

## 분할 등 기업구조개편의 효과 분석 : LG화학과 (주)LG를 중심으로

이은정 (경제개혁연대)

분할은 일반적으로 기업가치에 영향을 미치지 않는 것으로 인식되어지나 실제 현실에서는 분할 이후의 자금조달 방법 등에 따라 그리고 지주회사 디스카운트와 경영권 프리미엄이 존재하는 현실에서 분할로 인해 소액주주들의 기회손실이 발생할 가능성이 상존함. 한편 우리나라 기업들은 기업가치라는 경영적 판단 이외 지배주주들의 이해관계에 따라 다양한 합병 또는 분할이 있었던 것도 사실임

본 보고서는 최근 LG 그룹의 기업구조개편 과정 중 있었던 (주)LG 및 LG 화학의 분할을 통해 회사가 선택한 분할의 방식이 소액주주들에게 어떤 기회손실을 가지고 오는지 검토 하였음

**(주)LG 의 인적분할** : 최근 (주)LG 는 회사를 인적분할하고 계열분리를 하겠다는 발표를 하였음. 그러나 분할되는 부분의 자회사들을 제 3 자에게 매각해도 (주)LG 가 밝힌 분할의 목적을 달성할 수 있음. 자회사들을 매각하는 경우 지주회사 디스카운트 문제를 부분 해소하고, 경영권프리미엄을 수취할 수 있는 바, 결과적으로 해당 이익은 (주)LG 주주들이 지분비율만큼 향유할 수 있음. 물론 경영권프리미엄을 지배주주만 누리는 상황이 정당한 것은 아니지만 한국의 시장이 지배주주에게만 경영권프리미엄을 지급하고 있는 것이 현실임. 그럼에도 불구하고 (주)LG 는 인적분할을 선택한 바, 그 이유는 구광모와 구본준 간의 계열분리를 전제로 구본준에게 보다 쉽게 계열분리 되는 회사들의 경영권을 양도하기 위한 것으로 볼 수 있음

**LG 화학의 물적분할** : 2020 년 LG 화학은 전지사업 부분을 신설법인(LG 에너지솔루션)으로 하는 물적분할을 실시하였음. 회사는 전지사업부문에 대한 자금조달이 분할의 목적이라고 설명하고 있으나, 이를 위해 회사가 선택한 방법 이외에 (i) 차입금으로 필요자금을 조달하는 방법, (ii) 분할을 실시하지 않고 유상증자를 하거나, 인적분할, 또는 전지사업 부분을 존속회사로 한 물적분할 후 유상증자를 하는 방법도 고려할 수 있음. 문제는 LG 에너지솔루션이 IPO 등의 방식으로 외부자금 조달하게 되면 기존 LG 화학 주주들이 희석화(희석화의 정도가 제한적일 수 있음)에 따른 손실을 입을 수 있다는 것임. 그럼에도 불구하고 LG 화학이 물적분할의 방법을 선택한 것은 구광모 및 가족이 지분 유지에 필요한 자금을 조달하는데 어려움이 있을 것을

고려한 것으로 보임

이와 같이 지금까지 분할은 기업가치에 영향을 미치지 않는다든가 희석화 등의 기업가치 훼손 위험이 낮다는 등의 이유로 주주총회에서 대부분의 주주들이 찬성을 해왔던 것이 현실임. 또한 이러한 현실을 반영하여 지배주주들은 일부 주주들의 (제한적인) 손해를 기반으로 지배주주들의 이해관계를 위해 분할 등을 활용해 온 측면도 있음. 따라서 이사회 및 기관투자자 등은 향후 회사의 분할이 주주들 간의 공평한 이득 및 기회이익을 얻을 수 있게 되는 방법인지에 대한 면밀한 검토를 해야 할 것임

## 1. 문제제기

일반적으로 분할(인적분할 및 물적분할)은 주주가치에 변동을 가져오지 않는다고 인식된다. 인적분할은 하나의 회사(A)를 둘로 나누어서(B 사를 신설) A 사의 기존 주주가 A 사와 신설되는 B 사의 주식을 동일한 지분율로 보유하게 되는 것 이므로 어떤 비율로 분할되는 지와 무관하게 주주가치의 변동이 없다는 것이다. 물적분할은 하나의 회사(C)가 보유하던 사업부문으로 C 사가 100% 보유한 새로운 회사(D)를 만드는 것이므로 주주는 여전히 C 사의 지분을 동일하게 보유하게 되므로 주주가치의 변동이 없다는 것이다.

회사가 분할발표를 하게 되면 주가의 변동을 가져오게 된다. 이는 일반적으로 분할 등으로 인한 효율성 증대, 구조조정 등을 통해 기업가치의 증가가 이루어지는 경우가 있을 수 있고 이 경우 그 효과가 가격에 반영되어 주가가 상승 하는 것-물론 그 반대의 경우도 있을 수 있다-으로, 이것으로는 주주간 부의 이전 등이 발행하지 않는다. 그러나 분할 이후 회사가 선택하는 전략 또는 방향에 따라 변동되는 기업가치가 모든 주주에게 균등하게 귀속되지 않을 수도 있다는 점을 유의해야 한다. 또한 가시적인 주주가치 변동이외에 의결권변동에 따른 가치의 변동이 일부 주주들만 향유하는 결과<sup>1</sup>가 나올 수도 있다. 한편, 인적분할의 경우 인적분할되는 자회사들을 매각하는 방법이 아닌 인적분할의 방식을 선택함으로써 주주들의 기회손실이 발생할 수 있다.

이와 관련하여 최근 (주)LG 가 계열분리 등을 위한 인적분할을 발표 한 바, 본 보고서에서는 (주)LG 의 인적분할 나아가 최근 있었던 LG 화학의 물적분할에 대해 검토하고자 한다.

