

# 동아제약(주)

000640 | KOSPI200 | 의약품

구분 : 임시주주총회 | 일시 : 2013. 01. 28 | 장소 : 서울특별시 동대문구 용두동 동아제약(주) 신관 7층 강당

## Executive Summary

▶ 회사는 금번 임시주주총회에서 승인을 득하여, 기존의 동아제약(주)를 인적분할 및 물적분할을 통해 지주회사인 동아쏘시오홀딩스(주)(가칭, 인적분할존속회사), 동아에스티(주)(가칭, 인적분할신설회사), 동아제약(주)(가칭, 물적분할신설회사)으로 분할하고자 하나, 이러한 회사의 결정이 다수 주주의 권익을 현저히 훼손할 위험이 매우 높은 것으로 판단되므로 반대하는 것이 바람직하다고 판단됨

## Agenda & Recommendations

No	의안	이사회	네비스탁
제1호	분할계획서 승인의 건	찬성	반대
제2호	정관 일부 변경의 건	찬성	반대
제3호	이사 선임의 건		
3.1	사내이사 후보 이동훈	찬성	찬성
3.2	사내이사 후보 강수형	찬성	찬성
3.3	사내이사 후보 채홍기	찬성	찬성
3.4	사외이사 후보 조봉순	찬성	찬성

### [의안 세부 내역]

- ▶ 제1호 의안 : 인적분할 및 물적분할 실시, 동아쏘시오홀딩스(주)(가칭, 인적분할존속회사), 동아에스티(주)(가칭, 인적분할신설회사), 동아제약(주)(가칭, 물적분할신설회사)
- ▶ 제2호 의안 : 분할에 따른 사업목적 변경, 존속회사의 주요 사업목적 추가, 신설회사에서 영위하는 사업부문에 대한 사업목적 삭제 등
- ▶ 제3호 의안

구분	성명	생년월일	임기	신규선임여부	주요경력	현직	최종학력
사내	이동훈	68.08.12	3	신규선임	삼정KPMG투자자문 전문이사	동아제약 Socio 사업개발실장	오하이오주립대 경영학 석사
사내	강수형	55.11.30	3	신규선임	동아제약 바이오텍 연구소장	동아메이지 바이오시밀러 사업추진단장	고려대 식품공학과
사내	채홍기	64.10.23	3	신규선임	삼천리제약 이사	동아제약 재경총괄 겸 경영지원실장	고려대 법학과 석사
사외	조봉순	66.07.22	3	신규선임	국민대학교 경영학과 교수	서강대학교 경영학과 교수	뉴욕주립대 경영학 박사

# Financial Profile

## Business Description

▶ 전문의약품 및 일반의약품 등의 제조 및 판매

## Company Snapshot

Industry : 의료>제약 및 바이오 > 제약

시가총액 1조 3,800억원

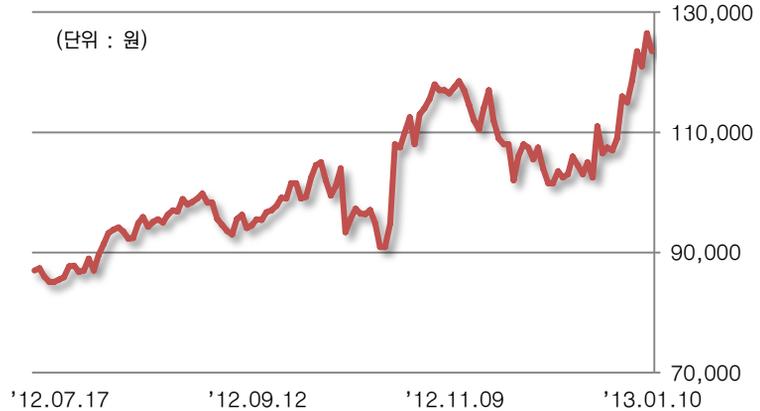
발행주식수 (보통/우선) 11,135,000 / 1,113,801

의결권 있는 주식수 10,658,359

주가(액면가) 124,000 원 (5,000원)

기준일 : 2013.01.11

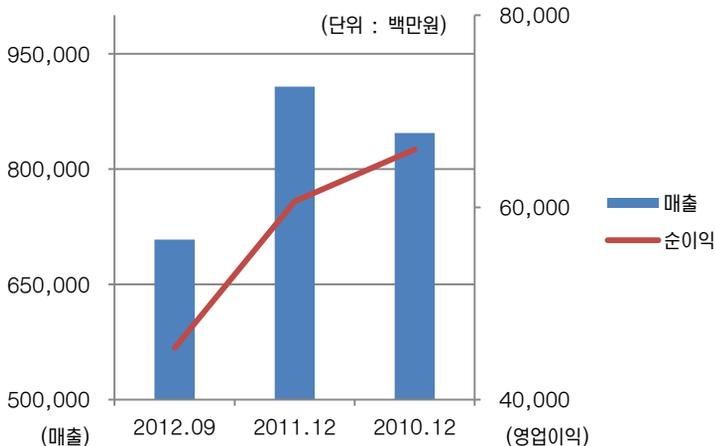
## Stock Performance



## Financial Highlight

구분	2012.09	2011.12	2010.12
자산총계	1,474,586	1,236,760	1,100,300
부채총계	748,309	504,351	423,395
자본총계	726,277	732,409	676,905
자본금	55,675	55,675	55,675
매출액	708,238	907,294	846,822
영업이익	61,480	95,015	112,911
당기순이익	45,389	60,654	66,032

