

## LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할\*

박진우\*\*

본 연구에서는 시장의 커다란 논란 속에 2차전지 사업을 물적분할하여 LG에너지솔루션을 IPO한 LG화학의 사례와 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 SK텔레콤의 사례를 분석하고 있다. 구체적인 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

2020년 9월 LG화학은 전기 사업부를 물적분할하여 100% 자회사인 LG에너지솔루션을 신설하기로 결정한다. 하지만 2차전지에 대한 기대감으로 LG화학 주식을 매입했던 투자자들이 2차전지 사업의 물적분할에 크게 실망하면서 LG화학의 주가는 약 11.5% 하락하며 6조원 이상 시가총액이 증발하였다. 이러한 상황이 예상되었지만 LG화학이 인적분할 대신 물적분할을 선택한 이유는 2차전지 사업의 대규모 증설을 위한 자금조달 측면에서 유리하다고 판단했기 때문이다. 실제로 2022년 1월 LG에너지솔루션은 IPO를 통해 10조 2,000억원의 신규자금을 조달하게 되고, 상장 첫날 증가 기준으로 약 118조원의 시가총액을 기록하며 국내 시가총액 2위 기업으로 등극하게 되었다. 하지만 그 과정에서 LG화학의 주가는 약 16% 하락하면서 주가가치는 크게 훼손되었다.

한편, 2021년 4월 SK텔레콤은 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할하기로 발표한다. 인적분할은 물적분할과 달리 기존의 주주가 분할된 기업의 주식을 분할비용에 따라 보유할 수 있기 때문에 SK텔레콤의 인적분할은 주주들의 반발없이 무난하게 진행되었고 주가에도 긍정적 영향을 주었다. 하지만 지주회사체제인 SK그룹에서 손자회사인 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위해서 지주회사인 SK가 SK스퀘어를 흡수 합병할 가능성이 크고, 이때 SK스퀘어에 불리한 합병비용이 결정될 수 있다는 우려로 SK스퀘어의 주가는 부진했다.

이와 같이 물적분할 또는 인적분할을 시도하는 기업의 목적과 주주와의 이해관계가 상충될 수 있기 때문에 투자자 보호를 위해 기업분할에 대한 규제가 필요한 상황이다. 현재 다양한 규제방안이 논의되고 있는데, 기업분할의 순기능을 살리면서 투자자도 보호하는 현명한 방안이 도출되어야 할 것이다.

주제어: 기업분할, 인적분할, 물적분할, LG화학, SK텔레콤

### 1. 서론

기업은 경제 및 산업 여건의 변화에 대응하여 사업구조나 조직구조를 새롭게 개편하는 기업구조조정을 하게 된다. 그 중에서도 하나의 기업이 둘 이상으로 나뉘는 기업분할은 주주를 비롯한 여러 이해관계자에게 커다란 영향을 미치게 된다. 특히, 최근 우리나라에서는 기업분할을 시도하는 기업들이 증가하면

서 이에 관한 관심과 우려가 어느 때보다도 커지고 있다. 국내에서의 기업분할은 주로 인적분할과 물적분할로 구분된다. 이에 본 논문에서는 인적분할과 물적분할에 관한 일반적인 내용을 살펴보고, 각각의 대표적 사례로서 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할에 대해 분석하고자 한다.

기업분할에는 다양한 이유가 존재한다. 가장 일반적인 이유는 미래 성장성이 높은 사업부문을 전문적으로 육성하기 위해 독립적인 회사를 설립하는 목적

논문접수일: 2022. 04. 25.

1차 수정본 접수일: 2022. 06. 19.

게재확정일: 2022. 06. 30.

\* 본 연구는 한국외국어대학교의 교내연구비 지원을 받아 수행되었음.

\*\* 한국외국어대학교 경영대학 교수(jwp@hufs.ac.kr)

이다. 하지만 우리나라에서는 전문성 제고 외에 기업 분할의 실질적인 이유가 따로 있는 경우가 대부분이다. 그리고 실제 목적에 따라 분할방식을 인적분할 또는 물적분할로 선택하는 이유도 달라지게 된다. 먼저 LG화학의 물적분할은 2차전지 사업을 떼어내 기업공개(IPO)를 통해 대규모 자금을 조달하기 위한 방편으로 활용되었다. 실제 국내에서는 성장성이 높은 사업부문을 물적분할한 다음에 기업공개(IPO)를 통해 대규모 자금을 조달하는 사례가 최근 들어 자주 나타나고 있다.<sup>1)</sup> 그 중에서도 LG화학의 물적분할은 규모면에서나 주식시장과 여론에 미친 영향력에서 대표적 사례로 꼽히므로 본 연구의 대상으로 선정하였다. 한편, 우리나라 기업의 인적분할은 지주회사체제로 전환하기 위한 사전작업으로 이루어지는 경우가 많지만, SK텔레콤의 인적분할은 지주회사체제로의 전환과는 다른 목적으로 이루어졌다는 측면에서 본 사례연구의 대상으로 선정하였다. SK텔레콤의 인적분할은 LG화학의 물적분할 만큼 크게 이슈가 되지는 않았지만, 국내 대표적 재벌그룹에서 비슷한 시기에 서로 다른 형태의 기업분할이 이루어졌다는 점에서 두 사례가 좋은 비교가 되고 있다. 이에 본 논문에서는 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례연구를 통해 기업분할이 이루어지는 과정을 이해하고, 각각의 기업분할의 실질적인 이유와 목적을 확인하며, 그 과정에서 기업가치와 주주에게 미치는 영향 및 시사점을 분석하고자 한다.

기업분할과 관련해서 많은 실증연구들이 전문성 제고 및 정보비대칭 완화를 통한 기업가치의 증대효과를 보고하고 있다(Prahalad and Hamel, 1990; Berger and Ofek, 1995; Nanda and Naryanam, 1999; Burch and Nanda, 2003; Ahn and Denis,

2004; 김지수, 조정일, 2005; 정무권, 2018). 이처럼 많은 실증분석 연구와 달리, 기업분할에 관한 사례 연구는 제한적인 실정이다. 노태우, 조동성(2014)이 LG패션의 기업분할 사례를 분석하고 김희천, 예종석, 김동욱(2000)이 ㈜벽산의 기업분할 사례를 분석하고 있지만, 모두 전략적 의미를 파악하는데 초점을 맞추고 있다. 이에 본 사례연구에서는 재무적 측면에서 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할을 비교하면서 각각의 사례가 기업가치와 주주에게 미친 영향을 분석하고, 이들 사례로부터 얻게 되는 시사점을 토의하고자 한다.

구체적으로 본 논문에서는 다음과 같은 내용을 다루고자 한다. 첫째, 우리나라의 전형적인 기업분할 방식인 인적분할과 물적분할의 특징과 차이점에 대해 설명하고, 각각의 분할방식이 기업의 어떤 목적에 어떻게 활용되고 있는지 파악한다. 둘째, LG화학이 2차전지 사업부문을 인적분할 대신 물적분할을 하게 된 이유를 설명하고, 이로 인한 주주의 반발과 주식시장의 반응을 알아본다. 셋째, LG화학에서 물적분할을 한 LG에너지솔루션의 IPO 과정을 살펴보고, 그 결과 LG화학의 기업가치에 미친 영향을 분석한다. 넷째, SK텔레콤이 인적분할을 통해 기존 통신사업과 별도로 다른 사업부문을 분할하게 된 이유를 설명하고, 분할과정과 주식시장의 반응을 알아본다. 다섯째, 향후 SK그룹의 지배구조 개편과 관련하여 인적분할로 신설법인이 된 SK스퀘어의 역할을 전망해 본다. 끝으로, LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례를 통해 얻게 된 시사점을 언급하고, 투자자 보호를 위한 기업분할 보완 방안에 대해 토의한다.

1) LG화학 이전에도 IPO를 위한 물적분할 사례로는 에코프로에서 분할한 에코프로비엠, CJ E&M에 분할한 스튜디오드래곤, ㈜SK에서 분할한 SK바이오팜, SK케미칼에서 분할한 SK바이오사이언스, SK이노베이션에서 분할한 SK아이이테크놀로지, 카카오에서 분할한 카카오게임즈 등이 있다. 그리고 LG화학의 물적분할 발표 이후에도 2021년 7월 만도에서 자율주행 사업이 분할된 만도모빌리티솔루션즈, 같은 해 9월 SK이노베이션에서 2차전지 사업이 물적분할한 SK온 등이 있다.

## II. 우리나라의 기업분할 방식

### 2.1 우리나라의 기업분할

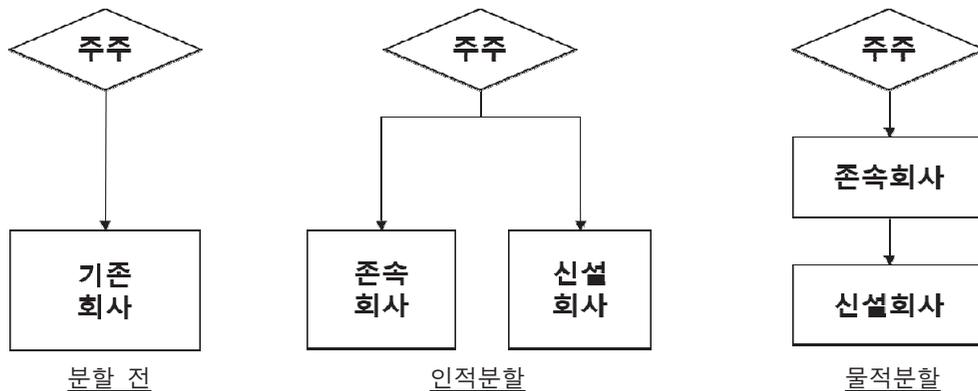
기업분할은 하나의 기업이 둘 이상으로 나뉘는 것을 의미하는데, 일반적으로 해외에서 언급하는 기업분할의 종류와 국내에서 말하는 기업분할의 종류가 서로 차이가 있다. 미국 등에서 언급하는 기업분할(Corporate Divestiture)은 기업이 분리되는 분할설립과 일부 사업부문을 다른 기업에 매각하는 자산매각을 포함하는 개념으로 사용된다. 반면에, 국내에서의 기업분할은 주로 기존 사업부문을 분리하여 새로운 기업을 설립하는 것을 의미한다. 이때 분할 후 소유구조의 형태에 따라 크게 인적분할과 물적분할로 구분된다.

일단 분할이 결정되면 인적분할과 물적분할 모두 기존 기업의 자산과 부채를 분할되는 기업별로 배분하고, 이에 따라 확정된 각 분할기업의 순자산 장부 가치에 따라 분할비율이 결정된다. 다만, 분할 전 기업의 기존 주주가 분할비율에 따라 분할된 기업의 주식을 직접 소유할 수 있는지 아니면 직접 소유하지 못하고 기존 기업을 통해 간접 보유하는지에 따라

인적분할과 물적분할로 나뉘게 된다. 즉, <그림 1>에서 보는 바와 같이 인적분할은 기존 회사의 주주가 분할된 회사의 주식을 나누어 보유하게 되는 반면에, 물적분할의 경우는 분할된 회사가 기존 회사 아래 자회사가 되고 기존 회사의 주주는 분할된 회사의 주식을 직접 보유할 수 없는 상태가 되는 것이다. 두 가지 분할방식의 차이를 좀 더 자세히 살펴보기로 하자.

