

## IV. 미국 트래킹 주식의 활용현황과 시사점

### EXECUTIVE SUMMARY

#### 1. 논의배경

- 최근 전세계적으로 대규모 기업합병 및 조정이 대두되고 있는 가운데 미국에서 트래킹 주식이 분사경영과 자금조달의 수단으로서 대두되고 있음
- 기업 구조조정과 관련하여 트래킹 주식과 같은 새로운 분사경영 수단이 도입될 필요성이 있음

#### 2. 트래킹 주식(Tracking Stock)의 개요

- (정의) 트래킹 주식이란 모회사가 100% 지배하는 자회사 또는 특정 사업부문의 실적에 연동되도록 발행된 주식을 말함
- (보통주와의 차이) 감사 및 공시, 의결권과 잔여재산청구권 배당에 있어서 독립회사처럼 다루어지나, 해당 사업부문의 자산은 트래킹 주식의 주주가 아닌 회사 전체 주주에 속해 있음
- (기업분할과의 차이) 기업분할에 의해 독립된 회사가 별도의 주주와 이사회를 가지는데 반해, 트래킹 주식이 발행된 사업부문은 모회사의 주주와 이사회를 가짐

#### 3. 트래킹 주식의 장단점

##### ○ 장점

- 해당 사업부문에 대한 경영권과 시너지를 유지하면서도 기업분할과 같은 분사경영의 효과를 실현할 수 있음
- 자본조달을 용이하게 하며 해당부문의 종업원 및 경영진에게 스톡옵션을 통해 동기를 부여할 수 있음
- 투자자에게 모회사 전체가 아닌 성장성이 높은 신규사업부문에 대한 투자수단을 제공함

##### ○ 단점

- 목표가 다른 두 독립체를 경영하는 이사회가 갈등이 심화될 수 있고, 기업내의 자본 및 자원분배에 관한 결정에 어려움이 따름
- 모회사의 주주와 트래킹 주식의 주주간에 이해관계가 상충할 수 있음
- 모회사의 통제권이 유지되므로 인수·합병 프리미엄을 기대할 수 없음
- 투자자들의 고성장 사업에 대한 관심이 줄어들 경우 오히려 기업분할보다 못한, 부정적 결과를 초래할 수 있음

#### 4. 미국의 트래킹 주식 활용 현황

- 1984년 GM에서 최초로 발행되었으나 최근 트래킹 주주에 의한 소송이 많이 제기됨
- 최근 인터넷이나 정보기술과 같은 고성장 사업뿐 아니라 의약이나 생명공학산업도 트래킹 주식을 도입하고 있음

#### 5. 시사점

- 트래킹 주식이 발행된 특정 사업부문에 대한 이익 및 가치평가기준이 명확해야 함
- 기업분할과 트래킹 주식의 비교우위를 잘 살펴본 후 도입해야 하며, 도입 후에 발생할 수 있는 대립이나 갈등을 감안하여 후속방안을 미리 마련해야 함
- 국내의 경우, 트래킹 주식에 대한 인식확산과 법제정비를 통한 점진적 도입이 요구됨

### 1. 논의 배경

- 최근 전세계적으로 대규모 기업합병 및 조정이 대두되고 있는 가운데 미국에서 트레이킹 주식이 분사경영과 자금조달의 수단으로서 대두되고 있음
  - 트레이킹 주식은 회사 전체에 대한 통제를 유지하면서 기업분할과 같은 효과를 가지므로 시너지 효과로 인한 기업성장을 기대할 수 있음
- 국내 기업의 경우, 기업 구조조정과 관련하여 트레이킹 주식과 같은 새로운 분사경영 수단이 도입될 필요성이 있음
  - 최근 기업분할이나 구조조정 문제가 크게 대두되는 것과 관련하여 트레이킹 주식과 같은 경영기법이 도입될 경우 기업의 자금조달이나 사업부문관리에 도움이 될 것으로 보임

### 2. 트레이킹 주식(Tracking Stock)<sup>1)</sup>의 개요

- (정의) 트레이킹 주식이란 모회사가 100% 지배하는 자회사 또는 특정 사업부문의 실적에 연동되도록 발행된 주식을 말함
  - 트레이킹 주식의 발행 후에도 그 대상이 되는 자회사(공개기업이 아님) 또는 사업부문은 모회사의 완전 지배하에 있게 되며, 자산분리가 없음
  - 1984년 미국에 처음 도입된 트레이킹 주식은 클래스 주식의 개념으로 발행되므로 기업은 복수의 보통주를 갖게 되며, 투자자들은 특정 사업부문에만 투자할 수 있도록 기회를 제공받게 됨
  - 최근 미국 기업들이 기존 사업과 다른 신규 사업으로서 인터넷이나 정보기술 관련분야에 진출하는 추세에 따라 이러한 첨단 부문에 대한 트레이킹 주식의 발행도 확대되고 있음
- (보통주와의 차이) 감사 및 공시, 의결권과 잔여재산청구권, 배당에 있어서 독립회사처럼 다루어지나, 해당 사업부문의 자산은 트레이킹 주식의 주주가 아닌 회사 전체 주주에 속해 있음
  - 해당 사업부문에 대한 부문회계가 이루어지며, 감사 및 공시가 모회사와는 별도로 독립회사처럼 이루어짐

