KDB대우증권 리서치센터

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2014.6.3

[지주회사/IT서비스]

정대로
02-768-4160
daero.jeong@dwsec.com

지주회사

[삼성그룹] 지배구조 개편 퍼즐과 투자전략

삼성그룹, 지주회사 전환의 필요성

삼성그룹이 지주회사 체제로 반드시 전환해야 할 의무는 없다. 다만 지주회사 전환을 통해 전자, 생명 등 그룹 내 핵심계열사에 대한 지배력을 높일 수 있으며, 지주회사의 완성 이후에는 향후 계열분리 및 다음 세대로의 승계 과정에서도 유리할 수 있다. 따라서 삼성그룹 역시 전환 비용, 관련 법률 등을 고려하면서 지주회사 전환을 선택, 결정할 것으로 판단된다.

삼성그룹 지배구조 개편 예상과 투자기회

1) 삼성에버랜드 정점으로 삼성그룹 지주회사 체제 전환 가능

삼성그룹의 지주회사 체제 전환은 지배주주 일가가 절대적 지분을 확보한 삼성에버랜드가 삼성물산과의 합병을 통해 가능할 것으로 판단된다. 이 경우 지배주주는 삼성에버랜드를 정점으로 현재 삼성물산이 보유한 삼성전자 지분의 직접적 확보가 가능하다. 이후 삼성전자 중간지주회사 전환을 통해 전자계열사를, 삼성생명 중간금융지주회사 도입을 통해 금융계열사를 지배할 수 있다. 한편 지배주주 입장에서는 합병 전 삼성에버랜드의 기업가치 증대 노력 및 그룹 내 삼성에버랜드 또는 삼성물산 지분의 추가 확보를 통해 합병법인 지주회사에 대한 지분율을 높이려는 방안을 선택할 수 있다.

2) 삼성전자에 대한 지배력 확대: 삼성전자 중간지주회사 전환 필요

현재 그룹 내 삼성전자에 대한 지분율은 약 17.7%(관계사 13.0%+ 지배주주 일가 4.7%)이다. 신규순환출자 금지 및 예산제약 아래 그룹 내 삼성전자 지분율을 효과적으로 올릴 수 있는 방안은 삼성전자의 지주회사 전환이다. 즉 인적분할-현물출자의 지주회사 전환 과정을 거치면서 그룹 내 삼성전자지주회사에 대한 지분율은 현재보다 두 배 이상 증가가 가능하며, 결국 삼성전자지주회사를 통한 삼성전자사업회사에 대한 확고한 지배가 가능하다.

[투자기회] 삼성전자 추가 자사주 매입과 분할의 가능성

3) 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용: 삼성생명 중심 중간금융지주 도입 가능

정부가 하반기 목표로 추진 중인 중간금융지주회사 도입을 통한 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용은 삼성그룹의 지주회사 전환을 용이하게 한다. 대부분의 금융사가 삼성생명을 중심으로 집결되어 있어, 삼성생명을 보험업을 영위하는 사업회사와 증권, 화재 등 금융사 지분을 보유한 지주회사로 분할함으로써 중간금융지주회사로의 전환이 가능하다.

[투자기회] 삼성증권, 화재 등 금융계열사 자사주 매입의 가능성

삼성그룹 지배구조 개편 시 고려해야 할 다섯 가지

핵심 고려 사안	내용	방안
1.이재용 부회장 중심 지배구조	삼성에버랜드 중심 지배체제 (삼성에버랜드-삼성물산 합병)	지주 전환 전 추가 지분 확보 (그룹 내 삼성에버랜드 또는 물산 지분)
2. 삼성전자에 대한 지배력 강화	삼성전자 (중간)지주회사 전환	삼성전자 (중간)지주회사 통해 삼성전자 사업회사 지배
3. 삼성생명 보유 삼성전자 지분	신규순환출자 금지,예산제약, 처분 시 유배당 계약자 배분 등	현재대로 보유하는 것이 최선
4. 계열분리의 필요성	지주회사 체제 완성 이후 검토	지주회사 분할 통한 승계 완성 (LG-GS그룹 계열분리 사례)
5. 세금 등 비용 부담 최소화	지주 전환 시 조세부담 발생 (현물출자 시 양도소득세 및 법인세)	지주회사 설립 과세특례 활용 (조세특례제한법 제38조2)

자료: KDB대우증권 리서치센터

CONTENTS

삼성그룹과 지주회사 4
삼성그룹, 지주회사 전환의 필요성 4

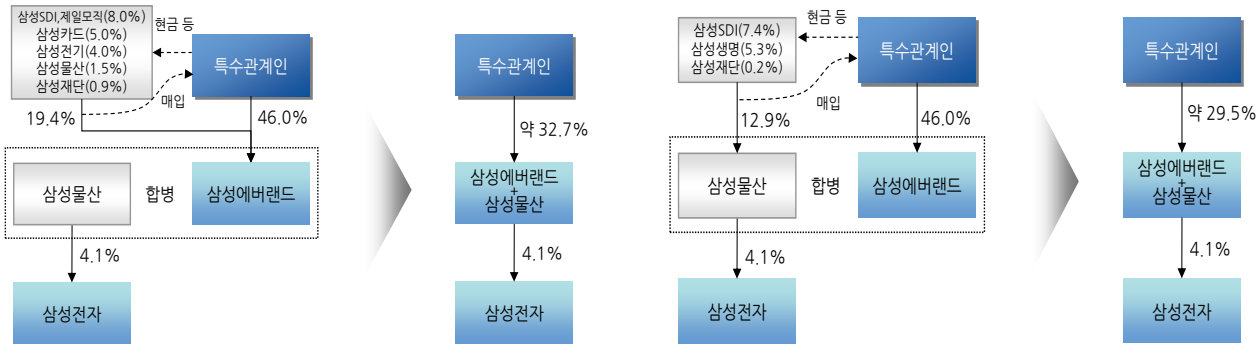
삼성그룹 직면 현안 6
1. 지분승계 등 상속문제 6
2. 삼성SDS 상장 7
3. 삼성에버랜드 강제 지주회사 전환 관련 8
4. 삼성생명 보유 삼성전자 지분 처리 8

삼성그룹 지배구조 개편의 퍼즐 9
1. 지배구조 개편 시 우선적으로 고려해야 할 다섯 가지 9
2. 삼성전자 중간지주회사 전환 10
2. 삼성생명 중간금융지주회사 도입 15
3. 삼성그룹 지주회사 체제 완성 17

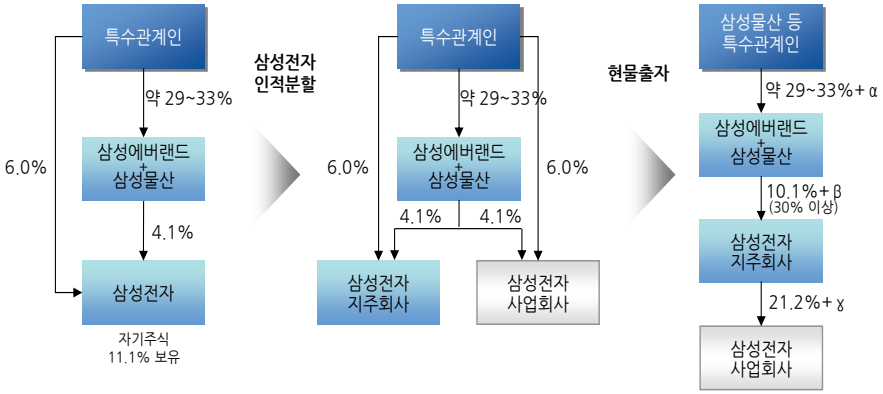
언제까지? 지주회사 전환 비용의 최소화 18
1. 지배주주 관련 세금 문제 18
2. 지주회사 설립 시 과세특례 활용 18

