

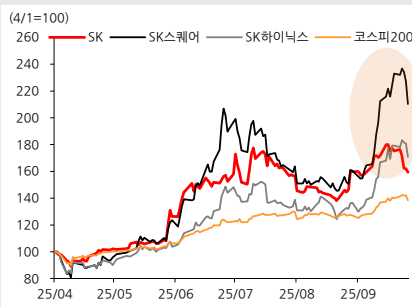


# ESG & Transition

세기의 이혼소송, 현재 진행 중

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

[SK주요 계열사 주가추이]



[이혼소송 주식가치 산정 주요 배수 비교]

| 구분                      | 2심 최초 계산                               | 액면분할 반영 수정계산                             |
|-------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------|
| 1994년 주식 취득             | 주당 8원                                  | 주당 8원                                    |
| 1998년 선대 회장(故최종현 회장) 별세 | 주당 100원                                | 주당 1,000원                                |
| 2009년 상장 시점             | 주당 35,650원                             | 주당 35,650원                               |
| 선대 회장 기여분 (94~98)       | 8원→100원:<br><b>12.5배 상승</b>            | 8원→1,000원 :<br><b>125배 상승</b>            |
| 최태원 회장 기여분(98~09)       | 100원 →<br>35,650원:<br><b>356.5배 상승</b> | 1,000원 →<br>35,650원:<br><b>35.65배 상승</b> |

SK 그룹 지배주주의 이혼 소송은 현재 3 가지 쟁점을 중심으로 대법원에서 심리 중이며, 소송의 최종결과에 따라 지배구조에 영향을 미칠 수 있습니다.

24년 5월, 2심 판결 1조 3,808억원의 재산분할 명령 이후, 현재, 대법원 심리 중: 계산착오를 둘러싼 법리 공방

1) '기여도' 산정의 왜곡: 2심 재판부가 SK주식 가치 산정 과정에서 범한 '계산 오류'는 파기환송의 결정적 쟁점으로 부상. 2심 법원이 대한 텔레콤 주식 가치 산정 시 액면분할(1:50)을 누락하면서, 최종현 선대 회장 기여(94~98년)의 상승 배수가 12.5배에서 125배로, 최태원 회장 기여(98~09년)의 상승 배수는 356.5배에서 35.65배로 극명하게 왜곡되는 논리적 모순이 발생

2) 특유재산 판단의 근거 붕괴: 선대 회장의 기여도가 최태원 회장의 기여도보다 훨씬 크다는 사실을 드러내며, SK 주식을 '혼인 중 취득한 공동재산'으로 판단한 2심 판결의 핵심 논리적 근거를 뒤흔들. 대법원이 이 계산 착오를 "판결에 영향이 없는 실수"로 볼지, "재산분할의 기초를 흔드는 중대 오류"로 간주할지가 최종 분할 금액과 판례에 영향을 미침

3) 노태우 전 대통령 300억 비자금의 도덕적 쟁점: 비자금이 SK 성장의 종착돈 역할을 했는지 '실질적 기여도 인정 여부'까지 얽혀 있어, ESG(주주권 활동)과 재벌 승계 전략에도 중요한 법적 선례를 남길 것

## 향후 대법원 판결에 따른 시나리오

·파기환송(리스크 해소) : 재산분할금 감소 및 경영권 안정화로 SK(주) 주가의 불확실성이 해소, 자사주 소각 등 주주가치 제고 정책이 추진 될 가능성 ↑

·원심유지(현금 압박 현실화) : 1조 3,808억 원의 현금 지급 확정. SK 그룹은 이자 비용 증대 및 유동성 확보를 위해 대당 정책을 대폭 강화할 가능성이 높아짐. SK, SK우선주 부각 가능성 ↑. SK자사주(24.8%)는 소각으로 쓰일지 현금조달을 위한 담보로 활용될지에 따라 지배구조 변화 요인으로 작용할 수 있음

## I. 세기의 이혼 소송, 대법원 심리 중

이혼소송, 이례적  
전원합의체 심리 중

SK그룹 최태원 회장과 노소영 아트센터 나비 관장의 이혼소송은 현재 대법원 전원합의체에 회부되어 심리 중이다. 일반적으로 이혼소송은 대법관 4명으로 구성된 '소부'에서 처리되지만, 이번 사건은 사회적 파장 및 재계, 지배구조에 미치는 영향이 지대하여 예외적으로 대법원장을 포함한 대법관 13명이 참여하는 전원합의체에서 심리되고 있다.

