자 구조이고 현대아산재단 등이 보유한 우호지분이 있기는 하지만, 정 이사장은 10.15%의 지분만으로 현대중공업그룹의 경영권이 확고하다고 할 수 없는 상황이었다. 한편, 현대중공업은 자사주로 13.37%를 보유하여, 이것이 ‘자사주의 마법’을 통해 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하는 데 큰 역할을 하게 된다.



<그림 1> 인적분할 직전 현대중공업그룹의 소유지배구조

인적분할 직후의 현대중공업그룹 지배구조는 <그림 2>와 같이 상당히 복잡한 구조를 바뀌게 된다. 우선 지주회사로 결정된 현대로보틱스가 (구)현대중공업이 갖고 있던 자사주 13.37%를 가져가면서 앞서 설명한 ‘자사주의 마법’을 통해 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계를 각각 13.37%씩 보유하게 되

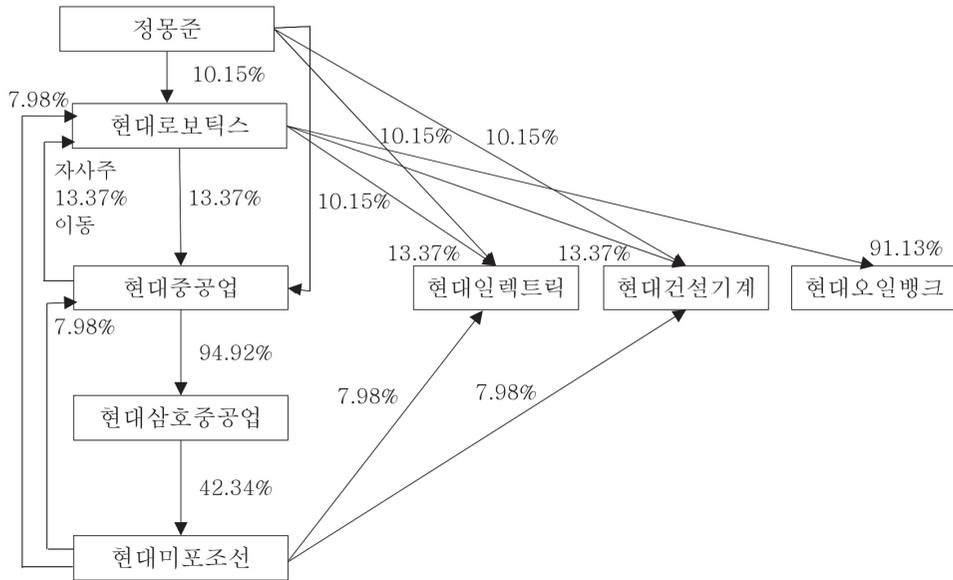
었고, (구)현대중공업이 보유했던 현대오일뱅크 지분 91.13%도 지주회사인 현대로보틱스가 가져와 자회사로 편입하였다. 그리고 인적분할 직전 현대중공업이 보유했던 현대삼호중공업 지분 94.92%와 현대삼호중공업이 보유했던 현대미포조선 지분 42.34%는 인적분할 직후에도 변동이 없으나, 현대미포조선이 보유했던 현대중공업 지분 7.98%는 인적분할 직후 복잡하게 얽히게 된다. 즉, 현대미포조선은 (구)현대중공업이 인적분할하면서 생긴 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 각각 7.98%씩 보유하게 된 것이다.

한편, 지배주주로서 (구)현대중공업의 지분 10.15%를 보유했던 정몽준 이사장은 인적분할로 인해 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 각각 10.15%씩 보유하게 된 것이다. 이제 남은 과제는 인적분할로 복잡하게 얽힌 지분관계를 정리하여 원래 의도대로 현대중공업그룹을 지주회사체제로 만드는 일이다. 즉, 현대로보틱스를 지주회사로 만들고, 그 밑에 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계, 현대오일뱅크 등을 자회사로 편입하며, (신)현대중공업 밑에 현대삼호중공업을 놓고 다시 그 밑에 현대미포조선이 들어가서 각각 지주회사의 손자회사와 증손회사로 편입하는 작업이 필요했던 것이다. 그리고 지배주주 입장에서는 더욱 중요한 과제로서 이렇게 완성된 지주회사의 지분을 최대한 확보하여 그룹 전체에 대한 지배력을 높이는 일이 남아 있었다.

#### IV. 지주회사체제 성립요건 충족을 위한 조치

##### 4.1 지주회사의 자회사 지분 확보 및 지배주주의 지주회사 지배력 강화

현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 위해



〈그림 2〉 인적분할 직후 현대중공업그룹의 소유지배구조

충족해야 할 요건 중 급선무는 지주회사인 현대로보틱스가 상장자회사 지분 20% 이상, 비상장자회사 지분 40% 이상을 확보하는 것이었다. 앞서 〈그림 2〉에서 보듯이 비상장자회사인 현대오일뱅크는 충분한 지분을 보유하고 있지만, 인적분할된 자회사인 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계의 지분은 '자사주의 마법'을 통해 각각 확보한 13.37%씩의 지분만 있는 상태였다. 이들 기업이 모두 상장회사이므로 각각 7% 이상의 지분을 추가로 확보해야 하는 상황이었다. 한편, 지배주주인 정몽준 이사장 입장에서는 각각 10.15%씩의 지분을 보유한 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 중에서 지주회사인 현대로보틱스의 지분을 확대하는 것이 시급하고 나머지 3개 자회사를 지주회사를 통해 지배하면 되기 때문에 굳이 지분을 갖고 있을 필요가 없는 상황이었다.

이미 앞서 언급한 바와 같이 지주회사가 자회사의 지분을 확대하고 동시에 지배주주가 지주회사의 지분을 늘리는 방법은 지주회사의 현물출자 유상증자

이다. 당연히 현대중공업그룹도 이 방법을 사용하여 두 가지 문제를 동시에 해결하게 된다. 2017년 6월 12일 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업(820만주), 현대일렉트릭(53만주), 현대건설기계(52만주) 주식을 현물출자 받아 그 대가로 현대로보틱스의 신주(438만 2,817주)를 발행하여 배정하는 방식의 일반공모 유상증자를 발표한다. 예상대로 정 이사장은 자신이 보유한 3개 자회사 지분(각각 10.15%) 모두를 현대로보틱스의 현물출자 유상증자에 응하고, 대부분의 일반주주들은 이에 응하지 않았다. 이에 따라 현대일렉트릭과 현대건설기계는 청약율이 100%를 하회하면서 정 이사장의 보유 주식 전량이 현대로보틱스 주식과 교환되었다. 다만, (신)현대중공업은 청약율이 103.2%가 되어 정 이사장이 보유한 (신)현대중공업 지분 중 9.83%만 현대로보틱스 주식과 교환되고 나머지 지분 0.32%는 정 이사장이 계속 보유하게 되었다.

이러한 결과로 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분율을 각

각 24.13%, 27.84%, 27.64%로 늘려서 지주회사의 상장자회사 지분 보유 요건인 20%를 넘길 수 있었다. 또한, 그 결과로 지배주주인 정 이사장의 현대로보틱스 지분율이 기존 10.15%에서 25.80%로 확대되어 지주회사에 대한 지배력이 확대되었다. 이때 지주회사인 현대로보틱스가 보유한 자사주 13.37%는 의결권이 제한된다는 점을 감안하면, 지배주주인 정 이사장이 지주회사에 대해 실제 행사할 수 있는 의결권 비율은 자사주 지분을 제외한 96.63% (=100%-13.37%) 중에서 25.80%의 비율인 29.78% (=25.80%×96.63%)가 된 것이다. 결과적으로 정 이사장은 지주회사인 현대로보틱스를 통해 자회사 및 손자회사 등을 지배하며 현대중공업그룹 전체에 대한 지배력을 갖게 된 것이다.

#### 4.2 현대미포조선이 보유한 지주회사와 자회사의 지분 처분

새로 구성된 현대중공업그룹의 지주회사체제에 따르면 현대미포조선은 (신)현대중공업이 지분을 보유한 현대삼호중공업 밑에 위치하게 되어 지주회사의 증손회사가 되는 구조이다. 그런데 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 이전에는 순환출자 구조 하에서 현대미포조선이 (구)현대중공업 지분 7.98%를 보유했기 때문에 (구)현대중공업이 인적분할을 하면서 현대미포조선은 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 모두 7.98%씩 보유하게 된 것이다. 지주회사체제가 되려면 한 회사의 지분을 여러 회사가 보유할 수 없고, 특히 위에서 밑으로 내려오는 수직적 지분 구조를 가져야 하는데, 현대미포조선의 경우는 증손회사가 지주회사와 자회사들의 지분을 보유한 상황이 된 것이다. 따

라서 현대중공업그룹이 지주회사체제로 가기 위해서는 현대미포조선이 보유한 다른 현대중공업그룹 기업의 지분을 처분해야만 했다.

