

지주회사 (비중확대/Maintain)

지주회사 전환, 서둘러야 하는 이유는?

인적분할을 통한 지주회사 전환 시 자사주 활용을 제한하는 법안 발의

지난 7월 회사가 분할할 경우 분할하는 회사가 보유하는 자사주에 대해 분할된 신설회사의 신주 배정을 금지하는 **상법 개정안이 발의**(박용진 의원 등 10인)되어 현재 국회 법제사법위원회에 계류 중. 이는 자사주를 활용함으로써 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지하고자 함.

상기 상법 개정안의 입법화 여부는 단언할 수 없으나, 내년 **대통령 선거를 앞두고 경제민주화 관련 정책입안 과정에서 충분히 논의가 이루어질 것으로 예상**. 이는 기존 그룹 및 지배주주 입장에서 지주회사 전환 추진 시 부담을 증가시키게 될 것이 분명하며, 이러한 **불확실성을 해소하기 위해 실제 입법화 추진에 앞서 지주회사 전환을 완료하려는 움직임이 본격화될** 가능성이 높다는 판단임.

현행 지주회사 전환 시 자사주 활용 및 문제점 검토

(현행) 지주회사 전환 전 자사주 확보 → 인적분할 시 자사주 활용 통해 자회사 지분을 요건 충족

지금까지 대부분의 지주회사는 지주회사 전환에 앞서 자사주를 적극적으로 확보한 후 인적분할 방식으로 자회사를 설립, 지주회사는 자사주를 그대로 보유한 채 그 자사주에 대해 자회사 신주를 배정받아 공정거래법에 따른 자회사의 지분 요건(상장사 20% 이상)을 상당 부분 충족하였음. 즉 자사주를 많이 확보할수록 지주회사 전환에 따른 지배주주 부담이 완화되는 유인이 존재함.

(문제점) 인적분할 후 자회사 주주구성 변경 초래 → 지배주주와 소수주주 간의 의결권 괴리차 확대

인적분할은 분할법인(지주회사)과 신설법인(자회사)의 주식을 기존 주주가 같은 비율로 두 회사의 주식을 모두 보유하게 되며, 주주 권리에 변화가 없어 주식매수청구권이 인정되지 않음.

현재 지주회사 전환을 위한 인적분할 시 자회사가 지주회사의 자사주에 대해 분할 신주를 배정하므로 지주회사는 분할 전·후 동일하게 기존 주주의 지분율이 유지되는 구조를 가지나, 자회사는 기존 주주 외 지주회사가 새로운 주주로 등장하게 되어 분할 전과 지배구조가 달라지게 됨. 즉 분할법인이 자사주를 보유할 경우 인적분할 후 자회사의 지배구조가 분할 전과 달라지며, 이후 공개매수-현물출자 과정을 거쳐 지배주주는 손쉽게 자회사의 지배권을 강화할 수 있음. 결국 지배주주의 지배력은 보다 확대되고 소수주주의 지배력은 축소되는 문제점이 발생하게 됨.

(해외 사례 검토) 일본(회사법 제453조)에서는 회사가 분할 또는 분할합병을 할 경우에는 분할로 인하여 새로 설립되는 회사가 신주를 배정 시 분할회사의 자사주에 대해서는 분할 신설법인의 신주 배정을 금지하여 회사의 자본을 통한 대주주의 부당한 지배력 강화를 방지하고 있음.

사례 분석: 그룹 내 삼성전자 지배력 확대 위해 삼성전자의 분할 가능성 증대

(현황) 그룹 내 삼성전자 지분율은 약 18.1%(의결권 없는 자사주 12.8% 제외)로 높지 않은 상황

그러나 예산제약 및 순환출자 규제로 추가 지분 매입을 통한 삼성전자의 지배력 확대는 어려움

- ① 예산제약: 삼성전자의 시가총액이 현재 약 220조원대임을 감안하면, 삼성전자 지분 1%를 추가적으로 매입하는데 약 2.2조원의 현금 재원 마련이 필요할 정도로 자금부담이 상당
- ② 순환출자 규제: 그룹 내 7개 순환출자 중 6개 고리에 삼성전자가 포함되는 상황에서, 계열사가 신규 및 기존 순환출자 강화를 형성하지 않으며 삼성전자 지분을 취득하기란 불가

(전망) 인적분할을 통한 삼성전자 지주회사 전환 예상, 그룹 내 삼성전자 지배력 확대를 위한 최선책

삼성전자는 투자부문(지주회사)과 사업부문(사업회사)의 인적분할 과정에서 기 확보한 12.8%의 자사주를 활용해 지주회사 체제로의 전환 가능. 이때 그룹은 삼성전자지주회사의 지배를 통해 삼성전자사업회사의 지배가 가능해져 지배력 추가 확대 달성. 따라서 인적분할 시 자사주 활용을 제한하는 상기 상법 개정안의 입법화에 앞서 삼성전자 인적분할의 선택 가능성이 높다고 판단함.