1조 3,800억원을 좌우하는  
'계산 오류'

2024년 5월 2심 판결에서 재판부는 최 회장에게 1조 3,800억 원이라는 재산 분할을 명령한 이후 판결문에 명백한 계산 오류가 발견되면서 쟁점은 더욱 복잡해졌다. 핵심 쟁점은 SK(주) 주식의 특유재산 여부, '노태우 비자금 300억 논란', '2심 판결 산식(계산) 오류' 등이다.

· 최태원 회장 기여도:

356.5배→35.65배(90% 감소)

· 선대 회장(故 최종현) 기여도:

12.5배→125배(10배 증가)

1심에서는 최태원 회장의 SK 주식을 특유재산으로 인정해 재산 분할 대상에서 제외했으나, 2심에서는 노소영 관장의 내조 및 가사노동 기여를 인정하고, SK 주식 가치 상승분에 대한 공동 기여를 인정하여 재산분할을 명령했다.

다만 2심 판결 과정에서 주식 가치 산정 시 액면분할을 누락해, 선대 회장(故 최종현) 기여율을 12.5배에서 125배로, 최태원 회장 기여율은 356.5배에서 35.65배로 크게 변경해야 하는 오류가 제기됐다.

대법원은 산식 오류가 사건 판결 취지에 결정적으로 영향을 미치는지 심리 중이다. 향후 대법원 판단에 따라 재산분할 비율과 특유재산 인정 여부가 크게 달라질 수 있다

[그림1] 대법원은 심리불속행 기간 경과로 SK 이혼소송의 중요성을 인정, 최종 판단 방식과 시기는 여전히 불확실한 상황

|         | 주요 절차                                          | 일반적인 이혼소송                                                                                 | 최태원-노소영 소송                                                                                        | 비고  |
|---------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
|         | ● 이혼조정<br>· 가정법원에 조정 신청 3개월 내외 진행              | 부부가 협의하여 이혼 조건을 정하지 못할 경우, 가정법원에 이혼조정을 신청(3개월 내외 진행)                                      | 2017년 1월 신청, 조정 불성립→소송                                                                            | 완료  |
|         | ● 소송제기<br>· 조정 불성립시 본인 소송 진행                   | 조정 불성립 후 이혼 소송을 가정법원에 제기 (증인신문, 사실심리)                                                     | · 2018년 2월 제기, · 2019년 12월 반소 제기                                                                  | 완료  |
| 1심      | ● 1심 판결<br>· 가정법원 재판상 이혼/재산 분할                 | 이혼 여부, 재산분할, 양육권, 위자료 등 법적 쟁점 판결 판결에 불복하면 2주 이내에 항소 가능                                    | 2022년 12월 SK주식 특유재산 인정(665억 분할)                                                                   | 완료  |
| 2심      | ● 2심 판결<br>· 고등법원 불복시 2주 내 항소                  | 주로 1심 판결에 대한 사실관계 및 법리 재검토 (불복 시 대법원 상고 가능)                                               | 2024년 5월 공동재산 인정 (1조3,800억 판결)                                                                    | 완료  |
| 대법원 상고심 | ● 대법원 상고심<br>① 상고심: 심리불속행(기각)<br>(접수 후 4개월 이내) | 법리오류만 심리<br>상고심 절차 특별법에 따라 4개월 내 심리불속행 기간 가능<br>그 외 본안 심리가 필요한 사건은 대법관 4명 '소부' 심리         | · 법리 오류 심리. '24년 하반기 기각 없어 본인 진행                                                                  | 완료  |
|         | ● ② 본안 심리<br>(소부 또는 전원합의체)                     | 소부(4명) 또는 전원합의체                                                                           | · '보고 결정' 논의 진행<br>· 사회적 파장이 큰 사건<br>(대법원 '소부'→전원합의체 심리 진행중)<br>· '24년 7/8 접수→11/8 이후 현재 전원합의체 심리 | 진행중 |
| 판결 확정   | ● 판결 확정<br>· 재산분할 집행 의무 이행                     | 대법원 판결 이후, 그 즉시 확정(특별 불복 절차 없음)<br>판결 확정 후 임의 이행 또는 강제집행 절차<br>(실무상 혼인관계 종료 및 재산분할 집행 착수) | 판결에 따라 SK그룹 지배구조 변화 가능성                                                                           | 예정  |

자료: 언론보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

## 1. SK 주식의 특유재산 여부 논란

SK주식이 재산분할 대상에 포함되는지 여부가 주요 쟁점이다.