단위 : 백만원



# Governance Profile

## Shareholders

주주	주식수	지분율
최대주주 강신호 등	1,235,393	11.09
GLAXO Group	1,103,674	9.91
오스카제약 외	881,714	7.92
국민연금관리공단	1,045,322	9.39
한미사이언스 외	969,647	8.71
우리사주조합	743,684	6.68
자사주	456,641	4.10

2013.01.10 증권신고서 기준



## Board Profile

성명	직위	등기임원 여부	상근 여부	담당업무	주요경력	재직기간
강신호	회장	미등기임원	상근	회장	동아제약(주) 대표이사 회장	53
김원배	대표이사 사장	등기임원	상근	CEO	동아제약(주) 연구소장	39
강정석	대표이사 부사장	등기임원	상근	운영총괄 및 연구개발총괄	동아제약(주) 영업본부장	23
박찬일	부사장	등기임원	상근	개발, 해외 사업총괄	동아제약(주) 개발본부장	32
허중구	전무이사	등기임원	상근	영업총괄	동아제약(주) 영업1본부장	31
유충식	이사	등기임원	비상근	-	동아제약(주) 이사	51
강경보	사외이사	등기임원	비상근	-	대현회계법인 회계사	7
김대경	사외이사	등기임원	비상근	-	중앙대 약대 학장	3
서영제	사외이사	등기임원	비상근	-	충남대 법학전문대학원 원장	2
김진호	기타비상무이사	등기임원	비상근	-	GSK 한국법인 사장	2
박인선	감사	등기임원	상근	감사	동아제약(주) 감사	30
유종식	감사	등기임원	비상근	감사	동아제약(주) 감사팀장	26

2012.09.30 기준

## Vote Recommendation

다음과 같은 이유로 **반대**의견을 제안함.

- 자산 배분에 근거한 분할 비율 등 분할의 방법이 주주 가치를 훼손시킬 우려가 있다.
- 물적분할되는 비상장 동아제약(주)(가칭)의 할값 매각 우려에 대한 안전장치로 동아제약(주)이 제안한 SBI와의 주주간 협약 체결은 주주평등 원칙에 위배되며 그 내용도 충분하지 못하다.
- 분할 이후 각 분할 회사들의 기업가치 및 주주 가치가 훼손될 우려가 있다.
- 지주사 전환을 통한 지배구조 강화에는 동의하나, 분할의 방식에 문제가 있다고 판단된다.

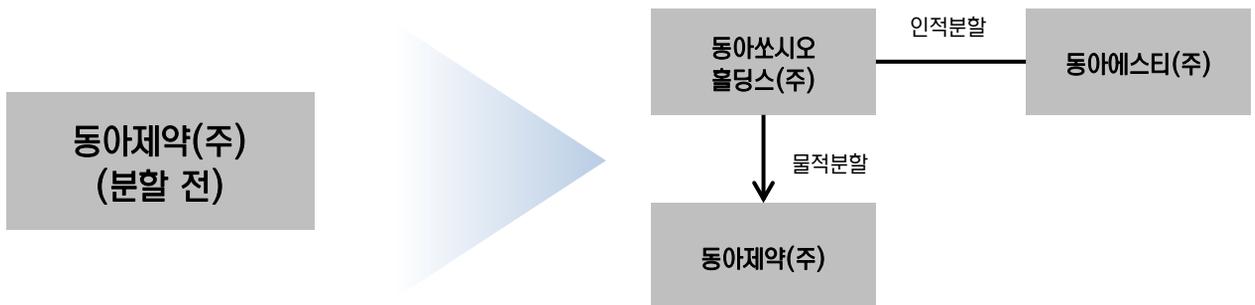
Vote Requirement : 참석주주 의결권의 3분의 2 이상 + 발행주식총수의 3분의 1 이상 수의 승인

## Discussion

## Proposal

### ▶ 인적분할 및 물적분할의 내용

구분	회사명	사업부문	역할	분할비율
분할되는 회사(존속회사)	동아쏘시오홀딩스(주)(가칭)	자회사 관리, 바이오의약품 연구개발 등 신규사업 투자	지주회사	0.371209
인적분할 신설회사	동아에스티(주)(가칭)	전문의약품, 의료기기, 진단, 해외사업부문	사업회사	0.628791
물적분할 신설회사	동아제약(주)(가칭)	일반의약품 사업부문	사업회사	분할 존속회사가 100% 지배