지주회사 전환과정에서의 투자기회 20
1. 삼성전자 분할 시 투자기회 확보 20
2. 금융 계열사 자사주 매입 가능성 21

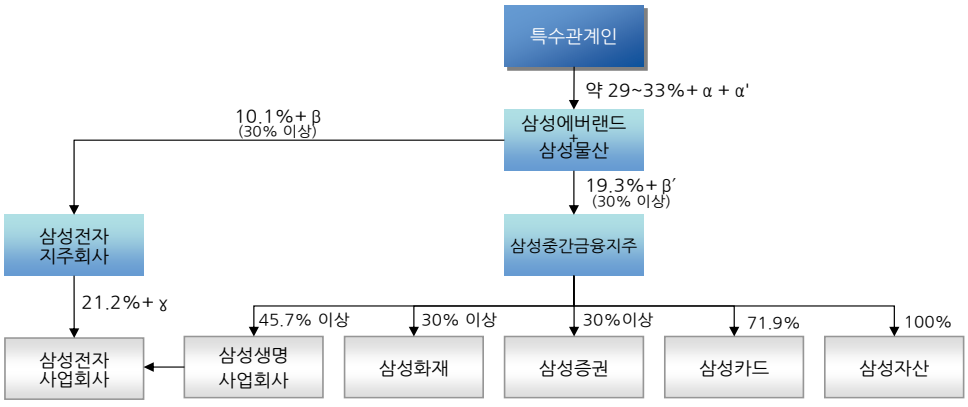
Key chart I. 삼성에버랜드-삼성물산 합병 예상(삼성전자 지분 확보 목적): 합병 전 지배주주의 그룹 내 삼성에버랜드 또는 삼성물산 지분 매입 가능



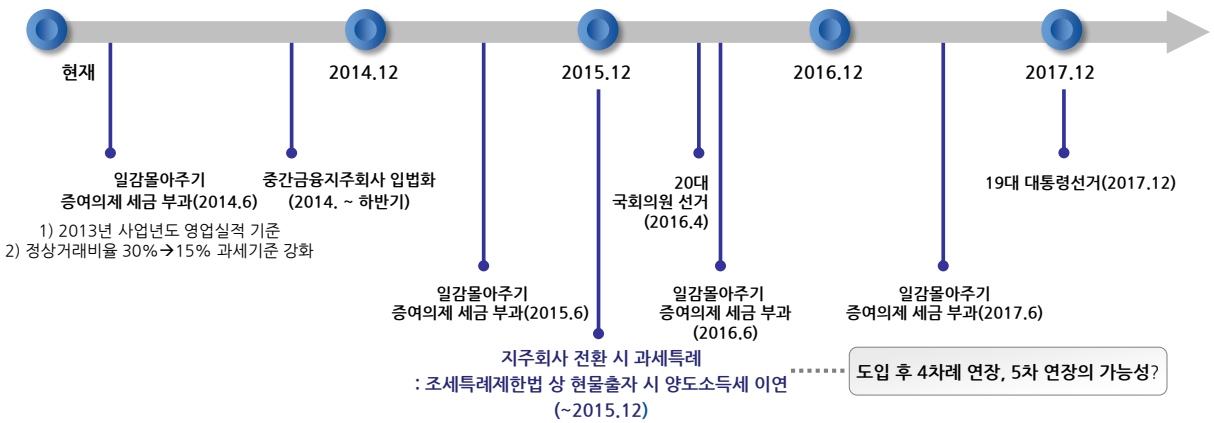
Key chart II. 삼성전자 (중간)지주회사로의 전환: 삼성전자에 대한 지배력 확대



Key chart III. 삼성 중간금융지주회사 도입: 금융계열사 지배 가능



Key chart IV. 지주회사 전환 과정에서의 세금 혜택(한시적)



자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성그룹과 지주회사

삼성그룹, 지주회사 전환의 필요성

현재 삼성그룹이 지주회사 체제로 반드시 전환해야 할 의무는 없다. 3세대로의 경영권 승계 과정에서 삼성그룹이 지주회사로 전환하지 않고 현재의 지배구조 체제를 유지한다 하더라도 그룹 경영권에 위협이 발생하거나 법적으로 저촉될 가능성은 제한적이기 때문이다. 그러나 다음의 사항을 고려할 경우 삼성그룹 역시 향후 지주회사 체제로의 전환을 선택하지 않기가 쉽지 않다는 판단이다.

첫째, 삼성그룹은 지주회사 전환을 통해 지배주주가 추가적인 자금 없이 지주회사에 대한 지분율 증대를 통해 현재 수준 이상으로 **삼성전자, 생명 등 그룹 내 핵심계열사에 대한 지배력을 증가**시킬 수 있다.

둘째, 지주회사 체제가 완성된 이후에는 과거 LG, GS 그룹 등의 사례와 같이 **지주회사 분할을 통해 계열분리가 용이**할 수 있다.

셋째, 일감몰아주기 규제 등 경제민주화 정책의 시행으로 지배주주의 예산제약 상황은 이전보다 강화된 반면 신규순환출자 금지와 높은 상속 및 증여세율 등의 상황에 직면하게 되기 때문에, 지주회사 체제로의 전환은 향후에도 **다음 세대로의 승계를 준비하는 과정에서 현재보다 유리**할 수 있다.

결론적으로 지난해부터 삼성그룹 내 지속적으로 나타나는 사업부 조정, 계열사간 합병 및 출자구조 정리의 지분이동 등 일련의 행보에서 확인할 수 있는 점은 **삼성그룹 역시 지주회사 전환의 필요성을 인식하고 이를 위해 준비하는 과정으로 판단**된다. 따라서 지배구조 관련 법률, 세금혜택 등 지주회사 전환 비용 등을 면밀하게 고려하면서 현재의 체제를 보다 강화할 수 있는 방향으로 지배구조가 완성될 수 있도록 지주회사 전환을 선택, 결정할 것으로 판단된다.