- **최태원 회장 측 주장:** ‘1994년 부친(최종현)으로부터 2억 8천만 원 증여받아 대한텔레콤(현 SK) 주식 취득’했으며, ‘이후 인수합병으로 현 SK(주) 주식이 되었고, 개인 경영력에 따른 가치 증대가 컸다’고 주장. SK 주식은 혼인 전 취득 ‘특유재산’에 해당한다고 주장
- **노소영 관장 측 주장:** ‘30년 혼인기간 동안 가사양육 전담, 간접적으로 회사 경영 및 성장에 기여’했다고 주장. 특히 ‘노태우 전 대통령(부친)이 제공한 300억 원 비자금’이 SK 성장에 지대한 영향을 주었다고 강조하며, 해당 재산이 ‘부부공동재산’으로서 재산분할 대상이라고 주장
- **적용 법리:** ‘민법 제839조의2(재산분할)’이 적용. 판례상 ‘부부 일방의 특유재산’이라도, 타방 배우자가 유지 또는 증식 과정에 기여(가사노동 포함)했다면 분할 대상이 될 수 있다’며, 대법원은 ‘가사노동 등 간접 기여 인정’ 및 ‘실질적 협력 실제 중시’ 원칙을 일관성 있게 유지하고 있음

## 2. 노태우 비자금 300 억 기여 논란

2심 판결에서 새롭게 부각된 노태우 전 대통령의 비자금 관련 정황은 자금의 실제 입증 여부에 따라 재산분할 판단에 영향을 미칠 수 있다.

- **2심 쟁점 상황:** 김옥숙 여사(노소영 모친)의 ‘선경 300억 메모’와 ‘선경건설 발행 50억 약속어음 6장(총 300억 원, 발행일 1992년 12월)’이 증거로 제시. 그러나 ‘어음 발행이 태평양증권 인수(1991.12)보다 1년 늦어 사용·수수 여부 타당성 논란이 존재’하며, ‘약속어음은 자금 수수의 실증적 입증이라 보긴 어려움(법리상 증명의 한계 지적)’이 있음
- **적용 법리:** ‘불법원인급여·부당이득에 대한 민법 원칙’에 따라 ‘불법자금 등은 사적 기여로 인정받기 곤란’하다는 법리적 판단이 가능. 2심은 비자금 실체를 ‘완전히 입증되지 않음’으로 판단하면서도 ‘정황상 일부 기여’에 무게를 두는 2심 결론을 내림. ‘계속된 수사 및 판결에서 추가 입증 여부가 최종 분할판단에 영향을 미칠 수 있음’

### 3.2 심 판결 산식(계산) 오류의 중대성

2심 재판부가 주식 가치 산정의 기초적인 계산에서 오류를 범했다는 주장은 대법원 파기환송의 결정적인 사유가 될 수 있다.

- **대한텔레콤 주식가치 산정 오류:** 2심 재판부가 대한텔레콤 주식가치 산정에서 액면분할(1:50) 반영을 누락하는 중대한 계산 오류를 범하였으며, 이로 인해 최태원 회장의 기여율(8원→2,850원, 356.5배)은 과대평가되고 선대 회장의 기여율(8원→1,000원, 125배)은 과소평가되었다고 주장. ‘특유재산분 기여도·재산분할액에 중대한 논리 오류 발생’하였다고 주장
- **적용 법리:** ‘대법원 판례’는 ‘산식 오류, 계산 착오, 산정 방법 등 재산분할의 기초가 되는 객관적 오류는 파기환송 사유가 됨’을 명확히 함. 대법원은 현재 ‘이 오류가 결과적으로 판결 취지에 결정적 영향을 미치는지, 다시 한 번 객관적으로 심리하고 있으며, ‘최종 재산분할의 비율 및 특유·공동재산 구분에도 중대 변수’로 작용할 것

[표1] 이혼소송 주식가치 산정 주요 배수 비교→ 액면분할 반영 수정계산에서 최태원 회장의 기여는 356.5배에서 35.65배로 감소

| 구분                                      | 대한텔레콤 주당 가격 | 2심 최초 계산                | 액면분할 반영 수정계산              |
|-----------------------------------------|-------------|-------------------------|---------------------------|
| 1994년 11월 주식 취득                         | 400원        | 주당 8원                   | 주당 8원                     |
| 1998년 5월 선대 회장(故최종현 회장) 별세              | 50,000원     | 주당 100원                 | 주당 1,000원                 |
| 2009년 11월 상장 시점<br>(SK C&C 상장, 액면분할 반영) | 35,650원     | 주당 35,650원              | 주당 35,650원                |
| 선대 회장 기여 배수 (1994~1998)                 |             | 8원→100원: 12.5배 상승       | 8원→1,000원: 125배 상승        |
| 최태원 회장 기여 배수 (1998~2009)                |             | 100원→35,650원: 356.5배 상승 | 1,000원→35,650원: 35.65배 상승 |