### ▶ 분할의 배경

- 투자사업부문, 일반의약품 사업부문, 전문의약품 사업부문을 분리하고 향후 투자사업부문을 지주회사로 전환함으로써 기업지배구조의 투명성과 경영 안정성 증대
- 분할 이후 각 회사들이 관련 사업에 집중함으로써 사업 특성에 맞는 신속하고 전문적인 의사결정이 가능한 지배구조 체제를 확립하고, 경영위험의 분산
- 각 사업부문의 전문화를 통해 핵심사업에의 집중 투자 및 구조조정을 용이하게 하고, 독립적 경영 및 객관적 성과평가를 통해 책임 경영 체제 확립

1. 분할의 부적격성

구분	동아제약(주)	분할존속회사 동아쏘시오홀딩스(주)		물적분할신설회사 동아제약(주)		인적분할신설회사 동아에스티(주)	
		금액	비율	금액	비율	금액	비율
총자산	1,297,940	397,126	30.6%	89,223	6.9%	864,013	66.6%
매출액	465,031	-		151,330	32.5%	313,701	67.5%
영업이익	32,359	-23,557		27,153	83.9%	28,763	88.9%
분할비율		<b>0.37</b>				<b>0.63</b>	

2012년 반기말 기준, 단위 : 백만원

※ 총자산과 영업이익은 차감항목을 고려하지 않아, 각 분할 단위의 합이 100%를 넘을 수 있다.

▶ 자산 배분에 근거한 분할 비율 산정

동아제약(주)은 인적분할을 함에 있어 분할되는 자산을 기준으로 하여 분할비율을 산정하였으며, 이로 인해 물적분할신설회사인 동아제약(주)을 100% 지배하는 동아쏘시오홀딩스(주)와 동아에스티(주)의 분할 비율이 약 0.37 : 0.63으로 결정되었다. 분할 이전 동아제약(주)의 각 부문별 정확한 자산 배분 상황은 확인할 수 없지만 자산 배분 상황을 종합적으로 검토해 보았을 때 이러한 자산 배분에 따른 분할 비율이 과연 타당 한가에 중대한 의문이 든다.

위의 표에서와 같이 강력한 시장 지배력을 바탕으로 하여 이른바 동아제약(주) 캐시카우 역할을 하고 있는 박카스 등의 일반의약품 사업 부문을 담당하게 될 물적분할신설회사 동아제약(주)은 매출액 기준으로 전체 매출의 약 33%를, 영업이익 기준으로 약 84% (적자 부분을 고려하여 동아제약(주)와 동아에스티(주)의 합계 대비 비율로는 49%)를 담당하고 있으나 자산 배분에 있어서는 고작 7%에 불과하다. 자산 배분의 타당 성에 의구심이 생기지 않을 수 없는 대목이다.

더욱이 의문이 드는 부분은, 물적분할 신설회사인 동아제약(주)에 배분된 비유동자산이 약 300억원 수준이고 그 중 유형자산은 약 271억원에 불과하다는 사실이다. 증권신고서에 따르면, 분할 전 동아제약(주)의 총 비유동자산은 약 7,735억원 수준이고 유형자산은 약 5,500억원 수 준이다. 그런데 동아제약(주)의 간판 제품인 박카스 등을 생산하는 물적분할신설회사 동아제약(주)에 배분된 유형자산이 전체 유형자산의 4.9% 수준에 불과한 것이다. 물적분할 신설회사인 동아제약(주)은 단지 박카스만을 담당하는 것이 아니라 판피린, 가글인, 비겐, 모닝케어 등을 포함 한 일반의약품 전체를 담당하는 것이기 때문에 자산의 배분과 이에 따른 분할 비율에 산정이 적정했는가에 대해 동의하기가 쉽지 않을 것으로 보인다.

참고로 법인세법에 따르면, 물적분할과 관련하여 다음과 같이 규정하고 있다. (법인세법 제46조 및 47조 참고)

1. 분할등기일 현재 5년 이상 사업을 계속하던 내국법인이 다음 각 목의 요건을 모두 갖추어 분할하는 경우일 것

가. 분리하여 사업이 가능한 독립된 사업부문을 분할하는 것일 것

나. 분할하는 사업부문의 자산 및 부채가 포괄적으로 승계될 것. 다만, 공동으로 사용하던 자산, 채무자의 변경이 불가능한 부채 등 분할 하기 어려운 자산과 부채 등으로서 대통령령으로 정하는 것은 제외한다.

동아제약(주)가 자산 배분에 따른 분할 비율을 산정함에 있어서, 전체 매출의 1/3을 담당하는 박카스를 포함한 일반의약품 사업을 영위하게 될 물적분할 신설회사 동아제약(주)의 자산 비율을 약 7%, 유형자산만을 고려했을 때는 약 4.9%만을 배분한 방식에 대해 의구심이 들지 않을 수 없다.

▶ 전혀 고려되지 않은 무형의 자산 가치

동아제약(주)의 자산을 판단함에 있어서 유형자산과 같은 가시적 자산 만큼 중요하게 고려해야 할 것이 바로 브랜드 파워와 같은 비가시적인 무형의 자산가치이다. 동아제약(주)을 떠올리게 하는 가장 중요한 브랜드 파워는 동아제약이라는 사명과 대표적 일반의약품인 박카스일 것이다. 그러한 측면에서 볼 때, 물적분할신설회사인 동아제약(주)가 기존 사명인 동아제약(주)를 승계하고, 박카스 브랜드를 보유하게 되는 점을 고려해 본다면, 물적분할신설회사인 동아제약(주)에 배분된 자산 가치가 현저히 부족하다고 볼 수 있다.

