



IF Comment

2016-07

발행일 : 2016. 10. 10.

예정된 삼성그룹의 지주회사 전환 - 자사주제도의 개혁이 필요하다 -

김기식(더미래연구소 소장)

지난 5일 미국계 헤지펀드인 엘리엇이 삼성전자에 지주회사 전환, 30조의 배당, 나스닥 상장, 사외이사 선임을 요구하는 서한을 발송한 것으로 확인되었다.

작년 삼성물산과 (구)제일모직의 합병과정에서 합병비율이 지배주주에게 일방적으로 유리하게 산정되었다면 반대했던 엘리엇이 이번에는 삼성그룹 오너일가의 숙원사항인 지주회사 전환을 통한 소유지배구조 안정화에 명분을 제공하며, 자신은 다른 실리를 챙기겠다는 의도를 드러낸 셈이다. 한마디로 서로 윈윈하자는 제안이다.

30조의 특별배당 요구는 규모도 크지만 법인세, 조세감면, 전기료 등으로 혜택을 누리면서 조성한 엄청난 현금 내부유보에 대한 사회적 비판이 제기되고 있는 상황에서 30조를 외국자본 등 주주 배당금으로 사용하는 것에 대한 비판여론 때문에 그대로 수용할 수는 없을 것이다.

또 나스닥 상장은 미국법률을 적용받게 되는 부담으로, 사외이사 추가 선임 역시 외국인 주주의 경영간섭이나 일사분란한 오너 경영체제를 훼손할 위험 때문에 받아들이지 않을 것이다.

하지만 지주회사 전환은 전환과정에서의 분할, 합병, 주식교환 등을 통해 이재용 부회장 등의 지배력을 강화할 수 있기 때문에 마다할 이유가 없고, 오히려 이재용 부회장 등 오너일가가 바라던 바라고 할 수 있다.

즉 삼성 이재용 부회장 등 오너일가의 입장에서는 다른 요구 사항은 부담스럽지만 지주회사 전환요구는 불가청고소원(不敢請固所願)의 심정일터이다.

물론 지주회사 전환 과정에는 분할 비율을 어떻게 할 것인가, 합병비율을 어떻게 할 것인가 등 오너일가의 지배력(지주회사 지분율)이 좌우되는 민감한 많은 이슈가 있다. 하지만 삼성전자의 50%가 넘는 외국인 지분율을 고려할 때 삼성물산과 (구)제일모직의 합병과는 달리 외국인 주주의 동의없이 지주사 전환을 위한 분할, 합병이 불가능하다는 점에서 타협이 불가피하다.

관건은 지배력을 강화하고자 하는 이재용 부회장 등 오너일가의 이익과 지분가치를 높이하고자 하는 외국인 주주의 이익간에 어느 선에서 균형점이 형성되느냐, 그런 타협이 원만히 이루어지느냐이다.

삼성전자와 삼성물산의 분할은 인적분할로 주주들이 동일한 비율로 분할존속회사 및 신설회사의 지분을 보유하게 되므로 크게 문제가 될 소지는 없다.

문제는 분할된 삼성전자와 삼성물산 지주사간 합병이다.

삼성전자를 지주회사체제로 전환하는데 삼성전자와 삼성물산 지주사간 합병이 필수조건은 아니다. 삼성물산이 보유한 삼성전자 지분 약 4%를 제외해도 자사주와 오너일가 지분, 삼성화재 지분이 약 18%이기 때문에 2% 수준의 사업자회사 지분 공개매수만으로도 법정 지분 요건 20%를 충족시킬 수 있기 때문이다.

그러나 이재용 부회장 등 오너 일가의 직접 지분율이 5% 수준인 반면, 삼성물산은 오너일가 직접 지분만 30%가 넘는다. 따라서 이재용 부회장의 입장에서는 삼성전자를 지배하는 지주회사에 대한 지배력(지분율)을 강화하기 위해서 삼성물산 지주사와 삼성전자 지주사를 합병하는 것이 필요하고 매우 중요하다. 만일 이런 합병이 어렵거나, 추진할 의사가 없다면 이재용 부회장은 삼성전자를 지주사 체제로 전환할 이유가 별로 없다. 따라서 삼성전자의 지주회사 체제로의 전환이 추진된다면 이재용 부회장은 삼성전자 사업자회사에 대한 법정 지분요건(20%) 충족을 위해 삼성물산이 보유한 4%대의 삼성전자 지분이 필요하다는 명분으로 지주사간 합병을 동시에 추진할 것이다.

합병과정에서 문제가 되는 부분은 삼성전자 지주사와 삼성물산 지주사간의 합병비율이 될 것이다. 삼성전자의 외국인 주주 구성과 삼성물산의 외국인 주주 구성이 달라 상호 이해관계가 다를 수 있고, 상대적으로 오너일가의 직접 지분이 많은 삼성물산에 유리하게 합병비율을 정하고 싶은 이재용 부회장 등 오너 일가의 이해와 삼성전자 외국인주주의 이해가 다르기 때문이다.

그러나 이재용 부회장 등이 지주사 전환을 단행하고자 한다면 앞서 지적한대로 외국인

주주의 동의 없이는 지주사 전환이 불가능하기 때문에 오너일가에게 유리한 합병비율을 무리하게 정할 수는 없을 것이고 결국 타협이 불가피할 것이다. 그 타협의 내용은 합병비율과 함께 삼성전자 외국인 주주를 달랠 수 있는 현금배당의 규모가 될 것으로 보인다.