자료: 언론보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 국내 이혼소송 대법원 전원합의체 관련 현황

| 사건 구분         | 대법원 판결 형태                  | 전원합의체 열렸던 사례    | 주요 쟁점 및 결과             | 시사점                 |
|---------------|----------------------------|-----------------|------------------------|---------------------|
| 혼인 무효 등 법리 쟁점 | 전원합의체 선고<br>(예: 2024.5.23) | 있음              | 이혼 후에도 혼인 무효 청구 가능 인정  | 법리적 판례 변경, 소수 특이사례  |
| 일반 이혼(재산분할 등) | 소부(4인) 선고                  | 거의 없음(보통 4인 심리) | 사실관계만 다툼, 법적 변화 필요성 적음 | 사실상 대부분 소부에서 종결     |
| 최태원-노소영 사건    | 전원합의체<br>심리(2025.9 현재)     | 있음(극히 예외적인 사건)  | 기여도·계산법 차이, 사회적 파장     | 재계, 기업 지배구조, 재산분할 등 |

자료: 언론보도 종합, 한화투자증권 리서치센터

## II. 향후 대법원 판결에 따른 시나리오

### 1. 파기환송(고등법원 재심리) → 재산분할금 감소

그룹은 경영권 안정화를 최우선하고 주주가치를 극대화하는 방향으로 선회할 가능성이 높다. 자사주(24.8%) 소각을 통해 최태원 회장의 지분율을 33.9%까지 상승시켜 경영권을 안정을 도모할 가능성이 높다.

### 2. 심리불속행(원심 유지) → 1.38 조원 현금 조달 부담

대법원이 2심의 원심을 유지하여 최태원 회장의 1조 3,808억 원 현금 지급이 확정될 경우, 이는 SK그룹의 지배구조와 배당 정책에 즉각적인 변화가 나타날 수 있다.

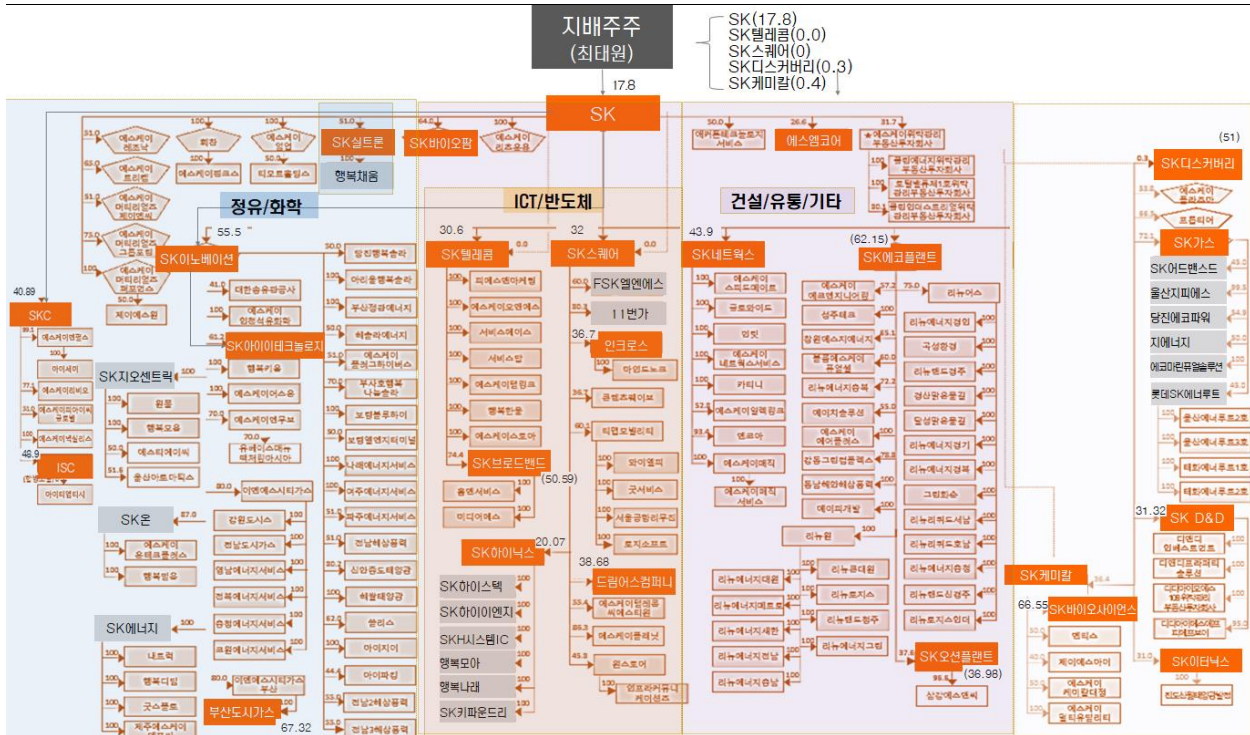
- 현금 조달 압박과 배당 정책 강화 : 원심 유지는 그룹에 1조 3,808억 원의 대규모 현금 조달을 현실화하게 됨. 최 회장 측은 유동성을 확보하기 위해 지주사 SK(주)의 배당 정책을 대폭 강화할 가능성이 매우 높아짐