우선 증손회사인 현대미포조선이 보유한 지주회사 현대로보틱스 지분 7.98%는 지주회사 요건에 어긋나므로 분할기일로부터 6개월 내에 지분 전량을 매각해야 했다. 따라서 2017년 6월 현대미포조선은 현대로보틱스의 지분 전량을 시간외 대량매매(블록딜)로 기관투자자에게 3,503억원에 처분했다.<sup>9)</sup> 그리고 현대미포조선이 보유한 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등의 지분은 분할기일로부터 2년 이내에 처분해야 했다. 2017년 8월 현대미포조선은 각각 7.98%씩 보유하고 있던 현대일렉트릭과 현대건설기계 지분 전량을 각각 1,040억원과 895억원에 지주회사인 현대로보틱스에 넘긴다. 이때 현대로보틱스가 이들 지분을 매입하기 위해 지불한 비용은 91.13%의 지분을 보유한 현대오일뱅크의 중간배당금으로 충당한 것으로 알려져 있다. 그리고 2017년 10월 현대미포조선은 (신)현대중공업 지분 7.98% 중 3.19%를 블록딜을 통해 기관투자자에게 2,540억원에 매각하고, 남은 지분은 유상증자 불참에 이어서 2018년 8월 지주회사에게 전량 블록딜을 통해 3,183억원에 매도함으로써 지분 문제를 모두 해결하였다.

#### 4.3 금융회사 지분 처분 및 증손회사 지분율 문제 해결

우리나라에서는 금산분리 원칙에 따라 일반지주회사체제 내에 금융회사를 둘 수 없다. 따라서 현대미포조선이 보유한 하이투자증권 지분 85.3%를 분할기일로부터 2년 이내에 처분해야 했다. 2017년 11월 현대미포조선은 하이투자증권 지분 전체를 DGB

9) 우리나라에서 흔히 블록딜(block deal)로 불리는 시간외 대량매매는 주식을 대량으로 매도할 필요가 있을 때, 사전에 인수할 매수자를 구해 주식시장에 영향을 미치지 않도록 장이 끝난 이후에 하는 대규모 거래를 가리킨다. 일반적으로 블록딜은 시장가격의 3~5% 정도 할인한 가격으로 매매가 이루어진다.

금융지주에 4,700억원에 매각하기 결정했으나, 인수자인 DGB금융지주의 내부 문제로 금융위원회의 승인이 지연되다가 2018년 9월 최종 승인 결정이 나서 매각이 완료되었다.

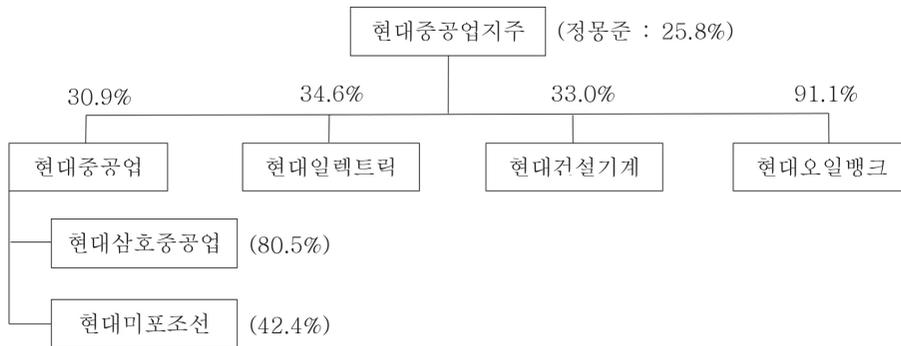
이렇게 증손회사인 현대미포조선이 보유한 지분을 모두 처분하여 지분 관련 문제는 해결하였지만, 여전히 남은 문제가 하나 더 있었다. 앞서 언급한 바와 같이 우리나라에서는 증손회사의 지분 보유는 손자회사가 지분 100% 보유 시에만 허용되고 있다. 그런데 손자회사인 현대삼호중공업은 증손회사인 현대미포조선의 지분 42.34%만 보유했기 때문에 100% 보유 요건을 충족하지 못하고 있었다. 비상장회사인 현대삼호중공업이 상장회사인 현대미포조선의 나머지 지분 57.64%를 모두 사들여 자진상장폐지하여 지분을 100% 보유하는 방법이 있으나, 엄청난 자금이 소요되고 시장에서 지분을 공개매수하는 일이 쉽지 않기 때문에 실행하기 어려운 상황이었다. 대안으로 현대미포조선을 매각하여 증손회사에서 제외하는 방법이 있으나, 현대중공업그룹 내에서 현대미포조선의 전략적 가치를 고려할 때 이 또한 채택하기 어려운 상황이었다. 결국 묘안으로 채택한 방법은 현대삼호중공업의 분할과 합병이었다. 2018년 9월 현대삼호중공업을 투자회사와 사업회사로 0.35

: 0.65 비율로 분할한 다음, 현대미포조선의 지분을 보유한 투자회사를 (신)현대중공업이 1 : 0.505 비율로 흡수합병하기로 한 것이다. 그 결과, 현대미포조선은 증손회사를 벗어나 현대삼호중공업의 사업회사와 함께 (신)현대중공업의 자회사이면서 지주회사의 손자회사로 편입되면서 문제가 해결되었다.

## V. 지주회사체제 전환 이후의 변화

### 5.1 현대중공업그룹의 지주회사체제

2016년 11월 현대중공업의 인적분할 발표 이후 약 2년에 걸친 지주회사체제로의 전환 작업 끝에 2018년 9월 현대중공업그룹은 <그림 3>에서 보는 바와 같은 소유지배구조를 갖추게 되었다. 지주회사인 현대중공업지주가 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등의 자회사 지분을 '자사주의 마법', 현물출자 유상증자, 현대미포조선 보유 지분 매입 등을 통해 모두 30% 이상 확보하였고, 그 밖에 주요 비상장회사인 현대오일뱅크 지분을 90% 이상 보유하는 형태를 갖추게 된 것이다.<sup>10)</sup> 그리고 상장회사



<그림 3> 지주회사체제 완성 직후 현대중공업그룹의 소유지배구조

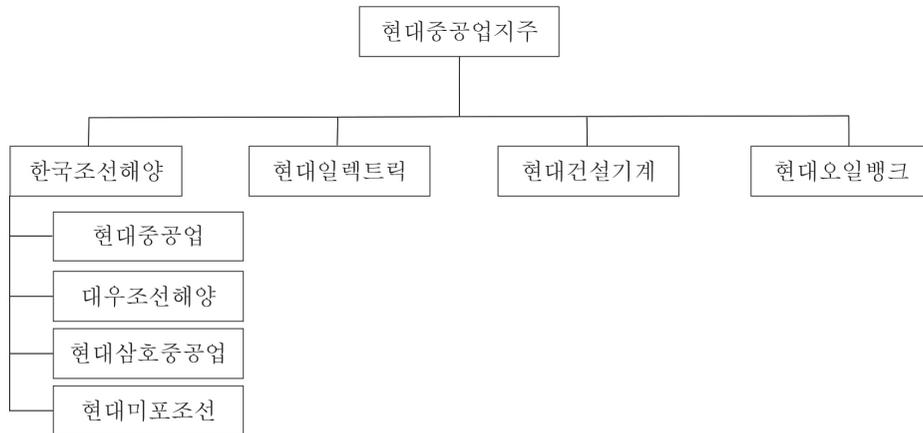
10) 인적분할 직후 지주회사였던 현대로보틱스가 2018년 3월 30일 정기주주총회에서 회사명을 현대중공업지주로 변경하였다.

인 현대미포조선과 비상장회사인 현대삼호중공업은 (신)현대중공업 밑에 손자회사로 편입된 것이다.<sup>11)</sup>

한편, 이렇게 지주회사체제를 갖춘 현대중공업그룹에서 지배주주인 정몽준 이사장은 지주회사인 현대중공업지주의 지분 25.80%를 보유함으로써 그룹 전체를 지배하게 된 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 현대중공업지주가 보유한 자사주 지분을 제외하면 정 이사장의 의결권 지분율은 약 30%이고, 그 밖에 정 이사장의 장남, 현대아산재단 등이 보유한 우호 지분까지 합하면 지주회사에 대한 정 이사장의 영향력은 거의 38%에 달하는 것으로 알려져 있다.<sup>12)</sup> 지주회사체제 전환 이전에 정 이사장이 (구)현대중공업 지분 10.15%를 보유하고 우호지분을 합하더라도 약 15% 정도였던 것을 감안하면 지주회사체제로 전환하면서 그룹 전체에 대한 정 이사장의 지배력이 크게 강화된 것을 알 수 있다.