---

1) 트레이킹 주식이 기업이 속한 특정 사업부문의 이익을 반영하는 의미에서 추적주식(Tracking Stock) 또는 Target Stock이라고 하며, Designer Stock 또는 Letter Stock이라고도 부름

- 보통주가 1주당 1의결권인데 반해, 트래킹 주식은 일정기간 내 각 클래스의 상대적 추가비율에 따라 1주당 의결권수가 산정되는 변동의결권임
  - 트래킹 주식의 주주는 특정 사업부문이 아닌 모회사에 대한 잔여재산청구권을 가지지만, 특정 사업부문을 독립회사로 간주하여 산출한 배당가능한도 내에서 배당이 지급됨
- (기업분할과의 차이) 기업분할에 의해 독립된 회사가 별도의 주주와 이사회를 가지는 데 반해, 트래킹 주식이 발행된 사업부문은 모회사의 주주와 이사회를 가짐
- 트래킹 주식의 경우 모회사의 이사회가 통제권을 계속 유지하고 투자 및 배당을 회사 전체의 가능 한도의 범위 내에서 결정함

<표 1> 트래킹 주식과 자회사 상장(Carve out), 스핀오프(Spin-off) 비교

	트래킹 주식	자회사 상장	스핀오프
방식	특정사업부문의 이익을 반영	자회사지분의 일부를 상장	모회사주주에게 자회사주식 교부
모회사와의 관계	관계있음	어느 정도 유지됨	관계없음
주주 및 이사회 독립여부	비독립(하나의 주주와 이사회)	독립	독립
감사·공시의 독립여부	독립	독립	독립
보수 및 경영책임	주식연동형 인센티브	주식연동형 인센티브	주식연동형 인센티브 효과가 가장 큼
자금조달 투자결정	모회사 영향력이 큼	모회사 영향력이 어느 정도 있음	독자적으로 결정함

### 3. 트래킹 주식의 장단점

#### ○ 장점

- 첫째, 해당 사업부문에 대한 경영권과 시너지를 유지하면서도 기업분할과 같은 분사경영의 효과를 실현할 수 있음
  - 분할과는 달리 사업단위에 대한 경영권과 조직을 계속 유지하면서도 모회사의 신규사업을 양도세 등의 과세없이 분사화하는 효과를 가짐

#### IV. 미국 트래킹 주식의 활용현황과 시사점

---

- 미국의 경우 스피노프를 위해서는 해당 사업부문의 보유연한이 최소한 5년이라는 조건을 충족해야 하지만 트래킹 주식은 이러한 제약요건을 피할 수 있음
- GM은 자회사 Hughes Electronics Corp.의 트래킹 주식인 GMH를 68% 소유함으로써 기업분할로 얻을 수 없었던 이익을 얻고 있음
- 둘째, 트래킹 주식은 자본조달을 용이하게 하며 해당부문의 종업원 및 경영진에게 스톡옵션을 통해 동기를 부여할 수 있음
  - 보유한 사업부문의 성격이 상이한 복합기업이 트래킹 주식의 발행을 통해 성장성이 높은 사업부문에 대한 효과적인 자본조달이 가능함
  - 또한 해당 사업부문 경영진의 성과에 대해 스톡옵션 등의 인센티브를 이용하여 보다 긴밀하게 연관시킬 수 있음
- 셋째, 투자자에게 모회사 전체가 아닌 성장성이 높은 신규사업부문에 대한 투자수단을 제공함
  - 저성장의 안정된 주력사업보다 고성장의 정보통신 및 과학기술 사업에 관심 있는 투자자들에게 그들이 원하는 사업부문에만 투자할 수 있는 방법을 제공함

#### ○ 단점

- 첫째, 목표가 다른 두 독립체를 경영하는 이사회가 갈등이 심화될 수 있고, 기업내의 자본 및 자원분배에 관한 결정에 어려움이 따름
  - 단일 이사회에 의해 기존 사업과 신규사업에 대한 투자 및 배당결정이 이루어지기 때문에 기업의 한정된 자원배분에 있어서 이해상충의 우려가 있음
- 둘째, 모회사의 주주와 트래킹 주식의 주주간에 이해관계가 상충할 수 있음
  - 트래킹 주식을 발행한 사업부문에 문제가 발생할 경우 그것이 주력사업 및 모회사에 영향을 미치거나 또는 반대 현상이 발생할 수 있음
  - 편파적 경영으로 인해 기업분할의 압력이 증가하고 주주소송의 계기가 될 수 있음