### 2.2 인적분할

인적분할은 분할 전 기업의 기존 주주가 지분율대로 분할된 기업의 지분을 소유하게 되는 경우를 말한다. 예를 들어 총 발행주식수가 1,000만주인 기업이 4:6의 비율로 두 기업으로 인적분할하면, 두 기업의 주식수는 각각 400만주와 600만주가 되고 기존 기업 주식을 100주 보유했던 주주는 두 기업 주식을 각각 40주와 60주 보유하게 된다. 따라서 분할 전 기업의 주주는 분할된 기업의 주식을 분할비율에 따라 계속 보유할 수 있게 되고, 분할된 기업의 지분율은 분할 전 기업의 지분율과 동일하게 유지된다. 기업이 인적분할을 하면 법적으로 모두 독립된 기업이 되며, 분할된 기업 중 하나가 존속법인이 되고 나머지는 신설법인이 된다. 분할 전 기업이



<그림 1> 인적분할과 물적분할의 차이

상장기업인 경우는 간단한 상장심사를 통해 존속법인인 기존 회사의 법통을 이어받아 변경상장되고 신설법인인 재상장된다.

본래 기업분할의 목적은 성장성이 높은 사업부문을 전문적으로 육성하기 위해 독립적인 회사를 설립하는 것이다. 하지만 국내 기업의 인적분할은 지주회사체제로 전환하기 위한 사전준비 수단인 경우가 많다.<sup>2)</sup> 예를 들면, 지주회사체제로 전환한 LG, SK, 현대중공업, 효성, 대림 등 재벌그룹 뿐 아니라 오리온, 원익IPS, 크라운제과 등 많은 중견기업의 지주회사체제 전환에서도 인적분할이 활용되었다.<sup>3)</sup> 하지만 본 사례연구의 대상인 SK텔레콤의 인적분할은 지주회사체제로의 전환과는 다른 목적으로 이루어졌다는 점에서 차별된다.

## 2.3 물적분할

물적분할은 분할된 신설법인의 지분을 모기업이 전부 보유하는 형태로 분할이 이루어지는 경우를 말한다. 대부분은 모기업의 사업부문을 떼어내어 자회사로 만들기 때문에 수직적 분할이라고도 한다. 따라서 기존 모기업의 주주는 물적분할된 자회사 지분을 직접 보유하는 것이 아니라 모기업을 통해 간접 보유하는 형태가 된다. 하지만 분할 전 기업의 주주가 물적분할된 기업의 주식을 직접 보유할 수 없다는 점이 주가에는 부정적인 영향을 미치게 된다. 특히, 미래 성장성이 높은 사업부문을 떼어내서 물적분할하는 경우에 주주들의 실망은 매우 커지게 된다.

국내 기업의 물적분할 동기는 성장성이 높은 사업부문을 분할하여 자회사로 만든 다음 기업공개(IPO)를 통해 자금조달을 하기 위한 경우가 대부분이다.<sup>4)</sup>

물적분할을 하게 되면 성장성이 높은 사업부문의 미래를 보고 주식을 매입했던 투자자들은 분할된 기업의 주식을 직접 보유할 수 없게 된다. 이론적으로는 모기업이 물적분할된 자회사의 지분을 100% 보유하기 때문에 기업가치에는 영향이 없어야 하지만, 실제로는 모기업이 보유한 자회사 지분가치가 저평가되는 경향이 있어 모기업 주주가치가 훼손되는 현상이 발생한다. 이처럼 주주가치의 훼손에도 불구하고 기업이 물적분할을 통한 IPO를 선택하는 이유에 대해서는 본 사례연구를 통해 뒤에서 상세하게 논의할 것이다.

## III. LG화학의 물적분할 사례

### 3.1 LG화학의 물적분할 발표

2020년 9월 17일 LG화학은 긴급 이사회를 개최해 석유화학, 2차전지, 첨단소재, 생명과학 등의 사업을 영위하던 LG화학이 전지 사업부를 물적분할하여 100% 자회사인 'LG에너지솔루션'을 신설하기로 결정한다. 자산 기준으로 총 36.9조원인 LG화학에서 약 28%인 10.2조원을 LG에너지솔루션에 떼어주는 기업분할을 한 것이다. 일반적인 물적분할 방식에 따라 LG에너지솔루션은 주당 500원에 2억주의 신주를 발행하고 이를 모두 LG화학이 보유해 100% 지분을 확보하는 형태를 취하게 된 것이다. 공식적인 분할 이유는 급성장하는 2차전지 사업의 전문성 제고라고 발표했다. 석유화학이 주된 사업이던 LG화학에서 신성장사업인 2차전지를 전문으로 하는 기업

2) 인적분할이 지주회사체제 전환에 어떻게 활용되는지에 관한 구체적인 내용은 이민교, 박진우(2019)의 논문을 참조하기 바란다.

3) 실제 현대중공업 그룹이 인적분할을 통해 지주회사체제로 전환한 사례연구는 박진우(2020)의 논문을 참조하기 바란다.

4) 종종 일부 사업부문을 분할하여 매각하기 위한 방법으로 물적분할이 활용되기도 하나, 이 경우는 시장에 미치는 영향이 크지 않기 때문에 본 연구에서는 IPO를 통한 자금조달 목적의 물적분할에 초점을 맞추고 있다.

을 신설하는 기업분할의 필요성은 충분히 공감할 수 있다. 하지만 전문성 제고 외에 더 큰 실질적 이유는 2차전지 사업의 대규모 증설을 위한 자금조달에 있었다. 전기차 시대의 도래로 2차전지의 대량 수요가 예상되는 상황에서 중국의 CATL에 이어 세계 2위의 2차전지 생산능력을 갖춘 LG화학은 지속적인 대규모 증설이 필요했고, 이를 위해서는 엄청난 규모의 자금조달이 필요한 상황이었다.

문제는 기업분할 방식으로서 LG화학은 인적분할 대신 물적분할을 선택하였다. 자금조달에 있어서 인적분할과 물적분할은 커다란 차이를 나타낸다. 만일 LG화학이 물적분할이 아닌 인적분할을 통해 2차전지 사업을 LG에너지솔루션으로 분할했다고 가정해 보자. 이 경우 분할한 LG에너지솔루션이 자본으로 자금조달을 하려면 유상증자를 해야 한다. 하지만 유상증자시 신주 발행가액은 기준주가에서 약 30% 정도 할인하여 결정되므로 희석(Dilution)효과가 발생하고, 일반적으로 대규모 유상증자는 시장에 부정적인 신호(Signal)로 비춰져 주가가 하락하는 경향이 나타나게 된다(Ross, 1977; Myers and Majluf, 1984; 윤평식 2016). 더욱 심각한 것은 지주회사 체제를 유지하고 있는 LG그룹에서 지주회사의 지배력 약화 가능성이다. 만일 인적분할을 하면 LG화학의 지분 33.4%를 보유하고 있는 지주회사 (주)LG가 LG에너지솔루션의 지분도 동일하게 33.4%를 보유하게 되는데, 이 상태에서 LG에너지솔루션의 대규모 유상증자에 (주)LG가 지분율만큼 참여하지 못하면 (주)LG의 LG에너지솔루션 지분을 감소가 불가피하게 된다. 하지만 물적분할을 하면 LG화학이 LG에너지솔루션 지분을 100% 보유하게 되며, 이후 LG에너지솔루션이 IPO를 통해 신주 발행으로 자금을 조달하더라도 100%이던 LG화학의 지분율이 다소

하락할 뿐 지배력에는 큰 문제가 되지 않는다. 그리고 IPO 주식에 대한 시장의 기대감으로 LG에너지솔루션의 기업가치가 부각되어 물적분할 후 IPO가 인적분할 후 유상증자보다 자금조달에 훨씬 유리할 가능성이 높다.<sup>5)</sup>

한편, LG화학이 인적분할 대신 물적분할을 선택함으로써 인해 발생한 문제점도 없지 않다. 지주회사 체제 내에서 LG화학의 물적분할은 '(주)LG → LG화학 → LG에너지솔루션'으로 이어지는 소유지배구조를 형성하여 LG에너지솔루션이 손자회사가 된다. 우리나라 공정거래법에 따르면 지주회사체제 내에서 손자회사가 그 밑에 증손회사를 두려면 반드시 지분을 100% 보유하도록 규정하고 있다. 따라서 손자회사인 LG에너지솔루션이 향후 다른 기업을 인수할 경우 지분의 전부를 확보해야만 하는 제약이 따르게 된다. 만일 LG에너지솔루션이 인적분할 방식으로 분할되었다면 LG에너지솔루션은 지주회사인 (주)LG의 자회사로서 지분에 대한 제약없이 기업인수에 참여할 수 있었을 것이다.

### 3.2 주주 반발과 LG화학 주가 급락

이론적으로 보면 물적분할을 통해 특정 사업부문을 떼어내 독립적인 기업을 만들더라도 지분을 100% 소유하기 때문에 모회사 주주가치에는 손상이 없게 된다. 하지만 IPO를 목적으로 성장성 높은 사업부문을 분리하여 물적분할을 하게 되면 주가에는 매우 부정적인 영향을 미치게 된다. 실제로 LG화학이 2차전지 사업 물적분할을 발표한 당일과 다음날 개인 투자자의 투매로 LG화학의 주가는 약 11.5% 하락하며 6조원 이상 시가총액이 증발하였고, LG그룹에 대한 비난 여론이 들끓으며 청와대 국민청원까지 등

5) SK이노베이션에서 물적분할한 뒤 2021년 5월 IPO한 SK아이이테크놀로지의 경우는 IPO 이전에 약 3조원으로 추산되던 시가총액이 IPO 직후 약 15조원에 이르기도 하였다.

장하였다.<sup>6)</sup>

이처럼 IPO 목적의 물적분할에 대해 주주들이 극도로 실망하고 주가가 급락하는 이유는 무엇일까? 당시 LG화학 주주들의 대부분은 2차전지에 대한 기대감으로 주식을 매입했고 이를 반영하여 주가도 급등한 상태였다.<sup>7)</sup> 하지만 2차전지 사업을 물적분할하여 새로 생긴 LG에너지솔루션 주식을 직접 소유할 수 없게 되었다는 점이 일반주주들의 불만이었다. 물론 LG화학이 LG에너지솔루션의 지분을 100% 보유하므로 이론적으로는 기업가치의 손상이 없어야 하나, LG화학을 통해 간접 소유한 LG에너지솔루션의 지분가치는 저평가되어 나타날 가능성이 커진 것이다. 우리나라 주식시장에서는 경영권 목적으로 보유한 자회사 지분가치가 크게 저평가되는 현상이 일반적이다(박진, 서정원, 강신우; 2019). 특히, 물적분할된 자회사가 IPO로 상장되면 모회사의 자회사에 대한 지분가치 저평가 현상이 더욱 심하게 나타나는 경향이 있다.<sup>8)</sup> 따라서 LG화학의 기업가치에 LG에너지솔루션의 지분가치가 제대로 반영되지 못할 가능성을 우려하여 LG화학의 주가가 급락한 것이다. 그리고 2차전지 사업의 성장성을 기대하는 투자자들은 LG화학 주식을 보유하기 보다는 LG에너지솔루션이 IPO한 이후 이 주식을 직접 매입해야 한다는 점도 LG화학의 주가에 부정적 영향을 주었다.