## 5.2 지주회사체제 전환 이후의 변화

현대중공업그룹이 지주회사체제를 갖춘 이후 사업 구조에 몇 가지 중요한 변화가 발생한다. 우선 현대중공업그룹 내의 알짜 비상장회사이면서 지주회사가 90% 이상의 지분을 보유한 현대오일뱅크를 2018년에 기업공개(IPO)하려고 시도했으나, 국제유가가 불안정하고 정유회사의 정제마진이 하락하는 등 시장 여건이 어려워지자 일단 IPO를 포기한다. 대신 2019년 초에 현대오일뱅크 지분 17.0%를 사우디아라비아에 약 1.4조원에 매각하여 현금을 확보하고, 시장 여건이 나아지는 대로 현대오일뱅크의 IPO를 계속 추진하기로 한다. 하지만 COVID19로 정유산업 자체가 위기에 처하면서 IPO가 계속 미뤄지고 있다. 한편, 2019년 12월 현대중공업지주는 로봇 사업을 물적분할하여 100% 자회사인 현대로보틱스를 신설하고 현대중공업지주를 순수지주회사로 전환



〈그림 4〉 대우조선해양 인수 이후 현대중공업그룹의 소유지배구조

11) 현대중공업그룹에는 〈그림 3〉에 언급된 기업 외에도 더 많은 기업이 있으나, 본 연구에서는 그룹 내 주요 기업만을 다루고 있다.  
 12) 2018년 3월 정몽준 이사장의 장남인 정기선 부사장이 KCC가 보유 중인 현대로보틱스 주식 83만 1천주(지분율 5.1%)를 블록딜을 통해 3,540억원에 매입하였다. 이러한 매입자금 중 약 3,000억원은 정 이사장에게 증여를 받고, 나머지 500억원은 현대로보틱스 주식을 담보로 대출을 받아 조달한 것으로 알려져 있다. 이를 계기로 시장에서는 현대중공업그룹의 경영권 승계가 시작된 것으로 해석하고 있다.

한다. 앞서 언급한 바와 같이 2017년 인적분할 당시에는 신설법인으로 로봇 사업을 영위하는 현대로보틱스가 사업지주회사의 역할을 했었다. 그러다가 2018년 3월 현대로보틱스의 회사명을 현대중공업지주로 바꾼 것인데, 2019년 12월 현대중공업지주 내에 사업부문으로 있던 로봇 사업을 물적분할을 통해 다시 현대로보틱스라는 자회사를 신설한 것이다.<sup>13)</sup> 비로소 현대중공업지주는 자체 사업없이 다른 회사의 지분을 보유하는 것을 유일한 목적으로 하는 순수지주회사가 된 것이다.

현대중공업그룹의 지주회사체제 전환 이후 가장 중대한 변화가 2019년 3월 10일 산업은행과 대우조선해양을 인수하는 계약을 체결하면서 발생한다. 대우조선해양은 현대중공업에 이어 우리나라 2위 조선회사이면서 3위인 삼성중공업과 함께 트로이카를 형성하며 세계 조선산업을 주도하는 기업이다. IMF 외환위기 직후 대우중공업의 구조조정 과정에서 2000년 분할되어 신설된 기업으로 오랜 동안 산업은행이 대주주로서 상당한 지분을 보유하고 있다. 그 동안 산업은행은 기회가 있을 때마다 대우조선해양의 매각을 시도했고, 실제로 2008년 한화그룹은 대우조선해양을 산업은행으로부터 6조 3,000억원에 인수하기로 계약을 했었다. 하지만 바로 글로벌금융위기가 터지자 이런 저런 이유로 인수가 무산되고, 이때 예치한 3,150억원의 계약이행 보증금을 놓고 한화측과 산업은행은 10년여에 걸친 소송 끝에 약 절반 정도를 돌려주는 것으로 판결이 난 바 있다.

현대중공업그룹의 대우조선해양 인수는 다소 특이한 방식으로 이루어졌다. 구체적으로 보면, 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%를 전량 현

물출자하여 현대중공업과 함께 중간지주회사 형태의 조선통합법인(현, 한국조선해양)을 설립하고, 산업은행은 이 통합법인의 보통주 지분 7.9%와 1.25%의 우선주를 받는 지분교환 방식인 것이다. 이러한 인수방식으로 인해 현대중공업그룹의 지배구조 변화가 불가피하게 되었다. 이에 따라 2019년 6월 3일 (신)현대중공업을 투자회사인 한국조선해양과 사업회사인 현대중공업으로 분할하면서, 한국조선해양을 존속법인으로 하고 사업회사로 분할된 현대중공업은 신설법인으로서 한국조선해양의 100% 자회사로 편입되어 기존의 (신)현대중공업이 했던 조선, 해양플랜트 등의 사업을 계속하게 된 것이다.<sup>14)</sup> 따라서 존속법인인 한국조선해양은 사업회사로 분할된 현대중공업 지분 100% 뿐 아니라 기존의 (신)현대중공업이 보유하고 있던 현대미포조선과 현대삼호중공업의 지분을 그대로 승계 받았고, 또한 산업은행이 현물출자한 대우조선해양의 지분을 보유하게 된 것이다. 따라서 <그림 4>에서 보는 바와 같이, 한국조선해양은 지주회사인 현대중공업지주 밑에 위치하면서 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등의 조선회사들을 지배하는 중간지주회사 역할을 맡게 된 것이다.<sup>15)</sup> 다만, 현대중공업과 대우조선해양은 동종 업종의 기업 간 M&A란 점에서 EU, 일본, 중국 등 여러 국가에서 기업결합심사를 받아야만 하는데, 여러 가지 장애가 있어 오랜 시간이 걸릴 것으로 예상되고 있다.

13) 물적분할에 관해서는 앞서 각주 2)에서 상세하게 설명했으니 참조해 주시기 바란다.

14) 한국조선해양은 존속회사로서 상장회사였던 (신)현대중공업의 법통을 이어 받아 상장회사가 되었고, 사업회사로 분할된 현대중공업은 한국조선해양의 100% 자회사로 편입되었기 때문에 비상장회사가 되었다. 따라서 상장회사 주가시세 사이트에서 현대중공업의 주가는 더 이상 찾을 수 없고, 한국조선해양의 주가를 찾으면 (신)현대중공업의 주가는 물론이고 1999년 처음 상장했던 (구)현대중공업의 주가까지 알 수 있다. 즉, 법적인 지위는 '(구)현대중공업 → (신)현대중공업 → 한국조선해양'으로 이어져 온 것이다.

15) 대우조선해양과의 M&A가 현재 진행 중이므로 <그림 4>에서는 기업간 보유지분을 표기하지 않고 있다.

## VI. 결론

본 사례연구에서는 세계적 조선회사인 현대중공업이 2016년 말부터 2019년 말까지 3년 동안에 걸쳐 인적분할을 통해 사업을 분할하고 지주회사체제로 그룹의 지배구조를 전환하는 과정을 분석하고 있다. 구체적으로 현대중공업이 인적분할을 통해 사업을 분할한 과정, 지주회사체제 성립요건을 충족하기 위해 취한 조치, 지주회사체제 전환 이전과 이후의 지배구조의 변화, 그리고 대우조선해양 M&A와 관련된 지주회사체제 변화 등을 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

현대중공업은 2016년 11월 15일 이사회 결의를 통해 인적분할을 발표한다. 현대중공업은 존속법인으로 조선·해양플랜트·엔진 등의 사업을 계속하고, 분할 신설되는 현대일렉트릭은 전기전자 사업, 현대건설기계는 건설장비 사업, 현대로보틱스는 로봇 사업 등을 영위하기로 한다. 분할비용은 존속법인인 현대중공업 74.6%, 나머지 신설법인인 현대로보틱스 15.8%, 현대일렉트릭 4.9%, 현대건설기계 4.7%로 결정한다. 이 가운데 현대로보틱스는 사업형 지주회사로서 (구)현대중공업의 자사주 지분 13.4%를 받아 '자사주의 마법'을 통한 자회사 지분 확보에 활용하고, 비상장회사인 현대오일뱅크 지분 91.1%를 넘겨받는다. 이러한 이사회의 인적분할 결의 내용은 2017년 2월 27일 소집된 임시주주총회에서 66.0%의 참석에 97.6%의 찬성으로 승인을 받아서, (구)현대중공업은 2017년 4월 1일을 분할 기일로 하여 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등 4개 회사로 분할된다.