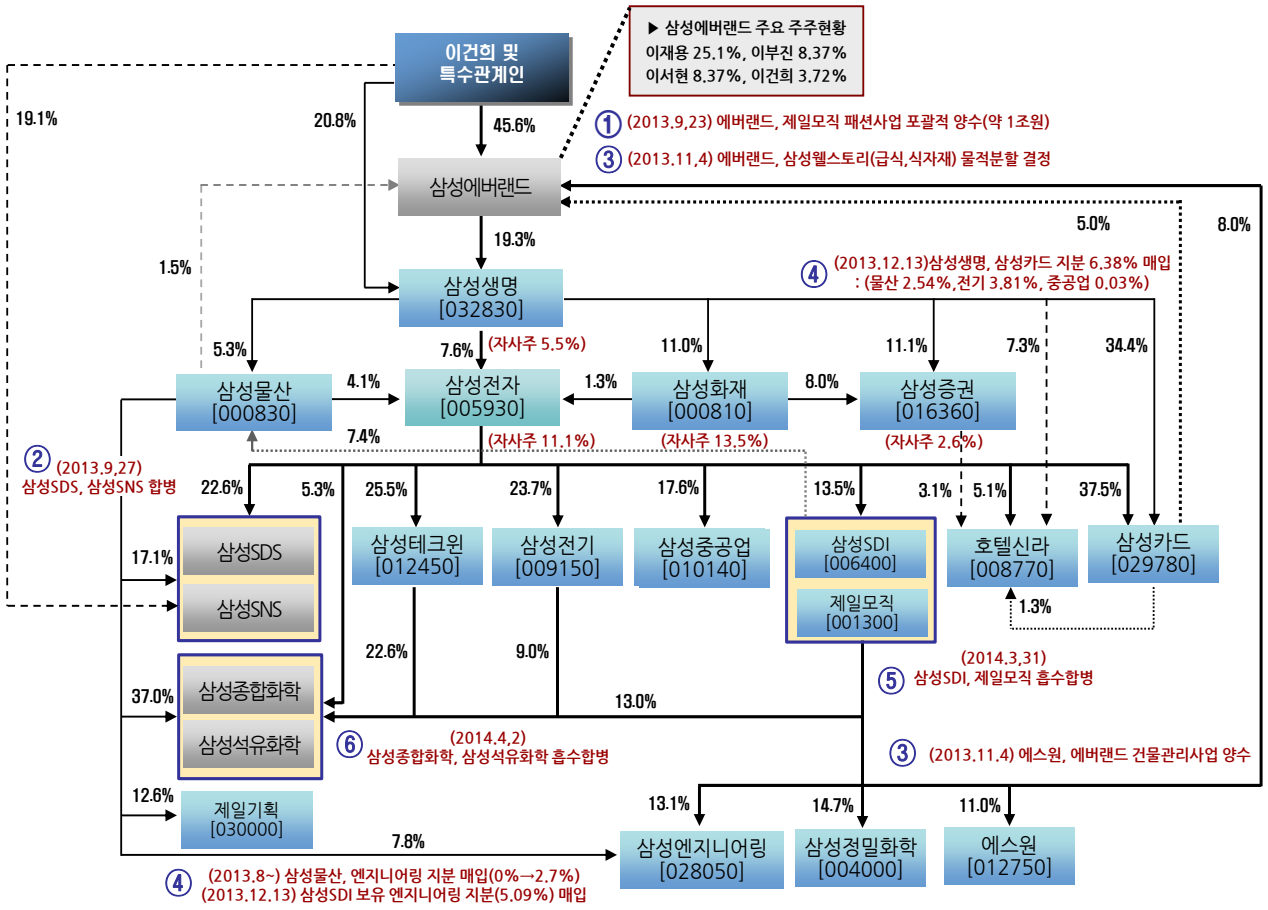
한편으로 삼성그룹의 지주회사 전환이 예상보다 빨라질 수도 있다는 판단이다. 현재는 지주회사 전환 과정에서의 세금 혜택 등 지주회사 전환과 관련 여러 가지 제반 요건들이 우호적인 상황인 한편, 지주회사 설립 이후 지주회사 요건 충족 달성을 위한 유예기간이 어느 정도 충분하다. 오히려 향후 지주회사 전환과 관련된 법률의 변경, 기존 순환출자 규제 등 지배구조와 관련된 추가 규제의 도입 등의 불확실성에 노출될 수도 있다. 따라서 일단 지주회사를 설립하고 이후 순환출자 해소, 금산분리 달성, 자회사 지분율 확보 등 지주회사 요건을 충족해 나가는 전략을 펼칠 수도 있다.

표 1. 최근 삼성그룹 내 사업부 조정 및 지분 이동 내역

현재 진행상황	내용
(2013.9,23)	에버랜드, 제일모직 패션사업 포괄적 양수(약 1조원)
(2013.9,27)	삼성SDS, 삼성SNS 합병
(2013.11.4)	에스원, 에버랜드 건물관리사업 양수
(2013.12.13)	삼성생명, 삼성카드 지분 6.38% 매입: (물산 2.54%, 전기 3.81%, 중공업 0.03%)
(2013.8~)	삼성물산, 엔지니어링 지분 매입(0%→2.7%), 삼성SDI 보유 엔지니어링 지분(5.09%) 추가 매입(2.7%→7.79%, 2013.12.13)
(2014.3,31)	삼성SDI, 제일모직 흡수합병
(2014.4,2)	삼성종합화학, 삼성석유화학 흡수합병
(2014.4.22)	삼성생명, 삼성카드 보유 삼성화재 지분 0.63% 매입
(2014.4.22)	삼성그룹 제조 계열사(전기, 정밀화학, SDS, 제일기획), 삼성생명 보유지분 매각(총 328만주, 지분율 1.64%)
(2014.5.9)	삼성생명, 삼성자산 100% 지분 매입 결정(현재 5.48% 보유) : 증권(62.25%), 중공업(3.88%), 화재(1.18%), 이재용(7.70%), 이부진(5.13%), 이서현(2.57%) 등
(2014.5.9)	삼성증권, 삼성선물 100% 지분 확보 결정(현재 51% 보유) : 생명(41%), 화재(4%), 생명공익재단(2%) 등

주: 발표시점 기준 정리, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 삼성그룹 지배구조 (요약)



주: 발표시점 기준 정리, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 삼성그룹 지배주주 일가 주식 보유현황

성명	관계	소속	보유주식	지분율(%)	지분가치(십억원)
이건희 (1942)	본인	삼성전자 회장	삼성전자	3.38	7,244
			삼성생명	20.76	4,115
			삼성종합화학	1.13	18
			삼성물산	1.37	156
			삼성에버랜드	3.72	194
			삼성SDS	0.01	2
			삼성라이온즈	2.50	0
			합계		11,729
이재용 (1968)	장남	삼성전자 부회장	삼성에버랜드	25.10	1,311
			삼성전자	0.57	1,222
			삼성SDS	11.25	1,716
			삼성자산운용	7.70	32
			가치네트	36.69	1
			합계		4,282
이부진 (1970)	장녀	호텔신라 대표이사 사장 삼성에버랜드 경영전략 사장 삼성물산 상사부문 고문	삼성에버랜드	8.37	437
			삼성석유화학	33.19	125
			삼성SDS	3.90	595
			삼성자산운용	5.13	21
			합계		1,179
이서현 (1973)	차녀	제일기획 경영전략부문장 삼성에버랜드 패션 경영기획 사장	삼성에버랜드	8.37	437
			삼성SDS	3.90	595
			삼성자산운용	2.57	11
			합계		1,043

주: 상장사는 6월 2일 종가, 비상장사는 순자산가액(삼성자산운용은 매각가) 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

삼성그룹 직면 현안

1. 지분승계 등 상속문제

현재 이건희 회장은 그룹 내 삼성전자, 삼성생명, 삼성물산, 삼성에버랜드 등의 주식을 보유하고 있다. 향후 이건희 회장의 보유주식은 이재용 부회장 등 특수관계인에게 상속 및 증여가 이루어짐으로써 승계가 이뤄질 것으로 예상된다. 이러한 경우 상속 및 증여세 부과가 필연적으로 발생하게 된다.

종전에는 상속세 납부 시 보유 현금이 없을 경우 상장주식으로 물납이 가능했지만, 법률 개정으로 2013년 2월 15일 이후의 상속부터는 금지되었다. **상장주식의 경우 현금화가 용이하므로 납세자가 직접 현금화하여 상속세를 납부**하도록 하기 위함이다(다만 보호예수처럼 자본시장과금융투자업에 관한 법률에서 매각을 제한하고 있는 경우에는 시장을 통해 현금화하기 어려우므로 물납이 예외적으로 허용된다). 따라서 **삼성그룹 역시 향후 지분승계 과정에서 상속·증여세의 현금 재원 마련이 요구**된다.

