

# 그 때는 맞고 지금엔 틀리다

Analyst 이경연

kyungyeon.lee@daishin.com





## Contents

I. 주주 간 이해 상충을 방지하는 것이 본질	5
ESG 논의의 발전	
“이사의 충실 의무”는 주주 간 이해 상충이 핵심 쟁점	
밸류업? 일반주주의 권익 보호를 통한 부스트업!	
[참조1] 민법, 상법, 회사법의 분류	
[참조2] 글로벌 스탠다드 「OECD 기업 거버넌스 원칙」	
II. 그 때는 맞고 지금은 틀리다	17
과거에는 용인되었던 관행	
지금은 달라진 “주주권”	
[참조3] 상장기업의 특수관계자와의 거래 규모	
[참조4] 「기업가치 제고 계획」 등 공시 우수 사례	
- “모든 주주의 가치를 동등하게 대한다”고 명시한 메리츠금융지주	
- 자본 활용 계획을 주주와 공유하는 현대모비스	

## SUMMARY

### ‘이사의 충실의무’ 상법 개정은 주주 간 이해 상충 방지가 본질

최근 기업 거버넌스의 주요 쟁점은 주주 간 이해 상충 문제를 어떻게 관리할 것인가에 있다. 팬데믹 이후 한국 자본시장에서 나타난 여러 사례는 지배주주 중심의 의사결정이 일반주주들의 이익을 침해할 수 있음을 보여주었다. 이러한 문제 인식은 일반주주 보호에 대한 사회적 요구로 이어졌고, 결국 이사회 충실 의무를 강화하는 상법 개정안 발의로 발전했다.

상법 개정안은 이사의 충실 의무 대상을 기존의 ‘회사’뿐만 아니라 ‘주주’로 확대하는 것을 골자로 한다. 이를 통해 이사들은 모든 주주를 보호할 의무를 갖게 되며, 물적분할 후 자회사 상장이나 불공정 합병 등에서 일반 주주의 이익을 지키고자 하는 취지이다.

이 개정안은 지배주주와 일반주주 간의 이해 상충 문제, 특히 일반주주의 이익이 침해될 수 있는 상황에서 경영진이 적합한 의사결정을 했는지 입증할 책임을 부여한다. 또한, 이해 상충을 해소하고 대안을 모색해야 하는 의무를 명확히 부여하여 공정하고 투명한 의사결정을 요구한다. 이에 따라 이사의 충실 의무를 확장하는 상법 개정안은 야당의 발의로 시작되었지만 현 정부가 추진하는 밸류업 프로그램의 실효성을 담보할 핵심적인 사항이라 판단한다.

### 좋은 거버넌스에 대한 고찰

과거에는 대기업 중심의 경영구조에서 지배주주의 이익을 우선시하는 관행이 용인되었고, 일반 주주들의 권익은 종종 무시되었다. 특히 계열사 간 합병이나 물적분할 후 상장과 같은 거래에서 이해상충이 발생할 수 있었지만, 과거에는 이러한 관행이 크게 문제되지 않았다.

그러나 최근 들어 주식시장에 참여하는 투자자들이 급격히 증가하고, 기업들이 더 이상 일반주주의 이익을 침해하는 결정을 쉽게 내릴 수 없는 환경이 조성되고 있다. 대표적인 사례로 LG화학의 LG에너지솔루션 물적분할을 들 수 있다. 당시 주주들의 강한 반발에도 불구하고 물적분할과 이중 상장이 진행되었지만, 이후 SK이노베이션은 SK온의 상장 계획을 연기하는 등 주주들의 권리가 점차 강화되고 있음을 시사한다.

이러한 변화 속에서, 상법 개정은 주주권 강화 흐름을 법적으로 뒷받침하는 중요한 역할을 할 것으로 기대된다. 이사의 충실 의무를 회사뿐만 아니라 전체 주주에게 확장함으로써, 기업의 경영진은 지배주주뿐만 아니라 일반주주를 포함한 모든 주주의 이익을 고려해야 한다. 이는 한국 기업의 거버넌스를 한 단계 끌어올리고, 기업과 주주 간의 신뢰를 구축하는 첫걸음이 될 것이다. 따라서 상법 개정과 관련된 사회적 담론을 통해 한국 상장기업의 거버넌스를 개선하는 기회로 삼아야 할 것이다.

Part 1.

주주 간 이해 상충을  
방지하는 것이 본질

# I. 주주 간 이해 상충을 방지하는 것이 본질

## ESG 논의의 발전

### 하인리히의 법칙과 ESG 이슈

법과 제도가 변해가는 사람들의 이해관계와 맞지 않으면 법과 제도로 해결되지 않는 이익과 손해가 쌓이고, 갈등과 불만이 누적된다. 그렇게 갈등이 쌓이는 동안에는 아무런 변화가 없거나 작은 징조만 보인다. 그래서 시대의 변화를 미리 감지한 사람들의 슬로건이나 일상적인 해프닝과 같은 작은 일들이 보일 뿐이다. 올초 주목받았던 “행동주의 펀드” 또한 이러한 맥락에서 한 때의 투자 테마처럼 보일 수 있다. 그러나 하인리히의 법칙(Heinrich’s law)이 설명하듯이 1번의 중대한 위기가 오기 전 29번의 작은 사고와 300번의 사소한 징후가 있다는 것이 경제·사회 제도의 변화에서도 나타난다고 생각한다.

### ESG 논의의 발전

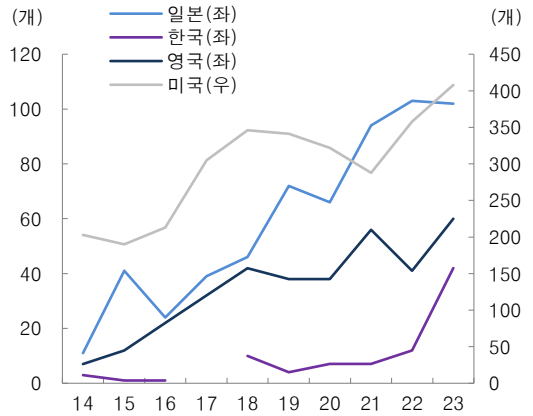
최근 한국 자본시장에서 있었던 대표적인 사례를 떠올려 보자. 2020년 LG화학 물적분할, 2021년 카카오페이 경영진 주식 대량 매도, 2022년 SM엔터테인먼트-라이크기획 사태는 일반주주 보호 필요성에 대한 여론을 형성했다. 이에 자본시장의 공정성과 일반주주 보호에 대한 강력한 흐름이 만들어지면서 2023년 들어서는 행동주의 펀드의 주주제안이 급증했다. 이러한 경제·사회 현상의 변화에 따라 ESG 관련 논의 또한 기업의 경영, 지속가능한 성장에서 법과 리스크 관리의 문제로 발전하고 있다. 더욱이 정부의 「기업가치 제고(밸류업) 계획」은 이사회의 ‘책임 있는 역할’을 강조하는 사회적 분위기를 형성하면서 관련 상법 개정이 급물살을 타고 있다.

그림 1. 하인리히의 법칙(Heinrich’s Law) – 1:29:300 법칙



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 행동주의 캠페인 증가세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## “이사의 충실 의무”는 주주 간 이해 상충이 핵심 쟁점

상법 제382조의3  
‘이사의 충실 의무’  
개정안이  
여러 차례 발의

상법상 이사가 충실의무를 부담하는 대상으로 회사 외에 “주주의 비례적 이익” 또는 “총주주”를 추가하는 상법 개정안이 발의되었다. 이는 명시적으로 이사에 대해 일반주주를 포함한 전체 주주의 이익을 보호해야 할 의무를 부과하고자 제안되었다. 두 개정안 모두 21대 국회 임기 만료로 폐기되었으나 22대 국회에서 동일한 내용으로 다시 발의되었고, 밸류업 프로그램을 계기로 더욱 심도있게 논의될 것으로 예상된다. 상법 개정안대로라면 이사는 충실의무 위반으로 발생한 일반주주의 손해에 대한 배상 책임을 지게 된다. 그렇게 되면 이사는 이사회 결의 과정에서 주주의 이익을 고려하여 신중하게 결정할 수밖에 없을 것이다.

재계 반대 논리를  
고려하여  
‘이사의 공정의무’를  
신설한 개정안도 발의

한편 최근에는 더 강력한 상법 개정안이 발의되었다. 바로 「이사의 주주에 대한 공정 의무」를 신설하는 개정안이다. 이 상법 일부 개정안은 “이사에 대해 과도한 책임이 부과되어 경영활동이 위축될 우려가 있고, 회사와 주주의 이익 구분이 불가능하다”는 재계의 반대 논리를 고려하여 1항의 충실 의무 대상은 그대로 두고, 2항을 신설했다. 신설된 2항은 “이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주를 공정하게 대할 의무가 있다”는 내용을 담았다. 이사에 대해 주주를 공정하게 대할(Equitable treatment) 의무를 부여하고, 주주총회에서 소수주주만으로 결의한 안건에 대해서는 면책을 줌으로써 소수주주를 보다 두텁게 보호하겠다는 취지이다. 또한 이사가 공정의무를 위반했을 경우에는 대주주(업무집행당사자)도 이사로 간주하여 이사와 함께 손해배상 책임을 지도록 하는 내용도 포함되었다.

표 1. 상법 제 382 조의 3(이사의 충실 의무) 개정안 1

(발의일: 2022.03.22)

현행	개정안 (의안번호 2114916) <sup>*)</sup>
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	주주의 비례적 이익과 회사를

주) 22 대 국회에서도 정준호 의원이 동일한 개정안을 발의(2024.06.05)  
 자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

표 2. 상법 제 382 조의 3(이사의 충실 의무) 개정안 2

(발의일: 2023.01.09)

현행	개정안 (의안번호 2119370) <sup>*)</sup>
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. <신 설>	회사와 총주주 제 542 조의 14(중요한 자산의 처분 및 양도에 의한 완전자회사의 설립) ① 상장회사가 자기의 계산으로 직전 결산기의 대차대조표상 순자산액의 100 분의 10 이상에 해당하는 중요한 자산의 처분 및 양도를 통한 현물출자로 인하여 설립되는 회사의 주식의 총수를 취득하는 경우에는 제 434 조에 따른 결의가 있어야 한다. ② 제 1 항에 따른 결의사항에 반대하는 주주(의결권이 없거나 제한되는 주주를 포함한다)는 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에는 그 총회의 결의일부터 20 일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다. 이 경우 제 374 조제 2 항 및 제 374 조의 2 제 2 항부터 제 5 항까지의 규정을 준용한다. ③ 제 1 항에 따라 상장회사가 현물출자하여 완전자회사를 설립할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식의 총수의 100 분의 3 을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다.

주) 22 대 국회에서도 박주민 의원이 동일한 개정안을 발의(2024.06.13)  
 자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

표 3. 더 엄격한 상법 개정안 '이사의 주주에 대한 공정 의무'

(발의일: 2024.08.05)

현행	개정안 (의안번호 2202571)
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. <신 설> <신 설>	① (현행 제목 외의 부분과 같음) ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주를 공정하게 대할 의무가 있다. ③ 주주총회에서 최대주주 및 그의 특수관계인은 의결권을 행사하지 않고 소수주주만으로 결의한 안건에 대해서는 이사가 제 2 항의 의무를 다한 것으로 본다. 다만 이 경우 소수주주가 올바른 판단을 할 수 있도록 충분한 정보가 제공되어야 한다.
제 401 조(제 3 자에 대한 책임) ① 이사가 고의 또는 중대한 과실로 그 임무를 게을리한 때에는 그 이사는 제 3 자에 대하여 연대하여 손해를 배상할 책임이 있다. ② 제 399 조제 2 항, 제 3 항의 규정은 전항의 경우에 준용한다.	① (현행과 같음) ② 제 382 조의 3 제 2 항, 제 399 조제 2 항 및 제 3 항
제 401 조의 2(업무집행지시자 등의 책임) ① 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자가 그 지시하거나 집행한 업무에 관하여 제 399 조, 제 401 조, 제 403 조 및 제 406 조의 2 를 적용하는 경우에는 그 자를 "이사"로 본다.	① 제 382 조의 3 제 2 항, 제 399 조

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center



## 상법 개정안이 발의되는 이유

이렇게 주주 보호를 의무화하는 강력한 개정안들이 발의되는 이유가 무엇일까?