현대중공업그룹은 인적분할 이전에는 “현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선 → 현대중공업”으로 이어지는 순환출자 구조를 갖고 있었다. 이러한 지배구조를 인적분할 이후 현대로보틱스를 지주회사

로 하고 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계, 현대오일뱅크 등을 자회사로 하며 그리고 (신)현대중공업 밑에 현대삼호중공업과 현대미포조선을 손자회사로 하는 지주회사체제로 전환하는 과정을 거치게 된다. 한편, 지배주주인 정몽준 이사장이 지주회사인 현대로보틱스의 지분을 최대한 확보하여 그룹 전체에 대한 지배력을 높이는 문제도 해결해야 할 중요한 과제가 된다.

지주회사가 자회사의 지분을 확대하고 동시에 지배주주가 지주회사의 지분을 늘리는 방법으로 현대중공업그룹도 이미 지주회사체제로 전환한 다른 대기업 집단과 마찬가지로 지주회사의 현물출자 유상증자를 활용한다. 2017년 6월 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 주식을 현물출자 받아 그 대가로 현대로보틱스의 신주를 발행하여 배정하는 방식의 일반공모 유상증자를 실시한다. 예정대로 정 이사장은 자신이 보유한 3개 자회사 지분 모두를 현대로보틱스의 현물출자 유상증자에 응하고, 대부분의 일반주주들은 이에 응하지 않게 된다. 그 결과, 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분율을 각각 24.13%, 27.84%, 27.64%로 늘려 지주회사의 상장자회사 지분 보유 요건인 20%를 넘길 수 있었고, 지배주주인 정 이사장의 현대로보틱스 지분율이 기존 10.15%에서 25.80%로 확대되어 지주회사에 대한 지배력이 강화되었다.

이렇게 해서 일단 지주회사의 자회사 지분 확대와 지배주주의 충분한 지주회사 지분 확보는 이루어졌으나, 과거 순환출자 구조에서 (구)현대중공업 지분 7.98%를 갖고 있던 현대미포조선이 인적분할로 인해 계속 보유하게 된 지주회사 및 자회사들 지분을 처분하는 문제가 남아 있었다. 결국 현대미포조선은 지주회사 및 자회사들 지분 7.98%를 블록딜 방식으로 기관투자자에게 매각하거나 지주회사인 현대로보틱스에 넘겨 약 2년에 걸쳐 모든 지분을 처분하여 지주회사

체제 요건을 충족하게 된다. 또한, 현대미포조선은 금산분리 원칙에 따라 보유하고 있던 하이투자증권 지분 85.3%를 우여곡절 끝에 2018년 9월 DGB금융지주에 매각하게 된다. 한편, 과거 순환출자 구조에서 현대삼호중공업이 현대미포조선의 지분 42.34%를 보유함으로써 새로운 지주회사체제에서 손자회사인 현대삼호중공업이 증손회사인 현대미포조선의 지분을 계속 42.34%를 보유하는 것이 문제가 되었다. 왜냐하면 우리나라 지주회사 요건에서는 증손회사는 지분을 100% 보유하는 경우에만 인정하고 있기 때문이다. 이 문제를 해결하기 위해 2018년 9월 현대삼호중공업을 투자회사와 사업회사로 0.35 : 0.65 비율로 분할하고, 현대미포조선의 지분을 보유한 투자회사를 (신)현대중공업이 1 : 0.505 비율로 흡수합병하였다. 그 결과, 현대미포조선은 증손회사를 벗어나 현대삼호중공업의 사업회사와 함께 (신)현대중공업의 자회사이면서 지주회사의 손자회사로 편입되었다.

이러한 복잡한 과정을 거쳐 2016년 말 인적분할 발표로 시작된 현대중공업그룹의 지주회사체제 전환은 2018년 말 드디어 모든 요건을 충족하는 지주회사체제가 완성된다. 즉, 현대중공업지주(구, 현대로보틱스)를 지주회사로 하고, (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계, 현대오일뱅크 등을 자회사로 하며, (신)현대중공업 밑에 현대삼호중공업과 현대미포조선을 손자회사로 하는 지주회사체제가 완성된 것이다. 하지만 2019년 3월 10일 산업은행과 대우조선해양을 인수하는 계약을 체결하면서 지주회사체제의 변화가 불가피해졌다. 왜냐하면 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%를 전량 현물출자하여 현대중공업과 함께 중간지주회사 형태의 조선통합법인(현, 한국조선해양)을 설립하고, 산업은행은 이 통합법인의 보통주 지분 7.9%와 1.25조원의 우선주를 받는 지분교환 방식을 취했기 때문이다. 이에 따라 2019년 6월 3일 (신)현대중공업을 투자회사인 한국조선해양과 사업회사인 현대중공업으로 분할하면

서, 한국조선해양이 존속법인이 되고 사업회사로 분할된 현대중공업은 신설법인으로서 한국조선해양의 100% 자회사로 편입된 것이다. 따라서 새로운 지주회사체제에서 한국조선해양은 지주회사인 현대중공업지주 밑에 위치하면서 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등의 조선회사들을 지배하는 중간지주회사 역할을 맡게 된 것이다.

우리나라가 1999년 지주회사제도를 허용한 본래의 목적은 복잡한 순환출자 구조를 지주회사-자회사-손자회사로 단순화시켜 지배구조를 투명하게 하기 위해서였다. 이후 실제로 많은 대기업 집단이 순환출자 구조를 끊고 지주회사체제로 전환하여 소기의 목적을 달성했다고 할 수 있다.<sup>16)</sup> 하지만 지주회사체제로 전환하는 과정에서 지배주주의 그룹 전체에 대한 지배력이 강화되는 점도 간과할 수 없다. 현대중공업그룹의 경우도 지주회사체제 전환 이전에 정몽준 이사장의 (구)현대중공업 지분율이 10.15%였으나, 지주회사체제 전환 이후에는 지주회사인 현대중공업지주의 지분율이 30%에 육박하고 우호지분을 합하면 약 38%에 달하게 되어 그룹 전체에 대한 지배력이 크게 강화되었다. 2003년 외국계 소비펀드가 당시 SK그룹의 지주회사 격이었던 SK(주)에 대한 심각한 경영권 위협이 있고 난 이후, SK그룹이 서둘러 본격적인 지주회사체제로의 전환을 추진한 점도 경영권 강화와 무관하지 않다(박창욱, 최종범, 2008). 특히, 계열회사도 몇 개 안되고 순환출자 구조도 아닌 중견기업이 인적분할을 통해 지주회사와 사업회사로 나뉘는 단순한 형태의 지주회사 전환을 자주 볼 수 있는데, 이러한 중견기업의 지주회사 전환은 지배주주의 경영권 강화가 주된 목적으로 알려져 있다(박진우, 이민교, 2019).

따라서 한 때 권장되었던 지주회사체제 전환에 대해 지배주주의 경영권 강화 수단으로 이용되고 있다는 부정적인 의견이 대두되고 있다. 이 가운데 '자주주의 마법'에 대해서 많은 논란이 제기되고 있다. 즉,

인적분할을 통한 지주회사체제 전환 과정에서 분할 전 기업이 보유하고 있던 자사주를 모두 지주회사에 배정하여 자동으로 자회사 지분을 확보할 수 있도록 함으로써 주주의 공동 자산인 자사주가 일부 대주주의 지배권 강화에 편법으로 활용되고 있다는 비판이 끊이지 않고 있다. 이에 몇몇 국회의원들이 각자 '자사주의 마법'을 금지하는 법안을 국회에 발의했으나 심의가 지체되고 있다. 구체적으로 지주회사 설립 목적의 인적분할 시 자기주식 소각 또는 처분을 강제하는 상법 개정안, 회사 분할 시 분할회사의 자기주식에 대해 분할 신주 배정을 금지하는 상법 개정안, 자기주식에 분할 신주를 배정하는 것에도 양도소득세를 적용하는 법인세법 개정안 등이 발의되었다. '자사주의 마법'을 금지할 경우 인적분할을 통한 지주회사체제 전환이 사실상 어려워질 것으로 예상된다.