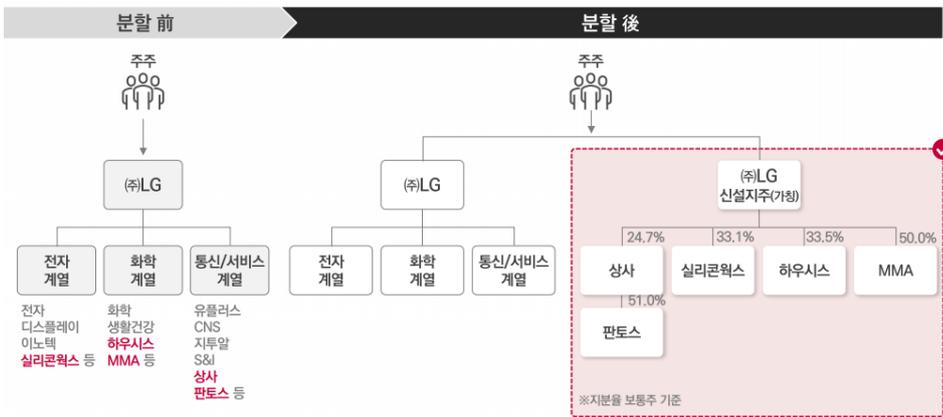
<sup>1</sup> 관련내용은 “이은정(2017), 지주회사 전환 동향과 전환관련 규제 개선안, 이슈앤분석, 경제개혁연구소” 참조

## 2. (주)LG 분할

### (1) 분할의 내용

2020.11.26 (주)LG 이사회는 회사를 인적분할 한다는 결정을 하고 관련 내용을 공시하였다. 분할은 LG신설지주를 신설하고 LG신설지주에는 LG상사, LG하우시스 LGMMA 그리고 실리콘웍스 주식을 보유하는 방식으로 이루어 진다. 분할 주주총회는 2021년 3월 26일로 예정되어 있다.

<그림 1> (주)LG의 분할구조



[출처 : (주)LG IR 자료]

(주)LG는 보도자료를 통해 분할의 목적을 “지주회사의 사업 포트폴리오 관리 영역을 더욱 전문화할 수 있는 구조로 조속히 전환하는 것이 필요하다는 판단”에 따라 “글로벌 경쟁 격화 및 급변하는 경영환경에 민첩하고 효과적으로 대응하기 위해서는 지주회사의 사업 포트폴리오 관리 영역을 더욱 전문화할 수 있는 구조로 조속한 전환 필요에 대응”하기 위한 것이라고 설명하고 있다.

보다 구체적으로 (주)LG가 설명하고 있는 분할의 배경 및 목적은 다음과 같다.

- 분할 이후 존속회사 (주)LG는 전자, 화학, 통신서비스 영역에 역량과 자원을 집중
- 신설 지주회사는 성장 잠재력을 갖춘 사업회사들을 주력기업으로 육성해 각각의 지주회사와 자회사들의 기업가치를 극대화
- 향후 계열분리 추진 시 그룹의 지배구조를 보다 단순하게 하면서 불확실성을 해소하고, 대기업의 경제력 집중 완화 방향에도 부응

### (2) 분할의 타당성 및 주주가치의 변동

(주)LG의 분할이 적정한 것인지를 판단하기 위해서는 ① 분할의 목적이 타당한 것인지 그리고 ②

분할이 회사가 추구하는 목적을 달성하기 위한 최선의 방법인지가 검토되어야 한다.

먼저 ① 분할의 타당성과 관련하여 (주)LG의 분할 목적은 “사업영역의 정리 및 계열분리”이다. 사업영역의 정리를 통한 기업가치의 상승에 대한 경영진의 판단을 존중한다는 측면, 그리고 일부 사업의 정리가 기업가치 증진에 도움이 된다는 전제에서 사업영역의 정리에 따른 효율화 등으로 인한 기업가치 상승은 (주)LG의 모든 주주의 이해관계와 관련된 것으로 목적의 타당성이 정당화될 수 있다. 반면, 계열분리는 구광모등 최대주주(또는 동일인, 이하 구광모등이라 함)에게만 이해관계가 있는 것이지 구광모등을 제외한 주주들은 아무런 이해관계가 없다. 또한 해당 목적을 달성하기 위해 분할을 선택했다 하더라도 분할되는 사업부문이 타당했는지에 대한 검토는 필요하다.

다음으로 ② 사업영역의 정리를 통한 기업가치의 상승이라는 목적을 달성하기 위해 분할이 최선의 방법이었는지 또는 다른 방법을 통해서도 해당 목적을 달성할 수 없었던 것인지를 살펴보자. “전자, 화학, 통신서비스 영역”에 역량과 자원을 집중하기 위해 관련이 없거나, 불필요한 사업영역의 정리를 위해서 (주)LG는 인적분할의 방식 이외에 해당 자회사<sup>2</sup>를 매각하는 방법을 선택할 수도 있다. 여기에는 우리나라 시장에 존재하는 경영권프리미엄과 지주회사 디스카운트를 전제로 검토되어야 한다. 물론 우리나라와 같이 최대주주가 주식을 매각하는 경우 경영권프리미엄을 지배주주가 모두 누리는 관행 자체에는 문제가 있으나 현실에서 엄연히 경영권프리미엄이 존재하고 이를 지배주주가 모두 누리고 있는 현실에서 경영권프리미엄 자체를 고려하지 않을 수는 없다.

먼저 우리나라 시장에서 경영권프리미엄은 지배주주만 향유할 수 있다. 즉 우리나라는 의무공개매수제도가 도입되어 있지 않고, 경영권이 포함된 지분을 매각하는 경우 상당한 수준의 경영권프리미엄을 지급하고 있으며 해당 경영권프리미엄은 지배주주만 누릴<sup>3</sup> 수 있다. 또한 경영권프리미엄에 대한 연구를 살펴 보면 그 수준은 약 50% 전후 인 것으로 확인된다. 이창민, 최한수(2019)<sup>4</sup>는 “인수 후 보유지분을 20% 이상 표본인 경우 평균 45%~63%의 경영권 프리미엄을 가지며, 인수 후 보유지분을 10% 이상인 경우는 평균 48%~68%의 경영권 프리미엄을 가지는 것”으로 나타났다. 또한 임자영(2018)<sup>5</sup>에 따르면 2017년 유가증권, 코스닥 상장사 중 지배주주의 지분 이전을 통해 최대주주의 변동이 발생한 기업을 대상으로 조사한 결과 “경영권 프리미엄이 지급된 거래는 31건(66.0%)이고 경영권 프리미엄이 지급되지 않은 거래는 2회(4.3%)에 불과하며, 경영권프리미엄은 각 기준 시장가격 대비 경영권 프리미엄의 지급 규모가

<sup>2</sup> LG상사, LG하우시스 LGMMA 그리고 실리콘웍스. 판토스는 LG상사의 자회사이다.