● 분할 비율은 분할 이후 해당 기업의 기업가치를 결정함에 있어서 중요한 역할을 할 수 있고 이는 궁극적으로 주주 가치와 직결될 수 있다. 그러므로 타당하지 않은 분할 비율에 근거한 분할은 향후 주주 가치를 훼손시킬 수 있다.

## 2. 부실한 안전 장치, 주주 협약 체결

▶ 특정 주주와의 주주 협약 체결

동아제약(주)의 분할을 통한 지주회사 전환을 앞두고, 물적분할신설회사인 동아제약(주)의 매각을 통한 편법 상속 등의 우려가 제기되자 증권신고서를 통해 다음과 같이 밝힌 바 있습니다.

*분할전회사의 최대주주는 이사회 결의만으로 물적분할신설회사의 일부 사업부문 등을 매각 가능하다는 우려를 불식시키기 위하여 일부 사업부문 매각 시 주주총회 특별 결의를 요하는 방안을 주요 재무적 투자자 중 하나인 SBI와 협약 체결을 추진하고 있습니다.*

그리고 언론을 통해, 순수 재무 투자자 가운데 가장 지분율이 큰 SBI가 대표성을 갖고 있으므로, SBI와 협약 체결을 통해 동아쏘시오홀딩스(주)가 동아제약(주)의 지분이나 사업을 매각할 때는 주총 특별결의를 거치도록 한다는 내용을 삽입했다고 밝혔다.

위의 협약의 체결은 상법의 근본 정신 중 하나인 모든 주주는 평등하다는 주주평등의 원칙에 정면으로 배치된다. 동아제약(주)이 수많은 주주 가운데 SBI에게만 별도의 협약 체결이라는 특혜를 준 것으로 볼 수 있으므로 위의 협약 체결은 매우 부당하다. 아울러 전체 주주의 가치에 심대한 영향을 미칠 수 있는 본 협약의 구체적인 내용도 공개되지 않아 더욱 문제가 심각하다.

▶ 유명무실한 협약의 체결

동아제약(주)의 경영진은 SBI와의 협약 체결을 통해 물적분할 신설회사인 동아제약(주)의 매각에 대한 안전장치를 마련해 주주들의 우려를 불식시켰다고 하였다. 물론 구체적인 협약의 내용을 밝히지 않아 정확한 내용의 파악은 어렵지만, 공시 및 언론을 통해 드러난 일부 내용을 통해 유추해 보면, 일부 사업부문의 매각 시에는 주주총회 특별 결의를 요하는 방안을 삽입한 것만으로는 충분하지 않을 수 있다. 주주들이 우려를 표하고 있는 물적분할 신설회사인 동아제약(주)의 소유권 이전 가능성은 매각 뿐만 아니라 물적분할 신설회사인 동아제약(주)에 대한 제3자배정 유상증자와 주식관련 사채의 발행(CB, BW 등) 등을 통해서 여전히 유효하기 때문이다. 그러므로 본 협약은 절대 든든한 안전장치가 될 수 없을 것으로 보인다.

▶ 협약 체결이 아닌 정관 삽입

특정 주주와 협약을 체결하여 주주평등의 원칙을 위배했을 뿐만 아니라 그 내용 역시 투명하게 공개되지 않아 우려를 불식시킨 것이 아니라 더욱 증폭시키고 있다. 그러므로 만약 동아제약(주)의 경영진이 주주와 시장의 우려를 불식시키기 위해서는, 협약이 담고 있는 매각의 제한 뿐만 아니라, 유상증자와 주식관련 사채의 발행 등 물적분할 신설회사인 동아제약(주)의 소유권이 주주들의 의지와 배치되게 이전되는 것을 방지하는 내용을 정관에 삽입할 것을 권유한다. 이를 통해 주주 평등 원칙을 준수할 수 있으며, 그 내용을 투명히 공개할 수 있어 진정한 의미에서 주주들의 우려를 불식시킬 수 있을 것으로 본다.

### 3. 분할 이후 기업가치 훼손 가능성에 대한 우려

구분	회사명	사업부문	역할	분할비율
분할되는 회사(존속회사)	동아쏘시오홀딩스(주)(가칭)	자회사 관리, 바이오의약품 연구개발 등 신규사업 투자	지주회사	0.371209
인적분할 신설회사	동아에스티(주)(가칭)	전문약품, 의리기기, 진단, 해외사업부문	사업회사	0.628791
물적분할 신설회사	동아제약(주)(가칭)	일반의약품 사업부문	사업회사	분할 존속회사가 100% 지배