이러한 주주들의 반발로 물적분할에 대한 주주총회 승인 여부가 불투명해지자 LG화학 측은 LG에너지솔루션을 IPO하더라도 모회사인 LG화학 지분율을 70% 이상으로 유지하고, LG화학을 석유화학 뿐 아니라 2차전지 소재기업으로 육성하여 기업가치 제

고에 노력할 것이라고 적극적인 설득에 나섰다. 당시 LG화학 지분 분포를 의결권 주식 기준으로 보면, (주)LG 30%, 국민연금 10%, 외국인 40%, 국내 기관 8%, 개인 12% 등 이었다. 2020년 10월 30일 LG화학 임시주주총회에서 국민연금의 반대에도 불구하고 글로벌 의결권 자문사인 ISS와 Glass Lewis의 찬성 권고로 대부분의 외국인투자자가 물적분할에 찬성하면서 의결권이 있는 주식의 77.5% 참석과 82.3% 찬성으로 주주총회 특별결의 요건(출석한 주주 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식수의 3분의 1 이상)을 무난히 충족하며 통과되었고, 예정대로 2020년 12월 1일 LG에너지솔루션이 출범하였다.

### 3.3 LG에너지솔루션의 IPO

예정된 수순에 따라 LG에너지솔루션은 2021년 12월 한국거래소의 상장예비심사를 통과하고 금융감독원에 증권신고서를 제출하며 2022년 1월 27일 상장 예정으로 본격적인 기업공개(IPO)에 착수한다. 공모주식수는 4,250만주로 이 중 3,400만주가 신주모집이고 나머지는 LG화학이 보유한 LG에너지솔루션 주식 2억주 가운데 850만주를 구주매출하기로 했다. 따라서 IPO 이후 LG에너지솔루션의 총발행 주식수는 2억 3,400만주이고, 이 가운데 LG화학이 1억 9,150만주를 보유하여 LG에너지솔루션의 지분율은 81.84%가 된다.

여느 IPO와 마찬가지로 시장에서 가장 큰 관심을 끈 것인 LG에너지솔루션의 공모가격이다. 당시 금

6) 국내에서 IPO를 목적으로 하는 기업의 물적분할 발표가 해당 기업 주가에 부정적 영향을 미친 사례는 많이 있다. 대표적인 예로 만도가 자율주행 사업의 물적분할, SK이노베이션이 2차전지 사업의 물적분할을 발표했을 때에도 주가가 10% 이상 하락한 바 있다.  
7) 2020년 초 30만원 정도였던 LG화학의 주가는 2차전지 사업에 대한 기대감으로 물적분할 발표 직전에 70만원을 넘기며 8개월만에 2배 넘는 주가 상승을 기록하고 있었다.  
8) 예를 들면, SK케미칼에서 물적분할한 SK바이오사이언스의 경우 IPO 직후 시가총액이 약 12조원이었으나, 당시 68%의 지분을 보유한 SK케미칼의 시가총액은 약 5조원에 불과했다. 이러한 자회사 지분가치의 저평가 이유에 대해 구체적인 연구결과는 없지만, 주식 투자자들이 성장성이 높은 사업을 수행하는 자회사에 직접 투자하기를 원하고 자회사 지분을 보유한 모회사를 통한 간접 투자는 회피하는 경향이 있고 알려져 있다.

융감독원에 제출한 증권신고서에 따르면 LG에너지솔루션은 희망공모가격밴드로 257,000원 - 300,000원을 제시하며 이에 대한 근거를 다음과 같이 설명하고 있다. 대부분의 국내 IPO 공모가격 결정방식과 마찬가지로 LG에너지솔루션의 경우도 유사기업의 주가배수(Multiple)를 활용하는 상대가치비교법을 사용했다. 우선 주가배수로는 EV(Enterprise Value)가 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)의 몇 배인지를 나타내는 EV/EBITDA를 사용하였다.<sup>9)</sup> 공모가격 결정에 가장 많이 사용되는 PER(Price Earnings Ratio) 대신 EV/EBITDA를 사용한 이유는 2차전지 사업의 대규모 설비투자로 인한 감가상각비 부담으로 영업이익(EBIT)은 작지만 여기에 감가상각비(DA)를 더해준 EBITDA는 어느 정도 자신이 있었기 때문으로 추정된다. 그리고 유사기업으로는 2차전지 전문기업인 중국의 CATL과 국내 삼성SDI를 선정하였다.<sup>10)</sup> 이에 따라 CATL과 삼성SDI의 EV/EBITDA 80.7배와 22배를 산술평균한 51.4배에 LG에너지솔루션의 EBITDA 2조 3,175억원을 곱해서 구한 119조 1,195억원의 EV에서 순차입금을 뺀 다음 발행주식 수로 나누어 LG에너지솔루션의 주당 평가가액을 479,514원으로 추정하였다. 여기에서 46.4%를 할인한 257,000원을 하단으로 하고 37.4%를 할인한 300,000원을 상단으로 하여 희망공모가격밴드를 결정 한 것이다.

이후 257,000원 - 300,000원을 희망공모가격밴드로 하여 기관투자자를 대상으로 실시된 수요예측(Book Building)에서 무려 2,023대 1의 경쟁률을

기록하며 1경 5,200조원의 엄청난 예상수요를 기록한다. 고무적인 수요예측 결과에 LG에너지솔루션의 공모가격은 희망공모가격밴드 상단인 300,000원으로 결정된다. 이에 따라 공모금액은 12조 7,500억원 (=30만원×4,250만주)으로 3,400만주의 신주를 발행한 LG에너지솔루션은 10조 2,000억원의 신규자금을 조달하게 되고, 850만주의 구주를 매도한 LG화학에는 2조 5,500억원의 자금이 유입된다. 이어서 일반투자자를 대상으로 실시된 공모주 청약에서는 평균 69대 1의 경쟁률을 나타내며, 청약에 실제 동원된 청약증거금만 114조원으로 국내 IPO 사상 최대 규모의 청약자금을 기록한다. 시장의 기대대로 상장 첫날인 2022년 1월 27일 LG에너지솔루션은 시초가가 공모가 대비 99% 상승한 597,000원으로 시작하여 당일 증가가 505,000원으로 끝나게 된다. 결과적으로 LG에너지솔루션은 상장 첫날 증가 기준으로 약 118조원의 시가총액을 기록하며 SK하이닉스를 제치고 국내 시가총액 2위 기업으로 등극한다.

### 3.4 물적분할 후 IPO에 따른 기업가치의 변화와 투자자 보호 이슈

이와 같이 LG화학이 2차전지 사업을 물적분할하여 IPO한 결과로 기업가치에 어떤 변화가 있었는지 살펴보자. 2차전지 사업의 물적분할을 발표하기 직전에 LG화학의 시가총액은 약 51조원이었다. 하지만 2차전지 사업을 물적분할한 뒤 IPO한 LG에너지솔루션의 시가총액은 상장 첫날 증가기준으로 약 118조원이었다. 분할된 기업의 가치가 원래 모기업의 가

9) EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)란 이자, 세금, 감가상각비 차감 전 순이익으로서 영업이익 계산 시 이미 비용으로 차감된 감가상각비를 영업이익에 합산하여 구한다. 특히, EBITDA는 유형자산 투자로 발생한 과도한 감가상각비(DA)로 인해 영업이익(EBIT)이 기업의 이익 능력을 과소평가할 가능성이 있는 경우에 사용되며, 또한 기업의 영업현금흐름(OCF)의 대용치로 사용되기 때문에 현금흐름 창출 능력을 평가하는 지표가 된다. 한편, EV(Enterprise Value)란 기업가치를 의미하는데 시가총액으로 측정하는 일반적인 기업가치와 달리, 시가총액에 순차입금(=총차입금-현금성 자산)을 합산하여 구한다. 따라서 EV/EBITDA는 순차입금을 포함한 기업가치가 EBITDA로 측정된 기업 영업현금흐름의 몇 배인지를 나타내는 지표이다.

10) 그 밖에도 일본의 파나소닉과 국내 SK이노베이션 등을 유사기업으로 고려했으나, 전체 기업에서 2차전지 사업의 매출 비중이 상대적으로 작기 때문에 이들 기업을 제외하였다고 언급하고 있다.

치보다 2배 이상 커진 것이다.<sup>11)</sup> LG그룹 차원에서 보면 약 51조원이던 LG화학의 사업 부문 하나를 물적분할하여 IPO함으로써 100조원 이상의 새로운 거대기업을 탄생시킨 것이다. 그리고 2차전지 사업을 성장시킬 수 있는 기반을 마련한 것이다.

그렇다면 LG화학이 2차전지 사업을 물적분할하여 IPO한 결과가 LG화학의 주주가치에는 어떤 영향을 주었을까? 2차전지 사업의 물적분할 발표 직전에 LG화학의 주가는 726,000원으로 시가총액은 약 51조원이었다. 하지만 물적분할된 LG에너지솔루션이 상장하던 날 LG화학의 주가(증가)는 610,000원으로 시가총액은 약 43조원이 되었다. 결국 LG화학이 물적분할을 발표하고 LG에너지솔루션이 상장하기까지 약 1년 3개월 동안 LG화학의 주가는 약 16% 하락하였고 시가총액은 약 8조원 감소한 것이다. 이러한 LG화학의 주주가치 감소가 단순히 2차전지 사업의 물적분할에 기인한 것으로만 볼 수는 없지만, 분할된 LG에너지솔루션의 시가총액은 약 118조원인데 비해 81.84%의 지분을 보유하여 지분가치만 약 97조원(=118조×0.8184)인 LG화학의 시가총액은 지분가치의 절반도 안되는 약 43조원에 불과했던 것이다. LG화학은 LG에너지솔루션 지분 외에도 석유화학, 첨단소재, 생명과학 등의 기존 사업을 영위하고 있다는 점에서 이들 사업의 미래 수익가치 및 자산가치까지 감안한다면 주가가 엄청나게 저평가되었다고 하지 않을 수 없다. 하지만 이러한 현상은 LG화학에만 국한된 사례가 아니다. 미래 성장사업을 물적분할 후 IPO하면 분할된 자회사의 가치는 크게 상승하는 반면에 상당한 지분을 보유한 모회사의 가치는 심각하게 저평가되는 현상이 우리나라에서 보편적으로 발생하고 있는 것이다. 이러한 사실을 시장

참여자들은 경험적으로 알고 있기 때문에 미래 성장 사업의 물적분할에 대해 매우 부정적으로 반응하는 것이다.

결과적으로 기업집단의 관점에서 보면 미래 성장 사업을 물적분할 후 IPO함으로써 큰 규모의 자금을 손쉽게 조달하고 새로운 자회사를 추가하여 성장 기반을 마련하는 성과가 있는 반면에, 물적분할로 인해 모회사의 주주가치는 오히려 훼손되는 아이러니가 발생하는 것이다. 따라서 물적분할에 대한 일반 주주들의 반발이 거세짐에도 불구하고 물적분할 후 IPO하는 기업들이 늘어나자 정치권과 정부가 나서 이에 대한 규제방안을 언급하기 시작했다. 몇 가지 논의되고 있는 규제방안은 다음과 같다.<sup>12)</sup> 우선 물적분할한 자회사의 IPO를 금지하여 모회사와 자회사가 동시상장되지 못하도록 하는 방안이다. 다음으로는 물적분할에 반대한 주주에게 주식매수청구권을 주는 방안이다. 기업이 물적분할을 강행하여 주가가 하락하더라도 물적분할에 반대한 주주가 주식매수청구권을 행사하여 기업에게 분할 이전의 주가로 주식을 매도할 수 있는 기회를 주자는 것이다. 또 다른 방안은 물적분할의 경우에도 모기업 주주에게 분할되는 자회사 주식을 부여하자는 의견이다. 현재의 물적분할 제도에서는 모기업 주주가 분할되는 자회사 주식을 직접 보유할 수 없는 점을 개선하는 방안이다. 이 방안은 다시 두 가지 방식으로 나뉘는데, 물적분할 당시에 모기업 주주가 분할되는 자회사 주식을 배분받을 수 있도록 하는 방식과 물적분할 후 자회사가 IPO할 때 발행되는 공모주의 일부를 모회사 주주가 우선 청약하도록 하는 방식이 논의되고 있다.