<sup>3</sup> 기업을 인수하는 경우 인수자는 해당 기업의 주식을 지배주주가 보유한 주식을 경영권프리미엄을 주고 매입하기 때문이다.

<sup>4</sup> 이창민, 최한수(2019), 우리나라 경영권 프리미엄 현황 분석 (2014~2018), 이슈앤분석, 경제개혁연구소

<sup>5</sup> 임자영(2018), 기업 인수 과정의 경영권 프리미엄 지급 동향, KCGS Report, 한국지배구조원

평균 50% 내외에서 형성”된다.

다음으로 지주회사 디스카운트 문제이다. 한국의 순수지주회사들은 지주회사 디스카운트가 적용되는 것이 일반적이다. 박진, 서정원, 강신우(2019)<sup>6</sup>에 따르면 지주회사의 자기자본 시장가치-장부가치 비율(M/B ratio)의 평균과 중간값(0.654와 0.452)은 1에 훨씬 못 미치며, 비지주회사(2.353과 0.952)에 비해 유의적으로 낮은 디스카운트 현상이 존재한다. 또한 지주회사 M/B ratio의 평균과 중간값(0.654와 0.452)이 자·손자회사의 평균과 중간값(1.919와 1.169)에 비해 유의적으로 낮다.

이와 같이 시장에 존재하는 경영권프리미엄과 지주회사 디스카운트를 반영하여 인적분할 대신 자회사 주식을 매각하고 이를 전액 배당한다는 가정에서 보면 주주의 부의 증가는 다음과 같이 계산(세금효과 미 반영)된다.

$$\text{㈜LG 주주의 부의 증가} = \frac{\text{매각되는 자회사} - \text{매각되는 주식의 장부가액}}{\text{주식의 매각가격} \quad (\text{LG가 인식한 장부가})} \times \frac{\text{LG 시가총액}}{\text{LG 순자산}}$$

따라서 매각되는 자회사의 매각가격이 높을수록(또는 프리미엄이 많을수록) 그리고 M/B ratio(시장가치/장부가치 비율)가 낮을수록(즉 지주회사 할인이 많이 될수록) 자회사 주식을 매각하는 경우 ㈜LG주주들의 부의 증가 규모는 커지게 된다.

㈜LG의 분할과 관련되어 해당 회사들을 분할하지 않고 시장에 매각하는 경우 경영권프리미엄은 얼마나 될까? 시장에서 인적분할로 예정된 4개 회사를 제3자에게 매각<sup>7</sup>한다면 시가의 일정수준(예: 위 연구에 따르면 50% 수준)을 경영권프리미엄으로 받을 수 있다. 이 경우 동 경영권 프리미엄은 모두 지배주주인 ㈜LG가 누리게 되고 이는 곧 ㈜LG의 주주들이 공평하게 누리게 된다. ㈜LG로부터 분할되는 4개사를 매각하는 경우 받을 수 있는 경영권프리미엄을 계산해 보자. 분리되는 4개 회사 중 3개사는 상장회사 그리고 1개사(LGMMA)는 비상장회사로 상장회사는 2020년 말 종가를 기준으로 비상장회사는 2019년 말 순자산가치를 기준으로 기업가치를 평가하였다. 이를 기준으로 경영권프리미엄을 각각 20% ~ 50% 받는다고 가정하였다. 이에 따라 계산하면 경영권프리미엄이 20% 인 경우 그 가치는 2,089억원 그리고 경영권프리미엄을 50%로 인정받는 경우 그 가치는 5,225억원이 된다. 이를 기준으로 ㈜LG의 소액주주들은 경영권프리미엄이 20%인 경우 1,145억원 그리고 50%인 경우 2,862억원의 경영권프리미엄을 누릴 수 있다. 따라서 해당 자회사 주식을 매각하지 않고 인적분할을 함으로써 소액주주들은 위의 경영권프리미엄만큼의 기회손실을 입는 것이다.

<sup>6</sup> 박진, 서정원, 강신우(2019.12), 한국주식시장의 지주회사 디스카운트, 한국증권학회지, 한국증권학회

<sup>7</sup> 계열분리 당사자인 구본준 등이 ㈜LG로부터 경영권프리미엄을 지급하고 이들 회사를 인수할 수도 있음

[표 1] 분할되는 회사를 매각하는 경우 받을 수 있는 경영권프리미엄 (단위:주, 백만원)

	LG 보유분		주당가치	경영권프리미엄			
	주식수	지분율		20%	30%	40%	50%
LG 상사	9,571,336	24.69%	24,700	47,282	70,924	94,565	118,206
실리콘웍스	5,380,524	33.08%	58,200	62,629	93,944	125,259	156,573
LG 하우스(보)	3,006,673	33.53%	78,000	46,904	70,356	93,808	117,260
LGMMA	1,200,000	50.00%	217,406	52,178	78,266	104,355	130,444
계				208,993	313,490	417,987	522,483
주식매각에 따른 프리미엄의 귀속			구광모등*	94,528	141,792	189,056	236,320
			소액주주	114,466	171,698	228,931	286,164

\*구광모등 특수관계인으로 재단 및 임원이 포함됨

다음으로 자회사 주식들을 경영권프리미엄을 받고 매각한 경우 전체적인 주주 부의 가치변화를 살펴 보자. 먼저 주식매각으로 유입된 현금은 모두 배당되는 것으로 가정하였으며 세금효과는 고려하지 않았다. 이렇게 계산된 결과를 살펴 보면 경영권프리미엄 없이 현재의 주가를 기준으로 자회사의 주식을 매각한 경우 (주)LG 주주의 부의 증가는 2,679억원 그리고 이중 1,212억원은 소액주주 몫이 된다. 현재 주가에 매각함에도 불구하고 이러한 이익이 발생하는 이유는 지주회사 디스카운트 때문이다. 현재 주가에 경영권프리미엄 50%를 더해 매각하는 경우 전체 주주의 부의 증가는 7,904억원이 되며 이중 소액주주 몫은 3,575억원이 된다.