이처럼 '자사주의 마법'을 금지하는 방안 뿐 아니라 이에 지주회사 요건 자체를 강화하자는 논의도 활발하게 진행되고 있다. 이미 2017년 지주회사의 자산요건을 1,000억원에서 5,000억원으로 상향하면서 중견기업의 지주회사 전환이 어려워졌고, 앞으로는 지주회사의 부채비율을 200% 이내에서 100% 이내로 낮추자는 의견도 제시되고 있다. 더욱 중요한 것은 일반지주회사의 자회사 및 손자회사에 대한 지분율 보유요건을 현재 상장자회사 20%, 비상장자회사 40%에서 각각 30%와 50%로 10%p씩 상향하는 방안이 거론되고 있다. 결국 2007년도에 완화된 현재의 지주회사 요건을 그 이전으로 다시 원상복귀하는 방안이 제안되고 있는 것이다. 2007년도에 지주회사 요건이 완화된 이후 지주회사로 전환한 기업의 수가 급증했던 것을 돌아켜보면, 다시 지주회사 요건을 강화할 경우 지주회사로 전환하는 기업이 급감할 뿐 아니라 강

화된 요건을 충족하지 못해 지주회사 자격을 상실하는 기업도 늘어날 것으로 보인다. 이러한 변화에 대비하여 현대중공업그룹의 경우는 자회사 및 손자회사에 대한 지분율이 이미 상장자회사 30%, 비상장자회사 50%를 넘기고 있어 지주회사의 지분율 요건이 강화되더라도 큰 문제가 되지 않을 것으로 보인다.

## REFERENCES

- Berger, P. and E. Ofek(1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37(1), 39-65.
- Kim, D. W.(2009), "The Holding Company System in STX Group of Companies," *The Review of Business History* 24(4), 35-77. [printed in Korean]
- Kim, D. W.(2010), "Korean Chaebols and the Holding Company System: The Case of SK Group," *The Review of Business History* 25(2), 43-100. [printed in Korean]
- Kim, H. Y.(2015), "Start-up and Growth of a Great Enterprise: A Case Study of Hyundai Heavy Industries Co.," *Korea Business Review* 19(1), 1-32. [printed in Korean]
- Kim, H. Y. and Y. S. Ahn(2014), "Chung Ju Yung's Characteristics and Competencies as an Entrepreneur for a 'Great Enterprise': Focusing on Hyundai Heavy Industries Co.," *The Review of Business History* 29(4), 5-26. [printed in Korean]
- Krishnaswami, S. and V. Subramaniam(1999),

16) 우리나라의 지배구조를 논의할 때 순환출자 구조는 나쁜 지배구조인 반면에 지주회사체제는 좋은 지배구조인 것처럼 착각하는 경향이 있다. 우리나라에서 지주회사체제는 적은 지분으로 그룹 전체에 대한 지배권을 행사하기 위한 방편이란 점에서 반드시 바람직한 지배구조라고 할 수는 없다. 다만, 순환출자 구조에서는 지분관계가 복잡하게 얽혀 있어서 일반투자자가 파악하기 어려운 반면에, 지주회사체제에서는 지분관계가 투명하고 이해하기 쉬운 장점이 있다.

- "Information Asymmetry, Valuation and the Corporate Spin-off Decision," *Journal of Financial Economics* 53(1), 73-112.
- Lee, M. G. and J. W. Park(2019), "Transformation of Mid-Sized Firms into the Holding Company Structure," *Korean Journal of Financial Studies* 48(1), 1-27. [printed in Korean]
- Lee, S. Y. and S. L. Ryu(2004), "Establishment of a Holding Company Using Corporate Spinoffs and Division of a Conglomerate: The Case of LG Chemicals," *Korean Journal of Management Accounting Research* 4(1), 23-53. [printed in Korean]
- Nanda, V. and M. Narayanan(1999), "Disentangling Value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures," *Journal of Financial Intermediation* 8(3), 174-204.
- Park, C. W. and J. B. Chay(2008), "SK Group's Conversion to Holding Company Structure: A Case Study," *Korea Business Review* 12(2), 95-124. [printed in Korean]
- Shin, D. H., C. S. Park and M. K. Chin(2010), "A Holding Company System as a Successful Corporate Governance Structure: Shinhan Financial Group," *Korea Business Review* 14(1), 17-45. [printed in Korean]
- 주영의 특성 및 역량 : 현대중공업을 중심으로," **경영사연구**, 29(4), 5-26.
- 박창욱, 최종범(2008), "SK그룹 지주회사 전환 사례," **Korea Business Review**, 12(2), 95-124.
- 신동훈, 박철순, 진문균(2010), "기업지배구조로서 지주회사체제의 성공적 도입 및 실행 : 신한금융지주회사," **Korea Business Review**, 14(1), 17-45.
- 이민교, 박진우(2019), "중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환," **한국증권학회지**, 48(1), 1-27.
- 이석영, 유상열(2004), "회사분할을 이용한 지주회사 설립과 계열분리 : LG화학 사례를 중심으로," **관리회계연구**, 4(1), 23-53.

## 국내참고문헌

- 김동운(2009), "STX그룹과 지주회사체제," **경영사연구**, 24(4), 35-77.
- 김동운(2010), "한국재벌과 지주회사체제: SK그룹의 사례," **경영사연구**, 25(2), 43-100.
- 김화영(2015), "위대한 기업의 탄생과 성장: 현대중공업의 성공사례," **Korea Business Review**, 19(1), 1-32.
- 김화영, 안연식(2014), "'위대한 기업'을 추구한 창업가 정

## HHI Group's Conversion to Holding Company Structure

Jin-Woo Park\*

### Abstract

This case study investigates the process of the Hyundai Heavy Industries(HHI) group's conversion to the holding company structure, which occurred over three years between 2016 and 2019. Specifically, this paper analyzes 1) the process of the Hyundai Heavy Industries Co.'s spin-offs; 2) the measures taken to meet the requirement for the holding company structure; 3) the change in corporate governance before and after HHI group's conversion to the holding company structure; 4) the change in holding company structure related to the acquisition of the Daewoo Shipbuilding and Marine Engineering Co.(DSME). The results are summarized as follows.

The Hyundai Heavy Industries Co(HHI). was spun off into four companies including the Hyundai Robotics, the Hyundai Construction Equipment, the Hyundai Electric, and HHI in April 2017. Before the spin-off, the HHI group was maintained with a circular cross-holding ownership structure, such as "HHI → Hyundai Samho Heavy Industries → Hyundai Mipo Dockyard → HHI". After the spin-off, the HHI group was converted to the holding company structure, which consists of the Hyundai Robotics as a holding company and the other companies as subsidiaries. In order to meet the requirement for the holding company structure as stipulated by the Fair Trade Act, the HHI group exploited the share exchange between the holding company and the subsidiaries in the same manner of other business groups converted to the holding company structure. The share exchange also worked to controlling shareholder's advantage. As a result, Chairman Chung could exert full control over all group-affiliated companies by possessing almost 30% of the holding company's stake.

However, a change in the holding company structure was unavoidable due to the acquisition of DSME in March 2019. According to the acquisition contract, the HHI group had to establish a sub-holding company together with the KDB Bank, which contributed 55.7% of the DSME's

---

\* Professor, College of Business Administration, Hankuk University of Foreign Studies

stake. As a result, the Korea Shipbuilding and Offshore Engineering was establish a sub-holding company, which controls shipbuilding companies such as HHI, DSME, Hyundai Samho Heavy Industries, and Hyundai Mipo Dockyard.

Key Words: Hyundai Heavy Industries Co., Corporate Governance, Spin-offs, Holding Company Structure, Controlling Shareholder

## 〈Teaching Note〉

# 현대중공업 그룹의 지주회사체제 전환 사례

### Synopsis

본 사례연구에서는 국내 대표적인 선박 건조 및 해양플랜트 기업인 현대중공업이 2016년 말부터 2019년 말까지 3년 동안에 걸쳐 인적분할을 통해 사업을 분할하고 지주회사체제로 그룹의 지배구조를 전환하는 과정을 분석하고 있다. 구체적으로 현대중공업이 인적분할을 통해 사업을 분할한 과정, 지주회사체제 성립요건을 충족하기 위해 취한 조치, 지주회사체제 전환 이전과 이후의 지배구조의 변화, 그리고 대우조선해양 M&A와 관련된 지주회사체제 변화 등을 분석하고 있다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

현대중공업은 2016년 11월 기존 사업을 4개로 나누어 조선·해양플랜트·엔진 등의 사업은 존속법인인 현대중공업(이하 (신)현대중공업), 전기전자 사업은 현대일렉트릭&에너지시스템(이하 현대일렉트릭), 건설장비 사업은 현대건설기계, 로봇 사업은 현대로보틱스 등 4개 기업으로 인적분할을 발표한다. 분할한 4개 기업 가운데 현대로보틱스를 지주회사로 정하고, 기존에 현대중공업이 보유하고 있던 자사주(13.37%)를 모두 현대로보틱스에 배정한다. 그리고 '자사주의 마법'에 의해 지주회사인 현대로보틱스는 함께 분할된 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계의 지분을 각각 13.37%씩 보유하게 된다. 현대로보틱스가 지주회사 요건을 충족하기 위해서는 이들 상장자회사의 지분을 20% 이상 보유해야 하므로 적어도 각각 7% 정도는 추가로 지분을

확보해야 하는 상황이었다. 한편, 지배주주인 정몽준 이사가 지주회사인 현대로보틱스의 지분을 최대한 확보하여 그룹 전체에 대한 지배력을 높이는 문제도 해결해야 할 중요한 과제가 된다. 지주회사가 자회사의 지분을 확대하고 동시에 지배주주가 지주회사의 지분을 늘리는 방법은 지주회사의 현물출자 유상증자이다. 기존에 지주회사체제로 전환한 대부분의 기업집단이 이 방법을 활용하였다.