11) LG에너지솔루션의 기업가치 118조원 속에는 3,400만주의 신주 발행으로 유입된 약 10.2조원이 포함되어 있다. 이를 제외하더라도 LG화학이 2차전지 사업을 물적분할하여 IPO함으로써 약 100조원 이상의 기업가치 상승효과를 본 것으로 추정된다.

12) 이 논문이 작성된 2022년 초는 물적분할 후 IPO에 대한 규제방안이 논의되기 시작한 시점이다. 제시된 여러 규제방안 중에서 어느 것이 채택되어 실제로 실행될지는 알 수 없는 시점에 작성된 논문이란 점을 밝혀 둔다.

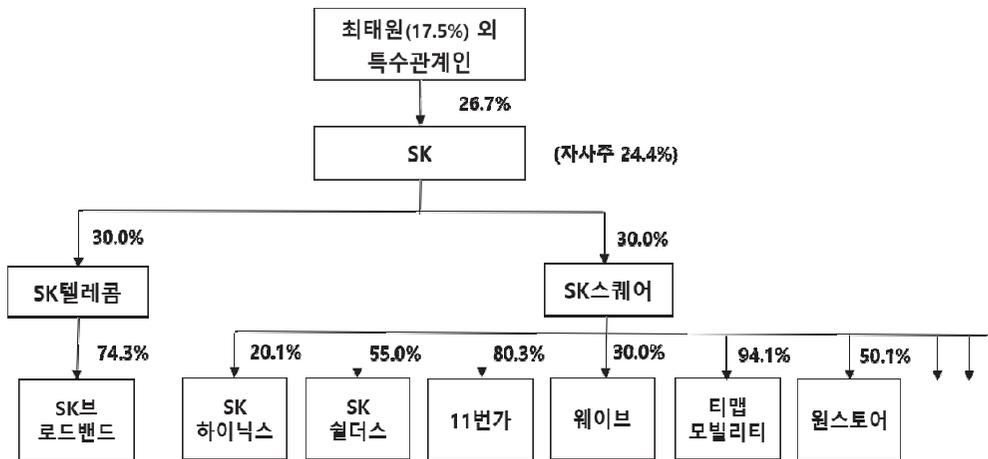
## IV. SK텔레콤의 인적분할 사례

### 4.1 SK텔레콤의 인적분할 발표

2021년 4월 14일 SK텔레콤은 AI·디지털회사와 ICT 투자전문회사로 인적분할을 추진하겠다고 발표한다. 즉, SK텔레콤은 존속회사로서 본연의 통신사업을 유지하고, SK텔레콤이 보유하던 통신 이외의 다른 자회사 지분은 신설법인인 SK스케어가 가져가는 형태로 인적분할하겠다는 것이다. 이러한 인적분할에 따라 기존에 SK텔레콤이 보유하던 자회사 중에서 SK브로드밴드, SK텔링크 등 통신 관련 자회사는 SK텔레콤에 남고, SK하이닉스, ADT캡스(분할 후 SK실더스로 사명 변경), SK플래닛, 11번가, 콘텐츠웨이브, 티맵모빌리티, 원스토어, 인크로스, 드림어스컴퍼니 등은 신설법인인 SK스케어의 자회사로 편입되게 된다. 지주회사체제인 SK그룹에서 지주회사인 SK 밑에 SK텔레콤 외에 또 다른 자회사로 SK

스케어가 추가된 것이다.<sup>13)</sup> 다만, SK스케어는 고유의 사업없이 자회사 지분만을 보유하는 투자전문회사로서 일종의 중간지주회사라고 할 수 있다. SK텔레콤의 인적분할 이후 지배구조의 변화를 정리하면 <그림 2>와 같다.

2021년 6월 10일 SK텔레콤은 이사회를 열고 SK텔레콤을 존속회사로 하고 SK스케어를 신설회사로 하는 인적분할을 결의함과 동시에 SK텔레콤의 액면가액을 500원에서 100원으로 낮추는 액면분할을 결정한다. 분할비율은 두 기업에 배분된 순자산의 장부가액을 기준으로 존속회사 0.6073625대 신설회사 0.3926375로 결정된다. 따라서 분할 전 SK텔레콤 100주를 보유한 주주라면 분할후 303주의 SK텔레콤 주식과 196주의 SK스케어 주식을 받고 나머지 단주는 현금으로 수령하게 된다. 그리고 2021년 10월 12일 개최된 임시주주총회에서 99.9%의 찬성으로 인적분할 및 액면분할 안건이 통과되어 2021년 11월 1일을 분할기일로 하여 SK텔레콤과 SK스케어로 분할되었다.<sup>14)</sup>



<그림 2> SK텔레콤의 인적분할 이후 지배구조의 변화(2021년 말 기준)

13) SK 그룹이 지주회사체제로 전환한 사례를 분석한 연구는 박창욱, 최종범(2008)의 논문을 참조하기 바란다.

14) 물적분할과 달리 인적분할은 기존 주주가 분할된 회사의 주식을 배정받는다든 점에서 일반적으로 주주총회에서 별다른 논란없이 통과되는 편이다.

#### 4.2 SK텔레콤의 인적분할 이유

앞서 언급한 바와 같이 우리나라에서 발생하는 기업의 인적분할은 지주회사체제로 전환하기 위한 사전 작업으로 이루어지는 경우가 많다. 하지만 SK그룹은 이미 지주회사체제를 갖추고 있었기 때문에 SK텔레콤의 인적분할에는 다른 이유가 있었다. SK텔레콤이 공식적으로 밝힌 분할 이유는 통신과 다른 신성장 사업을 분리하여 각 영역에 적합한 경영구조와 투자 기반을 마련하여 기업가치를 제고하겠다는 것이었다. 우선 존속회사인 SK텔레콤은 안정적 현금흐름을 기반으로 5G 유망산업에서 미래 수익을 창출하고, 클라우드, 데이터센터, 구독형 서비스 등 AI 및 디지털 인프라 부문 혁신기술 개발에 지속 투자하겠다고 했다. 그리고 신설회사인 SK스퀘어는 투자전문 중간지주회사로서 반도체 및 새로운 ICT 분야에 적극 투자하고, SK월더스, 11번가, 원스토어, 티맵모빌리티 등 비상장 자회사의 IPO를 추진하겠다고 했다. 따라서 주주에게 통신사업과 신성장 ICT사업에 대한 투자 선택권을 제공하는 기회가 될 것이라고 밝히고 있다.

하지만 시장은 이러한 SK텔레콤의 분할 목적에 대해 높이 평가하면서도 또 다른 이유가 있다고 믿고 있었다. 지주회사체제인 SK그룹 내에서 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위한 방안의 일환으로 본 것이다. SK그룹은 2011년 3조 4,276억원에 하이닉스 지분 21%를 확보하면서 당시 자금조달 문제로 지주회사인 (주)SK 대신에 SK텔레콤이 인수 주체가 되었다. 지주회사체제가 아니라면 여러 계열회사가 나눠서 지분을 인수하는 것이 가능했겠지만, 지주회사체제 내에서는 어느 한 회사만 다른 회사를 인수할 수 있기 때문에 SK그룹에서 가장 자금력이 좋은

SK텔레콤이 하이닉스를 인수했던 것이다. 따라서 지주회사체제인 SK그룹에서 SK하이닉스는 손자회사로서 다른 국내기업을 인수하여 증손회사를 둘 경우 지분을 100% 인수해야 하는 부담으로 인해 반도체 사업의 수직계열화에 어려움이 있었다.<sup>15)</sup> 실제로 2016년과 2017년 각각 반도체 소재 및 부품 기업인 OCI머티리얼즈와 LG실트론을 인수하면서 SK하이닉스 대신 지주회사인 (주)SK가 대신 인수하는 형태를 취했다. SK그룹의 핵심 기업인 SK하이닉스의 기업인수를 통한 성장에 걸림돌이 된 손자회사 문제를 해결하는 것이 시급한 과제였다.

SK텔레콤이 공식적으로 인적분할을 발표하기 훨씬 이전부터 시장은 이미 손자회사인 SK하이닉스의 문제를 해결하는 방안으로 SK텔레콤의 분할을 예상해 왔다. 즉, SK텔레콤을 통신업의 SKT사업회사와 SK하이닉스 등의 자회사 지분을 보유한 SKT투자회사로 분할한 다음, 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 자회사 지분을 보유한 SKT투자회사를 흡수합병하는 시나리오를 예상했던 것이다. 그렇게 되면 SK하이닉스는 지주회사인 SK 밑에 위치하는 자회사가 되어 지분을 100% 인수하지 않더라도 기업인수를 통한 확장이 용이해지기 때문이다.

#### 4.3 SK텔레콤의 인적분할과 기업가치 변화

물적분할과 달리 인적분할은 기존 주주가 분할된 회사의 주식을 배정받기 때문에 물적분할의 경우와 같은 주가 폭락은 발생하지 않는다. 오히려 사업부문의 분할을 통한 전문성 확보를 평가하여 주가에 긍정적인 영향을 미치는 경우가 많다. 실제로 SK텔레콤의 경우도 2021년 초에 25만원대에서 움직이던 주가가 인적분할을 공식적으로 발표한 직후 30만원이

15) 우리나라에서 지주회사 요건을 규제하는 공정거래법에 따르면 손자회사가 그 밑에 증손회사를 둘 경우에는 지분을 100% 보유하도록 하고 있다.

되었다.<sup>16)</sup> 이러한 주가 변동이 전적으로 인적분할 효과라고 단정할 수는 없으나, SK텔레콤의 인적분할에 대한 시장의 반응은 상당히 호의적이었다. 한편, SK텔레콤은 2021년 5월 보유 중인 자사주(11.7%)의 대부분인 10.8%를 소각하기로 발표한다. 이는 시장에서 예상했던 '자사주의 마법'을 활용하지 않고, 대신 지주회사인 SK의 SK텔레콤 지분율을 26.8%에서 30.0%로 확대하는 효과를 가져온다.<sup>17)</sup> 이러한 SK텔레콤의 자사주 소각은 일반적인 경우와 마찬가지로 주가에 긍정적인 영향을 주었다.

예정대로 SK텔레콤은 2021년 11월 1일을 기점으로 존속법인인 SK텔레콤과 신설법인인 SK스퀘어로 분할되었고, 이를 위해 10월 26일부터 11월 26일까지 거래정지 기간을 거쳐 11월 29일 SK텔레콤과 SK스퀘어로 각각 변경상장과 재상장이 되었다. 이때 두 기업의 기준주가는 거래정지 직전일 증가였던 309,500원을 5대 1로 액면분할한 가격인 61,900원이고, 이 가격에서 90%-200%가 시초가로 결정될 수 있었다. 실제로 SK텔레콤은 기준가격보다 낮은 53,400원으로 시작하여 증가가 57,900원으로 끝났고, SK스퀘어는 기준가격보다 높은 82,000원으로 시작하여 76,000원의 증가를 기록하였다.

결과적으로 재상장일 증가 기준 SK텔레콤의 시가총액은 12조 6,700억원, SK스퀘어의 시가총액은 10조 7,500억원으로 합계 23조 4,200억원을 기록하면서 SK텔레콤의 인적분할 발표 직전 시가총액 21조 8,000억원과 거래정지 직전 시가총액 22조 3,000억원보다 높은 수준이 되었다. 앞서 LG화학의 물적분할로 인한 기업가치 하락과는 확연히 비교

되는 결과이다. 시장에서 투자자들이 기업분할 방식으로 물적분할을 기피하고 인적분할을 선호하는 이유를 알 수 있는 좋은 예이다.