#### [인적분할 신설회사 동아에스티(주)의 가치 훼손 가능성]

##### ▶ 시장 여건의 악화 - 제도적

최근 정부는 ‘리베이트 쌍벌제’, ‘기등재의약품 약가 일괄안하’ 등 전문의약품에 대해 지속적으로 약가규제 정책을 시행하고 있으며, 이로 인해 전문의약품 시장은 위축되고 있다. 특히 최근 동아제약(주)은 전국 1,400여 병, 의원에 48억원 규모의 리베이트를 한 혐의로 전현직 임직원 7명이 재판에 회부되었다. 관련 보도에 따르면, 동아제약(주)은 2009년 2월부터 2012년 10월까지 구매대행업체를 통해 인테리어 공사비, 의사 자녀의 어학연수 비용 1,400만원과 여행비용 790만원을 대납하고 1,100만원 상당의 명품시계를 제공하는 등의 방법으로 리베이트를 하였고, 이로 인해 임직원 7명이 구속 및 불구속기소되었다. 뿐만 아니라 이러한 리베이트를 제보한 내부 제보자와 그 가족에게 진정을 취하하라고 협박한 혐의까지 적발되었다. 금번 동아제약(주) 사건은 의약품 리베이트 처벌 법규 시행 이후 최대 규모 사건이라고 한다.

##### ▶ 시장 여건의 악화 - 경쟁상황

이와 같은 시장 여건의 악화에 더해 전문의약품 시장은 다국적기업과 국내기업들이 치열한 경쟁을 벌이고 있는 시장이다. 앞서 언급한 리베이트 쌍벌제와 약가인하 등의 정부 정책 기조로 인해 국내 대형 제약사들의 영업환경이 악화되고 있으며, 오리지널 신약을 보유하고 있는 다국적 제약사들의 경쟁력은 강화될 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 분할전 회사인 동아제약(주)는 매출액 기준으로 1위 업체였으나, 분할 후 인적분할 신설회사인 동아에스티(주)는 매출액 기준으로 5위권 수준으로 밀려나게 된다. 업계 1위라는 시장 지배위를 상실하는 것 또한 동아에스티(주)의 향후 경쟁력에 부정적 영향을 끼칠 수 있다.

##### ▶ 성장 가능성의 한계

특히 정부는 약가인하로 특허만료 품목 및 제네릭의 수익여력을 악화시키는 동시에 제약사의 연구개발을 지원하는 정책 등을 통해 신약개발을 장려함으로써 제약산업의 선진화를 도모하고 있다. 이와 같은 상황에서 인적분할을 통해 연구개발 기능의 상당 부분이 분할 존속회사인 동아쏘시오홀딩스(주)에 남게되고, 특히 향후 성장동력으로 하여 주력하게 될 바이오 의약품 관련 사업이 동아쏘시오홀딩스(주)에서 영위될 예정이다. 그러므로 장기적 관점에서 이처럼 제도적 상황과 경쟁 상황 모두 좋지 않은 전문의약품 사업을 영위하게 될 동아에스티(주)가 연구개발 능마저 포기하게 됨으로써 향후 성장 가능성에 대해 낙관적인 판단은 어려울 것으로 보인다.

#### [분할 존속회사 동아쏘시오홀딩스(주)의 가치 훼손 가능성]

##### ▶ 비용 중심의 사업구조

동아쏘시오홀딩스(주)는 지주회사로서 자회사 관리 기능에 더해 바이오 의약품에 대한 연구개발 등 R&D에 치중하게 된다. 특히 역점을 두고 추진하게 될 바이오시밀러 사업은 기존 제네릭과는 달리 광범위한 임상 실시를 요구하는 등 고비용 구조를 지니고 있다. 하지만 반대로 개발에 성공하게 될 경우 상당한 수준의 진입 장벽이 존재하게 된다. 즉, 하이 리스크 하이 리턴(High risk Highj return)의 구조를 갖고 있는 것이다. 더군다나 동아쏘시오홀딩스(주)는 지주회사로서 자체적으로 특별한 영업활동을 하지 않고 자회사 관리 및 배당을 통한 수입만으로 이와 같은 고비용 연구 사업을 추진해야 하므로 더욱 위험 요인이 가중된다고 판단된다. 그렇다면 불가피하게 대규모 차입이나 증자를 통한 자본 확충은 불가피할 것으로 보인다.

만약 대규모 차입과 같은 부채 조달로 비용을 충당한다면, 재무 구조에 상당한 훼손이 불가피할 것으로 보인다. 그리고 대규모 증자와 같은 자본확충을 통해 비용을 조달할 경우에는 지분 희석으로 인해 주주 가치에 상당한 훼손이 예상된다.

▶ 비상장 자회사에 대한 가치 반영의 어려움

동아쏘시오홀딩스(주)는 지주회사로서 자회사의 가치가 곧 지주회사의 가치로 직결될 수밖에 없다. 하지만 상장회사와는 달리 비상장 회사의 경우 적절한 기업 가치 반영이 쉽지 않을 수 있다. 특히 분할 전 동아제약(주)의 핵심 사업 부문인 박카스 등을 포함한 일반의약품 사업을 물적분할하여 비상장 기업에서 영위할 예정이므로, 만약 물적분할 신설회사인 동아제약(주)의 기업가치가 적절하게 동아쏘시오홀딩스(주)에 반영되지 못할 경우 동아쏘시오홀딩스(주)의 기업 가치가 급격하게 훼손될 여지가 남아있다. 동아제약(주) 역시 증권신고서를 통해 분할 존속회사인 동아쏘시오홀딩스(주)는 시장가치의 주요 부분을 100% 자회사인 물적분할 신설회사 동아제약(주)와 다른 비상장회사들로 구성하게 되어 동아쏘시오홀딩스(주)의 시장가치에 적절히 반영되지 못해 주주 가치가 하락할 수 있는 위험이 있음을 기술한 바 있다.