- 셋째, 모회사가 통제권을 가지고 있고 완전 분할 또는 독립이 되지 않으므로 인수·합병 프리미엄을 기대할 수 없음
- 넷째, 투자자들의 고성장 사업(인터넷, 과학기술사업 등)에 대한 관심이 줄어들 경우 오히려 기업분할보다 못한, 부정적 결과를 초래할 수 있음

#### 4. 미국의 트레이킹 주식 활용 현황

- 트레이킹 주식은 **1984년 GM에서 최초로 발행됨**
  - 1984년 GM이 EDS(Electronic Data Systems) Corp.를 주식교환방식으로 매수할 때에 사용하였고, 이듬해에 자회사인 Hughes Electronics의 트레이킹 주식을 발행함
  - 주력사업인 자동차부문보다 Hughes에 대한 트레이킹 주식으로 기업가치에 긍정적 영향을 미침
  - 1996년 자동차부문이 트레이킹 주식을 발행한 EDS로부터 5억 달러의 돈을 빼내어 사용함으로써 EDS의 트레이킹 주주들은 GM을 상대로 소송을 제기하였으나 패소함
  - 이 소송으로 인해 투자자들은 트레이킹 주식에 투자할 수 있는 유인을 상실하는 계기가 됨
- 최근 인터넷이나 정보기술과 같은 고성장 사업뿐 아니라 의약이나 생명공학 사업도 트레이킹 주식을 도입하고 있음
  - 트레이킹 주식은 인터넷 기업의 높은 시장가치평가로 인한 현금 확보를 위해서보다는 새로운 벤처의 관점에서 원래 주가를 보호하려는 방어적 수단으로 이용됨
- **2000년 3월 기준으로 미국에서 발행된 트레이킹 주식은 40건 이상임**
  - 1984년부터 1999년 사이에 미국에서 발행된 트레이킹 주식은 총 23건임
  - 2000년 내에는 4개 기업이 트레이킹 주식을 발행할 예정이었으나 4월에 발행된 AT&T의 NBCi를 제외하고는 아직 발행되지 않음

#### IV. 미국 트래킹 주식의 활용현황과 시사점

<표 2> 1999년-2000년의 트래킹 주식 주요 발행사례

상장시기	모회사	트래킹 주식	주요사업	트래킹 주식 대상기업
1999/03/31	Ziff-Davis	ZDNet	출판, 전시	인터넷 정보서비스
1999/04/28	PE Corp.	Celera Genomics	과학기기	유전자 정보서비스
1999/05/26	Donaldson Lufkin & Jenrette	DLJ Direct	증권	온라인 증권업
1999/06/28	Genzyme Surgical	Genzyme	생활과학	의료기기
1999/08/04	Quantum	DLT & Storage	기록장치	테이프 기록기기
1999/10/22	Snyder Comm-unications	System Circle.com	광고, 마케팅	인터넷 마케팅
1999/11/18	Walt Disney	Go.com	오락	브라우저
1999/11/30	GE	NBC	자동차	온라인
1999	AT&T	Liberty Media	통신	케이블
2000/04	AT&T	Wireless Business	통신	무선사업

자료: 대신경제연구소의 「Money & Stock」 및 인터넷 자료

#### 5. 시사점

- 국내의 경우 기업과 투자자 모두 트래킹 주식에 대한 인식이 부족하고 법적 뒷받침이 미약하여 점진적인 도입이 요구됨
  - 최근 미국에서는 트래킹 주식이 기업이나 투자자에게 관리상의 어려움이나 이해관계 충돌을 야기한다는 문제점을 제기하고 있음
  - 국내에 트래킹 주식을 도입할 경우 이에 대한 정확한 이해가 선행되어야 함
- 트래킹 주식이 발행된 특정 사업부문에 대한 이익 및 가치평가 기준의 명확화가 선행되어야 함
  - 회사전체의 자산을 두 종류의 주가로 관리하는 것과 더불어 해당부문에 대한 자산가치 분리 및 비용과 자원분배 등의 문제점이 발생함
  - 이를 해결하기 위해서는 기업의 가치평가 기준이 명확하고 편의 없이 설정되어야 함
- 기업분할과 트래킹 주식의 비교우위를 잘 살펴보고 도입해야 하며, 도입 후에 발생할 수 있는 대립이나 갈등을 감안하여 후속방안을 미리 마련해야 함
  - 도입 후 이해관계의 충돌, 더 나아가선 주주소송으로까지 번질 수 있음을 감안하여 미리 일어날 수 있는 상황과 대비책을 강구한 뒤 도입해야 할 것임

(이은주 : ejlee@hri.co.kr ☎ 3669-4079)