#### 4.4 기업합병과 투자자 보호 이슈

하지만 앞서 언급한 바와 같이 SK텔레콤의 인적분할에는 또 다른 이유가 있다. 즉, 지주회사체제인 SK그룹 내에서 손자회사인 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위해 SK텔레콤이 인적분할을 선택한 것으로 시장은 보고 있던 것이다. 따라서 시장은 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 지분을 보유한 SK스퀘어를 흡수합병하여 SK하이닉스 등이 SK의 손자회사에서 자회사로 변경되는 지배구조 개편을 다음 과제로 예상하고 있었다. SK 측은 중간지주회사인 SK스퀘어와 지주회사인 SK의 합병을 추진할 계획이 없다고 했지만, 여전히 시장은 시간이 문제일 뿐 언젠가는 SK와 SK스퀘어의 합병이 있을 것으로 예상하고 있었다. 그래야만 SK하이닉스의 성장에 걸림돌이 되는 손자회사 문제를 해결하고 SK하이닉스를 지주회사가 직접 지배하는 핵심 기업으로 성장시킬 수 있기 때문이다.

이러한 합병이 SK그룹 차원에서는 반드시 필요한 사안이지만, 주주의 이해관계와는 상충될 가능성이 있다. 국내에서 그룹 내 계열사 간의 합병에서는 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제가 자주 이슈가 된다. 즉, 지배주주의 지분이 많은 기업과 그렇지 않은 기업이 합병하면서 지배주주에게 유리한 방향으로 합병비율을 결정하는 경우를 자주 목격할 수

16) SK텔레콤의 인적분할은 이미 시장에서 예상되었던 사건(Event)이고, 회사도 이를 부인하지 않았기 때문에 공식적인 발표일 이전부터 주가에 반영된 것으로 볼 수 있다.

17) 인적분할 과정에서 기존에 보유하고 있던 자사주를 지주회사에 배정하면 이 자사주는 기존 주주 중 하나로 인정되면서 분할된 자회사의 주식을 배정받기 때문에 지주회사가 자회사에 대한 지분을 쉽게 확보할 수 있게 된다. 만일 자사주를 11.7% 보유한 SK텔레콤이 인적분할하면서 중간지주회사인 SK스퀘어에게 자사주를 모두 배정했다면 인적분할 후 SK스퀘어는 분할된 SK텔레콤의 지분율 11.7% 보유하게 된다. 이러한 자사주의 활용을 시장에서는 흔히 '자사주의 마법'이라고 부른다. 하지만 SK텔레콤은 인적분할 직전에 대부분의 자사주를 소각하여 '자사주의 마법'을 활용하지 않았다.

있다.<sup>18)</sup> 따라서 시장은 지배주주의 지분이 많은 SK에게 유리하고 지배주주의 지분이 없는 SK스퀘어에는 불리한 합병비율이 결정될 가능성에 대해 우려하고 있던 것이다. 그런 이유로 인적분할 이후 SK스퀘어의 주가는 부진을 면치 못했다. 과연 지배주주에게 유리한 합병 가능성으로 인해 일반주주의 손실이 발생할지는 투자자 보호 관점에서 지켜봐야 할 이슈이다.

## V. 결론 및 시사점

본 연구에서는 시장의 커다란 논란 속에 2차전지 사업을 물적분할하여 LG에너지솔루션을 IPO한 LG화학의 사례와 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 SK텔레콤의 사례를 분석하고 있다. 구체적으로 우리나라의 전형적인 기업분할 방식인 인적분할과 물적분할의 특징과 차이점을 설명하고, LG화학의 물적분할 과정과 이에 대한 시장의 반발 그리고 분할기업인 LG에너지솔루션의 IPO 과정과 이로 인한 기업가치의 변화 등을 분석하며, 이어서 SK텔레콤의 인적분할 과정과 그 이유 그리고 인적분할로 인한 기업가치 변화와 이후 예상되는 SK그룹의 지배구조 변화 등에 관해 분석하고 있다. 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

2020년 9월 LG화학은 전지 사업부를 물적분할하여 100% 자회사인 'LG에너지솔루션'을 신설하기로 결정한다. 공식적인 분할 이유는 급성장하는 2차전지 사업의 전문성 제고라고 했지만, 더 큰 실질적 이

유는 2차전지 사업의 대규모 증설을 위한 자금조달에 있었다. 만일 LG화학이 인적분할을 통해 2차전지 사업을 분할했다고 가정하면 희석(Dilution)효과와 지주회사(주)LG의 지분율 감소를 감수하며 유상증자를 해야 했다. 하지만 LG에너지솔루션의 IPO를 통해 신주 발행으로 자금을 조달하면 IPO 주식에 대한 시장의 기대감으로 LG에너지솔루션의 기업가치가 부각될 가능성이 높아져 물적분할 후 IPO가 인적분할 후 유상증자보다 자금조달에 훨씬 유리했던 것이다.

LG화학이 2차전지 사업 물적분할을 발표한 당일과 다음날 개인투자자의 투매로 LG화학의 주가는 약 11.5% 하락하며 6조원 이상 시가총액 증발하였고 LG그룹에 대한 비난 여론이 비등했지만, 예정대로 2020년 12월 LG에너지솔루션이 출범하였다. 그리고 LG에너지솔루션은 2022년 1월 기업공개(IPO)를 통해 300,000원의 공모가격에 10조 2,000억원의 신규자금을 조달하고, 상장 첫 날 종가 기준으로 약 118조원의 시가총액을 기록하며 국내 시가총액 2위 기업으로 등극했다.

하지만 LG화학이 물적분할을 발표하고 LG에너지솔루션이 상장하기까지 약 1년 3개월 동안 LG화학의 주가는 약 16% 하락하였고 시가총액은 약 8조원 감소하였다. 결과적으로 LG그룹의 관점에서 보면 미래 성장사업을 물적분할 후 IPO함으로써 큰 규모의 자금을 손쉽게 조달하고 새로운 자회사를 추가하여 성장 기반을 마련하는 성과가 있는 반면에, 물적분할로 인해 모회사의 주주가치는 오히려 훼손된 것이다. 따라서 물적분할에 대한 일반주주들의 반발이 거세짐에도 불구하고 물적분할 후 IPO하는 기업들은 늘어나자 정치권과 정부가 나서 이에 대한 규제

18) 우리나라의 자본시장법은 상장법인간의 합병가액은 합병기일 이전 1개월 동안 시장에서 거래된 가격으로 결정하도록 하고 있다. 이러한 기준주가는 실제 시장에서 매매된 가격이므로 객관적 평가라고 할 수 있지만, 불법적인 주가조작까지는 아니라고 하더라도 어느 정도 기업이 원하는 방향으로 주가를 움직이려는 노력은 가능하다. 예를 들면, 사업계획이나 공시 시점 등을 조절하는 방식으로 주가에 영향을 주는 것이 가능하다.

방안이 논의되기 시작했다.

한편, 2021년 4월 SK텔레콤은 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할하기로 발표한다. 지주회사체제인 SK그룹에서 지주회사인 SK 밑에 SK텔레콤 외에 또 다른 자회사로 SK스퀘어가 추가되어 기존에 SK텔레콤이 보유했던 SK하이닉스 등의 지분을 보유하는 중간지주회사가 생긴 것이다. 물적분할과 달리 인적분할은 기존 주주가 분할비율대로 분할된 회사의 주식을 배정받기 때문에 SK텔레콤의 인적분할은 주주들의 반발없이 무난하게 임시주주총회를 통과하고, 2021년 11월 1일을 분할기일로 하여 SK텔레콤과 SK스퀘어로 분할되었다.

그리고 11월 29일 SK텔레콤과 SK스퀘어로 각각 변경상장과 재상장이 되었다. 재상장일 증가 기준 SK텔레콤의 시가총액은 12조 6,700억원, SK스퀘어의 시가총액은 10조 7,500억원으로 합계 23조 4,200억원을 기록하면서 SK텔레콤의 인적분할 발표 직전 시가총액 21조 8,000억원보다 높은 수준을 나타냈다. 앞서 LG화학의 물적분할로 인한 기업가치 하락과는 확연히 비교되는 결과이다.

하지만 SK텔레콤의 인적분할에 대해 시장은 지주회사체제인 SK그룹 내에서 손자회사인 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위해 SK텔레콤이 인적분할을 선택한 것으로 보고 있었다. 즉, 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 지분을 보유한 SK스퀘어를 흡수 합병하여 SK하이닉스 등이 SK의 손자회사에서 자회사로 변경되는 지배구조 개편을 예상하고 있었다. 그리고 지배주주의 지분이 많은 SK에게 유리하고

지배주주의 지분이 없는 SK스퀘어에는 불리한 합병 비율이 결정될 가능성에 대한 우려로 인적분할 이후 SK스퀘어의 주가는 부진을 면치 못했다. 과연 지배주주에게 유리한 합병 가능성으로 인해 일반주주의 손실이 발생할지는 투자자 보호 관점에서 지켜봐야 할 이슈이다.

여기에서 인적분할과 물적분할의 차이점을 좀 더 명확하게 비교하기 위하여 LG화학과 SK텔레콤의 분할 전후로 기업가치가 얼마만큼 변화했는가를 정리한 내용이 <표 1>에 나타나 있다. 우선 LG화학은 물적분할 발표 직전 시가총액이 약 51조원이었으나 분할된 LG에너지솔루션이 상장된 직후에 약 43조원으로 약 16% 기업가치가 감소하였음을 알 수 있다. 반면에 물적분할 후 IPO한 LG에너지솔루션은 상장 직후 시가총액이 약 118조원에 이르고 있다. 이 금액에는 LG에너지솔루션이 신주 발행을 통해 조달한 자금 10.2조원이 포함되어 있지만 이를 제외하더라도 물적분할을 통해 100조원 이상의 새로운 기업이 탄생한 것이다. 하지만 이러한 LG에너지솔루션의 지분을 80% 이상 보유한 LG화학의 시가총액은 오히려 물적분할 이전보다 약 16% 감소했고, 이로 인해 2차전지 사업의 성장성을 보고 LG화학에 투자했던 주주가 그 손실을 감당하게 된 것이다. 결과적으로 LG화학이 2차전지 사업을 물적분할 후 IPO함으로써 LG그룹 전체의 시가총액은 100조원 이상 증가했지만, 그 과정에서 LG화학의 투자자들은 적지 않은 손실을 입게 된 것이다. 한편, SK텔레콤은 인적분할 발표 직전 시가총액이 약 22조원이었는데, 분할 후 재상장 직후에는 분할된 SK텔레콤과 SK스퀘

<표 1> LG화학과 SK텔레콤의 분할 전후 기업가치 변화

시점	LG화학 물적분할	SK텔레콤 인적분할
분할 직전	LG화학: 약 51조원	SK텔레콤: 약 22조원
분할 상장 직후	LG화학: 약 43조원	SK텔레콤: 약 13조원
	LG에너지솔루션: 약 118조원	SK스퀘어: 약 11조원

어가 각각 약 13조원, 11조원으로 합계 약 24조원이 되어 10% 가까운 기업가치의 증가를 나타내고 있다. 분할된 기업의 지분을 직접 보유할 수 없는 물적분할과 달리, 인적분할은 분할비율에 따라 분할된 기업의 지분이 배분되기 때문에 분할 전 SK텔레콤의 주주는 인적분할로 인한 기업가치 상승을 그대로 누릴 수 있던 것이다. 따라서 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례를 대비하여 보면 시장에서 투자자들이 기업분할 방식으로 물적분할을 기피하고 인적분할을 선호하는 이유를 이해할 수 있다.