현재 승계 시 부담해야만 하는 상속세율 중 현재 최고세율 구간은 30억원 초과 시 세율 50%가 적용되는 경우이다. 특히 지배주주가 보유한 주식의 경우, 경영권 프리미엄 등을 이유로 할증하여 평가하도록 하고 있어 상속세의 부담수준이 일반의 경우보다 더욱 높아지게 된다. 즉 최대주주의 주식 상속의 경우 상속세 최고세율 50%를 가정할 경우, 30%의 최대 할증률까지 적용하면 실질적 최고세율은 65%까지 상승할 수 있다. 따라서 직면한 예산제약 아래, 이건희 회장의 보유주식의 승계 시 **상속세를 납부할 여력이 확보되지 못하면 상속받은 주식 중 일부는 매각해야 하는 경우도 고려**할 수 있다.

한편 이건희 회장이 보유주식 중 공익재단에 증여할 경우 증여 주식에 대하여 증여세가 면제(성실공익법인의 경우 10% 이내 주식 보유분까지)될 수 있다. 따라서 공익재단을 활용하여 증여세를 절감한 이후 지배주주 일가가 다시 주식을 되사오는 방안도 검토될 수 있지만 이 역시 자금부담이 수반되는 점은 불가피하다.

표 3. 상속세 물납 충당 가능한 재산의 범위

구분	내용
상증법 시행령 제74조	1. 국내에 소재하는 부동산 2. 국채·공채·주권 및 내국법인이 발행한 채권 또는 증권과 그 밖에 기획재정부령으로 정하는 유가증권 단, 다음에 해당하는 유가증권은 제외 가. 한국거래소 상장 주식(단, 최초 한국거래소에 상장되어 자본시장통합법에 따라 처분이 제한된 경우에는 예외) 나. 비상장주식 등(단, 다른 상속재산이 없거나 상속재산으로 상속세 물납에 충당하더라도 부족하면 예외)

자료:법제처, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 과세표준 별 상속세율

과세표준	세율	누진공제
1억원 이하	10%	-
1억원 초과 ~ 5억원 이하	20%	1천만원
5억원 초과 ~ 10억원 이하	30%	6천만원
10억원 초과 ~ 30억원 이하	40%	1억6천만원
30억원 초과	50%	4억6천만원

자료: 국세청, KDB대우증권 리서치센터

표 5. 최대주주 주식에 대한 할증평가

구분	지분율 50% 초과	지분율 50% 이하
일반법인	30%	20%
중소기업	15%	10%

자료: 국세청, KDB대우증권 리서치센터

2. 삼성SDS 상장

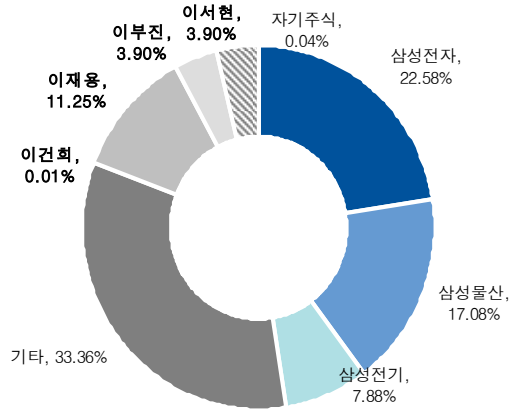
삼성SDS의 연내 상장을 위한 절차가 준비 중이다. 상장 추진의 배경은 국내 IT서비스 시장이 공공부문 신규사업에서 대기업의 참여가 제한되고, 경쟁 심화로 수익성이 악화되는 상황에서 빅데이터, 사물인터넷 등의 신성장 기술 확보를 통해 해외사업을 적극적으로 확대하기 위한 일환이라고 밝혔다.

삼성SDS는 삼성그룹을 대내시장으로 확보함으로써, 그룹 IT설비 투자수요 증대에 따라 안정적인 매출 성장이 가능하다. 2013년 매출액 7조원, 영업이익 5,056억원(영업이익률 7.2%)을 기록하였는데, 특히 베이징 등 12개 해외 물류법인을 통해 약 1.4조원(+137% YoY)의 매출 실적을 시현하였다.

삼성SDS의 해외 물류IT사업은 2012년 물류컨설팅 업체 EXE C&T와 합병으로 본격화한 뒤 **삼성전자의 해외 물류 수요를 대상으로 사업을 진행** 중인데, 삼성SDS 새로운 성장축으로의 자리매김이 예상된다. 이는 기존 전통적 해외 물류서비스에 IT기술 접목을 통해 운송화물의 위치와 예상 운송기간 등의 정보를 제공하여 효율성을 제고하는 4PL(4th Party Logistics) 서비스를 제공하는 사업이다. 현재 삼성전자의 연간 해외 물류비의 약 50%를 차지하고 있으나, 2016년까지 글로벌 물류체계를 완성한 이후 **2017년부터 삼성전자 해외 물류비의 대부분을 담당할 예정**이며. **이후 그룹 관계사 및 대외시장으로 사업을 확대**한다는 계획이다.

한편 삼성SDS는 삼성전자가 22.6%의 지분을 보유한 최대주주이고, 삼성물산과 삼성전기가 각각 17.1%, 7.9% 지분을 보유하고 있다. 아울러 삼성그룹 3세가 공통적으로 지분을 보유하며, 총 19.1%의 지분을 확보하고 있다. **삼성SDS의 상장과 기업가치 증대 과정에서 3세들의 보유지분은 예산 제약 아래 상속세 및 그룹 내 중요 지분 취득을 위한 재원 마련 역할의 가능성이 높다**는 판단이다.

그림 2. 삼성SDS 주주 현황

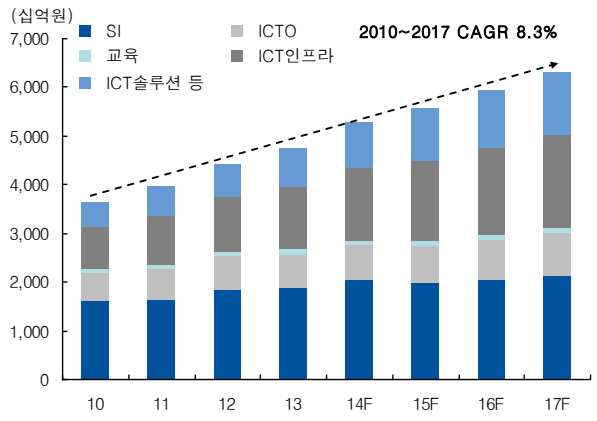


자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 삼성SDS 장외주가 추이

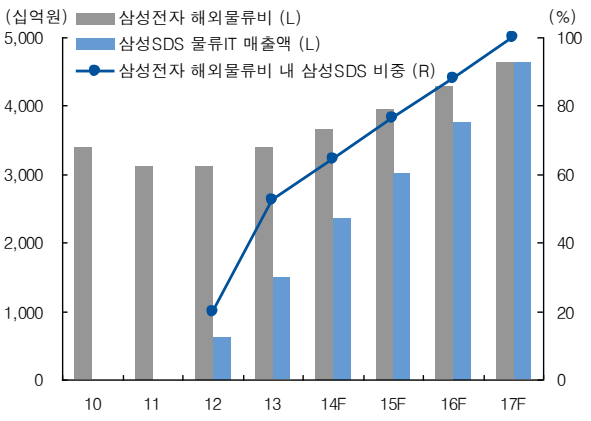
자료: JSTOCK, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 삼성SDS 자체사업 매출액(별도 기준)



자료:전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 5. 삼성전자 해외 물류비와 삼성SDS 물류매출 추이