이에 따라 2017년 6월 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업(820만주), 현대일렉트릭(53만주), 현대건설기계(52만주) 주식을 현물출자 받아 그 대가로 현대로보틱스의 신주(438만 2,817주)를 발행하여 배정하는 방식의 일반공모 유상증자를 발표한다. 예상대로 정 이사는 자신이 보유한 3개 자회사 지분(10.15%) 모두를 현대로보틱스의 현물출자 유상증자에 응하고, 대부분의 일반주주들은 이에 응하지 않았다. 이러한 결과로 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분율을 각각 24.13%, 27.84%, 27.64%로 늘려서 지주회사의 상장자회사 지분 보유 요건인 20%를 넘길 수 있었고, 지배주주인 정 이사의 현대로보틱스 지분율은 10.15%에서 25.80%로 확대되었다. 결과적으로 정 이사는 지주회사인 현대로보틱스(현, 현대중공업지주)를 통해 자회사 및 손자회사 등을 지배하여 현대중공업그룹 전체에 대한 지배력을 갖게 된 것이다.

한편, 과거 순환출자 구조에서 (구)현대중공업 지분 7.98%를 갖고 있던 현대미포조선이 인적분할로

인해 계속 보유하게 된 지주회사 및 자회사들 지분을 처분하는 문제가 남아 있었다. 결국 현대미포조선은 각각 7.98%씩 보유하게 된 지주회사 및 자회사들 지분을 블록딜 방식으로 기관투자자에게 매각하거나 지주회사인 현대로보틱스에 넘겨 약 2년에 걸쳐 모든 지분을 처분하여 지주회사체제 요건을 충족하게 된다. 또한, 현대미포조선은 금산분리 원칙에 따라 보유하고 있던 하이투자증권 지분 85.3%를 우여곡절 끝에 2018년 9월 DGB금융지주에 매각하게 된다. 그리고 증손회사인 현대미포조선의 지분율이 100%가 아닌 42.34%인 점을 해결하기 위해 2018년 9월 현대삼호중공업을 투자회사와 사업회사로 0.35 : 0.65 비율로 분할하고, 현대미포조선의 지분을 보유한 투자회사를 (신)현대중공업이 1 : 0.505 비율로 흡수합병하였다. 그 결과, 현대미포조선은 증손회사를 벗어나 현대삼호중공업의 사업회사와 함께 (신)현대중공업의 자회사이면서 지주회사의 손자회사로 편입되었다.

이러한 복잡한 과정을 거쳐 2018년 말 현대중공업그룹의 지주회사체제가 완성된다. 즉, 현대중공업지주(구, 현대로보틱스)를 지주회사로 하고, (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계, 현대오일뱅크 등을 자회사로 하며, (신)현대중공업 밑에 현대삼호중공업과 현대미포조선을 손자회사로 하는 지주회사체제가 된 것이다. 하지만 2019년 3월 대우조선해양을 인수하기로 하는 계약을 체결하면서 지주회사체제의 변화가 불가피해졌다. 왜냐하면 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%를 전량 현물출자하여 현대중공업과 함께 중간지주회사 형태의 조선통합법인(현, 한국조선해양)을 설립하고 산업은행은 이 통합법인의 보통주 지분 7.9%와 우선주 1.25조원을 받는 지분교환 방식을 취했기 때문이다. 이에 따라 2019년 6월 (신)현대중공업을 투자회사인 한국조선해양과 사업회사인 현대중공업으로 분할하면서, 한국조선해양을 존속법인으로 하고 사업회사로

분할된 현대중공업은 신설법인으로서 한국조선해양의 100% 자회사로 편입된 것이다. 따라서 새로운 지주회사체제에서 한국조선해양은 지주회사인 현대중공업지주 밑에 위치하면서 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등의 조선회사들을 지배하는 중간지주회사 역할을 맡게 된 것이다.

## Teaching Point

본 사례 연구는 현대중공업이 2016년 말부터 2019년 말까지 3년 동안에 걸쳐 인적분할을 통해 사업을 분할하고 지주회사체제로 그룹의 지배구조를 전환하는 과정을 다루고 있다. 구체적으로 현대중공업의 인적분할, '자사주의 마법', 지주회사의 현물출자 유상증자, 지주회사 요건 충족을 위한 조치 등의 내용에 대해 설명하고 있다. 우리나라의 경우 대부분 지주회사체제로 전환하는 과정이 상당히 유사한 패턴을 보이고 있다. 따라서 본 연구는 현대중공업 그룹이라는 한 기업집단의 지주회사체제로의 전환 사례를 넘어 우리나라의 많은 기업집단들이 어떠한 과정을 거쳐 지주회사체제로 전환했고, 그 과정에서 지배주주의 경영권이 어떻게 강화되었는지를 이해하는 좋은 사례가 될 것으로 기대된다.

구체적으로 본 사례를 통해 학습할 수 있는 내용은 다음과 같이 정리할 수 있다.

- 1) 현대중공업그룹이 지주회사체제로의 전환이 필요했던 이유에 대해 파악한다.
- 2) 현재 우리나라 공정거래법상 지주회사 요건에 대해 학습하고, 논의 중인 향후 변화 방향을 알아본다.
- 3) 현대중공업의 인적분할 과정을 이해하고, 그 과정에서 '자사주의 마법'이 어떻게 활용되었는지 파악한다.

- 4) 현대중공업의 인적분할 이전과 이후 현대중공업그룹의 소유지배구조가 어떻게 변화했는지 알아본다.
- 5) 현대중공업그룹이 지주회사의 자회사 지분 확보 및 지배주주의 지주회사 지배력 강화를 위해 현물출자 유상증자를 어떻게 활용했는지 파악한다.
- 6) 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하는 과정에서 현대미포조선이 왜 문제가 되었고, 이를 어떻게 해결했는지 살펴본다.
- 7) 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 이전과 이후 그룹 전체에 대한 정몽준 이사장의 지배력이 얼마나 달라졌고, 지주회사체제가 지배주주의 경영권 강화 수단으로 어떻게 이용되고 있는지 알아본다.
- 8) 현대중공업그룹이 대우조선해양을 인수하기 위해 지주회사체제를 어떻게 바꾸었는지 살펴본다.
3. 현대중공업의 인적분할 과정을 기술하고, '자사주의 마법'이 어떻게 활용되었는지 설명하시오.
4. 현대중공업의 인적분할 이전과 이후 현대중공업그룹의 소유지배구조가 어떻게 변화했는지 설명하시오.
5. 현대중공업그룹이 지주회사의 자회사 지분 확보 및 지배주주의 지주회사 지배력 강화를 위해 현물출자 유상증자를 어떻게 활용했는지 설명하시오.
6. 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하는 과정에서 현대미포조선이 왜 문제가 되었고, 이를 어떻게 해결했는지 설명하시오.
7. 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 이전과 이후 그룹 전체에 대한 정몽준 이사장의 지배력 변화를 언급하고, 지주회사체제 전환이 지배주주의 경영권 강화 수단으로 어떻게 이용되고 있는지 설명하시오.
8. 현대중공업그룹이 대우조선해양을 인수하기 위해 지주회사체제를 어떻게 바꾸었는지 설명하시오.

사례 수업의 효과적인 진행을 위해서는 학생들이 수업 전에 사례를 미리 학습하도록 하되, 아래와 같은 Assignment Question을 미리 과제로 부여하여 각자 답안을 작성하도록 한다. 그리고 수업 중에는 학생들이 준비해 온 답안을 발표하고 토론하도록 유도한 후, 강의자가 모범답안을 제시하면서 부연 설명을 하도록 한다.

## Assignment Questions

1. 현대중공업그룹이 기업분할과 지주회사체제로의 전환이 필요했던 이유를 설명하시오.
2. 우리나라 지주회사 요건에 대해 기술하시오.

## Analysis

1. 현대중공업그룹이 기업분할과 지주회사체제로의 전환이 필요했던 이유를 설명하시오.