상법 개정을 찬성하는 사람들은 현행 상법과 대법원 판례가 이사의 충실의무 대상을 회사에 한정하는 것에 대한 문제를 지적한다. 예를 들어, [그림 3]은 명시적으로 “이사는 회사의 이익을 보호할 뿐, 주주의 이익을 보호할 의무를 부담하지 않는다. 따라서 주주의 비례적 이익은 회사법상 보호되는 이익이 아니다”는 취지가 직접적으로 선언된 판결이다. 이 판결은 이사가 회사에게만 의무를 부담할 뿐 주주에게는 의무를 부담하지 않는다는 내용을 보여주는 선례로 소개되는 대표적인 판례이다.

## 신주인수권/주식가치 관련 이사의 충실의무 대표적 판례

주식회사A 대표이사는 특정인에게 제3자 배정 방식으로 대규모 신주를 발행했지만 증자대금을 그 즉시 바로 빼내 주금이 납입된 것처럼 가장납입함으로써 결과적으로 그 특정인에게 대규모 무상증자를 한 것과 동일한 실질이 발생하도록 했다. 특정 주주에게만 무상증자로 주식을 발행해 준 실질이라는 것은, 그 주주에게만 발행가 0원으로 주식을 발행해주었음을 의미하므로 저가 발행의 가장 극단적인 형태라 할 수 있다. 이에 따라 기존 주주들의 지분가치가 희석되고 주주들간에 부의 이전이 일어나지만 회사의 자산이나 부채가 감소하는 것은 아니기 때문에 회사의 관점에서는 이익을 논할 수 없다. 그리하여 이 사안은 회사와는 별도로, 주주를 보호할 것이냐는 문제를 수면 위로 끌어 올린다.

## 검찰은 ‘주주들에 대한 배임으로 기소 →원심은 유죄로 인정

검찰은 이 행위를 ‘주주들에 대한’ 배임으로 기소했다. 그리고 기소 내용에는 “주식을 기존의 주주들에게 그 주식 비율에 따라 배분하여 다른 주주들의 권익을 침해하지 않도록 하여야 할 업무상 임무”가 있다고 보았다. 다시 말하면 회사의 이사는 ‘주주의 비례적 이익’을 보호할 의무를 부담한다고 할 수 있다. 이에 대해 원심(서울고등법원)은 “일반적으로 볼 때 회사의 대표이사는 주주가 아닌 회사에 대해서만 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있으나, 신주발행이라는 구체적인 업무에 있어서는 일반 주주들에 대해서도 그들의 신주인수권 또는 기존 주식의 가치를 해하여서는 아니 될 업무상 임무가 있다고 전제한 후, 회사의 대표이사가 신주발행에 있어서 일반 주주들의 주식 가치를 감소시키는 행위를 하였다면 업무상 임무에 위배되는 행위를 한 것으로 볼 수 있다”고 판단했다.

## 그러나 대법원은 이를 배척

그런데 대법원은 검찰과 원심의 판단을 배척했다. [그림 4]에서와 같이 “신주발행은 주식 회사의 자본조달을 목적으로 하는 것으로서 신주발행과 관련한 대표이사의 업무는 회사의 사무일 뿐 ... (중략) ... 신주발행에 있어서 대표이사가 일반 주주들에 대하여 그들의 신주인수권과 기존 주식의 가치를 보존하는 임무를 대행한다거나 주주의 재산보전 행위에 협력하는 자로서 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고는 볼 수 없다”고 판단했다<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> 이상훈. (2022). *이사의 주주에 대한 충실의무: 충실의무 조항에 ‘주주의 비례적 이익’을 명시하는 법안에 대한 검토* 상사법연구 제41권 제2호, 399-422.

판례로 인한  
현행 상법의 한계

상법 개정을 찬성하는 측은 이러한 판결이 주주의 비례적 이익 사안에서 이사의 주주보호 의무를 부정함으로써 주주의 비례적 이익 편취를 사실상 용인하는 법리를 선언한 것이라고 주장한다. 이러한 판결의 선례로 인해 손해를 입은 주주들에게 손해 회복을 위한 구제 수단이 없다는 것이 문제점으로 지적되고 있다.

따라서  
상법 개정안은  
주주 간 이해상충  
방지를 명시하는 것이  
포인트

따라서 일련의 상법 개정안 발의는 지배주주와 일반주주 간 이해충돌 상황에서 문제를 해결할 기준을 만들기 위함이라고 볼 수 있다. 이사의 충실 의무 대상에 “주주”를 추가하여 이사에게 주주에 대한 보호 의무를 명시적으로 부여하고, 이로써 물적분할 후 자회사 상장, 불공정 합병 등 일반주주의 이익을 훼손하는 사례들로부터 일반주주를 보호하고자 하는 목적이 있다.

그림 3. 대표적 판례 - 「가장납입에 의한 주주에 대한 업무상배임죄」 판결 과정



대표이사와 부사장이 자기 자신 및 자신들과 친분이 있는 자들 앞으로 납입가장의 방법을 통해 납입된 주금을 빼냄으로써 기존 주주들의 부를 자신과 친분 있는 자들 앞으로 이전한 행위에 대해 '주주들에 대한' 배임으로 기소

회사의 (대표)이사가 원칙적으로는 주주가 아닌 회사에 대해서만 의무를 부담한다는 점을 인정하면서도, 신주발행과 같이 주주들의 이익에 직접 관련이 있는 구체적인 사안에서는 '일반 주주들에 대해서도 그들의 신주인수권 또는 기존 주식의 가치를 해하여서는 아니 될 업무상 임무'가 있다고 판단

자료: 이상훈 "이사의 주주에 대한 충실의무", 대신증권 Research Center

그림 4. 대법원은 신주인수권/주식가치 관련 이사의 책임을 부정

다. 그러나 위와 같은 원심의 판단은 수긍할 수 없다.

신주발행은 주식회사의 자본조달을 목적으로 하는 것으로서 신주발행과 관련한 대표이사의 업무는 회사의 사무일 뿐이므로 신주발행에 있어서 대표이사가 납입된 주금을 회사를 위하여 사용하도록 관리·보관하는 업무 역시 회사에 대한 선관주의의무 내지 충실의무에 기한 것으로서 회사의 사무에 속하는 것이다. 신주발행에 있어서 대표이사가 일반 주주들에 대하여 그들의 신주인수권과 기존 주식의 가치를 보존하는 임무를 대행한다거나 주주의 재산보전 행위에 협력하는 자로서 타인의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고는 볼 수 없을 뿐만 아니라, 납입을 가장하는 방법에 의하여 주금이 납입된 경우 회사의 재산에 대한 지분가치로서의 기존 주식의 가치가 감소하게 될 수는 있으나, 이는 가장납입에 의하여 회사의 실질적 자본의 감소가 초래됨에 따른 것으로서 업무상배임죄에서의 재산상 손해에 해당한다고 보기도 어렵다. 따라서 신주발행에 있어서 대표이사가 납입의 이행을 가장한 경우에는 상법 제628조 제1항에 의한 가장납입죄가 성립하는 이외에 따로 기존 주주에 대한 업무상배임죄를 구성한다고 할 수 없다.

자료: 이상훈 경북대 법학전문대학원 교수 발제 (대법원 2004.5.13. 선고 2002도7340판결), 대신증권 Research Center

## 밸류업? 일반주주의 권익 보호를 통한 부스트업!

밸류업?  
이제는 부스트업!

앞서 언급한 세 개의 상법 개정안 공통점은 근본적인 코리아 디스카운트 해결을 위한 수단으로 발의되었다는 점이다. 최근 밸류업 프로그램이 자본시장 선진화를 위한 수단으로 부상했지만 한국 상장기업의 거버넌스 개선 없이는 밸류업 프로그램의 효과를 기대할 수 없다는 주장이다.

이와 함께 더불어민주당은 지난 7월 30일 ‘코리아 부스트업 프로젝트’ 추진 계획을 밝혔다. 상법 개정을 포함한 코리아 부스트업 프로젝트는 5개의 목표를 가지고 추진된다고 발표했다. ①이사회 충실 의무 대상을 전체 주주로 확대, ②지배주주의 영향을 받지 않는 독립이사 선임 의무화, ③감사위원인 이사를 다른 이사와 분리해서 선출하는 방식을 단계적으로 확대, ④대기업의 집중 투표제 확대, ⑤상장회사 전자투표위임장 도입 의무화 등이다.

진영간의 갈등을 넘어  
기업 거버넌스와  
자본시장 선진화  
해법을 찾는 과정

현재 정부가 밸류업 프로그램을 진행하고 있음에도 불구하고 한계를 지적하며 부스트업 프로젝트 추진 계획이 발표되었기 때문에 어떻게 보면 정치적인 논쟁 혹은 정치적 해계 모니 싸움이라고 볼 수도 있다. 그러나 구체적인 내용을 살펴보면 거버넌스 (Governance)에 기반한 밸류업 프로그램과 궤를 같이 한다고 판단한다. 또한 기업 거버넌스 문제가 진영간의 갈등을 넘어 사회적 담론의 장에 오른 것은 이제 일반주주를 배제한 불리한 의사결정이 용인되는 자본시장이 아니라는 것을 보여준다는 점에서 고무적이라 생각한다.

표 4. 밸류업 지원방안 vs. 부스트업 프로젝트

밸류업 (Value-up) 세제 인센티브를 통해 기업들의 주주환원 확대를 유도	부스트업 (Boost-up) 기업 거버넌스를 고쳐 소액주주 권리를 보장하는 것에 초점
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상장기업의 기업가치 제고 계획 자율 공시 및 세제 지원</li> <li>- 최대주주 보유주 상속세 할증평가 폐지</li> <li>- 밸류업 우수 기업 표창 및 모범납세자 선정 우대</li> <li>- 밸류업 지수 개발 및 상장지수펀드(ETF) 출시</li> <li>- 스톱어드십 코드에 기업가치 제고 계획 관련 점검 내용 반영</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>상법상 이사의 충실의무 대상을 전체 주주로 확대</b></li> <li>- 독립이사 선임 의무화</li> <li>- 감사 및 이사 분리 선출 단계적 확대</li> <li>- 대기업에 집중투표제 도입</li> <li>- 전자투표 위임장 도입 의무화 등 소액주주 권리 확대</li> </ul>

자료: 금융위원회, 더불어민주당, 대신증권 Research Center

부스트업 프로젝트  
추진 배경으로 언급한  
세 가지 사례

한편, ‘코리아 부스트업 프로젝트’ 추진 배경으로 한국 상장기업의 민낯이라고 언급한 세 가지 사례가 있다. 바로 SK그룹 회장의 개인 송사를 그룹 차원에서 지원한다는 점과 두산그룹의 사업재편, LG그룹의 LG에너지솔루션 물적분할 후 상장이다.