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

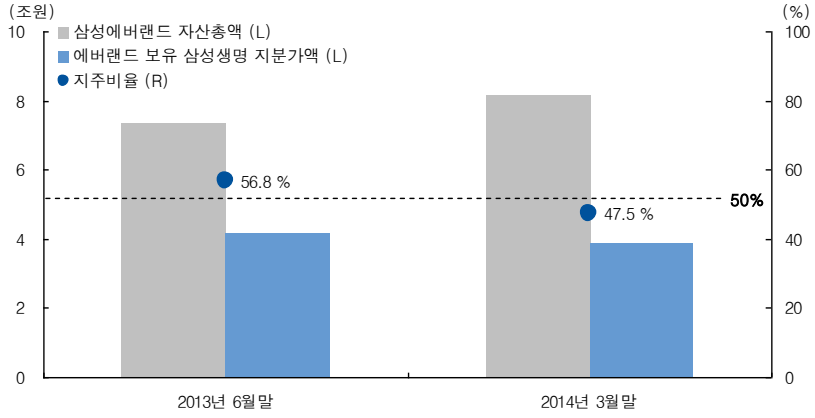
3. 삼성에버랜드 강제 지주회사 전환 관련

공정거래법 상 1) 자회사 주식가액 합계 대비 자산총액(지주비율)의 50% 이상이고, 2) 자회사 최다출자자 요건 만족 시, 선택에 관계없이 지주회사로 강제 편입되는 요건이 있다. 이를 감안해 **이건희 회장이 보유하고 있는 삼성생명 20.76%의 지분이 상속되는 과정에서 삼성생명의 최대주주가 삼성에버랜드로 변경될 가능성**이 있으며, 삼성에버랜드의 지주회사 강제 전환 문제가 발생할 수 있다.

지주회사 요건 충족 시 삼성에버랜드는 삼성생명 등 금융자회사를 보유한 금융지주회사로 전환되며, 현행 금융지주회사법상 금융지주회사의 보험자회사는 비금융회사를 손자회사로 보유할 수 없고, 지배할 수도 없어 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분 7.6%(약 16조원 규모)를 기한 내 처리, 해소해야 하는 상황이 발생하게 된다. 삼성전자에 대한 그룹 내 확고한 지배력이 완성되지 않은 상황에서 삼성생명의 삼성전자 보유 지분이 경영권과 관련되어 있음에도 그룹 계열사 및 총수일가가 전량 매입하기 어려운 규모이므로 문제가 되는 것이다.

그러나 2013년 말 삼성에버랜드가 제일모직 패션사업부를 약 1조원에 양수하고, 차입 등으로 부채가 커져 자산이 증가함에 따라 지난 1분기말 삼성에버랜드의 지주비율은 약 47.6%로 50%를 하회하였다. 따라서 이건희 회장 보유 삼성생명 지분이 상속 등을 통해 승계되는 과정에서 삼성에버랜드가 삼성생명의 최다출자자 요건을 만족한다 하더라도 또 다른 요건인 자산총액 50% 이상 비율을 충족하지 않게 됨으로써 지주회사 강제전환의 위험을 회피할 수 있게 되었다. 따라서 **삼성생명의 지분가치가 급등하지 않는 한 삼성에버랜드가 지주회사로 전환되는 일은 당분간 고려하기 힘든 사안**이다.

그림 6. 삼성에버랜드 지주비율 현황



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

4. 삼성생명 보유 삼성전자 지분 처리

그룹 내 삼성전자의 최대 단일 주주는 삼성전자 7.6%를 보유한 삼성생명이다. 현재 **삼성생명이 보유한 삼성전자 지분의 처리는 유배당 보험계약자에 대한 배분 문제와 연결**되어 있다. 현행 보험업법 상 투자유가증권의 평가이익은 회계적 기준 아래 주주 몫과 유배당 계약자 몫으로 구분하여 계상하면 되는데 반해, 투자유가증권을 처분 시에는 실현 이익의 일정 부분은 유배당 계약자에게 실제로 배당이 요구된다. 따라서 삼성생명이 삼성전자 지분을 해소하는 과정에서 실현 이익의 일정 부분을 유배당 계약자에게 배당해야 하는 문제가 발생될 수도 있다. 현재의 유배당 보험계약의 책임준비금 비중을 고려할 경우 매각 이익의 최소 20~30% 정도는 배당이 이루어져야 할 것으로 판단된다.

이러한 유배당 보험계약자 배분 문제의 사안을 고려해 보았을 때 삼성전자 및 삼성그룹 지배구조 개편 과정에서 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 적극적으로 활용할 가능성은 낮아 보인다. 즉 삼성그룹 **입장에서는 삼성생명이 삼성전자 지분을 현재 그대로 보유하는 전략이 유리**할 수 있다.

삼성그룹 지배구조 개편의 퍼즐

1. 지배구조 개편 시 우선적으로 고려해야 할 다섯 가지

첫째, 이재용 부회장 등 3세 중심 지배구조의 완성

현재 이재용 부회장 등 3세가 공통적으로 지분을 보유하고 있는 삼성에버랜드가 삼성생명 등의 지분 확보를 통해 그룹 내 경영권을 유지하고 있다. 따라서 **향후 예상되는 지주회사 역시 삼성에버랜드 중심의 지배체제가 이루어질 가능성**이 높다. 결국 삼성에버랜드가 지주회사로 완성될 경우, **지주회사에 대한 총수일가의 절대적인 지분율이 높은 수준으로 결정될 수 있도록 전환과정에서 고려**되어야 한다.

둘째, 삼성전자에 대한 확고한 지배력 확보

삼성그룹의 3세 승계 및 지주회사 전환 과정에서 역시 **삼성전자에 대한 안정적인 지배력 확보는 반드시 필수적**이다. 그러나 삼성전자에 대한 직접적인 지배는 더 이상 불가능하다. 따라서 삼성전자 지주회사 전환을 통해, 삼성전자 지주회사가 삼성전자 사업회사를 지배하게 하고, **지배주주 일가가 절대적인 지분을 확보한 삼성지주회사(삼성에버랜드)가 삼성전자 지주회사를 지배**하는 그림이 가능하다.

셋째, 삼성생명 보유 삼성전자 지분 처리 문제

그룹 내 삼성전자의 최대 단일 주주는 삼성전자 7.6%를 보유한 삼성생명이다. 그러나 유배당 계약자 문제로 삼성전자 및 삼성그룹 지배구조 개편 과정에서 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분을 적극적으로 활용할 가능성은 낮아 보인다. 그룹 입장에서는 **삼성생명이 현재대로 보유하는 전략이 유리**하다.

넷째, 지주회사 전환 이후 계열분리 검토

삼성그룹이 지주회사 체제를 완성한 이후, 선대 이병철 회장의 승계과정에서 확인할 수 있듯이 **향후 세 남매를 중심으로 그룹 계열분리의 검토가 가능**할 것으로 판단된다. 계열분리 과정에서는 역시 공통적으로 지분을 확보한 **삼성그룹 지주회사(현 삼성에버랜드)의 지분가치가 적극적으로 활용**될 수 있다.

다섯째, 지주회사 설립 과정에서의 비용 최소화

지배구조 개편 과정에서 대주주에게 가장 높은 문턱은 보유 주식의 매각 및 현물출자 과정에서 양도차익에 대해 양도소득세 및 법인세를 납부하여야 한다는 점이다. 따라서 한시적으로 적용 중인 **조세특례제한법상 지주회사 전환 과정에서의 세금 혜택을 적극적으로 고려할 유인**이 높다.

그림 7. 삼성그룹 지배구조 개편의 퍼즐

자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 삼성전자 중간지주회사 전환

(1) 삼성전자에 대한 지배력 확보

현재 그룹 내 삼성전자에 대한 지분율은 약 17.65%이다. 이 중 현행 공정거래법상 금융·보험사의 의결권 제한에 따라 특수관계인과 합하여 15%까지만 인정되기 때문에 15%를 초과하는 금융·보험사의 2.65%에 대한 의결권은 제한되고 있다.