현대중공업이 기업분할과 지주회사체제로 전환하려는 목적은 크게 경영위기 타파와 경영권 강화라는 두 가지를 들 수 있다. 2008년 글로벌금융위기 이후 지속된 조선경기 불황과 2010년 이후 유가 하락에 따른 해양플랜트 사업 부진으로 엄청난 영업적자

를 기록하며 부채도 급증하게 된다. 주식시장은 이러한 현대중공업의 상황을 우려하여 한때 50만원대였던 현대중공업의 주가는 2016년 초에는 10만원 이하로 하락한다. 이에 현대중공업은 2016년 6월 주채권은행인 KEB하나은행과 비핵심자산매각과 인력구조조정 등의 경영정상화 계획을 추진하여 2017년까지 3조 5,000억원 규모의 자구계획을 추진하겠다고 발표했다. 이에 따라 2016년 4,800억원 규모의 투자자산을 매각했고, 비핵심자산 처분을 통해 1조 1,300억원을 확보했으며, 희망퇴직을 통해 대규모 인력 구조조정을 시행하였다. 하지만 구조조정만으로는 충분하지 못하다고 느낀 현대중공업은 사업구조 개편 작업을 통해 사업별 경쟁력을 강화하고 현대중공업에 집중된 부채를 분산시킬 필요성이 있었다. 이에 따라 현대중공업은 본연의 사업이었던 조선·해양플랜트·엔진 등은 그대로 영위하고, 전기전자 사업, 건설장비 사업, 로봇 사업 등은 인적분할을 통해 각각 현대일렉트릭&에너지시스템, 현대건설기계, 현대로보틱스란 기업을 신설하기로 결정한다.

현대중공업이 인적분할을 통한 지주회사체제 전환을 발표하면서 대외적으로 내세운 이유는 사업별 전문성 확보를 통한 경쟁력 강화와 기업지배구조 투명성 제고를 통한 주주 가치 상승 등이었다. 하지만 내부적으로는 순환출자 금지에 대비하고 지배주주의 낮은 지분 문제를 해결하면서 경영권 강화 및 승계 준비 작업이 필요했다는 점도 작용했던 것으로 보인다. 실제로 지주회사체제 전환 이후 지배주주의 경영권이 강화되었음이 이러한 주장을 입증하고 있다.

## 2. 우리나라 지주회사 요건에 대해 기술하십시오.

우리나라는 공정거래법으로 지주회사의 설립 요건과 행위제한 요건을 정해 놓고 있다. 먼저 지주회사 설립 요건으로 자산총액 5,000억 원 이상이고 자산총액 중 자회사 지분가액 비중이 50% 이상이어야

한다. 그리고 지주회사 설립일로부터 2년 이내에 다음과 같은 요건을 충족해야지만 지주회사체제로 인정받을 수 있다.

첫째, 지주회사의 부채비율은 200% 이내이어야 한다. 둘째, 지주회사는 자회사, 자회사는 손자회사의 지분을 보유하게 되는데, 상장회사는 20% 이상, 비상장회사는 40% 이상 보유해야 한다. 단, 금융지주회사의 경우는 상장회사 30% 이상, 비상장회사 50% 이상 보유해야 한다. 셋째, 증손회사의 지분 보유는 손자회사가 지분 100% 보유 시에만 허용된다. 넷째, 자회사 또는 손자회사 사이의 수평적 지분 보유는 금지된다. 따라서 지주회사체제 내에서는 한 회사의 지분을 여러 회사가 보유할 수 없게 된다. 다섯째, 지주회사체제에서는 엄격한 금산분리가 적용된다. 즉, 일반지주회사체제 내에 금융회사가 포함될 수 없고, 금융지주회사체제 내에 일반산업회사가 포함될 수 없다. 여섯째, 만일 지주회사나 자회사가 국내 비계열회사의 주식을 소유할 경우는 지분을 5%를 초과할 수는 없다.

## 3. 현대중공업의 인적분할 과정을 기술하고, '자사주의 마법'이 어떻게 활용되었는지 설명하십시오.

현대중공업은 이사회에서 인적분할을 결의하고 분할계획서에 따라 주주총회일, 분할기일, 재상장일 등 분할관련 일정과 함께 분할비율이 발표한다. 이에 따라 현대중공업은 존속법인으로 조선·해양플랜트·엔진 등의 사업을 계속하고, 분할 신설되는 현대일렉트릭&에너지시스템은 전기전자 사업, 현대건설기계는 건설장비 사업, 현대로보틱스는 로봇 사업 등을 영위하기로 한다. 분할비율은 존속법인인 현대중공업 74.6%, 나머지 신설법인인 현대로보틱스 15.8%, 현대일렉트릭 4.9%, 현대건설기계 4.7%로 결정하고, 이 가운데 현대로보틱스가 사업형 지주회사가 된다. 이때 기준에 현대중공업이 보유하고 있

던 자사주 13.37%를 전부 지주회사인 현대로보틱스에게 배정한다. 이렇게 배정된 자사주는 분할 이후 자회사에 대한 의결권이 부활되면서 자사주 비율만큼 사업회사에 대한 지분율이 자동적으로 확보되는 소위 ‘자사주의 마법’이 발생하게 된다. 즉, 지주회사인 현대로보틱스는 자사주를 통해 인적분할된 자회사인 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계의 지분을 각각 13.37%씩 확보할 수 있게 되었고, 나머지 지분을 각각 7% 이상 확보하게 되면 지주회사 요건 (상장회사 20%이상)을 충족할 수 있게 된 것이다.

이사회 결의 이후 약 3개월 후에 개최된 임시주주총회에서 66.0%의 참석에 97.6%의 찬성으로 인적분할을 승인한다. 이어서 분할기일 기준으로 개시재무제표가 작성되고 이에 따라 존속회사와 신설회사의 기준가격이 결정된다. 그리고 존속법인인 현대중공업은 분할 전 기업의 법통을 그대로 이어 받아 상장회사로 남고, 분할된 신설회사인 현대일렉트릭&에너지시스템, 현대건설기계, 현대로보틱스는 신규 상장 절차를 밟아 상장회사가 된다. 이를 위해 분할기일부터 다시 상장될 때까지 1개월 이상 거래가 정지되면서 재상장 준비에 들어간다.

4. 현대중공업의 인적분할 이전과 이후 현대중공업그룹의 소유지배구조가 어떻게 변화했는지 설명하십시오.

인적분할 직전의 현대중공업그룹 지배구조는 “현대중공업 → 현대삼호중공업 → 현대미포조선 → 현대중공업”으로 이어지는 순환출자 구조를 갖고 있었다. 여기에서 주력 회사인 현대중공업 지분을 지배주주인 정몽준 이사장 10.15%를 보유하여 그룹 전체를 지배하는 형태였다. 순환출자 구조이고 현대아산재단 등이 보유한 우호지분 등이 있기는 하지만, 10.15%의 지분만으로 현대중공업그룹의 경영권이 확고하다고 할 수 없는 상황이었다. 한편, 현대중공업은 자사주로 13.37%를 보유하여, 이것이 ‘자사주

의 마법’을 통해 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하는 데 큰 역할을 하게 된다.

인적분할 직후의 현대중공업그룹 지배구조는 상당히 복잡한 구조를 바꾸게 된다. 우선 지주회사로 결정한 현대로보틱스가 (구)현대중공업이 갖고 있던 자사주 13.37%를 가져가면서 ‘자사주의 마법’을 통해 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계를 13.37%씩 보유하게 되었고, (구)현대중공업이 보유하고 있던 현대오일뱅크 지분 91.13%도 지주회사인 현대로보틱스가 가져와 자회사로 편입하였다. 그리고 인적분할 직전 현대중공업이 보유하고 있던 현대삼호중공업 지분 94.92%와 현대삼호중공업이 보유하고 있던 현대미포조선 지분 42.34%는 인적분할 직후에도 변동이 없으나, 현대미포조선이 보유하고 있던 현대중공업 지분 7.98%는 인적분할 직후 복잡하게 얽히게 된다. 즉, 현대미포조선은 (구)현대중공업이 인적분할하면서 생긴 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 각각 7.98%씩 보유하게 된 것이다. 한편, 지배주주로서 (구)현대중공업의 지분 10.15%를 보유했던 정몽준 이사장은 인적분할로 인해 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 각각 10.15%씩 보유하게 되었다.

5. 현대중공업그룹이 지주회사의 자회사 지분 확보 및 지배주주의 지주회사 지배력 강화를 위해 현물출자 유상증자를 어떻게 활용했는지 설명하십시오.