[그림2] 법원 전원합의체를 거쳐 '심리불속행(확정)' 또는 '파기환송' 방향으로 결정 예정

| 시나리오 | 법적 결과           | 자사주 활용 방안       | 지배구조 영향                    | 재무/배당 영향                                         |
|------|-----------------|-----------------|----------------------------|--------------------------------------------------|
| 파기환송 | 재산분할금 감소        | 소각              | 경영권 방어 부담 감소, 지배구조 안정      | 배당정책 자율성 확보, 주가 상승 기대<br>SK(주)의 펀더멘탈 및 자사주 소각 기대 |
| 원심유지 | 1.38조원 현금 조달 압박 | 전략적 매각(우호 세력) 등 | 자금 조달 비용 증가, 단기 주가 불확실성 증폭 | 배당 확대 불가피 (배당 수익률 상승)<br>SK 우선주의 배당주로서 재평가에 주목   |

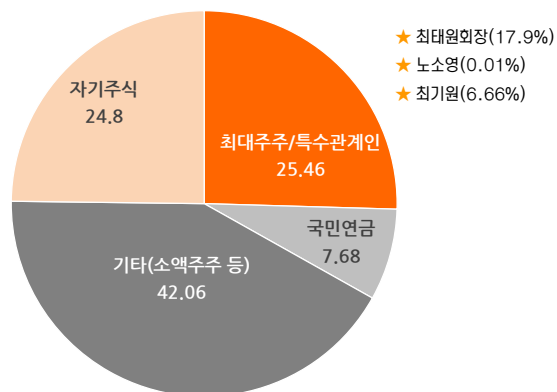
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] SK그룹 지배구조



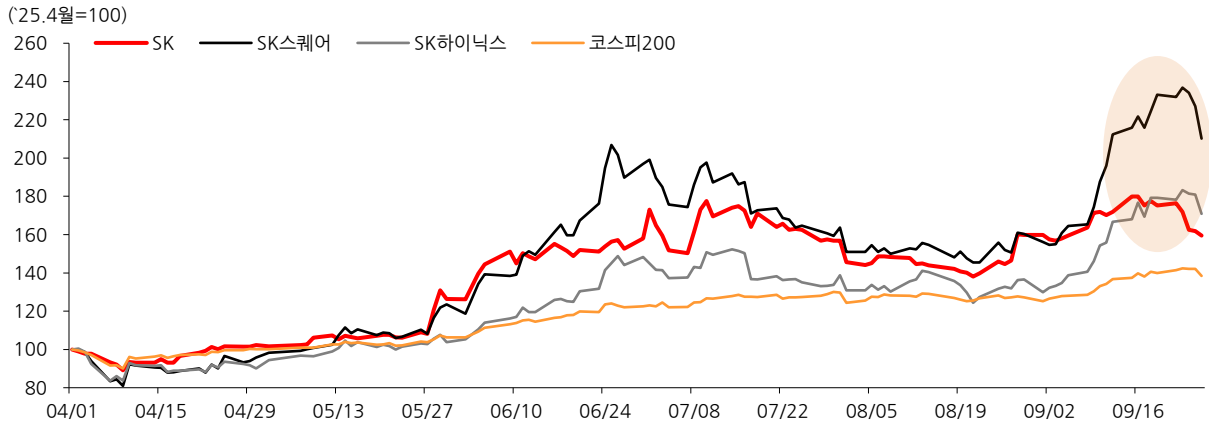
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SK 주주분포 현황



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] SK 그룹 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 9월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자이전 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025년 6월 30일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.4% | 9.6% | 0.0% | 100.0% |