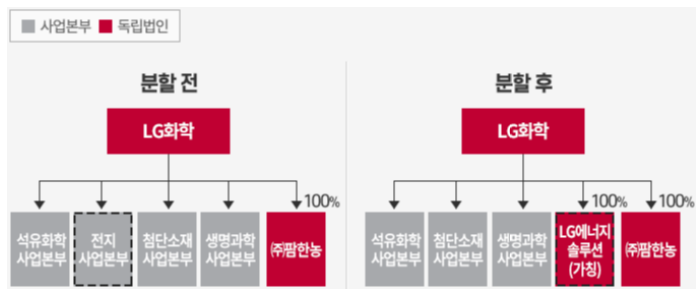
물적분할 후 상장 등  
일반주주의  
이익 편취를 지적

2022년 1월, LG화학은 유망한 사업 부문을 물적분할한 뒤 LG에너지솔루션을 만들어서 상장했다. 물적분할 후 이중 상장하기까지 의사결정 과정에서 기존 LG화학 주주들의 손실은 고려의 대상이 되지 않았고, 쪼개기 상장이라는 투자자들의 비판 또한 유아무야 넘어갔다. 성장성 높은 2차전지 사업부문을 물적분할한 직후 모자회사 합산 시총이 급등했지만 이내 하락하여 오랜기간 기업가치를 회복하지 못하고 있다.

2023년 1월 말부터 일정기간 모회사 합산 시총이 다시 증가했지만 이는 전기차 업황과 분기 기준 최대 실적을 달성한 자회사 LG에너지솔루션에 기반한 성장세로 모회사 LG화학의 기업가치는 하락했다. 물적분할 후 자회사 상장 이후 1년 동안 모회사 월별 수익률을 살펴보면, 모회사 LG화학의 수익률은 자회사 LG에너지솔루션 수익률을 크게 하회할뿐 아니라 대부분의 기간동안 마이너스를 지속했다. 모회사 주주들의 이익을 장기 간 훼손한다는 것을 보여주는 사례이다.

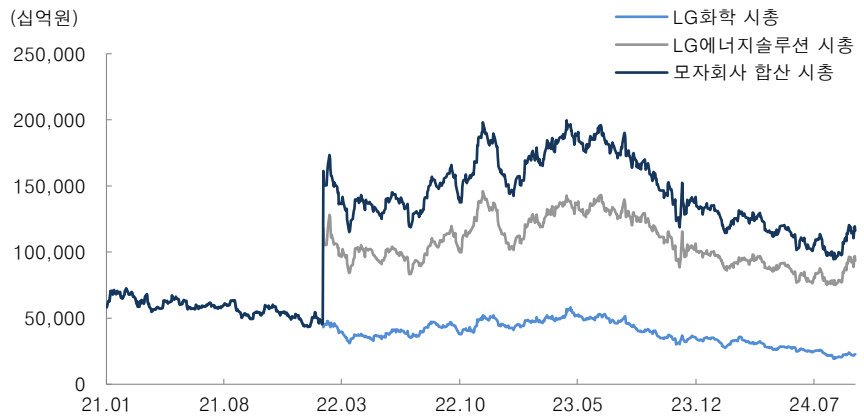
그러나 이 사례를 주주평등원칙으로 문제삼기 어렵다. LG화학이라는 회사에는 손해가 없기 때문에 회사에 대한 충실의무로는 문제가 없기 때문이다. 그런데 “주주에 대한 충실의무”라면 어떻게 될까?

그림 5. LG 화학 물적분할 전/후 지배구조



자료: LG화학, 대신증권 Research Center

그림 6. 자회사(LG 에너지솔루션) 상장 후 모회사 합산 시총 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 5. 합산 시총 증가했지만 LG 화학 기업 가치 하락으로 모회사 주주들의 주주가치 훼손

	상장일	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M
주가 (천원)	모회사 610.0	554.0	523.0	502.0	550.0	530.0	598.0	616.0	569.0	599.0	721.0	628.0	685.0
	자회사 300.0 <sup>주)</sup>	420.0	441.0	417.5	430.5	391.5	415.5	459.0	444.0	540.0	571.0	457.0	517.0
수익률 (%)	모회사(LG화학)	-9.2	-14.3	-17.7	-9.8	-13.1	-2.0	1.0	-6.7	-1.8	18.2	3.0	12.3
	자회사(LG엔솔)	40.0	47.0	39.2	43.5	30.5	38.5	53.0	48.0	80.0	90.3	52.3	72.3

주) 2022년 1월 26일 상장 당시 공모가(30만원)

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

상법 개정으로 인한 기대효과

① 이해상충 탐지 및 해소 의무 부과

“주주의 비례적 이익과 회사” 혹은 “회사와 총주주”에 대한 충실의무를 적용하게 되면 지배주주와 전체 (일반)주주의 이해상충 사안이 된다. 일반주주의 가치는 희석되는 반면, 지배주주는 물적분할된 자회사에 대한 의사결정 영향력을 변함없이 가지기 때문이다. 게다가 모회사의 연결재무제표에 LG에너지솔루션의 자산과 부채 및 손익 전부가 반영되기 때문이다. 이에 따라 경영진과 이사회는 주주에 대한 충실의무가 발동하게 되어 이해상충을 해소하고 대안을 탐색해야 하는 의무가 부과된다.

② 공정성을 입증할 책임이 경영진에게 부과

회사 합병 사례에 있어서도 “주주의 비례적 이익과 회사” 혹은 “회사와 총주주”에 대한 충실의무를 적용하면 합병비율이 불공정한 사례뿐 아니라 법적으로 공정하다 할지라도 공정성을 입증할 책임이 경영진에게 부과된다. 현행 상법으로는 주주보호 의무가 없는 것이 원칙이기 때문에 문제를 제기하는 사람이 어떤 의무위반인지, 손해가 무엇인지를 주장하고 입증해야 한다. 또한 일반주주의 지분율을 편취하는 이해상충이 내재되어 있는 합병의 경우 이해상충 해소 의무가 부과될 뿐 아니라 지금까지의 관행에서와 같이 “회사만 위했을 뿐 주주 피해는 생각하지 못했다,” 혹은 “총수에게 유리한 면이 있지만 회사 전체를 위한 것이었다”는 변명을 하지 못하게 된다.

주주 간 이해 상충 방지, 밸류업 실효성을 담보할 핵심이라 판단

[그림 7]에서와 같이 상법 개정안 발의 목적도, 부스트업 프로젝트 추진배경도, 현재 진행되고 있는 「기업가치 제고(밸류업) 계획」이 강조하는 ‘이사의 책임있는 역할’도, 사실상 모두 같은 맥락에 있는 것이다. 회사의 주요사항을 결정하는 이사회가 회사뿐 아니라 모든 주주의 이익을 보호할 의무를 갖게 되면 LG화학-LG에너지솔루션 사례나 지배주주가 일반주주의 이익을 편취하는 사례가 쉽게 발생하지 않을 것으로 예상된다. 따라서 이사의 충실의무에 대한 상법 개정안은 비록 야당에서 먼저 제안된 것이지만 밸류업의 실효성을 담보할 핵심적인 사항이라 판단한다.

그림 7. 상법 개정안 제안 이유 및 주요내용

의안번호 14916

(중략) ... 그러나 최근 물적 분할 등과 같은 자본거래 과정에서 이사의 행위가 회사에는 아무런 영향이 없으나 단지 주주 사이에서의 부의 이전의 결과만 가져오는 경우 이로 인해 특정 주주에게 피해가 발생하더라도 이사의 임무해태가 아니어서 이사는 어떠한 책임도 지지 않는바, 이와 같이 기업 가치는 변화가 없거나 심지어 증가하지만 일반주주의 가치가 저하되는 경우 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제를 해소하기 위한 입법 대응이 필요하다는 의견이 제기되고 있음. ... (중략)

의안번호 19370

(중략) ... 그러나 기업들은 물적분할과 동일한 효과를 누리지만 이사회 결의만을 요하는 현물출자 방식을 선택하여 자회사를 신설함에 따라 모회사 소액주주들의 주주 가치가 훼손될 우려가 발생하고 있고 ... 이에 지배주주와 일반주주 사이의 이해상충 문제를 해소하기 위해 ... (중략)

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

그림 8. 「기업가치 제고 계획」 가이드라인 또한 이사회 책임 있는 역할을 명시

5) 이사회 책임

「기업가치 제고 계획」을 수립하는 과정에서 이사회는 보고, 심의 또는 의결을 거치는 것이 의무사항은 아니지만, 이사회가 기업 경영관리에 있어 책임 있는 결정기관이라는 점에서 이사회는 적극적인 참여가 필요합니다. 아울러, 「기업가치 제고 계획」의 수립 과정에서 이사회는 보고, 심의 또는 의결을 거친 경우, 이사회는 개최일자나 심의 내용 등을 「기업가치 제고 계획」에 기재함으로써 계획의 신뢰도를 제고할 수 있을 것입니다.

... (중략) ...

[비재무지표] 비재무적 요소도 중장기적으로 기업가치를 제고하는데 고려해야 하는 중요한 부분입니다. 특히 국내 증시에서 기업가치가 저평가되는 원인으로 지목되는 “지배구조”는 대표적인 비재무적 요소일 것입니다.

지배구조의 경우 일반주주 권익 제고, 이사회 책임성, 감사 독립성 등을 위해 한국거래소의 「기업지배구조보고서」 가이드라인이 제시하는 공시항목 등을 참고하여, 중장기적 기업가치 제고와의 연관성이나 주주 및 시장참여자의 관심이 높다고 판단하는 내용을 중심으로 구체적 지표를 선정·활용할 수 있습니다.

자료: 한국거래소, 대신증권 Research Center

[참조1] 민법, 상법, 회사법의 분류

형식적 의미의  
법률 기준

민법은 사람으로서의 생활 - 예를 들어 회사에 취직하거나 생활용품의 구입, 건물에 대한 전세 계약, 결혼 등을 규율하는 사법 중 하나로서 재산관계와 가족관계를 규율하는 법이다. 상법은 민법의 특별법으로서 재산관계 중 기업과 관련된 부분을 규율하는 법이다. 따라서 민법의 규정으로 불충분하거나 부적당한 경우에 대한 특수한 규정을 둬으로써 민법을 보충한다. 한편 회사법은 상법전의 제3편 회사편을 의미하므로, 상법의 일부분을 구성한다.

상법 개정안에 대한  
찬/반론 대립 이유

상법 제382조의3(이사의 충실의무) 관련 개정안에 대한 찬성론과 반대론이 대립하는 이유는 상법 제3편 회사법에 명시된 이사와 주주 간 관계에 대한 명확한 유권해석이나 판례 등이 없기 때문이다.

주주총회의 결의로 회사와 주주는 구별되는 주체이고, 이사는 주주총회 결의로 선임되기는 하지만 주주와 계약을 체결하는 것이 아니라 회사와 위임관계에 있다(상법 제382조 제2항). 또한 대법원은 배임죄가 문제된 사건에서 주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니고(대법원 2004. 6. 17. 선고 2003도7645<sup>2)</sup>, 주식회사의 주주는 주식의 소유자로서 회사의 경영에 이해관계를 가지고 있다고 할 것이나 회사의 재산관계에 대하여는 단순히 사실상, 경제상 또는 일반적, 추상적인 이해관계만을 가질 뿐, 구체적 또는 법률상의 이해관계를 가진다고는 할 수 없다(대법원 2016. 7. 22. 선고 2015다66397<sup>3)</sup>)고 각 판시한 바 있다.

이에 따라 이사는 오히려 회사의 대리인으로서 주주와는 법적 관계가 없고, 이사의 충실의무 대상에 주주가 포함된다면, 주주의 대리인이 되어야 하는 것으로서, 이와 같은 상법 개정안은 사법체계의 근간을 흔들 우려가 있다<sup>4</sup>는 의견이 있는 것이다.