일부에서는 삼성그룹이 지주사로 전환시 공정거래법 상의 법정 지분 요건 충족을 위해 특히 삼성전자사업회사 지분 취득에 막대한 자금이 투입되어 부담이 될 것이라는 분석을 하고 있다. 그러나 이는 잘못된 분석이다. (삼성전자)지주회사는 분할하면서 현재 보유하고 있는 삼성전자 자사주 12%로 인하여 삼성전자사업회사의 지분 12%를 보유하게 된다. 또한 지주회사는 공개매수를 통해 최소한 오너일가가 보유하게 되는 삼성전자사업회사 지분 약 5%와 삼성물산 및 삼성화재가 보유하게 되는 삼성전자사업회사 지분 약 5%, 총 10%를 확보하게 된다. 이러한 공개매수는 그 대가로 현금이 아니라 지주회사 주식을 유상증자방식으로 발행하여 교부하게 되므로 자금이 필요하지 않다. 따라서 삼성전지지주회사는 분할 및 공개매수를 통해 추가적인 자금없이 지주회사의 자회사 지분 최소 요건 20%는 충족할 수 있게 되는 것이다. 다만 합병 과정에서 주식매수청구권의 문제가 발생할 수는 있으나 주가가 예외적으로 변동되지 않는 한 크게 부담되지 않는 수준 일 것으로 보인다.

더구나 무리가 따르지만 삼성전자가 100조가 넘는 내부 유보금을 지주회사와 사업자회사에 어떻게 분할하느냐에 따라서 삼성생명이 보유하고 있는 삼성전자 지분 약 7%를 매입하는 것도 약 16조원 정도면 가능하다는 점에서 삼성전자 주식 매매차익으로 인한 삼성생명 유배당계약자에 대한 배당에 대한 부담을 고려하지 않는다면 삼성지주회사가 30% 수준의 삼성전자 지분을 안정적으로 보유하는 것도 크게 어려운 일이 아니다. 따라서 지주회사의 자회사 지분 보유 비율을 지주회사 제도 도입 당시의 30%(상장자회사)로 강화하는 법안이 20대 국회에서 통과된다 하더라도 삼성그룹의 지주회사 전환은 충분히 가능한 일이다.

결론적으로 엘리엇의 제안으로 명분을 얻은 삼성전자의 지주사 전환은 이재용 부회장 등 오너일가에게는 오히려 기회이며, 실제 가까운 시일내에 추진될 가능성이 상당히 있다. 그리고 그 결과 가장 큰 수혜자는 두말할 것 없이 이재용 부회장이 될 것이다.

현재 이재용 부회장의 삼성전자에 대한 직접 지분은 1%가 안되고, 이건희 회장 등 일가와 계열사등 특수관계인 지분을 모두 합쳐도 약 17%수준이며, 삼성생명 지분을 제외하면 약 10% 수준에 불과하다. 그런데 지주회사로 전환하면 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 매입 없이도 20%가 넘는 지배력을 확보할 수 있고, 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 매입할 경우에는 30% 확보할 수 있다. 어느 경우든 지금보다 이재용 부회장 등 오너일가의 지배력이 2배 증가하는 것이다. 이재용 부회장의 삼성지주회사에 대한 지배력(지분율)도 분할된 전자와 물산의 지주사간 합병비율에 따라 변동되겠지만 분할 및 공개매수

등을 통해 강화될 것이 분명하다.

그러나 지주사 전환을 위한 엘리엇 등 외국인 주주와 타협과정에서 고액 현금 배당이 포함될 경우, 지배구조 안정화와 강화를 위해 삼성전자의 내부유보금을 투자가 아닌 외국인 주주를 달래기 위한 배당에 사용했다는 사회적 비난을 피할 수 없을 것이다.

그러나 더 큰 문제는 자사주문제다.

앞서 분석한대로 삼성그룹의 지주회사 전환이 가능하고, 그것이 이재용 부회장의 지배력 강화로 귀결되는데 핵심적 역할을 하는 것이 삼성전자의 12%에 이르는 자사주이다. 이렇게 자사주가 오너일가의 지배력 강화의 수단으로 악용되고 있는 상황을 더 이상 방치할 수는 없다.

앞으로 10년간 재벌 3,4세로의 재산 및 경영권 승계가 거의 모든 재벌 기업에서 이루어질 것이다. 그리고 지분율이 취약한 3,4세는 일감몰아주기 등을 통한 재산 증식과 분할, 합병을 통한 주요 계열사 지분 취득 및 지분 늘리기를 할 것이고, 그 종착점은 지주회사 전환이 될 가능성이 높다. 그리고 자사주는 지주회사 전환시 지배력 강화를 위한 핵심 수단이 될 것이 명백하다.

따라서 지금 삼성그룹의 지주회사 전환만이 아니고 앞으로 대부분의 재벌그룹에서 이루어질 지주회사 전환과정에서 자사주가 오너일가의 지배력 강화수단으로 악용되지 않도록 제도를 개혁해야 한다.

자사주 취득은 지배주주의 소유·지배권 확보 및 강화수단으로 활용되지 못하도록 소각, 합병, 단주처리, 주식매수청구권 행사 등의 목적으로만 허용하고, 소각 목적으로 취득한 자사주는 지체없이 소각하도록 하거나, 자사주 취득은 자유롭게 하더라도 처분시 신주 발행과 마찬가지로 기존 주주에게 지분 비율대로 매각하도록 해야 한다. 또한 지주회사 전환을 위한 인적 분할 시 분할 전에 자사주를 모두 매각 혹은 소각하거나 주주에게 배분하도록 하는 한편, 기존회사가 보유하고 있는 자사주에 대해서는 분할신설회사의 주식을 배정하지 못하도록 해야 한다.

이점과 관련해서 19대 국회 후반기인 2015년 여러 의원들이 법안을 제출했으나 여당의 반대로 제대로 논의조차 되지 못하고 임기만료로 폐기된 바 있다. 20대 국회에서 활발한 논의와 신속한 법률 개정을 기대한다.