표 1. 제 20대 국회, 자사주에 관한 상법 개정안 발의('16.7.12)

법률(발의자)	개정안
<분할 및 분할합병 시 자기주식에 대한 특칙>	
제530조의8 신설 (박용진 등 10인)	단순분할신설회사와 분할합병신설회사는 분할 또는 분할합병의 때에 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주를 배정할 수 없다. 분할승계회사는 분할합병의 때에 분할회사가 보유하는 자기주식에 대해 신주 또는 분할승계회사의 자기주식을 배정할 수 없다. 제1조(시행일) 이 법은 공포 후 3개월이 경과한 날부터 시행 제2조(적용례) 개정 규정은 이 법 시행 후 최초로 회사가 분할 또는 분할합병을 하는 경우부터 적용

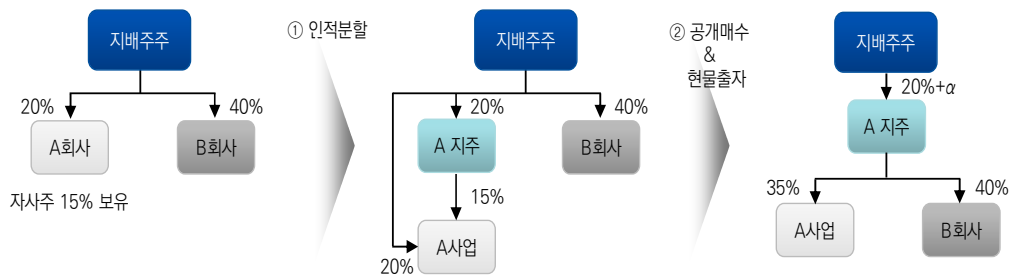
자료: 의안정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 이미 제 19대 국회에서 자사주 처리에 관한 다양한 입법안 검토

의원	개정 법률	주요 내용
김기춘	공정거래법	상호출자제한기업집단 소속 회사가 지주회사 전환 위해 인적분할을 하려는 경우 자사주를 처분
	상법	회사가 분할 또는 분할합병을 할 경우 분할로 인하여 새로 설립되는 회사가 신주를 배정할 때 분할되는 회사의 자기주식에 대하여는 분할신주의 배정을 금지
박영선	상법	자기주식의 처분에 관하여 주식평등의 원칙에 따라 처분하도록 하되 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 특정한 자에게 처분
	법인세법	기업의 인적분할 시 자사주에 분할신주를 배정할 경우 양도손익에 대해 과세
김기식	자본시장법	소각목적, 합병, 단주처리 등의 경우에 한해 법 절차에 따라 자사주를 취득할 수 있도록 하고, 취득한 자사주에 대해서는 소각하도록 하며, 자사주의 처분 방식도 제한
	상법	소각목적, 합병, 단주처리 등의 경우에 한해 법정 절차에 따라 자사주를 취득 취득한 자사주에 대해서는 소각하도록 하며, 자사주의 처분 방식도 제한

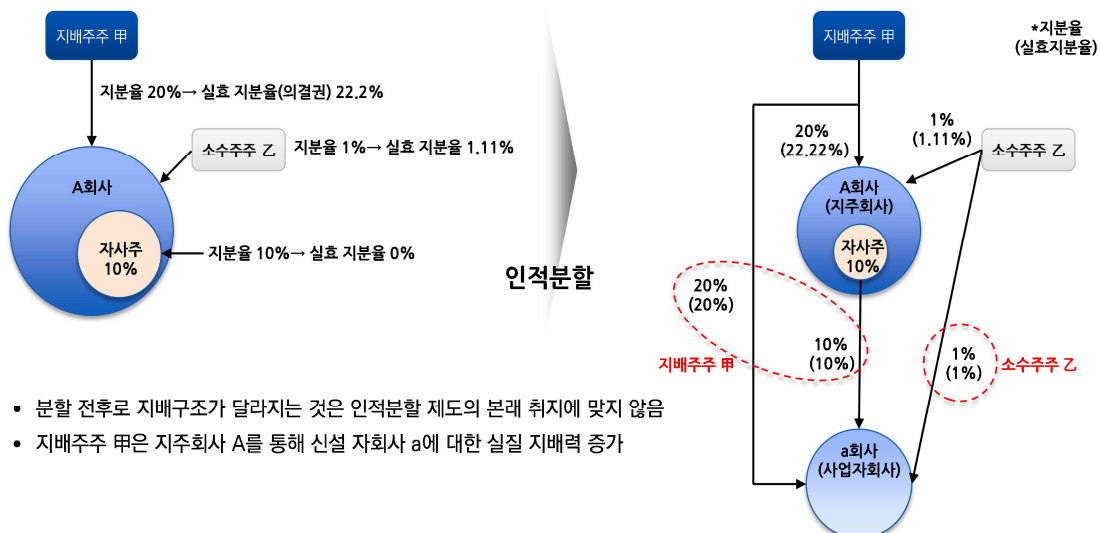
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 일반적인 지주회사 전환 과정: 인적분할(자사주 활용) → 공개매수 → 현물출자 → 지주회사 전환