그림 9. 대한민국 법의 분류



자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 상법 본문 구성 및 제3편 회사

- 상법  
[시행 2020. 12. 29.] [법률 제17764호, 2020. 12. 29., 일부개정]
- ▣ 본문
    - ▣ 제 1편 총칙
    - ▣ 제 2편 상행위
    - ▣ 제 3편 회사
      - ▣ 제 1장 총칙
      - ▣ 제 2장 합명회사
      - ▣ 제 3장 합자회사
      - ▣ 제 3장의 2 유한책임회사
      - ▣ 제 4장 주식회사
      - ▣ 제 5장 유한회사
      - ▣ 제 6장 외국회사
      - ▣ 제 7장 발칙
    - ▣ 제 4편 보험
    - ▣ 제 5편 해상
    - ▣ 제 6편 항공운송
  - ▣ 부칙

자료: 법제처 국가법령정보센터, 대신증권 Research Center

<sup>2</sup> 대법원 (2004년 6월 17일). 2003도7645 판결. 법제처 국가법령정보센터. <https://www.law.go.kr/LSW/precInfoP.do?precSeq=126663>

<sup>3</sup> 대법원 (2016년 7월 22일). 2015다66397 판결. 법제처 국가법령정보센터. <https://www.law.go.kr/precInfoP.do?precSeq=184033>

<sup>4</sup> 권재열. (2024). 이사의 비례적 이익을 전제로 하는 이사의 충실의무 인정 여부 검토 연구용역 보고서. 경희대학교 법학전문대학원.

## [참조2] 글로벌 스탠다드 「OECD 기업 거버넌스 원칙」

한국의  
거버넌스를 고려한  
비교·분석 필요

상법 개정과 관련한 논의에서 해외 선진국 사례를 적용·비교하여 한국 상장기업의 기회와 리스크를 분석하기도 한다. 그러나 한국의 재벌 구조와 다른 회사 경영 체제를 고려하지 않고 단순 비교하는 것은 한계점을 가진다고 판단한다. 현재 한국 자본시장에서 논의되고 있는 것은 “지배주주와 일반주주의 이해관계 불일치”라는 점을 고려할 때, 이러한 특수성을 감안하여 글로벌 스탠다드를 살펴볼 필요가 있다.

OECD 기업 거버넌스  
원칙 또한 주주간  
이해충돌을 지적

OECD 회원국들이 도입한 기업 거버넌스 코드의 글로벌 스탠다드가 있다. 바로 ‘OECD 기업 거버넌스 원칙(Principles of Corporate Governance)’이다. 한국 현실과 관련해서 주목할 부분은 II.F항 기업집단 내에서의 특수관계자 거래에 관한 부분이라고 볼 수 있다.

II.F항에서는 특수관계자 거래가 ‘이해충돌’ 때문에 문제가 된다는 점을 밝히고, 특히 기업집단이 많고 기업의 소유권이 집중되어 있는 내부거래의 악용 가능성을 해결하는 것이 중요한 정책 과제를 명시하고 있다. 그리고 지배주주가 회사와 자신 또는 밀접한 관계가 있는 사람과의 거래를 통해 자신에게 이익이 되도록 하는 거래를 대표적인 예로 들면서, 이는 회사와 투자자(주주)에게 피해를 발생시키는 행위라는 점을 설명한다. 이러한 거래는 공정/불공정 여부가 문제되는 행위가 아니라 주주들 사이의 이해충돌 문제라는 것을 설명하는 것이다.

앞서 한국 자본시장, 특히 코리아 디스카운트에서 핵심 쟁점은 지배주주와 일반주주 간의 이해상충이라고 했다. 부스트업 프로젝트 추진 배경이 되었던 사례 또한 대기업집단에서는 특정 회사 차원의 문제를 넘어 대기업집단을 지배하는 지배주주와의 이해상충 문제인 경우가 많았기 때문이다. 이렇게 OECD 원칙은 기업집단이 많으면서 이사회와 회사와 주주 전체에 대한 충실의무가 명확히 규정되지 않은 나라에서 소수주주에 대한 악용행위가 나타날 가능성이 높다고 경고한다.

### 그림 11. G20/OECD 기업 거버넌스 원칙 (Principles of Corporate Governance)

*II.F. Related party transactions should be approved and conducted in a manner that ensures proper management of conflicts of interest and protects the interests of the company and its shareholders.*

*II.F.1. Conflicts of interest inherent in related party transactions should be addressed.*

*The potential abuse of related party transactions is an important policy issue in all markets, but particularly in those where corporate ownership is concentrated and corporate groups prevail. Banning these transactions is normally not a solution as there is nothing wrong per se with entering into transactions with related parties, provided that the conflicts of interest inherent in those transactions are adequately addressed, including through proper monitoring and disclosure. This is the more important where significant portions of income and/or costs arise from transactions with related parties.*

자료: OECD, 대신증권 Research Center





Part 2.

그 때는 맞고  
지금은 틀리다

## II. 그 때는 맞고 지금은 틀리다

### 과거에는 용인되었던 관행

“재벌회장이 대기업집단의 주인인 것처럼 행세하고 이를 용인하는 기업 문화, 주주보다 재벌회장과 그 일가의 이득을 우선시하는 경영 행태를 개혁하지 않고서는 코리아 디스카운트를 해소할 수 없다.”<sup>5</sup>라고 부스트업 프로젝트 추진 배경을 설명하면서 언급된 사례 또한 대기업집단의 문제였다. 이는 한국 자본시장에서 이사의 충실 의무가 통상 계열사간 거래에서 특히 이슈가 되는 것과 같은 맥락이라고 판단한다.

### 계열사간 합병에서 주주 간 이해상충이 발생한 사례

한국 자본시장에서 정치·사회적으로 많은 논쟁을 낳았던 합병 사례를 들자면 2015년에 진행된 삼성물산과 제일모직 합병일 것이라 생각한다. 법적으로도 다양한 분쟁을 야기한 삼성물산과 제일모직 간의 합병 과정은 다음과 같다. 제일모직이 같은 삼성그룹에 속한 계열회사인 삼성물산을 흡수합병하였고, 합병비율은 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」에 정해진 산식에 따랐다. 따라서 “합병비율이 공정한가”라는 문제로 접근하면, 당해법령에 기하여 주가를 기초로 산정된 합병비율은 불공정하다고 할 수 없다는 결론에 이른다.

표 6. 삼성물산-제일모직 합병 주요 일지

일자	주요 사항
2015. 5.26	삼성물산·제일모직 합병 이사회 결의 삼성물산·제일모직 합병계약 체결 및 공시
2015. 6. 9.	엘리엇: 주주총회 소집통지 및 결의금지 등 가처분신청
2015. 6.10.	삼성물산: 자기주식 처분 결정 및 공시
2015. 6.11	엘리엇: 자기주식 처분금지 가처분신청 삼성물산: 자기주식을 KCC에게 매도
2015. 6.12.	엘리엇: KCC 의결권행사금지 가처분신청
2015. 7. 1.	서울중앙지법(1심): 주주총회 소집통지 및 결의금지 등 가처분신청 기각
2015. 7. 7.	서울중앙지법(1심): 주식처분금지 및 의결권행사금지 가처분신청 기각
2015. 7.16.	서울고법(2심): 주주총회 소집통지 및 결의금지 등 가처분신청 기각 서울고법(2심): 주식처분금지 및 의결권행사금지 가처분신청 기각
2015. 7.17.	삼성물산·제일모직 주주총회에서 합병계약승인
2015. 8.13.	삼성물산 일부주주: 합병절차진행정지 가처분신청
2015. 9. 1.	합병기일
2015. 9. 4.	합병등기
2015. 9.15.	합병신주상장

자료: 천경훈 “계열회사 간 합병과 이사의 의무”, 대신증권 Research Center

<sup>5</sup> 김경민. (2024년 7월 30일). 민주 "윤정부 밸류업 한계... '코리아 부스트업 프로젝트' 추진". 뉴스7. <https://news1.kr/politics/assembly/5495623>

## 자본시장법 下 공정한 합병 비율

자본시장법 제165조의4 제1항 제1호 및 같은법 시행령 제176조의5 제1항 제1호에 따라 이사회 결의일(2015.5.26.)과 합병계약을 체결한(2015.5.26.) 날 중 앞서는 날의 전일(2015.5.25.)을 기산일로 하여 최근 1개월간 평균 증가, 최근 1주일간 평균 증가, 최근일의 증가를 산술평균한 가액(기준주가)을 기준으로 합병비율을 산정했다. 그 결과 제일모직의 기준주가는 1주당 159,294원, 삼성물산의 기준주가는 1주당 55,767원이 되어, 삼성물산 1주당 제일모직 0.35주를 교부<sup>6</sup>하는 것은 법률을 따른 공정한 합병비율이다.

## 그러나 주주들은 이익을 제기

그러나 삼성물산의 일부 주주들은 이 합병이 삼성물산 주주들에게 손해를 끼쳤다고 이익을 제기했다. 당시 시장에서 자산 및 수익대비 삼성물산 주식은 지나치게 저평가되고, 제일모직 주식은 지나치게 고평가되어 있었으므로 이 시점에서 합병을 할 이유도 없고, 그러한 시가를 기준으로 산정한 합병비율도 불공정하다는 것이 이유였다<sup>7</sup>.

제일모직은 지배주주 일가의 지분이 높은 비상장회사(삼성에버랜드)였다가 제일모직으로 상호를 변경한 지 약 1년이 지난 2014년 12월 18일 상장되었다. 상장 첫 날 공모가 53,000원의 2배인 106,000원을 시초가로 하여 첫 날 증가가 113,000원을 기록하는 등 제일모직은 상장 때부터 주가가 꾸준히 상승했다. 반면 삼성물산은 2014년 하반기부터 합병 발표가 있기까지 주가가 지속 하락했다.

투자설명서에 의하면 주가-순자산배율(PBR)은 삼성물산 0.65x, 제일모직 4.8x였다. 즉 삼성물산의 시가총액은 청산가치의 65% 수준에 머물러 있었고 삼성물산이 보유한 삼성전자와 삼성SDS 주식의 시가에도 미치지 못했다. 이는 삼성물산 주주들이 삼성물산 주식을 지나치게 저평가되고, 제일모직 주식은 지나치게 고평가 되었다고 주장하는 이유이다.

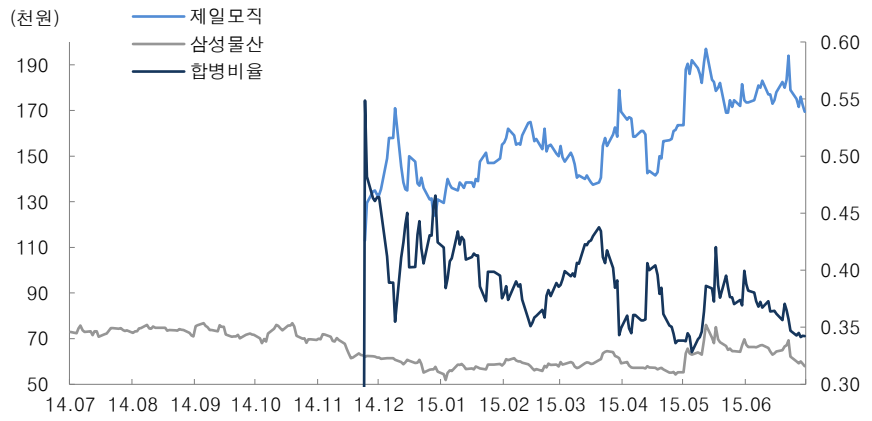
## 이해상충이 발생하는 사안에서 이사의 책임있는 역할을 논의할 필요

그러나 사실상 법의 산식에 따라 합병 비율을 산정했기 때문에 위법이라고 할 수 없고, 합병 시기도 존속회사와의 협상을 통해 정해야 하므로 소멸회사 주주에게만 유리한 시기로 정할 수는 없을 것이다. 그러나 이 사안을 합병비율 산정의 적법성, 합병무효 사유의 존부 등으로 접근하기 보다 ‘이해상충이 발생하는 사안에 임하는 이사의 책임있는 역할’ 측면에서 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 이것이 현재 논의되고 있는 상법 개정의 제안 이유이고, OECD 원칙 또한 이해충돌 상황에서 문제를 해결할 기준으로서 제안하고 있기 때문이다.