[표 2] 자회사 주식 매각에 따른 소액주주의 부의 변동 (단위:주, 백만원)

경영권프리미엄		0%	20%	30%	40%	50%
(주)LG 의 순자산*		20,018,408	20,018,408	20,018,408	20,018,408	20,018,408
(주)LG 의 기업가치(시가총액)**		14,534,825	14,534,825	14,534,825	14,534,825	14,534,825
주주가치의 변동	배당금수익***	1,044,967	1,253,960	1,358,457	1,462,953	1,567,450
	기업가치의 변동	-777,014	-777,014	-777,014	-777,014	-777,014
	계	267,953	476,947	581,443	685,940	790,437
	소액주주 몫	121,195	215,723	262,987	310,251	357,515

\* 2020.9 연결기준 순자산 - 매각되는 주식의 장부가

\*\* 2020.12말 종가 및 2020.9 연결순자산을 기준으로 계산된 M/B 비율(72.61%)을 계산된 순자산에 적용

\*\*\*배당금수익 = 매각되는 자회사 주식으로 인한 현금 유입액 전액을 배당

이와 같이 한국 주식시장에 존재하는 지주회사에 대한 디스카운트와 경영권프리미엄을 고려할 경우 소액주주의 입장에서는 인적분할을 통한 계열분리 보다는 지주회사가 인적분할의 대상이 되는 자회사들의 주식을 매각하는 것이 더 유리한 것으로 보인다. 그러나 (주)LG의 경영진들이 인적분할의 방식을 선택하였으며 이는 결국 구광모와 구분준의 계열분리가 중요한 목표였다는 반증이며, 계열분리 되는 회사의 지배주주가 될 구분준 등은 실리콘웍스 등 (계열분리 되는) 자회사에 대한 경영권프리미엄을 지급하기는 커녕 디스카운트된 지주회사 분할을 통해 이들 회사에 대한 지배권을 값싸게 얻는 큰 효익을 누리게 되는 것이다.



[표 3] (주)LG에서 분할되는 회사의 내부거래 현황 (단위:백만원)

		매출액 (A)	특수관계인 매출액(B)	비중 (B/A)	주요매출처		
					회사명	금액 (C)	비중(C/A)
LG 상사	2019 년	10,530,857	6,806,423	64.63%	LG 전자및그중 속기업	5,094,222	48.37%
	2018 년	9,988,225	6,506,888	65.15%		4,786,683	47.92%
실리콘웍스	2019 년	867,122	727,091	83.85%	LG 디스플레이	670,953	77.38%
	2018 년	791,818	723,666	91.39%		713,093	90.06%
LG 하우스	2019 년	3,186,807	65,767	2.06%			
	2018 년	3,266,496	72,312	2.21%			
LGMMA	2019 년	665,542	230,692	34.66%	LG 화학및중속 기업	196,917	29.59%
	2018 년	825,967	330,920	40.06%		271,737	32.90%

매출액 등 : 연결재무제표를 작성하는 회사의 경우 연결 기준

LG 그룹은 방계기업집단(희성그룹 등)과의 내부거래가 상당한 수준이며 희성그룹이외에도 다수의 친족그룹(또는 회사)와 상당 수준의 거래<sup>8</sup>를 하고 있는 것으로 알려져 있으며, LG 그룹은 친족그룹과의 일감몰아주기 문제로 언급되는 대표적인 기업집단<sup>9</sup>이다. 그러나 LG 그룹 계열회사들과 이들 그룹들이 대규모기업집단에 속해 있지 않아 내부거래의 규모를 명확히 파악할 수 없으며 공정거래법상의 일감몰아주기 규제도 회피<sup>10</sup>하고 있다. (주)LG 신설지주회사로 편입되는 자회사 및 손자회사들은 현재 LG 그룹 계열회사들과 상당한 수준의 내부거래를 하고 있는 바, 계열분리 이후에도 이러한 내부거래가 감소되지 않을 것으로 보인다. 그러나 계열분리가 되면 (주)LG 신설지주회사로 편입되는 자회사 및 손자회사들과 LG 그룹 계열회사들과의 거래내역을 확인할 수 없게 된다. 따라서 계열분리 이후 이들 회사와의 거래를 어떻게 통제할 것인지도 중요한 문제가 될 것이다.

### 3. LG 화학의 분할

#### (1) 분할의 내용

2020.9.17 LG화학의 이사회는 LG화학을 물적분할 하겠다는 결의를 하였으며 회사는 분할결정을

<sup>8</sup> 2015년 LG그룹의 LG상사 등은 판토스 지분을 인수하였다. 판토스는 구본호 등이 지분을 보유하던 회사로 LG그룹의 친족회사이다. LG그룹에서 인수하기 전 판토스는 LG그룹과의 거래를 특수관계인과의 거래로 공시하지 않아 (감사보고서) LG그룹과의 거래 규모를 확인할 수 없었다. 기업집단 편입 후 기업집단 현황공시에 따르면 인수 직후인 2016년 매출액의 70%(2019년의 경우 76% 기준)가 LG그룹 계열회사와의 거래였다.

<sup>9</sup> 채이배 의원 보도자료 (2016.10), “친족기업 일감몰아주기, 드러나지 않은 더 많은 사례가 시장질서 훼손”

<sup>10</sup> 부당지원을 금지하는 일반 조항인 제45조(불공정거래행위의 금지)는 규제 대상이 되지만 제47조(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지)는 규제 대상이 되지 않는다.

주요사항보고서를 통해 공시하였다. 이후 2020.10.30 임시주주총회에서 분할안건이 승인<sup>11</sup>되었다. LG회사의 분할은 물적분할의 방식으로 존속회사가 분할신설회사의 지분을 100% 보유하게 되며, 분할신설회사(LG에너지솔루션)는 LG화학이 영위하던 전지사업부문(자동차전지, ESS 전지, 소형전지)을 영위한다.