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 현행 지주 전환을 위한 인적분할 시 자사주에 분할 신설법인(자회사) 신주 교부 허용 → 지배주주, 소수주주 간 주주평등의 원칙 위배 논란



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 삼성전자 주요 주주 현황

(%,십억원)

주주명	주식수	지분율	지분가치
지배주주 일가(1)	이건희	4,985,464	3.54
	홍라희	1,083,072	0.77
	이재용	840,403	0.60
	소계	6,908,939	4.91
계열사(2)	삼성생명	10,622,814	7.55
	삼성물산	5,976,362	4.25
	삼성화재	1,856,370	1.32
	삼성복지재단	89,683	0.06
	삼성문화재단	37,615	0.03
	소계	18,582,844	13.21
총수일가+계열사 (1)+(2)		25,491,783	18.12
자사주		17,981,686	12.78
그룹 내 지분율		43,473,469	30.90
총계		140,679,337	100.00
			220,721

주: 2016년 9월 19일 종가 기준, 현재 진행중인 4회차('16.7.29~) 자사주 매입 예정 수량 소각 반영

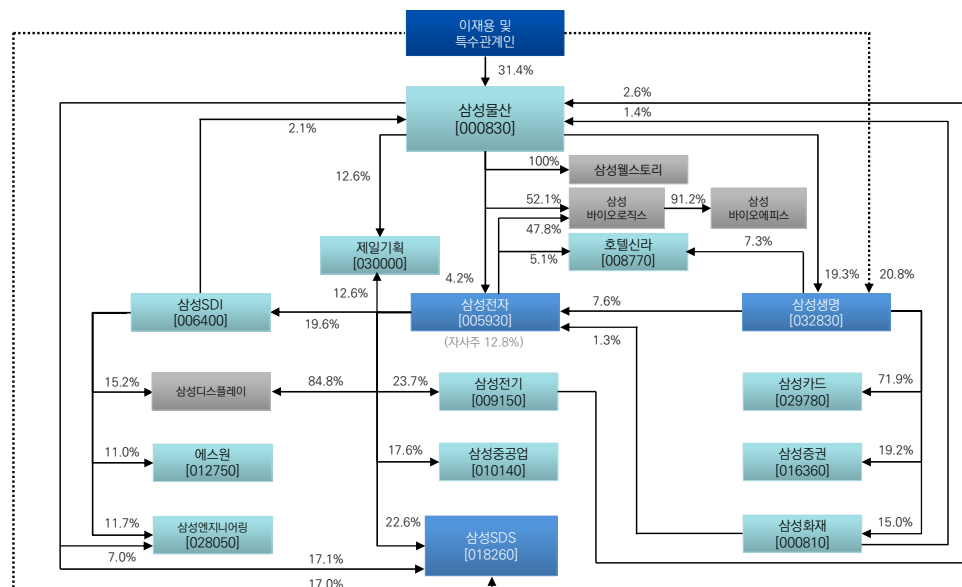
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 삼성그룹 순환출자 세부 내역(총 7개의 순환출자 고리 존재)

	계열사1		계열사2		계열사3		계열사4		계열사5		계열사6	향후 해소 예상
1	삼성물산	→	삼성전자	→	삼성전기	→	삼성물산					삼성전기 → 삼성물산
	4.2%		23.7%		2.6%							
2	삼성물산	→	삼성생명	→	삼성전자	→	삼성전기	→	삼성물산			
	19.3%		7.6%		23.7%		2.6%					삼성SDI → 삼성물산
3	삼성물산	→	삼성생명	→	삼성화재	→	삼성전자	→	삼성전기	→	삼성물산	
	19.3%		15.0%		1.3%		23.7%		2.6%			
4	삼성물산	→	삼성전자	→	삼성SDI	→	삼성물산					삼성SDI → 삼성물산
	4.2%		19.6%		2.1%							
5	삼성물산	→	삼성생명	→	삼성전자	→	삼성SDI	→	삼성물산			
	19.3%		7.6%		19.6%		2.1%					삼성화재 → 삼성물산
6	삼성물산	→	삼성생명	→	삼성화재	→	삼성전자	→	삼성SDI	→	삼성물산	
	19.3%		15.0%		1.3%		19.6%		2.1%			
7	삼성물산	→	삼성생명	→	삼성화재	→	삼성물산					삼성화재 → 삼성물산
	19.3%		15.0%		1.4%							

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 삼성그룹 지배구조 현황(요약)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

지주회사

지주회사 전환, 서둘러야 하는 이유는?

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.