이러한 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례연구 결과는 일반적인 기업분할 과정과 그 중에서도 물적분할과 인적분할을 비교하면서 이해하는데 도움을 줄 것으로 기대된다. 특히, 물적분할 또는 인적분할을 시도하는 기업의 목적과 그로 인해 주주와의 이해상충이 빈번하게 발생하면서 어느 때보다 기업분할이 사회경제적 이슈가 되는 시점에 본 연구 결과는 투자자와 기업 그리고 정책당국에게 다음과 같은 시사점을 제시하고 있다.

첫째, 기업이 미래 유망사업을 전문적인 기업으로 분할하고 원활한 자금조달을 통해 성장시키는 것은 중요한 과제이다. 그 일환으로 기업분할이 활용되고 있는 것이다. 하지만 이러한 기업의 목적을 달성하는 과정에서 주주가치가 훼손되고 있다는 것은 심각한 문제이다. LG화학의 사례에서 보듯이 미래 성장사업인 2차전지를 보고 투자한 투자자들이 2차전지 사업을 물적분할하여 생긴 LG에너지솔루션 주식을 직접 소유할 수 없게 되면서 LG화학의 주가가 폭락하자 큰 손실을 입게 된 것이다. 이후 LG에너지솔루션이 IPO하면서 기업가치가 크게 상승했지만, LG화학의 기존 주주는 그 혜택을 전혀 보지 못했다. 이러한 사례는 LG화학에 국한된 문제가 아니라 많은 국내 기업들이 유망 사업부문을 물적분할 후 IPO하는 방식으로 기업가치를 높이지만 그 과정에서 기존 주주가 손실을 입는 사태가 자주 발생하고 있다. 한편, 인적

분할은 물적분할과 달리 기존 주주가 분할비율에 따라 분할된 기업의 지분을 보유할 수 있다는 점에서 주가에 부정적인 영향을 주지 않는다. SK텔레콤의 사례에서 보듯이 인적분할은 오히려 주가에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 다만, SK텔레콤의 경우도 기업분할이 전문성 제고라는 목적 외에 SK그룹의 지배구조 개편의 일환으로 이루어졌다는 시장의 의구심으로 인해 분할 이후 중간지주회사인 SK스퀘어의 주가가 부진을 면치 못했다. 이러한 LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례연구를 통해 국내에서 빈번하게 발생하는 많은 기업분할이 유망 사업부문의 전문성 제고라는 표면적인 이유 외에 다른 목적이 있고, 더욱 중요한 것은 그 과정에서 기존 주주가 손실을 보고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

둘째, 이와 같이 기업이 어떤 분할 방식을 택하느냐에 따라 주주가치에 심각한 영향을 미치기 때문에 시장의 투자자에게는 기업분할이 매우 민감한 사건(Event)이다. 특히, LG화학의 경우처럼 특정한 사업부문의 미래 성장성을 보고 주식을 매입했는데 그 사업부문의 물적분할로 새로 생긴 기업의 주식을 직접 보유할 수 없게 된 실망감으로 주가가 폭락하는 경우가 자주 발생하고 있다. 당연히 투자자들은 이러한 사태를 피하고 싶어 하지만, 일반투자자들이 어떤 기업이 유망 사업부문의 물적분할을 선택할지를 사전에 예측하기란 쉽지 않다. 그리고 인적분할의 경우에도 공식적으로 발표한 이유 외에 숨겨진 의도를 일반 투자자들이 파악하기 쉽지 않다. 따라서 기업분할로 인해 발생할 수 있는 영향을 투자자 스스로의 판단과 자기 책임으로만 돌릴 수는 없다. 어떤 형태로든 투자자를 보호할 수 있는 방안이 필요하다.

셋째, 기업분할로 인한 주주가치의 손상에 대해 거래소와 금융감독당국 그리고 정치권까지 투자자 보호 차원에서 다양한 방안과 제도를 논의하고 있다. 특히, LG화학의 물적분할에 이어서 SK이노베이션의 물적분할로 촉발된 주가 하락이 사회경제적 이슈

가 되면서 물적분할 후 IPO하는 기업에 대한 여러 가지 규제 방안이 쏟아지고 있다. 예를 들면, 물적분할한 자회사의 IPO를 아예 금지하는 방안, 물적분할에 반대한 주주에게 주식매수청구권을 주는 방안, 모회사 주주가 물적분할되는 자회사 주식을 배분받을 수 있도록 하는 방안, 물적분할 후 자회사가 IPO할 때 발행되는 공모주의 일부를 모회사 주주가 우선 청약하도록 하는 방식 등이 논의되고 있다. 이 가운데 어떤 방안이 투자자 보호에 적절할지에 대해 심도있는 논의가 필요하다. 미래 유망사업의 전문성을 제고하고 원활한 자금조달을 통해 성장을 도모하는 기업분할의 순기능은 살리면서 투자자도 보호하는 현명한 방안이 도출되어야 할 것이다.

## REFERENCES

- Ahn, S. P. and D. J. Denis(2004), "Internal capital markets and investment policy," *Journal of Financial Economics*, 71, 485-516.
- Berger, P. and E. Ofek(1995), "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- Burch, T. R. and V. Nanda(2003), "Divisional diversity and the conglomerate discount," *Journal of Financial Economics*, 70, 69-98.
- Myers, S. and N. Majluf(1984), "Stock issues and investment policy when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Nanda, V. and M. Naryanam(1999), "Disentangling value: Financing needs, firm scope, and divestitures," *Journal of Financial Economics*, 8, 174-204.
- Prahalad C. K. and G. Hamel(1990), "The core competence of the corporation," *Harvard Business Review*, 5, 79-91.
- Ross, S.(1977), "The determination of financial structure: The incentive-signalling approach," *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

## 국내참고문헌

- 김지수, 조정일(2005), "분리설립의 기업성과와 성과요인," **재무연구**, 18(2), 139-183.
- 김희천, 예종석, 김동욱(2000), "(주)벽산의 기업분할: 전문도료업체 벽산화학(주)의 탄생," **Korea Business Review**, 4(1), 205-223.
- 노태우, 조동성(2014), "무역에서 패션으로, 사업전문화를 위한 LG패션의 기업분할 사례," **Korea Business Review**, 18(1), 111-143.
- 박진, 서정원, 강신우(2019), "한국주식시장의 지주회사 디스카운트," **한국증권학회지**, 48(6), 755-788.
- 박진우(2020), "현대중공업 그룹의 지주회사체제 전환 사례," **Korea Business Review**, 24(4), 69-93.
- 박창욱, 최종범(2008), "SK그룹 지주회사 전환 사례," **Korea Business Review**, 12(2), 1195-124.
- 윤평식(2016), "유상증자의 공시효과에 관한 제고찰," **한국증권학회지**, 45(2), 379-415.
- 이민교, 박진우(2019), "중견기업의 인적분할을 통한 지주회사 전환," **한국증권학회지**, 48(1), 1-27.
- 정무권(2018), "인적분할과 기업가치," **재무관리연구**, 35(3), 217-243.

## Split-off of LG Chem and Spin-off of SK Telecom

Jinwoo Park\*

### Abstract

On September 2020 LG Chem split off its business unit of storage battery and decided to set up a subsidiary named as LG Energy Solution. However, the shareholders were very disappointed since the split-off did not offer shares of the new subsidiary to them, who bought LG Chem's stock with expectation for its business unit of storage battery. As a result, the stock price of LG Chem fell by 11.5%, causing a drop in its market value by 6 trillion Won. Nevertheless, LG Chem chose the split-off instead of the spin-off as a divestiture method since the split-off is advantageous to financing a huge amount of capital expenditure for LG Energy Solution. On January 2022 LG Energy Solution raised 10.2 trillion Won through initial public offering(IPO) and became the second largest firm in Korea with the market value of 118 trillion Won. In the meantime, however, the stock price of LG Chem dropped by almost 16%, causing a serious damage to shareholder value.

On April 2021 SK Telecom announced the spin-off of mid-holding company named as SK Square, which holds shares of SK Telecom subsidiaries except telecommunications business. The spin-off of SK Telecom proceeded without shareholders' opposition since shares outstanding are proportioned on a pro rata basis, resulting in a favorable impact on the stock price. However, the stock price of SK Square slumped because the stock market interpreted that the main purpose of the SK Telecom's spin-off was to solve the dilemma of SK Hynix as a grandchild company in the SK group. The market expected that SK, the holding company, might merge SK Square with the merger ratio unfavorable to SK Square.

These results of the case study imply that the purpose of corporate divestiture may be in conflict with the shareholders' interests. In order to protect investors policy authority should come up with an effective measure to regulate the corporate divestiture in Korea.

Key Words: Corporate Divestiture, Split-off, Spin-off, LG Chem, SK Telecom

---

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

## 〈Teaching Note〉

# LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할

### Synopsis

본 연구에서는 시장의 커다란 논란 속에 2차전지 사업을 물적분할하여 LG에너지솔루션을 IPO한 LG화학의 사례와 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 SK텔레콤의 사례를 분석하고 있다. 구체적으로 우리나라의 전형적인 기업분할 방식인 인적분할과 물적분할의 특징과 차이점을 설명하고, LG화학의 물적분할 과정과 이에 대한 시장의 반발 그리고 분할기업인 LG에너지솔루션의 IPO 과정과 이로 인한 기업가치의 변화 등을 분석하며, 이어서 SK텔레콤의 인적분할 과정과 그 이유 그리고 인적분할로 인한 기업가치 변화와 이후 예상되는 SK그룹의 지배구조 변화 등에 관해 분석하고 있다. 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

2020년 9월 LG화학은 전지 사업부를 물적분할하여 100% 자회사인 'LG에너지솔루션'을 신설하기로 결정한다. 공식적인 분할 이유는 급성장하는 2차전지 사업의 전문성 제고라고 했지만, 더 큰 실질적 이유는 2차전지 사업의 대규모 증설을 위한 자금조달에 있었다. 만일 LG화학이 인적분할을 통해 2차전지 사업을 분할했다고 가정하면 인적분할한 LG에너지솔루션은 자본조달을 위해 희석(Dilution)효과와 주가 하락 가능성을 감수하며 유상증자를 해야 한다. 더욱 심각한 문제로서 지주회사 (주)LG가 LG에너지솔루션의 대규모 유상증자에 지분을만큼 참여하지 못하면 (주)LG의 LG에너지솔루션의 지분을 감소가 불

가피하게 된다. 하지만 물적분할을 하면 LG화학이 LG에너지솔루션의 지분을 100% 보유하게 되며, 이후 LG에너지솔루션의 IPO를 통해 신주 발행으로 자금을 조달하더라도 100%이던 LG화학의 지분이 다소 하락할 뿐 지배력에는 큰 문제가 되지 않는다. 그리고 IPO 주식에 대한 시장의 기대감으로 LG에너지솔루션의 기업가치가 부각될 가능성이 높아져서 물적분할 후 IPO가 인적분할 후 유상증자보다 자금 조달에 훨씬 유리할 가능성이 높다.

하지만 LG화학이 2차전지 사업 물적분할을 발표한 당일과 다음날 개인투자자의 투매로 LG화학의 주가는 약 11.5% 하락하며 6주өл 이상 시가총액 증발하였고, LG그룹에 대한 비난 여론이 들끓으며 청와대 국민청원까지 등장하였다. 당시 LG화학 주주들의 대부분은 2차전지에 대한 기대감으로 주식을 매입했고 이를 반영하여 주가도 급등한 상태였는데, 2차전지 사업을 물적분할하여 새로 생긴 LG에너지솔루션 주식을 직접 소유할 수 없게 되었다는 점이 주주들을 실망시킨 것이다. 이러한 일반주주들의 반발에도 불구하고 대부분의 외국인투자자가 임시주주총회에서 물적분할에 찬성하면서 예정대로 2020년 12월 LG에너지솔루션이 출범하였다.