LG화학 측이 설명한 물적분할의 목적은 “빠른 의사결정 체계 및 신사업 전문조직 구성 및 사업 성장을 위한 다양한 자금조달 방안 필요”<sup>12</sup>하다는 것이다. LG화학은 추가적인 자금 필요성과 관련하여, 전지사업의 자본지출 규모는 2018년부터 본격적으로 증가하기 시작했고 이후 연간 3조원의 투자가 필요하다고 설명하고 있다. 반면 외부주주들은 LG화학의 주식을 보유하는 것은 LG화학이 영위하고 있는 전지사업부문 때문인데 이를 분할하게 되는 경우 기존 주주들의 가치가 희석화 된다는 것을 이유로 반대하였다. 이후 회사는 주주들의 반대를 무마하기 위해 향후 3년간 보통주 1주에 1만원 이상의 현금배당을 추진하겠다고 밝혔다.

이러한 상황에서 의결권자문사들은 대부분 찬성을 권고<sup>13</sup>하였고, 국민연금은 수탁자책임위원회의 안건 반대에도 불구하고 분할안건은 주주총회에서 82.3%의 찬성율로 가결되었다.

## (2) LG화학이 물적분할을 선택한 이유

LG화학은 이번 분할이 “(배터리사업부문을) 물적분할을 한 것은 LG화학의 100% 자회사로 소유함으로써 다양한 자금조달 방식을 할 수 있기 때문”이며 “대규모 투자자금을 유치할 수 있는 기반을 확보할 수 있고 사업부문별 독립적인 재무구조 체제를 확립해 재무 부담을 완화할 수 있”게 되었다는 입장이다. 그렇다면 자금조달이 꼭 전지사업부문의 물적분할을 통해서만 가능할까? 회사가 선택한 방법과 다른 방법 - ① 차입금을 조달하는 방법, ② 분할을 하지 않거나 다른 방법으로 분할한 후 유상 증자를 하는 방법, 그리고 ③ (회사가 선택한 방법인) 전지사업을 신설회사 (종속회사)로 물적분할 한 후 유상증자-을 비교해 보면 다음과 같다.

### 1안 : 차입금으로 자본조달

LG화학의 분할결정일은 2020.9로 가장 최근인 2020.9 기준(분기보고서)으로 회사의 재무상황을 살펴보면 총자산이 29.9조원, 부채가 12.5조원 순자산이 17.4조원(별도기준)으로 부채비율은 71.8%에 불과하다. 따라서 부채비율을 100%까지 올리는 경우 4.9조원의 차입금조달이 가능하며

<sup>11</sup> 2020.9.17 : 회사분할결정, 주주총회 소집결의 / 2020.10.14 : 주주총회 소집공고

2020.10.30 : 분할관련 임시주주총회 원안승인

<sup>12</sup> LG화학(2020), 전지 사업 분할 배경 및 LG화학의 VISION”

<sup>13</sup> ISS, 글래스루이스, 한국지배구조원, 대신경제연구소는 찬성 / 서스틴베스트는 반대

13.6조원의 차입금을 조달하는 경우 부채비율은 150% 그리고 22.3조원을 조달하는 경우 부채비율은 200%가 된다. 일반적으로 부채비율이 200%이상인 경우 재무구조가 나쁜 것으로 평가 받고 있으므로 부채비율 150%를 목표 부채비율로 잡는다 하더라도 13.6조원의 자금조달이 가능하다. 다만 LG화학의 설명자료에 따르면 LG화학은 2017년 이후 부채비율 및 순차입금 비율이 지속적으로 증가하고 있으며 이에 따라 신용등급도 하락하고 있는 바, 이러한 이유로 LG화학의 경영진이 차입금 조달을 선택하지 않았던 것으로 보인다.

다만 부채비율 등 재무구조를 어떻게 가지고 갈 것인지는 경영진의 판단에 따라 다르게 결정될 수 있는 것이며, 필요자금을 차입금으로 동원하는 방법은 선택 가능한 방안 중에 하나(필요한 자금의 일부 또는 전액)가 될 수는 있으나, 유일하거나 최선의 방법이라고 주장할 수는 없다. 또한 LG화학의 경영진이 물적분할의 목적으로 언급된 두가지 - 빠른 의사결정 체계 및 신사업 전문조직 구성 및 다양한 자금조달 방안 - 중 조직분리에 따른 효율성 증대의 목적은 달성되지 못한다.

## 2안 : 분할 하지 않거나 다른 방법으로 분할한 후 유상 증자

차입금 조달이외 회사가 외부에서 자금조달을 할 수 있는 방법은 유상증자가 유일하다. 유상증자를 함에 있어서 회사가 선택한 “전지사업을 신설회사로 물적분할한 후에 유상증자” 방식 이외에 LG화학이 분할을 하지 않고 유상증자를 하거나, LG화학을 물적 분할하되 전지사업(현 LG에너지솔루션)을 존속회사로 하여 물적분할한 후 유상증자를 하거나, LG화학을 인적분할한 후 전지사업회사가 유상증자를 하는 방법도 사용 가능하다. 이 세가지 방법들은 모두 (주)LG의 자회사가 유상증자를 한다는 점에서 그 효과가 유사하기 때문에 편의상 분할 없이 유상증자를 실시하는 방법을 갖고 설명하면 다음과 같다.

분할 발표 당시 LG화학은 LG에너지솔루션과 관련하여 명확한 IPO일정, 조달 금액 등은 밝히고 있지 않아<sup>14</sup> 경영진이 조달하고자 하는 총 자금의 규모는 알 수 없다. 그러나 분할이후 LG화학 측이 LG에너지솔루션의 지분율을 70% 이상을 유지하겠다고 한 점, 시장에서 LG에너지솔루션의 시장가치를 약 50조원 ~100조원으로 본다는 점, 그리고 LG화학이 밝힌 매년 3조원의 투자 규모를 감안하면 향후 몇 년 간 15조원~30조원 수준의 자금조달(한번의 유상증자가 아니라 여러 번 유상증자를 통해 조달할 수도 있음)이 가능하다고 볼 수 있다.