**[물적분할 신설회사 동아제약(주)에 대한 주주 가치 훼손 가능성]**

▶ 주주의 직접 지배력 박탈에 따른 주주 권익 훼손

전문약품과는 달리 동아제약(주)의 일반의약품 시장에 대한 경쟁력은 박카스로 설명될 수 있다. 박카스는 전통적인 동아제약(주)의 효자상품으로 강력한 시장 지배력을 바탕으로 한 캐시카우 역할을 톡톡히 해 왔다. 박카스 외의 다른 일반의약품 역시 시장에서 상당히 선전하고 있다. 동아제약(주) 전체의 매출과 이익 규모에서 향후 물적분할 신설회사인 동아제약(주)가 영위하게 일반의약품 사업의 비율이 이를 반증한다고 할 것이다.

하지만 금번 분할로 인해 일반의약품 사업은 물적분할되어 100% 동아쏘시오홀딩스(주)의 지배 아래 놓이게 된다. 이로 인해 동아제약(주)의 기존 주주들은 물적분할 신설회사인 동아제약(주)에 대한 직접 지배력에서 멀어지게 된 것이다. 물론 동아쏘시오홀딩스(주)의 주주로서 간접적인 지배력을 유지할 수는 있을지 모르겠지만, 엄밀히 말하면 물적분할 신설회사 동아제약(주)의 지배력은 100% 주주인 동아쏘시오홀딩스 및 동아제약(주)의 경영진에 의해서 결정될 수 밖에 없게 된 것이다. 아울러 소수주주의 주주권 행사가 차단됨에 따라 법에 보장된 주주권 행사를 통한 경영 감시 및 경영 투명성 면에서도 상당 부분 취약해질 수밖에 없을 것으로 보인다. 그러므로 금번 분할이 추진될 경우 기존 동아제약(주)의 주주들이 일반의약품 사업에 대한 직접 지배력을 상실하게 됨에 따라 주주 권익의 훼손이 불가피해졌다고 판단할 수밖에 없다.

▶ 여전히 유효한 소유권 이전 가능성

금번 분할과 관련하여 시장에서 가장 우려를 표명하고 있는 이슈 중 한가지는 다음아닌 동아제약(주)의 핵심 사업 중 하나인 일반의약품 사업이 물적분할 됨에 따라 동아쏘시오홀딩스(주)의 100% 지배하에 놓이게 됨에 따라 기존 동아제약(주)의 주주들의 의사와 무관하게 일반의약품 사업의 소유권을 결정할 수 있게 된 점이다. 이에 대해 회사측에서는 주주 중 하나인 SBI와 협약 체결을 통해 물적분할 신설회사인 동아제약(주)의 일부 사업 부문 등을 매각할 경우 주주총회 특별 결의를 요하는 방안을 강구했다고 밝혔다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 일부 사업부문의 매각 이외에도 물적분할 신설회사인 동아제약(주)에 대한 제3자배정유상증자나 주식관련사채의 발행 등의 수단이 여전히 유효하기 때문에 시장의 우려를 불식시키기에는 부족해 보인다. 그러므로 이러한 위험 요인에 따른 주주 가치 훼손 역시 적지 않다고 할 수 있다.

**[그 외의 가치 훼손의 가능성]**

▶ 외형 축소로 인한 각 사업 단위의 경쟁력 저하

분할 전 동아제약(주)는 매출액 기준 업계 1위 기업으로서 명실공히 국내 대표 제약사로서 위치를 공고히 해 왔다. 하지만 금번 분할로 인해 동아제약(주)는 3개의 회사로 분할될 예정이며, 이로 인해 각 분할 회사들의 외형이 급격히 축소될 수밖에 없다. 특히 제약 산업의 경우 국내 제약사들과의 경쟁도 치열할 뿐만 아니라 다국적 거대 제약사와도 경쟁을 해야하는 등 시장 여건이 우호적이지 않기 때문에 외형 축소에 따른 각 분할 회사들의 경쟁력 저하를 피하기는 어려워 보인다.

▶ 분할에 따른 불필요한 추가적 비용 지출

금번 동아제약(주)는 분할을 통해 전문의약품 사업과 일반의약품 사업의 분할을 결정하였다. 물론 전문의약품과 일반의약품 사이에는 상당한 사업상 차이가 존재하기는 하지만, 기본적으로 제약 산업의 테두리 안에 존재하고 있다는 점에서 상당 부분 상호 공유될 수 있는 기능이 있을 수 밖에 없다. 하지만 앞서 살펴본 바와 같이 법인세법에 따르면, 적격 물적분할의 조건 가운데 하나는 분리하여 사업이 가능한 독립된 사업 부문을 분할하는 것이다. 그렇기 때문에 전문의약품과 일반의약품 사업 부문은 각각 독립된 사업체가 되어야 하므로 불가피하게 공유가능한 기능을 각자 구축함에 따라 불필요한 비용이 추가될 수 밖에 없을 것으로 보인다.