그리고 예정된 수순에 따라 LG에너지솔루션은 2021년 12월부터 본격적인 기업공개(IPO)에 착수한다. 공모가격 결정방식은 여느 IPO와 마찬가지로 상대가치비교법에 따라 EV/EBITDA를 주가배수(Multiple)로 사용하고 유사기업으로는 2차전지 전문기업인 중국의 CATL과 국내 삼성SDI를 선정하여

257,000원 - 300,000원을 희망공모가격밴드로 제시한다. 이어지는 수요예측(Book Building)에서 무려 2,023대 1의 경쟁률을 기록하며 공모가격은 희망 공모가격밴드의 상단인 300,000원으로 결정된다. 이에 따라 신주를 발행한 LG에너지솔루션은 10조 2,000억원의 신규자금을 조달하게 되고, 850만주의 구주를 매도한 LG화학에는 2조 5,500억원의 자금이 유입된다. 이어서 일반투자자를 대상으로 실시된 공모주 청약에서는 평균 69대 1의 경쟁률을 나타내며, 청약에 실제 동원된 청약증거금만 114조원으로 국내 IPO 사상 최대 규모를 기록한다. 시장의 기대대로 상장 첫 날 LG에너지솔루션은 시초가가 공모가 대비 99% 상승한 597,000원으로 시작하여 당일 종가가 505,000원으로 끝나게 된다. 결과적으로 LG에너지솔루션은 증가 기준으로 약 118조원의 시가총액을 기록하며 SK하이닉스를 제치고 국내 시가총액 2위 기업으로 등극하게 된다.

이와 같이 LG에너지솔루션이 물적분할하여 IPO한 결과로 시가총액이 상장 첫날 증가기준 약 118조원으로 분할 직전 모회사인 LG화학의 시가총액 약 51조원의 2배 이상이 된 것이다. 하지만 물적분할 발표 직전에 726,000원이던 LG화학의 주가는 물적분할된 LG에너지솔루션이 상장하던 날 증가기준 610,000원이었다. 결과적으로 LG화학이 물적분할을 발표하고 LG에너지솔루션이 상장하기까지 약 1년 3개월 동안 LG화학의 주가는 약 16% 하락하였고 시가총액은 약 8조원 감소한 것이다. 이러한 LG화학의 주주 가치 감소가 단순히 2차전지 사업의 물적분할에 기인한 것으로만 볼 수는 없지만, 미래 성장사업을 물적분할 후 IPO하면 분할된 자회사의 가치는 크게 상승하는 반면에 상당한 지분을 보유한 모회사의 가치는 심각하게 저평가되는 현상이 우리나라에서 보편적으로 발생하고 있다. 결과적으로 기업집단의 관점에서 보면 미래 성장사업을 물적분할 후 IPO함으로써 큰 규모의 자금을 손쉽게 조달하고 새로운 자회사를

추가하여 성장 기반을 마련하는 성과가 있는 반면에, 물적분할로 인해 모회사의 주주가치는 오히려 훼손된 것이다. 따라서 물적분할에 대한 일반주주들의 반발이 거세짐에도 불구하고 물적분할 후 IPO하는 기업들은 늘어나자 정치권과 정부가 나서 이에 대한 규제방안이 논의되기 시작했다.

한편, 2021년 4월 SK텔레콤은 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할하기로 발표한다. 지주회사체제인 SK그룹에서 지주회사인 SK 밑에 SK텔레콤 외에 또 다른 자회사인 SK스퀘어가 추가되어 기존에 SK텔레콤이 보유했던 SK하이닉스 등의 지분을 보유하는 중간지주회사가 생긴 것이다. 물적분할과 달리 인적분할은 기존 주주가 분할된 회사의 주식을 배정받기 때문에 물적분할의 경우와 같은 주가 폭락은 발생하지 않는다. 오히려 사업부문의 분할을 통한 전문성 확보를 평가하여 주가에 긍정적 영향을 미치는 경우가 많다. 실제로 SK텔레콤의 경우도 2021년 초에 25만원대에서 움직이던 주가가 인적분할을 공식적으로 발표한 직후 30만원이 되었다.

SK텔레콤의 인적분할은 주주들의 반발없이 무난하게 임시주주총회를 통과하고, 2021년 11월 1일을 분할기일로 하여 SK텔레콤과 SK스퀘어로 분할되었다. 그리고 11월 29일 SK텔레콤과 SK스퀘어로 각각 변경상장과 재상장이 되었다. 이때 두 기업의 기준주가는 거래정지 직전일 증가였던 309,500원을 5대 1로 액면분할한 가격인 61,900원이고, 여기에서 90%-200%가 시초가로 결정될 수 있었다. 실제로 SK텔레콤은 기준가격보다 낮은 53,400원으로 시작하여 증가가 57,900원으로 끝났고, SK스퀘어는 기준가격보다 높은 82,000원으로 시작하여 76,000원의 증가를 기록하였다.

결과적으로 재상장일 증가 기준 SK텔레콤의 시가총액은 12조 6,700억원, SK스퀘어의 시가총액은 10조 7,500억원으로 합계 23조 4,200억원을 기록

하면서 SK텔레콤의 인적분할 발표 직전 시가총액 21조 8,000억원과 거래정지 직전 시가총액 22조 3,000억원보다 다소 높은 수준을 나타내고 있다. 앞서 LG화학의 물적분할로 인한 기업가치 하락과는 확연히 비교되는 결과이다. 시장에서 투자자들이 기업분할 방식으로 물적분할을 기피하고 인적분할을 선호하는 이유를 알 수 있는 좋은 예이다.

하지만 SK텔레콤의 인적분할에는 공식적인 발표 외에 다른 이유가 있었다. 즉, 지주회사체제인 SK그룹 내에서 손자회사인 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위해 SK텔레콤이 인적분할을 선택한 것으로 시장은 보고 있는 것이다. 따라서 시장은 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 지분을 보유한 SK스퀘어를 흡수합병하여 SK하이닉스 등이 SK의 손자회사에서 자회사로 변경되는 지배구조 개편을 다음 과제로 예상하고 있었다. 그리고 시장은 지배주주의 지분이 많은 SK에게 유리하고 지배주주의 지분이 없는 SK스퀘어에는 불리한 합병비율이 결정될 가능성에 대해 우려하고 있던 것이다. 그런 이유로 인적분할 이후 SK스퀘어의 주가는 부진을 면치 못했다. 과연 지배주주에게 유리한 합병 가능성으로 인해 일반주주들의 손실이 발생할지는 투자자 보호 관점에서 지켜봐야 할 이슈이다.

## Teaching Point

본 연구는 시장의 커다란 논란 속에 2차전지 사업을 물적분할하여 LG에너지솔루션을 IPO한 LG화학의 사례와 통신사업만 남기고 나머지 자회사 지분은 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 SK텔레콤의 사례를 분석하고 있다. 기업분할에 대한 기존의 사례 연구가 주로 경영전략적 측면에서 다루어지고 있는 반면에, 본 사례 연구는 재무적 측면에 초점

을 맞추어 작성되었다. 따라서 학생들은 본 사례를 통해 인적분할과 물적분할이 차이점을 학습하고, 각각의 분할 형태를 선택하는 기업의 목적과 이로 인한 기업가치 및 주주가치의 변화에 대해 분석하며, 기업분할과 관련된 투자자 보호 문제에 대해 이해할 수 있을 것으로 기대된다.

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

- 1) 우리나라의 기업분할 방식인 인적분할과 물적분할의 차이점에 대해 이해하고, 각각의 분할 방식이 기업의 어떤 목적에 어떻게 활용되고 있는지 학습한다.
- 2) LG화학이 2차전지 사업부문을 인적분할 대신 물적분할을 하게 된 이유를 알아보고, 이로 인한 주주의 반발과 주식시장의 반응을 학습한다.
- 3) LG화학에서 물적분할을 한 LG에너지솔루션의 IPO 과정을 살펴보고, 그 결과 LG화학의 기업가치에 미친 영향을 학습한다.
- 4) SK텔레콤이 인적분할을 통해 기존 통신사업과 별도로 다른 사업부문을 분할하게 된 이유를 알아보고, 분할과정과 주식시장의 반응을 학습한다.
- 5) 향후 SK그룹의 지배구조 개편과 관련하여 인적분할로 신설법인이 된 SK스퀘어의 역할에 대해 학습한다.
- 6) LG화학의 물적분할과 SK텔레콤의 인적분할 사례를 통해 얻게 된 시사점을 학습하고, 투자자 보호를 위한 기업분할 보완 방안에 대해 토의한다.

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 유

도한 후, 강의자가 모범답안을 제시하면서 부연 설명을 하도록 한다.

### Assignment Questions

1. 우리나라의 기업분할 형태인 인적분할과 물적분할에 대해 서술하시오.
2. LG화학의 물적분할에 대해 주주들이 극도로 실망하고 주가가 급락하게 된 이유를 설명하시오.
3. LG화학이 인적분할 대신 물적분할을 선택한 이유를 설명하시오.
4. LG화학의 물적분할 후 IPO에 따른 기업가치 및 주주가치의 변화에 대해 서술하시오.
5. 물적분할 후 IPO에 따른 주주가치의 훼손을 방지하기 위해 고려 중인 방안에 대해 서술하시오.
6. SK텔레콤이 통신사업 외의 다른 자회사 지분을 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 이유를 설명하시오.
7. SK텔레콤의 인적분할 전후로 기업가치가 어떻게 변화했는지 서술하시오.
8. 인적분할 이후 재상장된 SK스퀘어의 주가가 부진한 이유에 대해 설명하시오.

### Analysis

1. 우리나라의 기업분할 형태인 인적분할과 물적분할에 대해 서술하시오.

인적분할은 분할 전 기업의 기존 주주가 지분율대로 분할된 기업의 지분을 소유하게 되는 경우를 말한다. 따라서 분할 전 기업의 주주는 분할된 기업의 주식을 분할비율에 따라 계속 보유할 수 있게 되고, 분할된 기업의 지분율은 분할 전 기업의 지분율과 동일하게 유지된다. 기업이 인적분할을 하면 법적으로 모두 독립된 기업이 되며, 분할된 기업 중 하나가 존속법인이 되고 나머지는 신설법인이 된다. 분할 전 기업이 상장기업인 경우는 간단한 상장심사를 통해 존속법인은 기존 회사의 법통을 이어 받아 변경 상장되고 신설법인은 재상장된다. 본래 기업분할의 목적은 성장성이 높은 사업부문을 전문적으로 육성하기 위해 독립적인 회사를 설립하는 것이지만 국내 기업의 인적분할은 지주회사체제로 전환하기 위한 사전준비 수단인 경우가 많다.

물적분할은 분할된 신설법인의 지분을 모기업이 전부 보유하는 형태로 분할이 이루어지는 경우를 말한다. 대부분은 모기업의 사업부문을 떼어내어 자회사로 만들기 때문에 수직적 분할이라고도 한다. 따라서 기존 모기업의 주주들은 물적분할된 자회사 지분을 직접 보유하는 것이 아니라 모기업을 통해 간접 보유하는 형태가 된다. 하지만 분할 전 기업의 주주들이 물적분할된 기업의 주식을 직접 보유할 수 없다는 점이 주가에는 부정적인 영향을 미치게 된다. 특히, 미래 성장성이 높은 사업부문을 떼어내서 물적분할하는 경우에 주주들의 실망은 매우 커지게 된다. 국내 기업의 물적분할 동기는 성장성이 높은 사업부문을 분할하여 자회사로 만든 다음 기업공개(IPO)를 통해 자금조달을 하기 위한 경우가 대부분이다.