<sup>6</sup> 삼성물산. (2015년 5월 26일). *회사합병 결정 공시* [공시]. 한국거래소.  
<https://kind.krx.co.kr/common/discslviewer.do?method=search&acptno=20150526000025&rcpno=20150526000025&orgid=G&tran=Y>

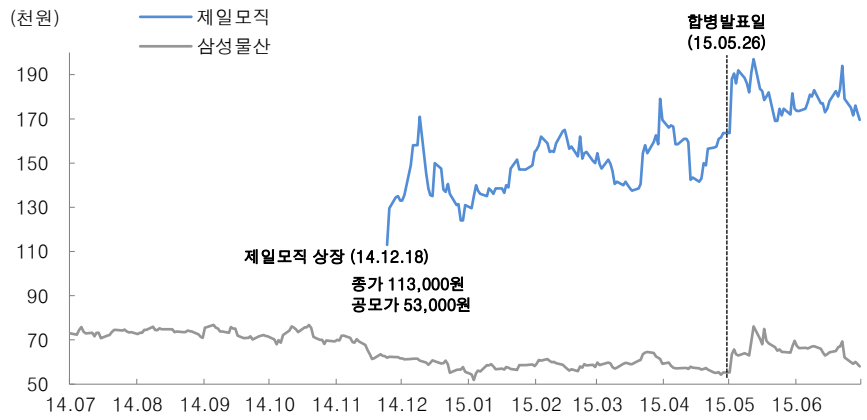
<sup>7</sup> 천경훈. (2017). 계열회사 간 합병과 이사의 의무 - 엘리엇 대 삼성물산 사건의 평석을 겸하여. *상사법연구*, 36(3), 253-304.

그림 12. 자본시장법상 기준주가 및 주가비율 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 삼성물산-제일모직 주가 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 지금은 달라진 “주주권”

한국 주식시장에서 주주권이 강화되고 있는 신호가 나타나고 있다고 생각한다. 앞서 11-12페이지에서와 같이 상장회사가 사업부를 물적분할하여 자회사로 만든 사례는 많았다. 그리고 이후 물적분할한 회사를 상장한 경우도 종종 있었다. 2020년 이전에도 모회사 상장은 한국 주식시장에서 흔한 현상이었다. 그런데 2020년 LG화학 분할에 일반주주의 목소리가 커진 이유는 무엇일까? 바야흐로 한국이 전체 국민의 1/4이상, 전체 유권자의 약 1/3이 주식투자를 하는 시대를 맞이했기 때문이라고 생각한다.

### 물적분할 후 자회사 상장을 추진하다가 계획을 연기한 사례

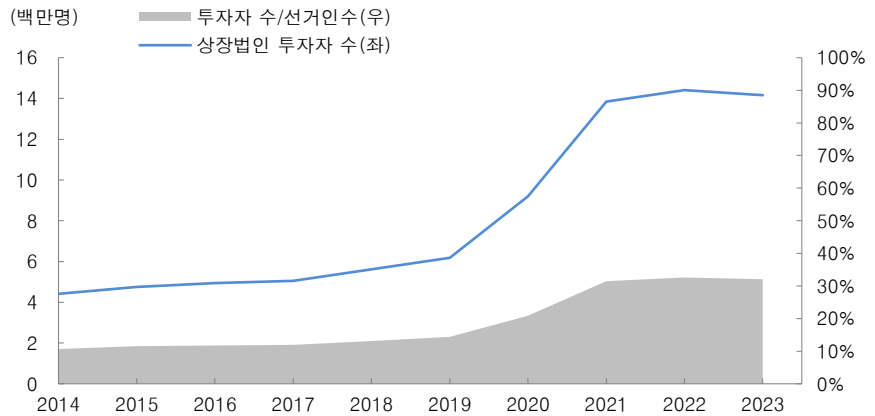
2021년 8월 SK이노베이션 이사회는 배터리 사업부문을 물적분할하여 ‘SK온’을 신설하기로 결정하고 이를 공시했다. 같은 해 9월, 임시 주주총회에서 물적분할 안건이 승인되었고, 10월 1일부로 SK온이 공식 출범하였다. SK온 설립 이후, SK이노베이션은 상장 준비에 나섰다. SK이노베이션이 SK온 상장을 본격적으로 추진하겠다고 발표하자 SK이노베이션 주가는 하락세를 기록했다. 시장은 앞서 있었던 LG화학의 LG에너지솔루션 물적분할 후 상장 사례를 떠올리며 기존 주주들 사이에서 주주 가치 훼손 우려가 제기되었다.

주식시장에 유입된 많은 투자자들의 목소리가 커지며 상장 계획에 대한 비판이 거세지는 상황에서 2022년 9월 2일, 금융위원회는 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」을 발표했다. 이 방안은 기업이 물적분할을 통해 자회사를 상장할 경우, 주주 보호 노력을 충분히 공시하고 상장 과정에서 모회사 일반주주 보호를 위한 심사를 강화하겠다는 것이 주요 내용이다. 이러한 새로운 규제와 공시 강화는 SK이노베이션의 SK온 상장 계획에 영향을 미친것으로 판단된다. 일반주주들의 권리와 주가 보호가 강화되는 가운데, 기업 입장에서는 기존 상장 계획을 재검토하고 조정해야 하는 상황에 놓이게 된 것이기 때문이다.

2023년 3월 SK이노베이션 주주총회에서는 주가 부양책으로 자사주 매입과 SK온 주식 교환 등을 검토하겠다고 발표했다. 이로 인해 시장의 불안은 잠시나마 완화되었지만, SK온 상장에 대한 불확실성은 여전했다. 이후 2024년 3월 주주총회에서 SK온의 상장 시점을 당초 목표였던 2026년 말에서 최대 2028년까지 연기할 수 있다고 발표했다.

이 사례는 물적분할 이후 자회사를 상장함으로써 일반 주주들의 이익이 훼손될 수 있다는 점을 다시금 상기시키는 동시에, 한국 주식시장에서 주주권 강화의 움직임이 실제 기업의 의사결정에 영향을 미치고 있음을 보여준다. 주주들의 목소리에 민감하게 반응하는 한국 자본시장의 변화된 모습은 앞으로 기업의 지배구조 개편이 더 이상 과거와 같은 방식으로 진행될 수 없음을 시사한다고 판단한다.

그림 14. 팬데믹 이후 주식시장에 참여하는 투자자 수 급증



주) 선거인수는 전국동시지방선거, 국회의원선거, 대통령선거에 참여하는 유권자의 총 수로 선거가 없었던 해는 전년 선거인수 사용  
 자료: 한국예탁결제원, 중앙선거관리위원회 선거통계시스템, 대신증권 Research Center

표 7. SK 이노베이션 주요 일지

일자	주요 사항
2021.08.04.	SK이노베이션은 배터리 사업부문과 E&P 사업부문의 분할 결정 공시
2021.09.16.	임시 주주총회에서 'SK배터리'와 'SK E&P' 물적분할을 상정 및 의결
2021.10.01.	기존 배터리사업과 E&P사업을 각각 물적분할 한 신설 법인 'SK온'과 'SK어스온' 출범
2022.12~2023.06	SK온의 2026년 IPO를 조건으로 Pre IPO를 진행하여 자금 조달
2023.03.30.	주주총회에서 SK이노베이션과 SK온 주식 교환 추진을 검토 중이라고 밝힘
2024.03.28.	주주총회에서 SK온 상장이 연기될 수 있음을 시사("외부 투자자를 유치하면서 약속한 IPO 시점이 2026년 말이지만, 상황에 따라 1~2년은 조정할 수 있다.")

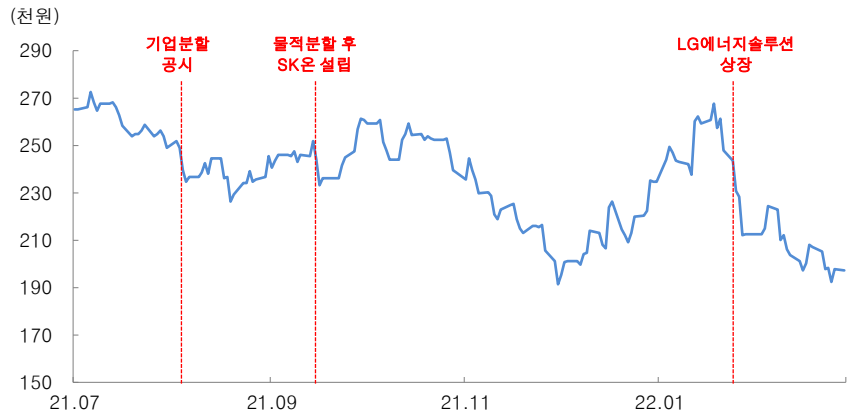
자료: 언론 종합, DART, 대신증권 Research Center

그림 15. SK 이노베이션의 물적분할 전후 지배구조



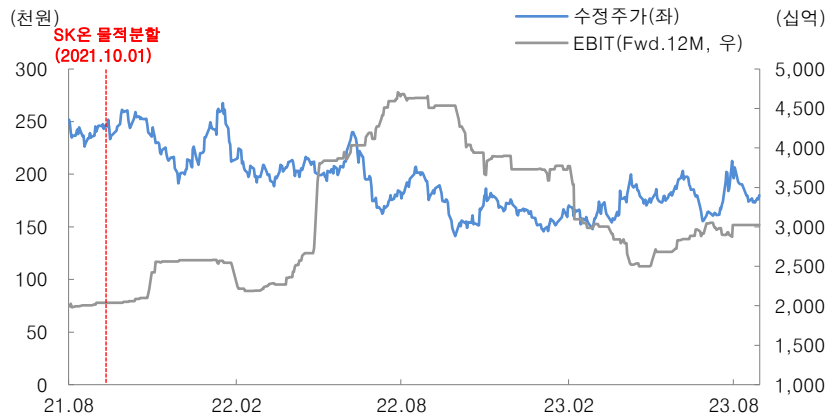
자료: SK이노베이션, 대신증권 Research Center

그림 16. SK 이노베이션 기업분할 공시 후 6개월간 주가 추이



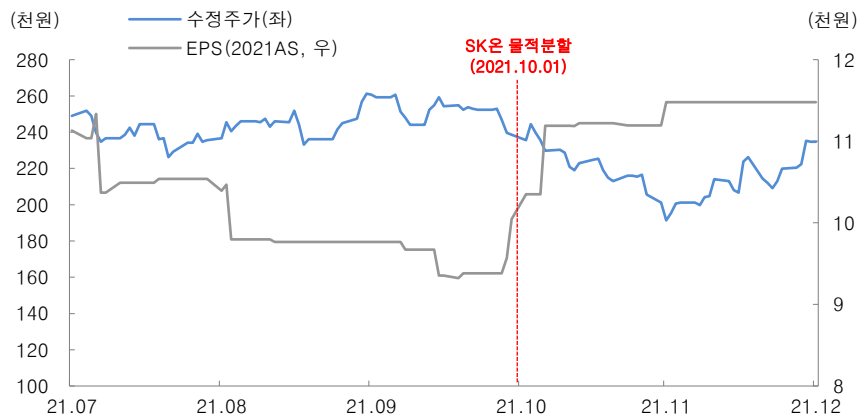
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 17. 12MF 영업이익 상승시에도 SK 이노베이션 주가 약세