분할 전 LG화학은 (주)LG가 30.06%(발행주식총수 기준)를 보유하고 있으며 특수관계인을 포함할

---

<sup>14</sup> 최근 언론보도(2021.1.11)에 따르면 “LG에너지솔루션이 이달 중 상장주관사 선정을 위한 입찰제안서(RFP)를 주요 증권사에 보낼 예정”으로 이에 대해 회사는 “아직 구체적으로 확정된 것이 없다”는 입장이다.

<https://www.mk.co.kr/news/stock/view/2021/01/29810/>

경우 30.09%를 보유<sup>15</sup>하고 있다. 그러나 유상증자 시 자사주의 경우 주식배정에서 제외되므로 자사주를 제외한 (주)LG의 비중은 30.53%가 된다. 따라서 자금조달 규모 별로 (주)LG가 LG화학에 대한 지분율을 유지<sup>16</sup>한다는 가정하에 (주)LG가 투입해야 하는 유상증자 대금은 다음과 같다. 즉, LG화학이 5조원의 유상증자를 실시하는 경우 (주)LG는 총 1.53조원 그리고 15조원의 유상증자를 실시하는 경우 4.58조원이 자금이 필요하다.

**<표 4>LG화학의 유상증자 규모 별 주주들이 납입해야 하는 유상증자 대금 (단위:조원)**

LG 화학의 주주	유상증자 참여비율	LG 화학이 유상증자로 조달할 금액			
		5	10	15	20
(주)LG	30.53%	1.53	3.05	4.58	6.11
기타주주	69.47%	3.47	6.95	10.42	13.89
계	100.00%	5.00	10.00	15.00	20.00

(주)LG의 경우 2020년 9월말을 기준으로 순자산(별도기준)이 10.7조원 그리고 현금성자산은 1.8조원(현금 및 현금성자산과 금융기관예치금)에 불과하며 영업활동으로 인한 현금흐름은 2019년의 경우 5,918억원이고 과거 3년 평균은 4,748억원이다. 따라서 LG가 차입금을 조달하지 않고 LG화학의 유상증자에 참여하는 경우 (주)LG 역시 유상증자를 통해 자금을 조달하여야 한다. 물론 (주)LG의 부채비율은 3.8%에 불과<sup>17</sup>하여 추가적인 차입금조달이 가능하며 부채비율을 100%로 목표로 하는 경우 9.9조원의 차입금 조달이 가능하며 해당 자금으로 LG화학의 유상증자에 참여할 수도 있다. 그러나 (주)LG가 외부차입 없이 LG화학의 유상증자에 참여하기 위해서는 (주)LG 역시 유상증자로 자금을 조달해야 한다. 이 때 구광모등이 (주)LG에 대해 동일한 지분을 유지하고자 하는 경우 구광모등이 유상증자 대금으로 납입해야 하는 자금 규모는 다음과 같다. 즉, LG화학이 5조원의 유상증자를 하는 경우 (주)LG는 1.53조원을 유상증자에 참여하여야 하며 (주)LG가 해당

<sup>15</sup> LG화학의 소유구조 (단위:주)

		보통주		우선주		총계		총계(자사주 제외)	
		주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율
최대주주 및 특수관계인	(주)LG	23,534,211	33.34%	-	0.00%	23,534,211	30.06%	23,534,211	30.53%
	특수관계인	21,349	0.03%	200	0.00%	21,549	0.03%	21,549	0.03%
	계	23,555,560	33.37%	200	0.00%	23,555,760	30.09%	23,555,760	30.56%
기타주주		45,858,304	64.96%	7,672,233	99.78%	53,530,537	68.38%	53,530,537	69.44%
자사주		1,178,479	1.67%	16,367	0.21%	1,194,846	1.53%		0.00%
계		70,592,343	100.00%	7,688,800	100.00%	78,281,143	100.00%	77,086,297	100.00%

<sup>16</sup> 공정거래법 개정에도 불구하고 LG화학은 새로 편입되는 자회사가 아니므로 LG는 LG화학 지분을 20% 이상만 보유해도 된다. 따라서 LG가 유상증자에 참여하지 않고 지분을 낮추는 방법도 가능하지만 개정 공정거래법에서 30%를 유지조건으로 하고 있다는 점, (주)LG가 다른 상장회사의 지분을 30% 이상 보유하고 있다는 점, 유상증자에 참여로 얻을 수 있는 효익 그리고 유상증자에 대주주인 (주)LG가 자금 부족 등의 이유로 참여하지 않는 경우 시장에서의 문제제기 등을 고려하면 (주)LG가 유상증자에 불참하여 지분율이 낮아질 가능성은 없어 보인다.

<sup>17</sup> (주)LG의 부채비율은 일반적으로 매우 낮은 편이며 다른 지주회사의 평균 부채비율 33.9%(공정위 보도자료)에 비해서도 낮은 편임

자금을 유상증자로 조달할 경우 구광모 및 가족은 0.65조원(이 중 구광모는 0.24조원), 관련 재단은 0.04조원을 유상증자 대금으로 납입하여야 한다. 또한 LG화학이 20조원의 유상증자를 실시하게 되면 구광모 및 가족은 2.61조원(이 중 구광모는 0.96조원)의 자금이 필요하다.

**<표 5>LG화학의 유상증자에 참여하기 위해 (주)LG가 유상증자를 하는 경우 주주들이 납입해야 하는 유상증자 대금 (단위:조원)**

LG 주주	유상증자 참여 비중	LG 화학의 유상증자 규모			
		5	10	15	20
구광모 및 가족 (구광모)	42.81% (15.66%)	0.65 (0.24)	1.31 (0.48)	1.96 (0.72)	2.61 (0.96)
재단	2.42%	0.04	0.07	0.11	0.15
소액주주	54.77%	0.84	1.67	2.51	3.34
계	100.00%	1.53	3.05	4.58	6.11

이와 같은 유상증자를 실시하게 되는 경우 (주)LG의 최대주주인 구광모등이 (주)LG에 대한 지분을 그리고 가족간의 지분비율을 유지하면서 유상증자 대금을 납입할 수 있는지가 문제될 수 있다. 구광모등이 해당 자금을 조달하는 것에 어려움이 있는 경우 (주)LG에 대한 지분을 또는 가족간의 지분비율에 변동이 발행할 가능성이 있게 된다. 따라서 구광모등의 입장에서는 현재의 지분상태를 유지하기 위해서는 (주)LG의 유상증자 없이 LG화학이 자금 조달하는 방식을 선호할 것이다. 참고로 구광모는 (주)LG의 주식을 27,530,711주 보유하고 있고, 이 중 10,720,000주(보유주식의 38.94%)를 상속세와 관련하여 용산세무서에 담보로 제공하고 있다. 한편 공정위에 따르면 지주회사에 대한 총수 및 총수일가의 지분율은 평균 49.5%로 (주)LG에 대한 구광모등의 지분을 46.07%와 유사한 수준이다.