참고로 일반적으로 분할을 택하는 경우에는 기존의 사업 부문 모두를 인적분할회사의 사업부문으로 분할하는 것이 일반적인 분할 방식이다. 이 부분에 대해서는 동아제약(주) 역시 증권신고서를 통해 기존 사업 부문을 동아제약(주)의 분할 계획과 같이 각각 분할하는 방식이 일반적인 분할 방식이 아님을 밝힌 바 있다.

#### 4. 국민연금 등 공적 기관 투자자의 의결권 행사

▶ 책임있는 주주로서 기능 강화

국민연금관리공단은 동아제약(주)의 주식 1,045,322주 (약 9.4%)를 보유한 주주로서 금번 분할 계획서 승인을 위한 임시주주총회에서 책임있는 주주로서 신중한 의결권 행사가 필요할 것으로 보인다. 국민연금관리공단은 국민이 납부한 연금을 운용하는 공적 기관으로서 국민연금이 투자한 자산의 가치를 보호하고 선량한 관리자의 주의 의무를 이행해야 하기 때문이다.

특히 최근 대선 등을 통해 이른바 경제민주화는 시대 정신이라고까지 일컬어졌다. 그리고 차기 정부의 핵심 화두로 경제민주화 실현을 언급하는 등 경제 민주화에 대한 국민적 지지가 큰 것으로 보인다. 물론 경제민주화에 대한 명확한 정의가 불분명하지만, 대체적으로 공통되게 언급되는 내용은 탐욕에 찬 기업이나 개인이 자유경쟁을 악용해 전체 질서를 망가뜨리지 않도록 국가가 의무 제재해야 한다는 부분에 방점을 두고 있는 부분이다. 그리고 경제민주화 실현의 구체적인 방법으로 재벌의 지배구조 개선과 기업 의사결정의 민주화 등이 강조되었다.

그리고 경제민주화 실천의 또다른 방법으로 강조된 부분이 바로 국민연금 등 공적 연기금의 의결권 및 주주권 행사 강화이다. 국민연금은 막강한 자본력을 바탕으로 하여 여러 기업에 투자를 하고 있으며 지분 규모가 최대주주에 육박하거나 최대주주를 초과하는 경우도 상당 수 존재하고 있다. 하지만 그 동안은 국민연금은 단지 투자자로서 경영에 개입하거나 주주권 및 의결권 행사에 대한 기능을 극도로 자제한 면도 없지 않다. 그러나 최근에는 국민연금의 권리 행사를 의무화하는 법안이 발의되는 등 국민연금의 책임있는 주주로서 제 역할을 수행할 것으로 요구하는 목소리가 커지고 있는 상황이다.

그러므로 분할 계획서 승인의 건 등을 다루게 될 금번 동아제약(주)의 임시주주총회에서 국민연금은 거의 10%에 육박하는 상당한 지분을 보유한 핵심 주주로서 책임있는 자세를 보여야 할 것이다. 국민연금이 국민이 납부한 연금으로 운용되는 기관임이 고려했을 때, 의결권 행사와 관련된 의사결정에서 금번 분할이 갖는 사회, 경제적 영향력과 향후 제약 산업의 경쟁력 등을 종합적으로 고려해 신중한 의사결정을 내려야 할 것으로 예상된다.

### Vote Recommendation

다음과 같은 이유로 **반대(폐기)**의견을 제안함.

- 정관 일부 변경의 건은 제1호 의안인 분할 계획서 승인의 건이 가결되었을 경우를 대비한 것이므로 제1호 의안이 부결될 것을 전제로 하여 반대(폐기)의 의견을 제안

Vote Requirement : 참석주주 의결권의 3분의 2 이상 + 발행주식총수의 3분의 1이상 수의 승인

### Discussion

### Proposal

▶ 정관 일부 변경의 건의 주요 내용

[사업목적 변경 세부 내역]

구분	내용	이유
1. 사업목적 추가	1. 자회사의 주식 또는 지분을 취득·소유함으로써 자회사의 제반 사업 내용을 지배·경영지도·정리·육성하는 지주사업 2. 브랜드 및 상표권 등 지적재산권의 관리 및 라이선스업 3. 국내외 광고의 대행업 및 광고물의 제작 및 매매 4. 회사가 보유하고 있는 지식, 정보 등 무형자산의 판매 및 용역사업 5. 시장조사, 경영자문 및 컨설팅업 6. 주차장 운영업 7. 회사사 등과 상품 또는 용역의 공동개발·판매 및 설비·전산시스템의 공동활용 등을 위한 사무지원 사업 8. 의약품, 의약부외품, 화공약품, 수의약품, 농예약품, 생물학적 의약품 등의 제조, 수출 및 판매업 10. 연구, 개발 및 기술개발과 기술정보등의 제공업 및 관련 용역 수탁업	존속회사의 주요사업목적을 추가
2. 사업목적 삭제	1. 의약품, 의약부외품, 화공약품, 수의약품, 농예약품의 제조 및 매매업	신설회사에서 영위하는 사업 부문에 대한 사업목적을 삭제
3. 사업목적 변경	변경 전 : 16. 교육 서어비스업 변경 후 : 24. 교육 서어비스업 및 대행용역사업	존속회사의 주요사업목적 중 일부변경