2. LG화학의 물적분할에 대해 주주들이 극도로 실망하고 주가가 급락하게 된 이유를 설명하십시오.

당시 LG화학 주주들의 대부분은 2차전지에 대한 기대감으로 주식을 매입했고 이를 반영하여 주가도 급등한 상태였다. 하지만 2차전지 사업을 물적분할하여 새로 생긴 LG에너지솔루션 주식을 직접 소유할 수 없게 되었다는 점이 일반주주들의 불만이었다. 물론 LG화학이 LG에너지솔루션의 지분을 100% 보유하므로 이론적으로는 기업가치의 손상이 없어야 하나, LG화학을 통해 간접 소유한 LG에너지솔루션의 지분가치는 저평가되어 나타날 가능성이 커진 것이다. 우리나라 주식시장에서는 경영권 목적으로 보유한 자회사 지분가치가 크게 저평가되는 현상이 일반적이다. 특히, 물적분할된 자회사가 IPO로 상장되면 모회사의 자회사에 대한 지분가치 저평가 현상이 더욱 심하게 나타나는 경향이 있다. 따라서 LG화학의 기업가치에 LG에너지솔루션의 지분가치가 제대로 반영되지 못할 가능성을 우려하여 LG화학의 주가가 급락한 것이다. 그리고 2차전지 사업의 성장성을 기대하는 투자자들은 LG화학 주식을 보유하기 보다는 LG에너지솔루션이 IPO한 이후 여기에 직접 투자해야 한다는 점도 LG화학의 주가에 부정적 영향을 주었다.

3. LG화학이 인적분할 대신 물적분할을 선택한 이유를 설명하십시오.

자금조달에 있어서 인적분할과 물적분할은 커다란 차이를 나타낸다. 만일 LG화학이 물적분할이 아닌 인적분할을 통해 2차전지 사업을 LG에너지솔루션으로 분할했다면 분할한 LG에너지솔루션이 자본으로 자금조달을 하기 위해서는 유상증자를 해야 한다. 하지만 유상증자시 신주 발행가격은 기준주가에서 약 30% 정도 할인하여 결정되므로 희석(Dilution)효

과가 발생하고, 일반적으로 대규모 유상증자는 시장에 부정적인 신호(Signal)로 비춰져 주가가 하락하는 경향이 나타나게 된다. 더욱 심각한 것은 지주회사체제를 유지하고 있는 LG그룹에서 지주회사의 지배력 약화 가능성이다. 만일 인적분할을 하게 되면 LG화학의 지분 33.4%를 보유하고 있는 지주회사(주)LG가 LG에너지솔루션의 지분도 동일하게 33.4%를 보유하게 되는데, 이 상태에서 LG에너지솔루션의 대규모 유상증자에(주)LG가 지분율만큼 참여하지 못하면(주)LG의 LG에너지솔루션의 지분을 감소가 불가피하게 된다. 하지만 물적분할을 하면 LG화학이 LG에너지솔루션의 지분을 100% 보유하게 되며, 이후 LG에너지솔루션의 IPO를 통해 신주 발행으로 자금을 조달하더라도 100%이던 LG화학의 지분율이 다소 하락할 뿐 지배력에는 큰 문제가 되지 않는다. 그리고 IPO 주식에 대한 시장의 기대감으로 LG에너지솔루션의 기업가치가 부각되어 물적분할 후 IPO가 인적분할 후 유상증자보다 자금조달에 훨씬 유리할 가능성이 높다.

4. LG화학의 물적분할 후 IPO에 따른 기업가치 및 주주가치의 변화에 대해 서술하십시오.

2차전지 사업을 물적분할하기 직전에 LG화학의 시가총액 약 51조원이었다. 하지만 2차전지 사업을 물적분할한 뒤 IPO한 LG에너지솔루션의 시가총액은 상장 첫날 증가기준으로 약 118조원이었다. 분할된 기업의 가치가 원래 모기업의 가치보다 2배 이상 커진 것이다. LG그룹 차원에서 보면 약 51조원이던 LG화학의 사업 부문 하나를 물적분할하여 IPO함으로써 100조원 이상인 새로운 거대기업을 탄생시킨 것이다. 그리고 2차전지 사업을 성장시킬 수 있는 기반을 마련한 것이다.

반면에, 2차전지 사업을 물적분할하여 IPO한 결과가 LG화학의 주주가치에는 부정적 영향을 주었다.

2차전지 사업의 물적분할 발표 직전에 LG화학의 주가는 726,000원으로 시가총액은 약 51조원이었다. 하지만 물적분할된 LG에너지솔루션이 상장하던 날 LG화학의 주가(증가)는 610,000원으로 시가총액은 약 43조원이 되었다. 결국 LG화학이 물적분할을 발표하고 LG에너지솔루션이 상장하기까지 약 1년 3개월 동안 LG화학의 주가는 약 16% 하락하였고 시가총액은 약 8조원 감소한 것이다. 이러한 LG화학의 주가가치 감소가 단순히 2차전지 사업의 물적분할에 기인한 것으로만 볼 수는 없지만, 분할된 LG에너지솔루션의 시가총액은 약 118조원인데 비해 81.84%의 지분을 보유하여 지분가치만 약 97조원(=118조×0.8184)인 LG화학의 시가총액이 지분가치의 절반도 안되는 약 43조원에 불과했던 것이다. 이처럼 미래 성장사업을 물적분할 후 IPO하면 분할된 자회사의 가치는 크게 상승하는 반면에 상당한 지분을 보유한 모회사의 가치는 심각하게 저평가되는 현상이 우리나라에서 보편적으로 발생하고 있다.

#### 5. 물적분할 후 IPO에 따른 주가가치의 훼손을 방지하기 위해 고려 중인 방안에 대해 서술하십시오.

물적분할에 대한 일반주주들의 반발이 거세짐에도 불구하고 물적분할 후 IPO하는 기업들은 늘어나자 정치권과 정부가 나서 이에 대한 규제방안을 언급하기 시작했다. 몇 가지 논의되는 규제방안은 다음과 같다. 우선 물적분할한 자회사의 IPO를 금지하여 모회사와 자회사가 동시상장되지 못하도록 하는 방안이다. 다음으로는 물적분할에 반대한 주주들에게 주식매수청구권을 주는 방안이다. 기업이 물적분할을 강행하여 주가가 하락하더라도 물적분할에 반대한 주주들은 주식매수청구권을 행사하여 기업에게 분할 이전의 주가로 주식을 매도할 수 있는 기회를 주자는 것이다. 또 다른 방안은 물적분할의 경우에도 모기업 주주들에게 분할되는 자회사 주식을 부여하자

는 의견이다. 현재 물적분할 제도에서는 모기업 주주들이 분할되는 자회사 주식을 직접 보유할 수 없는 점을 개선하는 방안이다. 이 방안은 다시 두 가지 방식으로 나뉘는데, 물적분할 당시에 일반주주들이 분할되는 자회사 주식을 배분받을 수 있도록 하는 방식과 물적분할 후 자회사가 IPO할 때 발행되는 공모주의 일부를 모회사 주주들에게 우선 청약하도록 하는 방식이 논의되고 있다. 이 가운데 물적분할에 따른 투자자 보호조치로 어떤 방안이 채택될지 주목되고 있다.

#### 6. SK텔레콤이 통신사업 외의 다른 자회사 지분을 중간지주회사인 SK스퀘어로 인적분할한 이유를 설명하십시오.

SK텔레콤이 밝힌 분할의 이유는 통신과 다른 신성장 사업을 분리하여 각 영역에 적합한 경영구조와 투자기반 마련하여 기업가치를 제고하겠다는 것이었다. 우선 존속회사인 SK텔레콤은 안정적 현금흐름을 기반으로 5G 유망산업에서 미래 수익을 창출하고, 클라우드, 데이터센터, 구독형 서비스 등 AI 및 디지털 인프라 부문 혁신기술 개발에 지속 투자하겠다고 했다. 그리고 신설회사인 SK스퀘어는 투자전문 중간지주회사로서 반도체 및 새로운 ICT 분야에 적극 투자하고, SK셀더스, 11번가, 윈스토어, 티맵모빌리티 등 비상장 자회사의 IPO를 추진하겠다고 했다. 따라서 주주들에게 통신사업과 신성장 ICT사업에 대한 투자 선택권을 제공하는 기회가 될 것이라고 밝히고 있다.

하지만 시장은 이러한 SK텔레콤의 분할 목적에 대해 높이 평가하면서도 또 다른 이유가 있다고 믿고 있었다. 지주회사체제인 SK그룹 내에서 SK하이닉스의 딜레마를 해결하기 위한 방안의 일환으로 본 것이다. 지주회사체제인 SK그룹에서 SK하이닉스는 손자회사로서 다른 국내기업을 인수하여 증손회사를 둘

경우에는 지분을 100% 인수해야 하는 부담으로 반도체 사업의 수직계열화에 어려움이 있었다. SK그룹의 핵심 기업으로 된 SK하이닉스의 성장에 걸림돌이 된 손자회사 문제를 해결하는 것이 시급한 과제였다. 따라서 시장은 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 자회사 지분을 보유한 SK스퀘어를 흡수합병하여 SK하이닉스가 지주회사인 SK 밑에 자회사가 될 것으로 예상하고 있다.

을 보유한 SK스퀘어를 흡수합병하여 SK하이닉스 등이 SK의 손자회사에서 자회사로 변경되는 지배구조 개편을 다음 과제로 예상하고 있다. 우리나라에서는 지배주주의 지분이 많은 기업과 그렇지 않은 기업이 합병하면서 지배주주에게 유리한 방향으로 합병 비율을 결정하는 경우를 자주 목격할 수 있다. 따라서 시장은 지배주주의 지분이 많은 SK에게 유리하고 지배주주의 지분이 없는 SK스퀘어에는 불리한 합병 비율이 결정될 가능성에 대해 우려하고 있던 것이다.

7. SK텔레콤의 인적분할 전후로 기업가치가 어떻게 변화했는지 서술하십시오.

물적분할과 달리 인적분할은 기존 주주가 분할된 회사의 주식을 배정받기 때문에 물적분할의 경우와 같은 주가 폭락은 발생하지 않는다. 오히려 사업부문의 분할을 통한 전문성 확보를 평가하여 주가에 긍정적 영향을 미치는 경우가 많다. 실제로 SK텔레콤의 경우도 2021년 초에 25만원대에서 움직이던 주가가 인적분할을 공식적으로 발표한 직후 30만원이 되었다. 이러한 주가 변동이 전적으로 인적분할 효과라고 단정할 수는 없으나, SK텔레콤의 인적분할에 대한 시장의 반응은 상당히 호의적이었다. 이어서 SK텔레콤이 2021년 11월 29일 SK텔레콤과 SK스퀘어로 각각 변경상장과 재상장이 되었을 때, 당일 종가 기준 SK텔레콤의 시가총액은 12조 6,700억원, SK스퀘어의 시가총액은 10조 7,500억원으로 합계 23조 4,200억원을 기록하면서 SK텔레콤의 인적분할 발표 직전 시가총액 21조 8,000억원과 거래정지 직전 시가총액 22조 3,000억원보다 높은 수준이 되었다.

8. 인적분할 이후 재상장된 SK스퀘어의 주가가 부진한 이유에 대해 설명하십시오.

시장은 지주회사인 SK가 SK하이닉스 등의 지분