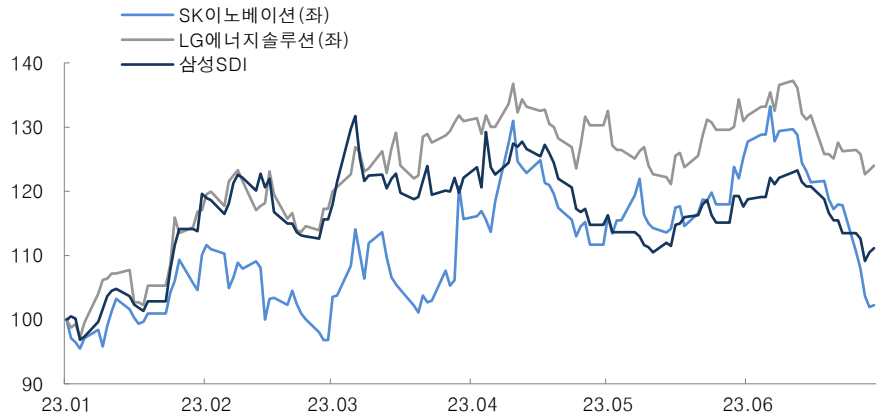
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 18. EPS 상승에도 SK 이노베이션 주가 하락



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 19. 2차 전지 주가 급등기의 밸류체인 내 동종 기업 비교 (2023.01.02=100)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

표 8. 2차 전지 주가 급등기에도 SK 이노베이션 수익률은 대부분의 기간 동안 동종 기업 대비 언더퍼폼

	2023.1.2	1월	2월	3월	4월	5월	6월	
주가 (원)	삼성SDI	602,000	685,000	696,000	735,000	691,000	669,000	
	LG에너지솔루션	446,000	521,000	523,000	584,000	581,000	553,000	
	SK이노베이션	152,513	159,499	147,691	176,423	170,322	186,065	155,956
수익률 (%)	삼성SDI		13.79	15.61	22.09	14.78	19.27	11.13
	LG에너지솔루션		16.82	17.26	30.94	30.27	34.30	23.99
	SK이노베이션		4.58	-3.16	15.68	11.68	22.00	2.26

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



그림 20. 금융당국은 「물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안」 발표

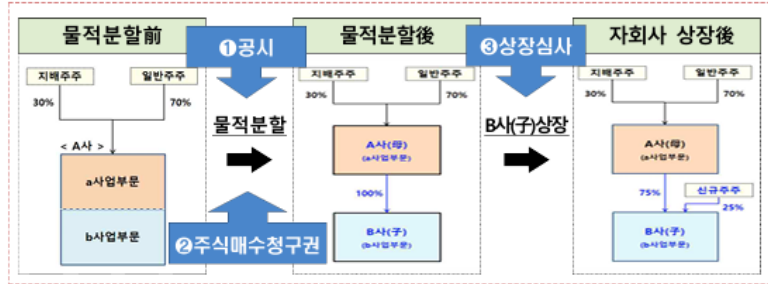
**물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안**  
 - 물적분할과 상장과정에서 일반 투자자들의 권리가 충실히 고려되는 자본시장 체계를 만들겠습니다 -

**1. 추진 배경**

- 최근 일부 기업이 고성장 사업부문을 물적분할하여 단기간 내 상장하면서, 주주권 상실과 주가 하락 등 일반주주의 피해문제가 제기된 바 있습니다.
- 물적분할은 인적분할과 달리 분할된 신설회사의 주식을 분할전 회사의 일반주주들이 배분 받지 못하게 됨에 따라 일반주주들이 분할부문에 대한 주주권을 직접 행사하지 못하게 되고,
- 이렇게 물적분할·상장된 유망 사업부문의 가치가 모회사 주식가치에도 제대로 반영되지 못한다는 연구결과도 있었습니다('22.4월, 자본시장연구원).
- 특히, 이 과정에서 관련된 의사결정에 반대하는 일반주주들의 권리보호 수단이 미흡하다는 점은 그 동안 지속적으로 제기되어 온 우리 증시의 디스카운트 요인과의 밀접하게 연관되어 있습니다.
- “지분권”으로서 주식의 가치는 크게 의사결정 참여권과 현재 및 장래 이익에 대한 청구권으로 이루어져 있는데, 이 두 가지 가치가 잘 보장 되지 않는 자본시장은 투자자들이 높게 평가하지 않기 때문입니다.

⇒ 자본시장 공정성과 신뢰 회복을 위한 국정과제 중 하나로, 물적분할 자회사 상장 관련 일반주주 권익 제고방안을 수개월 간 전문가 및 이해관계자 논의를 통해 마련하였습니다.

**2. 주요 내용**



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

## 그룹사의 사업 구조 개편에 대해 금융당국이 정정을 요구한 사례

지난 7월 11일 두산그룹은 ①두산에너지빌리티의 인적분할을 통해 신설된 분할법인과 두산로보틱스를 합병하고, ②포괄적 주식교환을 통해 두산로보틱스가 두산밥캣을 100% 자회사로 만드는 사업 구조 개편을 발표했다. 두산그룹은 이번 개편의 목적이 사업 부문을 일원화하여 시너지를 창출하기 위함이라고 설명했지만, 시장에서는 거센 논란이 일었다. 특히 두산밥캣 주주들의 권리를 심각하게 침해했다는 반발이 거세졌다.

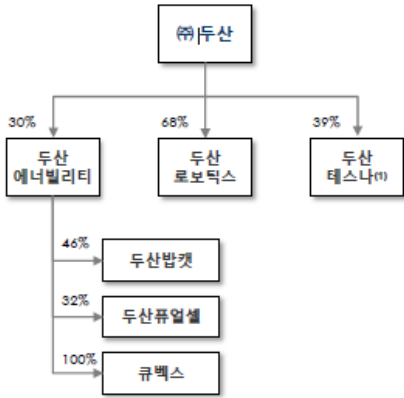
두산밥캣은 안정적인 실적과 현금흐름을 보유한 알짜 회사로, 두산그룹의 캐시카우 역할을 하고 있다. 반면 두산로보틱스는 영업손실을 기록하고 있는 적자 회사이다. 그럼에도 불구하고 두산로보틱스와 두산밥캣 간의 주식교환비율이 1:0.63으로 산정되면서 두산밥캣의 일반주주들은 주주가치가 심각하게 훼손되었다고 지적한다.

반면 지배주주인 두산은 두산로보틱스를 통해 두산밥캣에 대한 실질 지배력을 기존 13.8%에서 42%까지 확대하게 된다. 또한 두산밥캣의 지분을 100% 보유한 두산로보틱스의 배당 수익을 통해 추가적인 이익을 얻을 수 있게 되었다.

이와 같은 사업 구조 개편안에 대해 해외 언론에서도 부정적인 평가가 이어졌다. 영국의 *Financial Times*는 이번 개편안을 두고 “불공정한 합병”이라는 강한 표현을 사용하며 비판했다. 두산그룹의 구조 개편이 지배주주에게만 유리하게 설계된 반면, 일반주주들에게는 큰 손실을 안겨주는 사례로, 한국 자본시장의 불공정한 관행을 재확인시켜주는 사건이라고 지적했다. 또한, 현재 진행 중인 「기업가치(밸류업) 제고 방안」을 통한 ‘코리아 디스카운트 해소’에 역행하는 것으로 외국인 투자자들에게 한국 시장의 신뢰를 떨어뜨리는 계기가 될 수 있다고 평가했다.

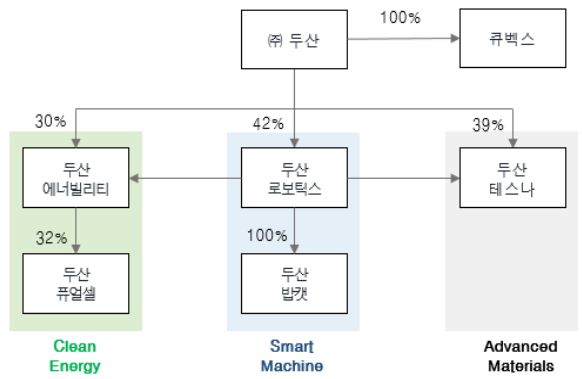
이러한 논란이 커지자 금융당국은 두산로보틱스가 제출한 합병 및 주식의 포괄적 교환·이전 증권신고서에 대해 세 차례나 정정을 요구했다. 이번 개편안이 자본시장법상 투자자 보호 규정을 충분히 반영하지 못했다고 판단하고, 정정신고서를 제출하도록 지시했다. 특히, 여러 차례의 정정 요구는 투자자들의 관심이 더욱 높아지는 계기가 되었다. 금융당국은 투자자들이 이번 정정 요구에 대해 올바르게 이해할 수 있도록 하기 위해 관련 보도자료도 배포했고, “정정신고서에 부족함이 있다면 횡수 제한 없이 정정을 요구하겠다”는 입장을 보였다.

그림 21. 그룹 사업구조 개편 전



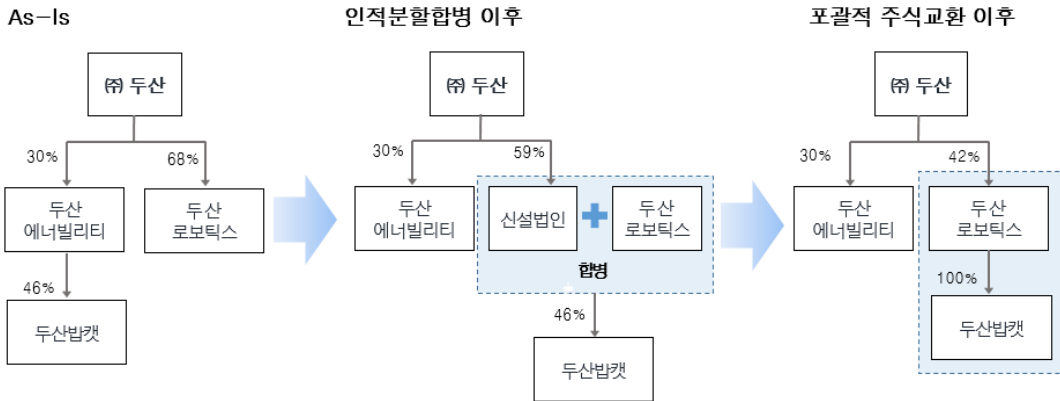
자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 22. 그룹 사업구조 개편 후



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 23. ①인적분할합병 / ②포괄적 주식교환 절차



자료: 두산, 대신증권 Research Center

그림 24. 英 Financial Times 는 한국 자본시장의 불공정한 관행을 재확인시켰다고 지적

## Seoul push to end ‘the Korean discount’ hits a snag

Critics of a Doosan group restructuring argue the country needs a fiduciary duty standard for shareholders

... (중략) ...

To illustrate the scale of the challenge, reform advocates point to a current test case — a controversial restructuring proposed by the Doosan conglomerate that has provoked strong opposition from minority shareholders.

자료: Financial Times, 대신증권 Research Center

그림 25. 금융당국은 두산로보틱스의 증권신고서에 대해 정정을 요구하며 보도자료 배포

### 두산로보틱스(주) 증권신고서에 대한 정정요구 관련 설명

- 최근 언론 등에서 지난 7.24. 정정요구 이후 두산로보틱스의 증권 신고서에 대한 관심이 높아지고 있어
- 금번 정정요구에 대한 투자자들의 이해를 돕기 위해 아래와 같이 설명 드리하고자 합니다.
- 금번 정정신고서 제출요구를 통해 주주들의 투자 판단을 위한 충분히 제공되도록 보완을 요구하였습니다.
- 즉, 구조개편 관련 회사의 의사결정 과정 및 내용 등은 구체적으로 기재될 필요가 있으므로 구조개편을 논의한 시점과 검토 내역, 그간의 진행 과정, 거래시점 결정 경위, 구체적인 시너지 효과 등을 기재하도록 하고,
- 분할신설부문(두산백켓 지분 보유)의 수익가치는 관련 규정에 따라 일반적으로 공정·타당하다고 인정되는 모형을 준수하여야 하므로 현금흐름할인법, 배당할인법 등 미래 수익에 발생하는 효익에 기반한 모형을 적용하여 기존 기준시가를 적용한 평가방법과 비교할 것 등을 요구하였습니다.

