안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사는 자본시장의 애정 어린 참여자로서, 6월 13일 공시된 파마리서치의 "회사분할결정"에 대해 당사의 의견을 공개적으로 회사에 전달하고자 합니다.

파마리서치는 피부시술 제품 '리쥬란'으로 알려진 회사로서, **펀더멘털이 크게 성장하고 있는 보기 드문 좋은 상장회사**입니다. 오랜 기간 주가가 건강하게 우상향을 해오던 중, 6월 13일 공시 직후 당일 -17.11% 급락하였고 시가총액은 약 4.56조원으로 하락하였습니다. **회사 펀더멘털의 변화가 없음에도 불구하고 시가총액 5.5조원이었던 회사가 단 하루에 -17.11%, 시가총액 약 1조원이 급락한 이유**는 무엇이였을까요? 그 이유는 회사분할 결정 공시에서 찾을 수 밖에 없습니다.

[인적분할 vs 물적분할]

회사는 분할되는 양사의 신주인수권이 기존의 전체주주에게 주어지는 인적분할을 선택하였기에 자본시장에서 문제시되는 물적분할과 다르다고 주장하고 있습니다. 하지만 당사의 생각은 다릅니다.

우선, 당사는 모든 물적분할은 나쁘고, 모든 인적분할은 좋다는 생각에 동의하지 않고, 각각 사례별로 판단해야 한다는 생각을 가지고 있음을 밝힙니다.

회사는 해당 공시에서 **인적분할 절차가 끝난 이후 현물출자를 통해 모회사(상장) - 자회사(상장) 구조의 지배구조를 계획하고 있다고** 밝혔습니다.

모회사와 자회사가 동시에 상장되어 있는, 소위 중복상장(Dual Listing) 문제는 한국 자본시장 디스카운트의 가장 큰 주제 중 하나로서, 정부의 정책과 관련된 법, 그리고 자본시장의 자체적인 자정 노력 등을 통해 개선을 위해 모두가 최선의 노력을 하고 있는 주제입니다.

물적분할 후 자회사가 독립상장한 모습과, 인적분할 후 현물출자한 모습은 그 과정에서의 신주인수권 관련된 차이점이 있기는 하지만, **그 결과의 모습에서는 사실상 똑같은 형태이고 그렇기에 동일한 중복상장의 문제점을 갖게 됩니다.** 그리고 이러한 모습을 가진 회사들은 통상적으로 본래의 기업가치에 비해 **할인되어 시장에서 거래될 수밖에** 없습니다.

[지주회사]

회사가 공시에서 밝힌 대로 **지주회사 형태의 운영이 필요하다면, 100% 자회사로 물적분할하고 그 자회사는 재상장을 안 하는 약속과 함께 관련된 규정을 두면 되는 것**이라고 생각합니다. 간단한 물적분할 한번의 절차가 아닌, 복잡한 인적분할과 현물출자의 두번의 절차를 거치는 이유가 무엇일까요? 성장하기에도 하루하루가 바쁜 회사가 약 1년이 소요되는 복잡한 두번의 절차를 거치는 이유가 무엇일까요? 더욱이 자본시장에서 매우 예민하게 싫어하는 모-자회사 중복상장 구조를 신규로 만들면서까지 하는 이유가 무엇일까요?

"어떤 삼각형에서든, 두 변의 길이의 합은 항상 나머지 한 변의 길이보다 길다." 이기 때문에, 한 변으로 직선으로 가는 것이 제일 빠른 것 아닌지요?

[지배구조 vs 거버넌스]

한 변이 아닌 두 변으로 돌아가면, 모회사의 **대주주 지분율은 분할 전 현재의 약 30%에서 크게 증가하게 될 것**입니다.

이로 인해, 1) '대주주가 회사를 지배하는 지배구조의 효율성이 좋아지는' 변화라는 점과 2) '전체주주의 거버넌스는 안 좋아지는' 변화라는 점이 충돌하게 될 것입니다.

파마리서치의 주주와 경영진, 그리고 이사회는 이와 같이 1)과 2)가 충돌할 때, 1)을 위해 2)의 단점을 인정-수용-묵인하는 의사결정을 해서는 안된다고 생각합니다. 상장회사는 누가 누구를 지배하는 구조의 거버넌스가 아닌, 전체주주의 이해관계 시스템이 잘 균형 잡힌 거버넌스를 지향해야 한다고 생각합니다.

[이해관계의 충돌]

분할 후 현물출자를 할 때, 그 **교환비율에 따라 대주주와 소수주주들의 이해관계는 크게 달라집니다**. 교환되는 두 상장회사의 주가와 공정가치의 변화 그리고 그 결정 시점에 의해 정해지는 교환비율에 한 **상장회사 내에서의 대주주와 소수주주들의 이해관계도 충돌될 수밖에 없고, 두 상장회사 간의 소수주주 사이에서도 이해관계가 충돌될 수밖에 없습니다**.

이 과정은 그 자체로도 상당한 소모적 충돌이고, 지금까지의 하나된 파마리서치 전체주주의 입장과 비교해볼 때도 상대적으로 꽤 악화된 모습일 것입니다.

이에 따라 당사는 이번 분할 결정이 전체주주를 위한 결정인지 아니면 대주주만을 위한

결정인지 의문을 갖고 있고, 개정될 상법에 이번 회사의 의사결정이 전체주주에게 충실한 결정이었는지 물어볼 의사가 있음을 미리 밝힙니다.

당사는 파마리서치의 지분을 약 1%를 보유한 주주입니다. 한국 자본시장의 여러 시장 참여자분들과 이해관계자분들의 응원과 가르침을 부탁드립니다. 그리고 파마리서치가 좋은 거버넌스의 회사로 스스로 능동적이고 주체적으로 변화되기를 기대합니다.

감사합니다.

머스트자산운용 김두용 드림.

연락처

심혜섭 변호사

Office: 02-6925-5090

Mobile: 010-8845-3602

Email: hssimlaw@gmail.com