결국 그룹 내 삼성전자에 대한 지배력을 추가적으로 높이기 위해서는 계열사 또는 총수일가 등 특수관계인에 의한 지분 매입이 이루어져야 한다. 그러나 삼성전자 시가총액을 약 200조원으로 감안하면 삼성전자 **지분 1%을 매입하는데 2조원의 금액이 필요할 정도로 자금부담이 상당**하다. 총수일가 및 계열사의 예산 제약을 고려하면 쉽지 않은 선택이다. 특히 일부 계열사의 경우는 자금 상황이 허용되더라도 지난해 말 통과된 신규 순환출자 금지 조항의 시행으로 삼성전자 지분의 추가 취득은 쉽지 않다.

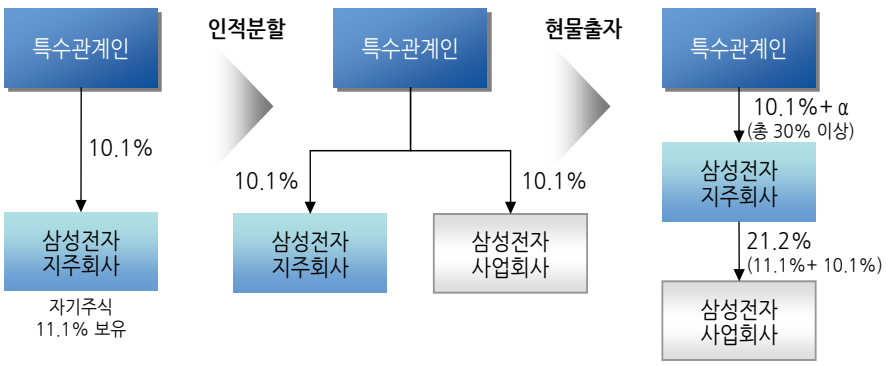
따라서 **삼성전자에 대한 그룹 내 지분율을 효과적으로 올릴 수 있는 방안은 삼성전자의 지주회사 체제 전환**이다. 삼성전자 지주회사 체제로의 전환 과정에서 인적분할-현물출자의 과정을 거치게 되면 삼성전자에 대한 그룹 내 지분율이 현재보다 약 두 배 이상으로 증가가 가능하며, 결국 삼성전자 지주회사를 통한 삼성전자 사업회사에 대한 확고한 지배가 가능하다.

표 6. 삼성전자 주요 주주현황 (%,십억원)

주주명		주식수	지분율	지분가치
총수일가(1)	이건희	4,985,464	3.38	7,254
	홍라희	1,083,072	0.74	1,576
	이재용	840,403	0.57	1,123
	소계	6,908,939	4.69	10,053
계열사(2)	삼성생명	11,123,876	7.55	16,185
	삼성물산	5,976,362	4.06	8,696
	삼성화재	1,856,513	1.26	2,701
	삼성복지재단	89,683	0.06	130
	삼성문화재단	37,615	0.03	55
	제일모직	9,679	0.01	14
	소계	19,093,728	12.96	27,781
그룹 내 지분율(1)+(2)		**26,002,667**	**17.65**	**37,834**
자사주		16,360,561	11.11	23,805
기타	국민연금	11,359,651	7.71	16,528
	기타주주	93,576,458	63.53	136,154
총계		147,299,337	100.00	214,321

주: 지분율은 2014년 1분기말, 금액은 6월 2일 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 삼성전자 지주회사 전환



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

삼성전자 자사주 매입 가능성 및 방안 검토

삼성전자의 지주회사 전환은 인적분할을 통해 전자계열사 지분을 보유한 삼성전자지주회사와 종래 사업부문을 보유한 삼성전자사업회사로 분할하고, 이 과정에서 삼성전자지주회사는 확보한 자사주를 활용해 삼성전자사업회사를 지배함으로써 완성하게 된다.

이때 삼성전자 지분을 보유하고 있는 계열사들은 삼성전자지주회사가 자회사 지분율 요건 충족을 위해 **삼성전자 사업회사의 지분을 공개매수 과정에서 현물출자로 참여함으로써 삼성전자 지주회사에 대한 그룹 내 지분율은 더욱 증가**시킬 수 있으며, 삼성전자지주회사는 자회사 지분율 요건 충족이 가능하다. 다만 계열사 보유 삼성전자 지분을 활용하는 경우에도 삼성생명이 보유한 삼성전자 지분은 앞서 살펴본 유배당 계약자 배분 문제로 활용이 쉽지 않다는 판단이다. 결국 자사주 11.1% 및 삼성생명을 제외한 그룹 내 삼성전자 보유지분 전량 10.1%를 활용한다면 삼성전자사업회사 지분율 20% 이상의 확보로 자회사 요건 충족이 가능하다.

여기에 삼성전자가 직접 자사주 매입을 통해서도 그룹 내 지분율 상승을 이끌 필요가 있다. 삼성전자가 확보한 **자사주는 삼성전자의 지주회사 전환 과정에서 삼성전자지주회사로 귀속됨으로써 삼성전자지주회사가 삼성전자사업회사를 지배할 수 있는 지분율 확보의 유용한 수단**으로 활용될 수 있다. 현재 그룹 계열사가 보유한 삼성전자 지분과 삼성전자 자사주의 합(21.2%)은 공정거래법상 자회사 지분율 요건의 최저 한도인 20%에 부합하는 수준이다. 따라서 삼성전자의 지주회사 전환 이후 삼성전자지주회사의 공개매수에 따른 부담 완화나 삼성전자사업회사에 대한 경영권 안정 등을 목적으로 **현재 삼성전자의 자사주 매입이 적극적으로 고려되어야 할 필요성**이 있다. 즉 주주친화정책의 일환 중 하나로서 자사주 매입은 지배구조 개편 과정에서 충분히 고려될 수 있다는 판단이다.

현재 삼성전자는 보통주 1,636만주(11.1%), 우선주 298만주(13.1%)의 자사주를 보유하고 있다. 2000년 이후 삼성전자의 자사주 취득은 9차례에 걸쳐 시행되었고, 최근래 마지막 자사주 취득은 2007년에 이루어졌다. 2014년 1분기말 별도재무제표 기준으로 삼성전자의 현금성자산은 약 35조원 수준에 달하는 만큼 **배당가능이익 한도 내에서 삼성전자의 자사주 매입 여력은 충분**하다는 판단이다.

표 7. 삼성전자 과거 자사주 매입 내역 (%,원,십억원)

공시일	시작일	종료일	종류	주식수	자사주 총계	자사주 비율	취득주가 평균	자사주 취득금액
1) 2000.10.16	2000.10.20	2000.12.26	보통주	3,000,000	6,449,625	4.26	167,564	503
			우선주	400,000	1,269,693	5.31	73,930	30
2) 2002.3.25	2002.3.29	2002.4.23	보통주	1,330,000	7,779,625	5.12	380,176	506
			우선주	210,000	1,479,693	6.19	207,345	44
3) 2002.8.2	2002.8.6	2002.8.28	보통주	2,660,000	10,439,625	6.80	331,130	881
		2002.8.27	우선주	400,000	1,879,693	7.87	162,067	65
4) 2003.3.7	2003.3.11	2003.4.10	보통주	3,100,000	10,439,625	8.81	293,890	911
			우선주	470,000	1,879,693	9.83	142,164	67
5) 2003.10.17	2003.10.21	2004.1.13	보통주	2,150,000	10,303,515	8.33	447,840	963
			우선주	330,000	1,879,693	9.43	254,434	84
6) 2004.4.7	2004.4.12	2004.4.30	보통주	3,060,000	9,993,792	6.72	613,470	1,880
			우선주	260,000	1,879,693	9.27	362,274	94
7) 2004.9.13	2004.9.17	2004.11.18	보통주	4,000,000	13,965,342	9.47	451,823	1,807
8) 2005.6.10	2005.6.14	2005.8.29	보통주	3,800,000	17,576,494	11.93	534,966	2,033
		2005.8.17	우선주	300,000	2,179,693	9.55	363,347	109
9) 2007.1.12	2007.1.16	2007.4.15	보통주	2,800,000	21,210,630	14.4	585,853	1,640
			우선주	400,000	2,979,693	13.05	448,866	180
2013.6월 현재			보통주		16,360,651	11.11		
			우선주		2,979,693	13.05		

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

한편 삼성전자의 자사주 취득 방안에 있어 시장에서 일부 검토되는 시나리오 중, 삼성전자 지분을 보유하고 있는 계열사로부터 이를 삼성전자가 자사주 목적으로 직접 지분을 취득하는 것은 현행 상장사 자사주 매입규정에 따라 고려할 수 없는 부분이다.