한편, 현재의 상태를 유지하는 방식(즉, 분할을 하지 않는 방식)은 LG화학 경영진이 물적분할의 또 다른 목적으로 밝힌 “조직분리에 따른 효율성 증대”의 목적을 달성할 수 없다. 이 목적을 달성하기 위해서는 전지사업을 물적 분할하거나 인적분할을 해야 한다.

### 3안 : 전지부문을 신설회사로 물적분할 한 후 유상증자 (IPO)

회사가 선택한 방법은 전지부문을 자회사(신설법인)으로 물적분할 한 후 전지부문 회사(LG에너지솔루션)를 IPO하여 자금을 조달하는 것이다. 하지만, 이 방법은 기존 LG화학 주주들 입장에서 불리한 방법이다. LG에너지솔루션을 IPO하는 경우 기존의 LG화학 주주들은 다른 일반 투자자와 동일한 자격으로 공모주 청약에 통해 LG에너지솔루션 주식을 배정받아야 하기 때문이다. 지금과 같은 IPO시장에서는 기존 LG화학 주주들이 LG에너지솔루션 주식을 배정받을 수 있는 확률이 매우 낮다. 반면 2안과 같이 LG화학이 유상증자를 한다면 일반적으로 주주우선배정방식의 유상증자가 이루어 질 것이고 이 경우 기존 주주들은 지분비율만큼 신주를 배정받을 수 있다. 일반적으로 유상증자의 경우 시가보다 할인된 가격으로 유상증자 가격이 결정되며, IPO 역시

IPO성공을 위해 적정가치 보다 낮은 가격으로 공모가격이 결정된다. 따라서 LG에너지솔루션을 IPO하는 경우 LG화학의 기존 주주들은 IPO에 따른 희석화로 손해를 보게 된다.

#### 비교 :

LG 화학이 유상증자를 통해 자금을 조달하여 생산시설을 확충하는 경우 누릴 수 있는 향후 이익이 1 주당 100 원 그리고 분할을 하지 않고 추가자금 조달도 없이 지금의 상태를 유지하는 경우에는 향후 이익은 0 원이라고 가정해 보자. 이 경우 인적분할을 하거나 전지사업을 존속법인으로 물적분할 하고 주주들을 대상으로 주주배정 유상증자(주주배정 유상증자에서 기존 주주들이 모두 지분비율 대로 유상증자에 참여)하는 경우 1 주당 누릴 수 있는 이익은 100 원이 된다. 반면 현재 회사가 선택한 전지사업부분을 신설법인으로 물적분할을 한 경우를 가정하면 주식의 희석화에 따라 1 주당 누릴 수 있는 효익은 100 보다 적은 값이 된다.

따라서 소액주주 입장에서는 1 안 또는 2 안 - 혹은 1 안과 2 안의 병행- 을 선택하는 것이 가장 유리한 반면 3 안을 선택하는 경우 IPO 에 따른 희석화로 기회손실이 발생<sup>18</sup>한다. 반면 구광모등은 2 안을 선택하는 경우 (주)LG 가 실시하는 유상증자 대금을 마련해야 하는 부담이 있으며 3 안을 선택하는 경우 LG 화학 주주에게 기회손실이 발생할 수는 있으나, 구광모등은 간접적인 기회손실 (LG→LG 화학의 구조)로 소액주주의 기회손실 보다는 적은 규모가 될 것이다.

#### 4. 결론

합병, 분할 등의 기업구조개편(합병, 분할 등)<sup>19</sup> 을 함에 있어서 다양한 방법이 가능하지만, 기업들은 지배주주(일반적으로 최대주주 및 특수관계인을 의미함)의 이해관계에 부합하는 방법을 선택하고 있는 것이 현실이다. 물론 기업들이 행하는 모든 구조개편이 지배주주의 이해관계에 따라 이루어지는 것은 아니며, 일부 지배주주의 이해관계만을 위한 개편도 있었고, 고유한 목적(기업가치 향상 등)과 지배주주의 이해관계를 함께 충족하기 위한 개편도 있었다. 지배주주를 위한 기업구조개편의 목적은 주로 ① 계열분리 및 승계 ② 지배권 강화 ③ 법률위험 회피로 구분해 볼 수 있다.

먼저 ① 계열분리 및 승계를 위한 분할 등의 대표적인 사례는 LG그룹과 삼성그룹이다. LG그룹은 계열분리를 위해 인적분할의 방식을 이용한 대표적인 사례로 이번 (주)LG의 분할 이외에도 과거(2004년) GS그룹을 계열분리 하기 위해 (주)LG의 분할을 단행한 바 있다. 경영권 승계를 위해 사업연관성이 전혀 없는 회사와의 합병의 대표적인 사례는 삼성물산과 삼성에버랜드의 합병이다.

<sup>18</sup> 다만 IPO물량의 수준 및 이에 따른 가치의 증가분을 고려하면 제한적인 기회손실이라고 주장할 수도 있다.

<sup>19</sup> 여기서 기업구조개편은 기업 또는 사업을 인수하거나 처분하는 것 그리고 합병 또는 분할을 포함하는 개념임

이외 삼성그룹은 사업연관성이 전혀 없이 삼성에버랜드가 제일모직의 패션사업부를 영업양수하기도 하였다.