### Analysis

#### 제1호 의안 분할계획서 승인의 건 부결시 자동 폐기

▶ 제2호 의안 정관 일부 변경의 건은 제1호 의안인 분할계획서 승인의 건이 가결될 경우 분할 이후 존속회사와 신설회사로 나뉘 각 사업목적을 정비하기 위해 상정된 의안이다. 그러므로 제1호 의안 분할계획서 승인의 건이 부결될 경우 자동으로 폐기될 의안이므로 반대(폐기)의 의견을 권유한다.

### Vote Recommendation

다음과 같은 이유로 **찬성** 의견을 제안함.

- 공시 등을 통해 밝힌 각 후보자의 주요 경력 등의 자료가 충분치 않아 판단의 근거가 부족하지만 경영진의 추천을 존중하여 찬성 의견을 제안 (추후 구체적인 정보가 추가로 밝혀질 경우 해당 의안에 대한 의견은 변경 될 수 있음)

Vote Requirement : 참석주주 의결권의 2분의 1 이상 + 발행주식총수의 4분의 1이상 수의 승인

### Discussion

### Proposal

#### ▶ 이사 선임의 건

[이사 후보자 세부 내역]

구분	성명	생년월일	임기	신규선임여부	주요경력	현직	최종학력
사내 이사	이동훈	68.08.12	3	신규선임	삼성KPMG투자자문 전문이사	동아제약 Socio 사업개발실장	오하이오주립대 경영학 석사
	강수형	55.11.30			동아제약 바이오텍 연구소장	동아메이지 바이오osi밀러 사업추진단장	고려대 식품공학과
	채홍기	64.10.23			삼천리제약 이사	동아제약 재경총괄 겸 경영지원실장	고려대 법학과 석사
사외 이사	조봉순	66.07.22		국민대학교 경영학과 교수	서강대학교 경영학과 교수	뉴욕주립대 경영학 박사	

### Analysis

#### 판단 근거가 부족하여 경영진의 추천 존중

▶ 제3호 의안 신규 이사 선임의 건은 사내이사 3인과 사외이사 1인을 추가로 선임하기 위해 경영진에 의해 제안된 의안이다. 사내이사 3인은 현재 동아제약(주)과 관련된 업무를 수행하고 있는 현직자이며, 사외이사 1인은 독립된 외부인이다. 그러나 각 이사 후보자가 해당 직무를 충실히 수행해 낼 수 있는가를 판단하기에는 정보가 제한되어 있다. 이러한 이유로 일단은 경영진의 추천을 존중하여 신규 이사 선임의 건에 대해서는 찬성 의견을 제안한다. 하지만 만약에 추후 해당 후보자들에 대한 새로운 정보가 공개될 경우, 현재 제안한 의견이 변경될 수도 있다.

참고로 최근 동아제약은 전국 병의원에 불법 리베이트를 제공한 혐의 등으로 적발되어, 관련자인 허모 전무 등 2명이 구속기속 되었고, 동아제약 임직원과 관련 업체 대표 10여명에는 불구속 기속되었다. 불법 리베이트 제공 뿐만 아니라 이를 제보한 내부 직원을 협박한 혐의까지 적용되기도 하였다. 이는 기존 경영진의 도덕성과 자질에 심대한 문제가 있을 수 있음을 방증하는 것이므로 회사는 새로이 추천한 신규 이사 후보들의 도덕성과 자질에 대해 추가적인 검증을 해야 할 필요가 있을 것으로 보인다.



본 PROXY ADVISORY REPORT는 네비스탁의 독립적 의견을 중심으로 구성되었습니다. 본 PROXY ADVISORY REPORT는 의견권을 보유하고 있는 주주들을 대상으로 하여, 의견권을 행사함에 있어서 필요한 정보를 적절히 제공하기 위한 목적으로 작성되었습니다.

본 PROXY ADVISORY REPORT는 특정 회사에 대한 투자의 권고 및 신용평가를 제공하지 않습니다. 본 PROXY ADVISORY REPORT의 내용은 네비스탁이 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 네비스탁이 보증하지는 않습니다. 어떠한 경우에도 네비스탁은 본 보고서를 포함한 기타 자료, 정보들로 인해 발생한 손해 등에 대해서 책임을 지지 않습니다.

본 PROXY ADVISORY REPORT를 포함한 네비스탁이 제공하는 모든 정보는 네비스탁의 소유입니다.

㈜네비스탁

[www.navistock.com](http://www.navistock.com)