상법은 직전 결산기의 대차대조표상의 배당가능이익의 범위 내에서 자사주를 취득할 수 있도록 하되, 그 방법을 **1) 상장주식과 같이 거래소에서 시세가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득**하게 하거나, **2) 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 방법으로 제한**하고 있다. 이는 자사주 취득 과정에서 주주평등의 원칙이 지켜질 수 있도록 하기 위한 것으로, 특정 주주만을 선택하여 거래하는 방법으로 그 주주의 주식만을 취득하는 것은 다른 주주에게 기회의 불평등을 초래할 수 있기 때문이다. 반대로 **취득 자사주를 처분하는 경우, 처분 상대방을 이사회의 결의로도 선택**할 수 있다.

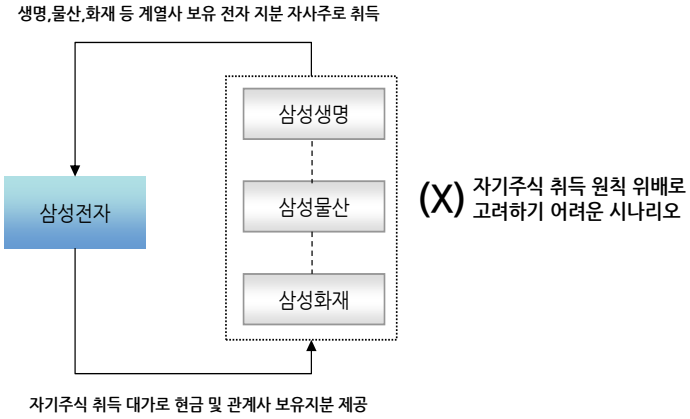
따라서 그룹 내 상장사가 보유 현금 및 지분교환 등의 방안을 활용해 자사 지분을 보유하고 있는 관계사로부터 직접 주식을 자사주 명목으로 취득해오는 시나리오는 검토하기 어렵다. 결국 예산제약과 신규순환출자금지 시행 등의 환경 아래 지배구조 개편 과정에서 그**룹 내 삼성전자에 대한 지분율을 추가 확보할 목적으로 삼성전자 지분을 유일하게 살 수 있는 주체는 바로 삼성전자일 수밖에 없다는 판단**이며, **삼성전자는 이를 거래소 시장을 통해서만 매입이 가능**하다.

표 8. 자기주식 취득의 원칙적 허용

상법	내용
제341조	① 회사는 다음의 방법에 따라 자기의 명의와 계산으로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 1. 거래소 시세가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법 2. 종류주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것(대통령령으로 정함)

자료: 법제처, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 삼성전자는 관계사가 보유한 자사 지분을 자사주로 취득하기 어려움



자료: KDB대우증권 리서치센터

(2) 삼성전자 지주회사에 대한 지배주주 일가 지배

삼성전자에 대한 지배력을 높이기 위해 지주회사 체제로 전환하는 과정에서 그룹 내 삼성전자지주회사에 대한 지분율을 가장 많이 확보하게 되는 것이 삼성물산(삼성생명 참여 배제 가정)이다. 따라서 **지배주주 입장에서는 삼성물산에 대한 지배력을 높이는 작업이 필요**하다. 이를 위해 **삼성에버랜드와 삼성물산의 합병이 검토**될 수 있다는 판단이다. 지배주주 일가가 삼성전자에 대한 추가 지분 확보가 쉽지 않은 상황에서 절대적인 지분을 확보하고 있는 **삼성에버랜드가 삼성물산과 합병이 이루어진다면 비용을 최소화하면서 현재 삼성물산이 보유한 삼성전자 지분에 대한 직접적인 지배가 가능**해지기 때문이다. 또한 삼성에버랜드와 삼성물산의 합병은 그룹 내 건설사업 부분의 조정 효과까지 가능해진다.

현재 삼성물산의 시가총액은 약 11조원이고, 삼성카드, KCC 등 삼성에버랜드 지분을 보유한 회사들이 반영하고 있는 삼성에버랜드의 공정가치는 주당 약 209만원으로 이를 환산한 시가총액은 5.2조원 정도이다. 따라서 지배주주 일가는 삼성물산에 대한 지분 보유는 지극히 적은 반면, 삼성에버랜드의 기업가치가 상대적으로 낮아 합병 이후 합병법인에 대한 보유 지분율은 지금보다 희석이 불가피하다.

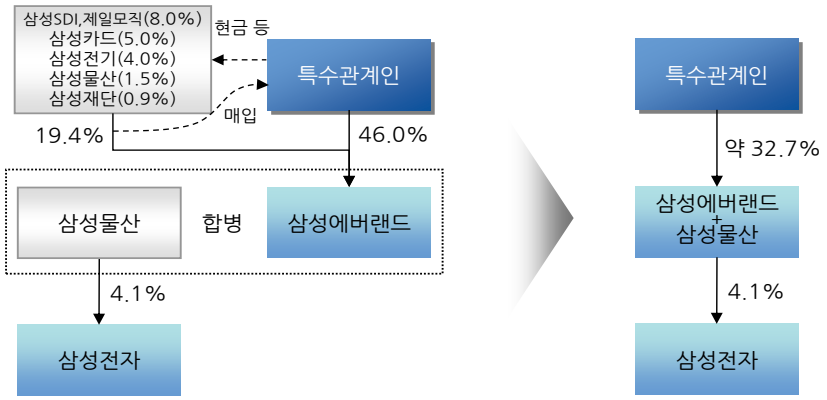
따라서 합병 시 지배주주의 지분율 하락 부담을 줄일 수 있게 다음 두 가지 방안이 검토될 수 있다.

첫째, **삼성에버랜드의 기업가치 증대 노력 및 합병 전 지배주주 일가의 삼성에버랜드 지분 추가 확보**이다.

***우회상장(back door listing)**
상장법인과 비상장법인의 합병 시
① 상장법인의 최대주주가 변경되거나,
② 피합병 비상장법인의 자산 및 매출액 규모가 상장 합병법인 보다 클 경우
우회상장 요건에 해당되어 엄격히 심사

먼저 보유 부동산 자산가치 등의 재평가를 반영해 삼성에버랜드 기업가치를 약 10조원으로 평가하면 합병비율은 1:1까지 고려될 수 있다. 이 경우에도 합병법인에 대한 총수일가 지분율은 종래 46%에서 23% 수준까지 희석될 수 있다. 따라서 합병이전까지 삼성에버랜드의 기업가치를 공격적으로 키움으로써 **지배주주들은 삼성에버랜드와 삼성물산의 합병 비율을 유리하게 형성하려는 유인**이 있다. 또한 합병 전 삼성에버랜드의 기업가치를 증대시키기에 앞서 **그룹 내 계열사가 보유하고 있는 삼성에버랜드 지분(총 19.4%)을 지배주주 일가가 선제적으로 확보**함으로써 합병과정에서의 지분율 희석 부담을 줄일 수도 있다. 그러나 이러한 경우에는 **상장사와 비상장사의 합병 시 발생하는 엄격한 우회상장의 요건 충족의 부담 해소를 위해 삼성에버랜드의 상장도 직접적으로 검토**할 수 있다.