다음으로 ② 지배주주의 지배권 강화를 위한 대표적인 사례는 한진해운홀딩스<sup>20</sup> 및 한진중공업홀딩스이다. 이 두 회사는 지주회사 전환을 목적으로 인적분할을 실시하였으나, 인적분할 이전에도 해당 회사들(당시는 한진해운 및 한진중공업)이 대부분의 자회사 지분을 보유하고 있는 사실상의 지주회사였으므로 지주회사 전환을 위해 인적분할을 해야 할 이유는 없었던 것으로 보인다. 그러나 자사주 및 공개매수를 이용한 지배권 확대를 위해 지주회사 전환 방식으로 인적분할을 선택하였다. 마지막으로 ③ 법률위험 회피를 위한 조직개편의 대표적인 사례는 공정거래법상의 일감몰아주기 규제를 회피하기 위해 CJ그룹의 CJ올리브영과 CJ시스템즈가 합병<sup>21</sup>한 경우이다.

본 보고서에서 검토한 바와 같이 (주)LG의 인적분할은 자회사를 매각하는 경우 (주)LG의 주주들이 얻을 수 있는 지주회사 디스카운트 부분 해소 및 경영권프리미엄을 포기하는 방식이다. 반면 신설지주회사의 지배주주가 되는 구본준 등은 경영권프리미엄 지분은 차지하고 저평가된 지주회사 주식분할을 통해 자회사를 지배할 수 있게 된 것이다. 또한 분할되는 자회사의 선택에 있어서도 회사는 왜 해당 회사가 분할되어야 하는 지에 대한 설명이 부족하여 분할되는 자회사의 선택이 매우 자의적으로 이루어 졌다는 비판을 받을 수도 있다. 또한 분할되는 회사들과 LG 그룹 계열회사와의 거래규모가 상당한 바 계열분리 후 이에 대한 적정성도 논란이 될 수 있다. LG 화학의 물적분할 역시 회사가 선택한 방식이 아닌 다른 방식으로 회사의 분할 목적을 달성할 수 있는 바 물적분할을 선택한 이유도 유상증자와 관련된 구광모 등의 자금조달 상황을 고려한 선택이라고 해석될 여지가 충분하다.

앞서 언급한 바와 같이 지금까지 분할은 기업가치에 영향을 주지 않아 주주들의 손해가 없다는 인식되어 왔으나, 실제 분할 및 이후의 회사 전략 및 지분조정 등에 따라 다양한 유무형의 가치변동이 수반되며 어떤 방식을 선택하는 지에 따라 소액주주들의 기회손실이 발생하기도 한다. 이는 기업구조개편의 방법과 목적이 순수하게 기업가치의 증대가 아닌 지배주주의 이해관계에 따라 이루어지고 있는 상황에 기인한 것으로, 분할 등을 결정함에 있어서 이사회는 회사의 분할 등이 주주들 간의 공평한 이득 및 기회이익을 얻을 수 있게 되는 방법인지에 대해 면밀히 검토하여 의사결정을 해야 할 것이다. 나아가 기관투자자들 역시 기업들이 지배주주들 위한 의사결정을 하지 못하도록 합리적이고 적극적으로 의결권을 행사하여야 할 것이다.

---

<sup>20</sup> 한진해운홀딩스의 설립은 계열분리 목적도 가지고 있다.

<sup>21</sup> 한진해운홀딩스, 한진중공업홀딩스 그리고 CJ 사례는 “이은정(2015), 총수일가를 위한 불공정 합병, 분할사례와 개선 방안, 이슈앤분석, 경제개혁리포트” 참조

한편 일반적으로 LG 그룹은 지배구조의 모범그룹으로 인정받고 있으며, 편법적인 상속 없이 상속세를 납부하고 각종 사회공헌 활동에 대해 사회적으로도 좋은 평판을 받고 있다. 실제 LG 그룹은 우리나라에서 가장 먼저 지주회사를 체계를 도입하여 소유구조의 단순화를 이루었다. 그러나 LG 그룹의 지배구조를 보면 모범적으로 평가받을 수 없는 부분도 상당히 존재한다. LG 그룹 지배주주 일가들의 승계 및 그룹 운영방식의 특징에 따른 것으로 보인다. LG 그룹은 장자세습을 원칙으로 하며 회장으로 선임되지 않은 다른 연장자들은 계열분리를 하고, 계열회사에 속하지 않는 다수의 친족회사간에 상당한 규모의 (내부)거래가 이루어지고 다수의 가족들이 주식(LG 주식을 의미함)을 분산하여 보유하고 있다.

최근 구본무 회장의 뒤를 구광모가 회장으로 취임한 바 구광모는 후계자로서 경영능력을 검증받지 못했으며 주주 및 시장과의 아무런 소통 없이 단순히 LG 家에서 4 세 후계자로 지목했다는 이유로 곧바로 회장의 직책을 맡았다. 이는 LG 그룹의 매우 후진적인 장자세습원칙에서 비롯된 것이다. 한편, 회장으로 취임하지 못한 다른 연장자들은 계열사 일부를 가지고 계열분리 하고 있는 바, 계열분리의 목적은 회사에서 말하는 선택과 집중이라는 측면도 있을 수 있으나, 사실상 가족 간에 재산을 정리하기 위한 것으로 볼 수 있다. 이를 위해 계열회사를 매각하거나 인적분할의 방식을 이용하고 있으며, GS 그룹의 계열분리를 위한 분할과 이번 (주)LG 의 분할이 대표적인 인적분할 사례이다. 또한 구광모의 친인척들은 LG 그룹에 속하지 않은 다수의 기업(또는 기업집단)들을 지배하고 있는 바 이들 회사와 LG 그룹 계열회사와의 거래는 LG 그룹의 큰 문제 중 하나이다. 일반적으로 알려진 일감몰아주기는 현대글로비스와 같이 기업집단 내 계열회사와의 거래 이지만 LG 그룹의 일감몰아주기 문제는 기업집단 외부에 있는 회사와의 거래라는 특징이 있다. 그러나 지금까지 LG 그룹은 위에 언급된 문제점을 개선하려는 노력은 전혀 하지 않고 이번에 또 다시 지배주주를 위한 분할을 단행하고 있는 바, LG 그룹은 이러한 문제를 심각하게 인지하고 관행적으로 이루어져 오던 구습들을 탈피하는 모습을 보여야 할 것이다.