자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

**사업구조 개편 발표 이후 주가 하락**

7월 11일 두산그룹의 사업구조 개편안 발표 이후 두산과 두산로보틱스, 두산밥캣, 두산에너빌리티의 주가는 모두 하락세를 보였다. 이번 개편안을 통해 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상되었던 두산로보틱스는 12일 105,700원까지 급등했으나(+23.9%) 이후 현재까지 -37.3% 하락했다. 이는 개편안에 대한 투자자들의 부정적인 평가를 시사한다.

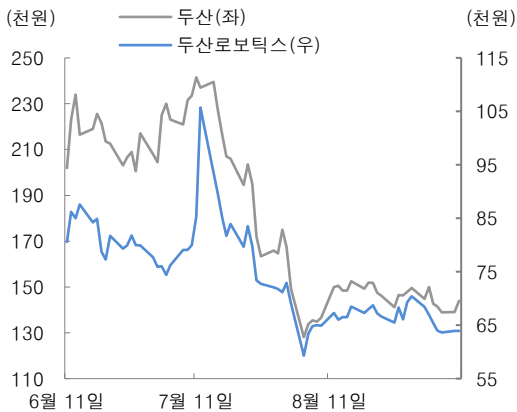
**주가 변동성 확대**

7월 중순 이후 주가는 계속해서 하락세를 이어갔다. 두산에너빌리티의 경우, 발표 후 약 한 달 동안 20,900원에서 17,690원대로 하락했으며(-15.4%), 두산밥캣의 주가도 54,600원대에서 39,050원대까지 급락했다(-28.5%). 이러한 주가 하락은 주식매수청구권 행사 가능성을 더욱 높였으며, 이는 두산그룹의 사업 재편 계획을 원점으로 되돌릴 수 있는 변수로 작용했다. 특히 두산에너빌리티와 두산밥캣의 주가는 주식매수청구권 행사 가격(20,890원)을 밑돌았다.

**일부 구조 개편 계획 철회**

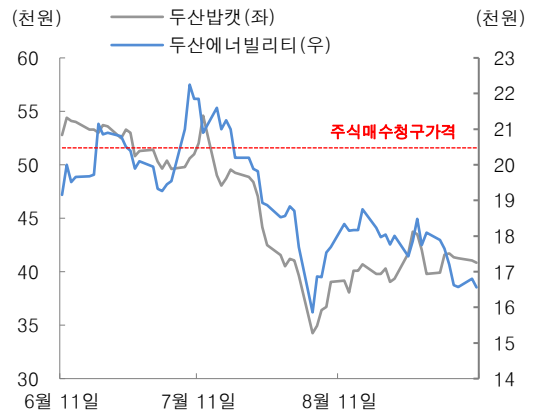
8월 말과 9월 초, 두산그룹이 일부 구조 개편 계획을 철회하고 새로운 합병안을 준비하면서 주가는 소폭 회복세를 보였다. 그러나 여전히 합병안에 대한 투자자들의 신뢰 부족과 금융당국의 지속적인 정정 요구로 인해 불확실성이 남아있다. 이러한 주가 움직임은 투자자들이 여전히 두산그룹의 지배구조 개편에 대해 신중한 태도를 유지하고 있음을 보여준다고 판단한다.

그림 26. 두산과 두산로보틱스의 주가 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 27. 두산에너빌리티와 두산밥캣의 주가 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 상법 개정은 주주 간 이해상충 해결을 위한 기준을 마련하는 것

### 상법 개정의 본질

일반적으로 기업의 성과가 개선되면 지배주주와 일반주주 모두 지분율에 비례하여 이익을 나누게 된다. 따라서 특정 주주에게만 배당을 주거나 특정 주주의 주식만 매입하여 소각할 수 없으며, 특정 주주의 주가만 오르는 것도 아니다. 그러나 이러한 논리에도 불구하고, 최근 상법 개정안에서 이사의 충실 의무 대상에 “주주의 비례적 이익” 또는 “총주주”를 추가하려는 발의가 이어지고 있다. 이는 주주들 사이의 이해 상충이 발생할 경우, 특정 주주가 이익을 보고 다른 주주가 손해를 입는 사례들이 존재했기 때문이다. 특히 한국에서는 계열사 간 내부 거래나 합병, 분할 등의 과정에서 지배주주에게 유리한 거래가 이루어지면서 일반주주가 피해를 보는 경우가 자주 발생해왔다.

현재 진행되고 있는 상법 개정 논의는 이러한 이해 상충이 발생할 때 이사회의 책임있는 역할과 전체 주주에 대한 충실의무가 무엇인지에 대한 명확한 기준을 마련하려는 것이다. 이는 기업의 경영진이 일반주주를 포함한 모든 주주의 이익을 고려하는 방향으로 나아가는 중요한 첫걸음이 될 수 있다고 판단한다.

### 韓 자본시장의 변화와 일반주주 권익 강화

앞으로는 상장기업들이 더 이상 주주들의 이익을 훼손하는 관행을 지속하기 어려울 것으로 예상된다. 주주들이 기업 지배구조 개편이나 상장 계획에 대해 적극적으로 의견을 표명하고 있으며, 기업들도 이러한 주주들의 요구에 대응하지 않을 수 없는 자본시장으로 변화하고 있기 때문이다. 이러한 변화는 주주가치 보호를 위한 새로운 기준을 세우는데 기여하고 있으며, 앞으로도 대기업집단이나 기업의 경영진과 이사회가 일반주주의 이익을 더욱 적극적으로 고려하는 환경이 조성될 것으로 기대된다.

## [참조3] 상장기업의 계열회사 및 특수관계인 거래 규모

(단위: 십억원)

코드	기업명	대기업집단	2024년 (FY23)			2023년 (FY22)			2022년 (FY21)		
			자기 자본 (A)	매출/매입 수익/비용 총액(B)	B/A	자기 자본 (A)	매출/매입 수익/비용 총액(B)	B/A	자기 자본 (A)	매출/매입 수익/비용 총액(B)	B/A
A034220	LG 디스플레이	엘지	5,682	31,276	550%	7,350	36,474	496%	11	40	378%
A047050	포스코인티네셔널	포스코	5,395	28,701	532%	3,349	34,560	1032%	3	15	483%
A086280	현대글로비스	현대자동차	6,498	19,128	294%	5,856	20,180	345%	5	16	328%
A011210	현대위아	현대자동차	3,191	8,319	261%	3,129	7,550	241%	3	7	226%
A066570	LG 전자	엘지	10,516	26,216	249%	9,889	22,925	232%	9	24	273%
A011070	LG 이노텍	엘지	3,802	7,904	208%	3,564	6,109	171%	3	5	178%
A028050	삼성엔지니어링	삼성	2,307	4,719	205%	1,706	82	5%	1	3	244%
A012330	현대모비스	현대자동차	27,212	41,123	151%	26,088	36,426	140%	25	27	110%
A307950	현대오트모터	현대자동차	1,515	2,238	148%	1,421	1,267	89%	1	2	114%
A006400	삼성 SDI	삼성	13,397	18,215	136%	12,656	15,940	126%	12	8	71%
A018670	SK 가스	에스케이	2,363	2,922	124%	2,066	4,630	224%	2	4	206%
A005930	삼성전자	삼성	224,788	275,451	123%	209,416	291	0%	193	272	141%
A005380	현대자동차	현대자동차	60,787	68,345	112%	55,756	53,894	97%	53	41	78%
A042670	HD 현대인프라코어	HD 현대	1,752	1,932	110%	1,353	1,945	144%	1	2	149%
A267270	HD 현대건설기계	HD 현대	1,378	1,480	107%	1,310	1,564	119%	1	2	129%
A111770	영원무역	영원	1,785	1,867	105%	1,586	1,873	118%	1	1	87%
A213500	한솔제지	한솔	730	753	103%	763	1,150	151%	1	1	111%
A001120	LX 인터내셔널	엘엑스	2,318	2,356	102%	2,309	2,149	93%	2	3	169%
A020560	아시아나항공	금호아시아나	759	754	99%	795	517	65%	1	0	68%
A097950	CJ제일제당	씨제이	5,519	5,301	96%	5,292	4,444	84%	5	-	0%
A298000	효성화학	효성	635	610	96%	515	221	43%	1	1	100%
A003670	포스코퓨처엠	포스코	2,429	2,115	87%	2,427	1,963	81%	2	1	47%
A247540	에코프로비엠	에코프로	1,241	1,037	84%	1,321	973	74%	1	0	76%
A012750	에스원	삼성	1,555	1,245	80%	1,473	1,154	78%	1	1	75%
A009830	한화솔루션	한화	7,708	5,805	75%	8,836	7,652	87%	8	5	65%
A001740	SK 네트워크	에스케이	1,897	1,404	74%	1,998	1,536	77%	2	0	3%
A000660	SK 하이닉스	에스케이	54,518	39,940	73%	60,163	54,793	91%	59	51	87%
A010620	현대미포조선	HD 현대	1,954	1,397	72%	2,121	1,434	68%	2	1	38%
A280360	롯데웰푸드	롯데	2,040	1,431	70%	2,022	925	46%	1	0	26%
A005300	롯데칠성음료	롯데	1,435	986	69%	1,384	1	0%	1	1	56%
A267260	HD 현대일렉트릭	HD 현대	1,016	692	68%	794	458	58%	1	0	46%
A373220	LG 에너지솔루션	엘지	16,601	11,067	67%	16,795	9,454	56%	7	7	98%
A018260	삼성에스디에스	삼성	6,128	3,846	63%	6,015	3,889	65%	6	4	62%
A282330	BGF 리테일	BGF	1,033	617	60%	931	561	60%	1	0	60%
A375500	DL 이앤씨	DL	4,030	2,254	56%	3,914	761	19%	4	1	15%
A003070	코오롱글로벌	코오롱	581	315	54%	585	176	30%	1	0	13%
A298040	효성중공업	효성	1,172	561	48%	1,095	321	29%	1	0	43%
A000880	한화	한화	3,400	1,623	48%	3,344	1,164	35%	4	1	31%
A161390	한국타이어엔테크놀로지	한국엔컴퍼니그룹	5,471	2,611	48%	4,938	3,106	63%	5	2	48%
A064350	현대모터스	현대자동차	1,620	734	45%	1,464	613	42%	1	0	4%

(단위: 십억원)