인적분할로 복잡하게 얽힌 지분관계를 정리하여 원래 의도대로 현대중공업그룹을 지주회사체제로 만들기 위해서는 지주회사인 현대로보틱스가 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등의 상장자회사 지분을 20% 이상 확보해야 했다. 그리고 지배주주 입장에서는 지주회사의 지분을 최대한 확보하여 그룹 전체에 대한 지배력을 높이는 일이 중요했다.

지주회사가 자회사의 지분을 확대하고 동시에 지배 주주가 지주회사의 지분을 늘리는 방법으로서 이미 지주회사체제로 전환한 다른 그룹과 마찬가지로 현대중공업그룹도 현물출자 유상증자를 활용하였다.

구체적으로 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업(820만주), 현대일렉트릭(53만주), 현대건설기계(52만주) 주식을 현물출자 받아 그 대가로 현대로보틱스의 신주(438만 2,817주)를 발행하여 배정하는 방식의 일반공모 유상증자를 발표한다. 예상대로 정 이사장은 자신이 보유한 3개 자회사 지분(10.15%) 모두를 현대로보틱스의 현물출자 유상증자에 응하고, 대부분의 일반주주들은 이에 응하지 않았다. 이에 따라 현대일렉트릭과 현대건설기계은 청약율이 100%를 하회하면서 정 이사장의 보유 주식 전량이 현대로보틱스 주식과 교환되었고, 다만 (신)현대중공업은 청약율이 103.2%가 되어 정 이사장이 보유한 현대중공업 보유 지분 중 9.83%만 현대로보틱스 주식과 교환되고 나머지 지분 0.32%는 정 이사장이 계속 보유하게 되었다. 이러한 결과로 지주회사인 현대로보틱스는 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분율을 각각 24.13%, 27.84%, 27.64%로 늘려서 지주회사의 상장자회사 지분 보유 요건인 20%를 넘길 수 있었다. 또한, 그 결과로 지배주주인 정 이사장의 현대로보틱스 지분율이 기존 10.15%에서 25.80%로 확대되어 지주회사에 대한 지배력이 확대되었다.

6. 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하는 과정에서 현대미포조선이 왜 문제가 되었고, 이를 어떻게 해결했는지 설명하십시오.

현대중공업그룹의 지주회사체제에서 현대미포조선은 (신)현대중공업이 지분을 보유한 현대삼호중공업 밑에 위치하게 되어 지주회사의 증손회사가 되는 구조이다. 그런데 기존의 순환출자 구조 하에서 현대

미포조선이 (구)현대중공업 지분을 7.98%를 보유했기 때문에 (구)현대중공업이 인적분할을 하면서 현대미포조선은 (신)현대중공업, 현대로보틱스, 현대일렉트릭, 현대건설기계 지분을 각각 7.98%씩 보유하게 된 것이다. 지주회사체제가 되려면 한 회사의 지분을 여러 회사가 보유할 수 없고, 특히 위에서 밑으로 내려오는 수직적 지분 구조를 가져야 하는데 현대미포조선의 경우는 증손회사가 지주회사와 자회사들의 지분을 보유한 상황이 된 것이다. 따라서 현대미포조선은 보유한 다른 현대중공업그룹 기업의 지분을 처분해야만 했다.

우선 증손회사인 현대미포조선이 보유한 지주회사 현대로보틱스 지분 7.98%는 지주회사 요건에 어긋나므로 분할기일로부터 6개월 내에 지분 전량을 매각해야 했다. 따라서 2017년 6월 현대미포조선은 현대로보틱스의 지분 전량을 시간외 대량매매(블록딜)로 기관투자자에게 3,503억원에 처분했다. 다음으로 현대미포조선이 보유한 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계 등의 지분은 분할기일로부터 2년 이내에 처분해야 했다. 2017년 8월 현대미포조선은 각각 7.98%씩 보유하고 있던 현대일렉트릭과 현대건설기계 지분 전량을 각각 1,040억원과 895억원에 지주회사인 현대로보틱스에 넘긴다. 그리고 2017년 10월 현대미포조선은 (신)현대중공업 지분 7.98% 중 3.19%를 블록딜을 통해 기관투자자에게 2,540억원에 매각하고, 남은 지분은 유상증자 불참에 이어서 2018년 8월 지주회사에게 전량 블록딜을 통해 3,183억원에 매도함으로써 지분 문제를 모두 해결하였다.

7. 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 이전과 이후 그룹 전체에 대한 정몽준 이사장의 지배력 변화를 언급하고, 지주회사체제 전환이 지배주주의 경영권 강화 수단으로 어떻게 이용되고 있는지 설명하십시오.

현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하기 이전에 순환출자 구조 하에서 지배주주인 정몽준 이사장은 현대중공업 지분을 10.15%를 보유하여 그룹 전체를 지배하는 형태였다. 순환출자 구조이고 현대아산재단 등이 보유한 우호지분 등이 있기는 했지만, 10.15%의 지분만으로 현대중공업그룹의 경영권이 확고하다고 할 수 없는 상황이었다. 그러나 지주회사체제를 갖춘 현대중공업그룹에서 지배주주인 정몽준 이사장은 지주회사인 현대중공업지주(구, 현대로보틱스)의 지분 25.80%를 보유함으로써 그룹 전체를 지배하게 된 것이다. 현대중공업지주가 보유한 자사주 지분 13.37%가 의결권이 없는 것을 고려하면 정 이사장의 의결권 지분율은 약 30% 정도가 되고, 그 밖에 정 이사장의 장남, 현대아산재단 등이 보유한 우호지분까지 합하면 지주회사에 대한 정 이사장의 영향력은 거의 38%에 달하는 것으로 알려져 있다. 결과적으로 현대중공업그룹이 지주회사체제로 전환하면서 정 이사장의 그룹 지배력이 크게 강화된 것을 알 수 있다.

이와 같이 현대중공업그룹의 지배주주인 정 이사장은 그룹 지배력을 크게 강화할 수 있었던 비결은 인적분할 후 보유하게 된 자회사 지분을 지주회사 지분과 교환했기 때문이다. 즉, 정 이사장은 현대중공업의 인적분할로 각각 10.15%씩 보유하게 된 (신)현대중공업, 현대일렉트릭, 현대건설기계의 주식 지분 대부분을 지주회사인 현대로보틱스의 현물출자 유상증자를 통해 지주회사 지분으로 교환했던 것이다. 이와 같이 인적분할 후 지주회사의 현물출자 유상증자를 통해 지배주주가 지주회사의 지분율을 높여 그룹 전체에 대한 경영권을 강화하는 방식은 지주회사체제로 전환한 대부분의 기업집단이 활용해 왔다. 이처럼 지주회사체제 전환이 본래의 취지와 달리 지배주주의 경영권 강화 목적에 이용되는 것을 막기 위한 방안이 시민단체와 국회를 중심으로 논의되고 있다.

8. 현대중공업그룹이 대우조선해양을 인수하기 위해 지주회사체제를 어떻게 바꾸었는지 설명하시오.

현대중공업그룹은 지주회사체제 전환 이후 2019년 3월 산업은행과 대우조선해양을 인수하는 계약을 체결하였다. 현대중공업그룹의 대우조선해양 인수는 다소 특이한 방식으로 이루어졌다. 즉, 산업은행이 보유한 대우조선해양 지분 55.7%를 전량 현물출자하여 현대중공업과 함께 중간지주회사 형태의 조선통합법인(현, 한국조선해양)을 설립하고, 산업은행은 이 통합법인의 보통주 지분 7.9%와 우선주 1.25조원을 받는 지분교환 방식인 것이다. 이 방식에 따르면 현대중공업그룹의 지배구조 변화가 불가피하게 되었다.

이에 따라 2019년 6월 (신)현대중공업을 투자회사인 한국조선해양과 사업회사인 현대중공업으로 분할하면서, 한국조선해양을 존속법인으로 하고 사업회사로 분할된 현대중공업은 신설법인으로서 한국조선해양의 100% 자회사로 편입되어 기존의 (신)현대중공업이 했던 조선, 해양플랜트 등의 사업을 계속하게 된 것이다. 따라서 존속법인인 한국조선해양은 사업회사로 분할된 현대중공업 지분 100% 뿐 아니라 기존의 (신)현대중공업이 보유하고 있던 현대미포조선과 현대삼호중공업의 지분을 그대로 승계 받았고, 산업은행이 현물출자한 대우조선해양의 지분을 보유하게 되는 구조이다. 결과적으로 한국조선해양은 지주회사인 현대중공업지주 밑에 위치하면서 현대중공업, 대우조선해양, 현대미포조선, 현대삼호중공업 등의 조선회사들을 지배하는 중간지주회사 역할을 맡게 된 것이다.