코드	기업명	대기업집단	2024년 (FY23)			2023년 (FY22)			2022년 (FY21)		
			자기 자본 (A)	매출/매입, 수익/비용 총액(B)	B/A	자기 자본 (A)	매출/매입, 수익/비용 총액(B)	B/A	자기 자본 (A)	매출/매입, 수익/비용 총액(B)	B/A
A051910	LG 화학	엘지	20,405	9,189	45%	21,073	10,619	50%	19	6	34%
A017670	SK 텔레콤	에스케이	10,436	4,548	44%	10,383	4,505	43%	11	5	43%
A004370	농심	농심	2,174	908	42%	2,108	852	40%	2	1	33%
A000120	CJ 대한통운	씨제이	3,431	1,402	41%	3,427	1,447	42%	3	1	33%
A000080	하이트진로	하이트진로	1,089	444	41%	1,162	411	35%	1	0	32%
A060980	HL 홀딩스	HL	1,107	436	39%	1,101	435	39%	1	0	19%
A329180	HD 현대중공업	HD 현대	5,209	2,038	39%	5,290	139	3%	6	1	25%
A011170	롯데케미칼	롯데	12,946	5,051	39%	11,677	6,088	52%	12	4	33%
A068400	SK 렌터카	에스케이	526	195	37%	519	175	34%	0	0	2%
A042660	한화오션	한화	4,045	1,381	34%	644	968	150%	2	0	19%
A003620	KG 모빌리티	KG	1,085	364	34%	1,089	186	17%	-0	0	-132%
A204320	HL 만도	HL	1,944	631	32%	1,901	1,617	85%	1	1	78%
A120110	코오롱인더	코오롱	2,416	777	32%	2,239	832	37%	2	1	30%
A030200	케이티	케이티	15,044	4,652	31%	14,858	4,674	31%	14	4	27%
A460860	동국제강	동국제강	1,721	509	30%	7,355	608	8%	7	0	0%
A089860	롯데렌탈	롯데	1,170	344	29%	1,101	367	33%	1	0	29%
A272210	한화시스템	한화	2,244	644	29%	2,247	112	5%	2	0	5%
A010780	아이에스동서	아이에스지주	1,572	447	28%	1,383	50	4%	1	0	3%
A004020	현대제철	현대자동차	18,829	5,301	28%	18,542	4,276	23%	18	0	1%
A000720	현대건설	현대자동차	6,690	1,880	28%	6,394	676	11%	6	1	10%
A010140	삼성중공업	삼성	3,443	964	28%	3,553	1,162	33%	4	0	9%
A035760	CJ ENM	씨제이	3,282	918	28%	3,266	882	27%	3	1	18%
A051900	LG 생활건강	엘지	4,438	1,199	27%	4,128	1	0%	4	1	29%
A034020	두산에너지리티	두산	5,925	1,590	27%	6,114	1,194	20%	6	1	14%
A010060	OCI 홀딩스	오씨아이	2,179	571	26%	2,571	585	23%	3	0	15%
A012450	한화에어로스페이스	한화	3,144	821	26%	2,654	684	26%	2	0	19%

자료: 한국 ESG 연구소, 대신증권 Research Center

[참조4] 「기업가치 제고 계획」 등 공시 우수 사례

① 메리츠금융지주

“모든 주주의 가치를 동등하게 대한다” 는 것을 4대 핵심원칙 중 하나로 설정하고 이를 명문화

기업가치 제고 계획(자율공시)

※ 동 정보는 장래 계획사항, 예측정보를 포함할 수 있으며, 향후 계획사항이 변경되거나 실제 결과가 예측정보와 다를 수 있음.

1. 계획서 명칭	2024년 (주)메리츠금융지주 기업가치 제고 계획	
2. 주요 내용	<p>1. 당사는 아래의 4가지 핵심원칙을 기반으로 기업가치 제고 목표를 설정하여 실행하고 있습니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 본업의 탁월한 성과로 수익을 잘 낸다.</li> <li>② 자본 배치를 효율적으로 한다.</li> <li>③ 주주환원을 투명하고 적극적으로 한다.</li> <li>④ 모든 주주의 가치를 동등하게 대한다.</li> </ul> <p>2. 주가순자산비율(PBR), 자기자본이익률(ROE), 자기자본비용(COE) 등 지표 분석을 통해 주주가치 제고 방법을 결정하고 있으며, 적정 기업가치를 평가 받기 위해서는 적극적인 주주환원이 필요하다고 판단하고 있습니다. 당사는 핵심지표로 ‘총주주수익률(TSR)’을, 중기 실행지표로는 ‘주주환원율(자사주 매입·소각+배당)’을 선정하였습니다.</p> <p>3. 당사는 중장기적으로 상기 핵심지표를 최대화하기 위해 ‘3가지 수익률(① 내부투자수익률, ② 자사주 매입·소각 수익률, ③ 현금배당 수익률)’을 비교하여, 주주가치 제고에 가장 좋은 자본 배치 방법을 결정하고 있습니다.</p> <p>4. 이에 당사는 2022년 11월 21일, ‘23회계연도부터 ‘25회계연도까지 3개년 간 ‘총 주주환원율(자사주 매입·소각+배당)’을 연결 당기순이익의 50%를 원칙으로 하는 중기 주주환원 정책을 결정하여, 현재 실행하고 있습니다.</p> <p>5. ‘26회계연도 이후에도 주주가치 제고를 최우선 기준으로 설정하고, ‘3가지 수익률’ 간의 순위에 따라 자본 배치 및 주주환원 규모와 내용을 결정하는 방식의 적극적인 기업가치 제고 정책을 지속할 예정입니다.</p> <p>6. 당사는 향후 ‘기업가치 제고 계획’을 매 분기 실적 공시와 함께 공개하고, 계획 및 이행현황을 분기 실적발표회에서 공유할 예정입니다.</p>	
3. 결정일자	2024-07-04	
4. 관련 자료	게재일시	2024-07-04
	관련 웹페이지	<a href="https://www.meritzgroup.com">https://www.meritzgroup.com</a>



내부 투자와 주주환원 등 구체적인 자본배치 계획도 포함하여 일반주주와 소통 강화

Summary

기업가치 제고를 위한 목표설정

<b>핵심지표:</b> 총주주수익률(TSR)	<b>실행지표:</b> 주주환원율
기업가치 제고 계획 핵심지표로 '총주주수익률' (Total Shareholder Return) 선정, 주주가치 극대화를 위한 기업 경영	2023회계연도부터 중기 실행지표로 '주주환원율' (자사주 매입·소각 + 배당) 선정

[내부 투자수익률, 자사주 매입·소각 수익률, 현금배당 수익률]  
3가지 수익률 비교하여 **자본 배치를 결정**

- ① 내부 투자 vs. 주주환원
- ② 자사주 매입·소각 vs. 현금배당

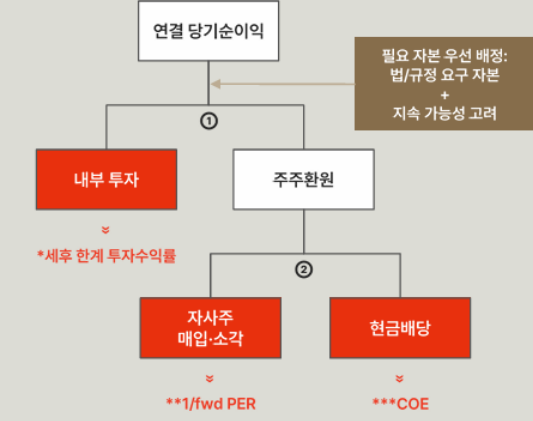
\* 주주환원의 수익률은 자사주 매입·소각과 현금배당 수익률 중 높은 것

\*세후 한계 투자수익률: 투자한 자본의 세후 수익률  
e.g.) 내부 유보이익 1조를 투입해 세후 당기순이익이 1,000억 증가하면 세후 한계 수익률은 10%

\*\*1/fwd PER : 자사주 매입·소각 수익률은 자사주 매입·소각을 통해 주식이 감소함에 따른 미래 주당 배당금의 현재가치 증가를 의미하며, 실질 수익률과 차이가 있을 수 있지만 당사는 이를 forward PER의 역수로 계산하여 의사결정  
e.g.) fwd PER이 5배이면, 자사주 매입·소각 수익률은 1/5, 20%로 계산할 수 있음

\*\*\*COE(Cost of equity) : 시장에서 보는 메리트금융지주 주식의 요구수익률  
e.g.) 주주가 당사에 투자 했을 때 기대하는 최소한의 수익률. 금리와 시장 환경에 따라 변하지만 이론적 COE를 바탕으로 당사는 약 10%가 적절하다고 생각

목표달성을 위한 자본 배치 Mechanism



\* 각 변수의 수익률은 실질 수익률과 차이가 있을 수 있으며, 당사가 의사결정에 활용하는 지표임

「기업가치 제고 계획」 공시(2024.07.04) 이후 이행현황을 공시 (2024.08.14)

기업가치 제고 계획(자율공시)

※ 동 정보는 장래 계획사항, 예측정보를 포함할 수 있으며, 향후 계획사항이 변경되거나 실제 결과가 예측정보와 다를 수 있음.	
1. 계획서 명칭	2024년 2분기 ㈜메리트금융지주 기업가치 제고 계획 이행현황
2. 주요 내용	<p>1. 당사의 '기업가치 제고'는 경영활동의 일환으로 계획 및 이행현황을 매분기 실적 공시와 함께 공개하고, 분기 실적발표회에서 공유할 예정입니다.</p> <p>2. 2024년 2분기 기업가치 제고 계획 이행현황 (24.6월말 기준)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 자본 배치 변수 : 자사주 매입·소각 수익률(15.1%)이 당사 요구수익률(10%)을 상회하고 있어 자사주 매입 중심 주주환원 정책 지속</li> <li>· 핵심지표 (총주주수익률(TSR)) : 3개년 연평균 TSR 58%, 2023년 주주환원정책 발표 이후 누적 TSR 91%</li> <li>· 실행지표 (자사주 매입) : 24년 3월 22일 체결한 자기주식취득 신탁계약 5,000억원 중 2,584억원(328.8만주) 취득</li> </ul>

[참조4] 「기업가치 제고 계획」 등 공시 우수 사례

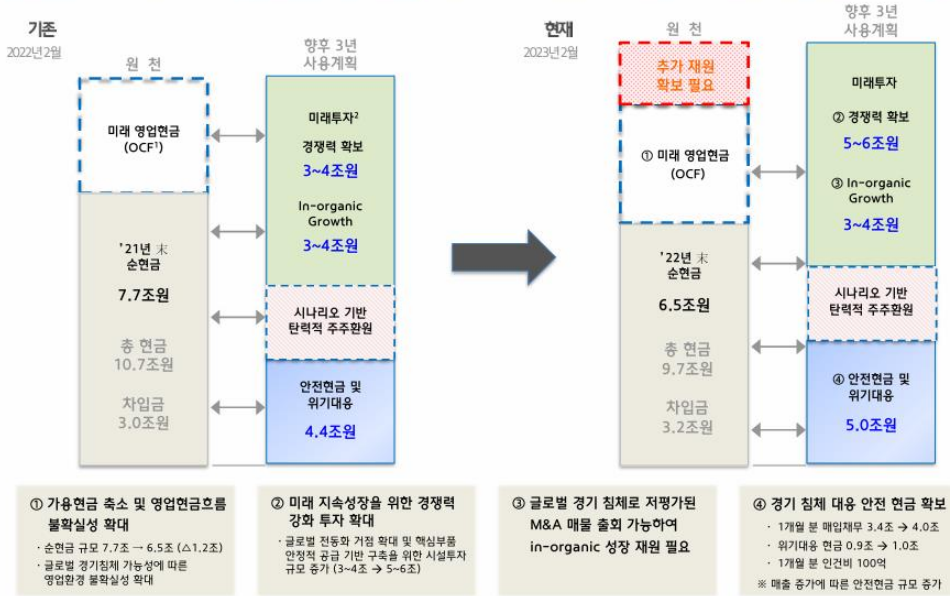
② 현대모비스

매년 거버넌스(Governance) NDR 을 개최하여 투자자와 직접 소통하며 미래 자본 계획을 공유

※ 첨부 : 미래 현금 사용 계획



가용현금 축소 및 미래 영업현금 불확실성에 따라 미래투자 재원 확보를 위한 탄력적 대응 필요



1) OCF (Operating Cash Flow: 영업현금흐름) = 영업이익 - 법인세비용 + 감가상각비 - 유전자본증감 2) 미래투자 : 안정적 공급기반 확대를 위한 시설투자 + 오토노베이션 및 M&A 재원

## 리포트 발간 내역

순번	제목	작성자	발간일
1	흔들리는 ESG, 과도기의 에너지 전환	최진영, 이경연, 위정원	2024.02.15
2	밸류업 프로그램을 활용한 저평가주 투자 전략	이경연, 조재운, 김정윤	2024.02.16
3	스튜어드십 2.0 시대 도래	이경연	2024.04.26
4	밸류업 지수를 이기는 임팩트 투자	이경연	2024.05.28
5	라니냐의 귀환, 기상이변 속에서 살아 남기	최진영, 정한솔, 이경연	2024.09.03
6	그 때는 맞고 지금은 틀리다	이경연	2024.10.02

### [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.