그림 10. 삼성에버랜드-삼성물산 합병: (1) 지배주주 일가의 그룹 내 삼성에버랜드 지분 취득



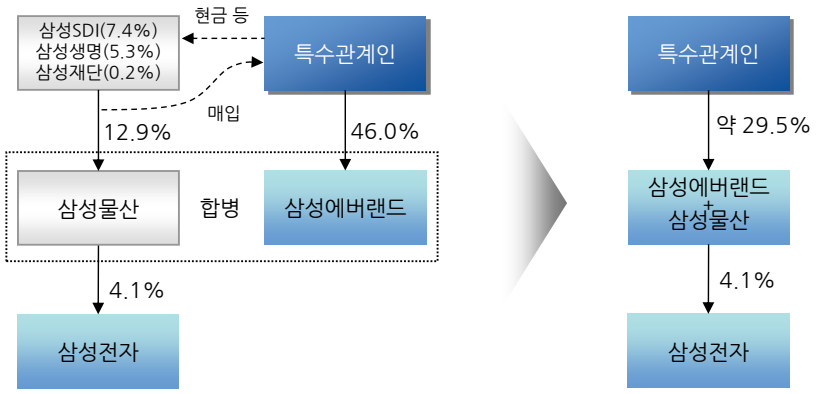
자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

둘째, 삼성에버랜드와 삼성물산의 합병 전 **지배주주 일가가 그룹 내 삼성물산에 대한 지분을 우선적으로 확보**하는 방안을 고려할 수 있다.

그룹 내 삼성물산에 대한 지분율은 14.29%(약 1.4조원 규모)이다. 자금 마련을 통해 총수일가가 그룹 내 계열사가 보유중인 삼성물산에 대한 지분을 확보하게 된다면 삼성에버랜드와 삼성물산의 합병 과정에서 삼성에버랜드 기업가치 증대 노력의 부담은 물론 합병으로 인한 지분율 하락의 부담도 일정부문 줄어들 수 있다. 이후 합병법인은 지주부문과 사업부문으로 분할한 뒤 공개매수 현물출자의 과정을 거치면 합병법인에 대한 지배주주 일가의 지분율은 30% 이상 수준으로 상승이 가능하다.

특히 이 경우에는 합병 이후 삼성생명이 보유한 삼성물산 지분 때문에 봉착하게 될 상호출자를 해소해야 할 필요도 없게 된다. 또한 **지배주주 일가의 삼성물산 지분 확보로 상장사와 비상장사의 합병에 따라 검토될 수 있는 엄격한 우회상장의 요건 충족의 부담도 경감**시킬 수 있다.

그림 11. 삼성에버랜드-삼성물산 합병: (2) 지배주주 일가의 그룹 내 삼성물산 지분 취득



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

표 9. 삼성물산 주요 주주현황 (%,십억원)

주주명		주식수	지분율	지분가치
총수일가(1)	이건희	2,206,110	1.41	161
계열사(2)	삼성SDI	11,547,819	7.39	843
	삼성생명보험	8,217,576	5.26	600
	삼성복지재단	231,217	0.15	17
	삼성문화재단	123,072	0.08	9
	소계	20,119,684	12.88	1,469
그룹 내 지분율(1)+(2)		**22,325,794**	**14.29**	**1,630**
자사주		9,007,557	5.77	658
기타	국민연금	20,188,198	12.92	1,474
	기타주주	104,696,215	67.02	7,643
총계		156,217,764	100.00	11,404

주: 지분율은 2014년 1분기말, 금액은 6월 2일 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 삼성에버랜드 주요 주주현황 (%,십억원)

주주명		주식수	지분율	지분가치
총수일가(1)	이재용	627,390	25.10	1,311
	이부진	209,129	8.37	437
	이서현	209,129	8.37	437
	이건희	93,068	3.72	194
	이유정	12,000	0.48	25
	소계	1,150,716	46.03	2,405
계열사(2)	삼성카드㈜	124,999	5.00	261
	삼성전기㈜	100,000	4.00	209
	삼성SDI㈜	100,000	4.00	209
	제일모직㈜	100,000	4.00	209
	삼성물산㈜	36,997	1.48	77
	삼성문화재단	22,020	0.88	46
	소계	484,016	19.36	1,011
그룹 내 지분율(1)+(2)		**1,634,732**	**65.39**	**3,416**
자사주		380,676	15.23	795
기타	KCC	425,000	17.00	888
	기타주주	59,592	2.38	125
총계		2,500,000	100.00	5,224

주: 지분율은 2014년 1분기말, 금액은 주당 209만원(삼성카드 반영) 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

2. 삼성생명 중간금융지주회사 도입

(1) 중간금융지주회사 도입, 연내 입법화 예상

정부는 지난 3월초 경제혁신 3개년 계획의 세부 실행과제로 M&A 활성화 방안을 발표하며, **올 하반기까지 공정거래법 개정을 통해 일반지주회사의 금융자회사 보유를 추진**하겠다고 밝혔다. 다만 일정요건(표 11 참고)에 해당할 경우 별도로 중간금융지주회사 설치를 의무화할 계획이다. 이미 관련 법률이 국회 정무위원회에 계류 중인 바, 향후 입법화가 충분히 가능하다는 판단이다.

표 11. 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용 추진 현황

구분	내용
공정거래법 개정 국회 발의 ('12.9.26)	일반지주회사의 금융회사 소유 인정, 금융자본과 산업자본 사이 자본 이동을 차단하기 위해 중간금융지주회사 제도 도입(제8조의5 신설)
대통령직인수위원회 국정과제 ('13.3.21)	일반지주회사의 금융자회사 보유 허용, 일정요건 시 중간금융지주회사 설치 의무
공정거래위원회 업무보고 ('13.4.24)	일반지주회사의 금융자회사 보유를 허용, 일정요건 충족 시 중간금융지주회사 설치를 의무화 예) 보험사 포함, 금융보험사 3개 이상 또는 금융보험사 자산규모 20조원 이상
M&A활성화 방안 ('14.3.6)	

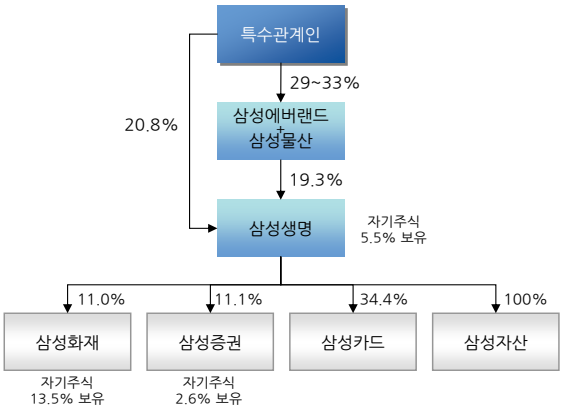
자료: 공정거래위원회, 기획재정부, KDB대우증권 리서치센터 정리

(2) 삼성그룹, 중간금융지주회사 도입

현재 삼성그룹은 그룹 내 생명, 화재, 증권 등 13개의 금융사를 보유하고 있다. 그러나 현행 공정거래법상 일반지주회사는 금융자회사를 보유할 수 없는 규정 때문에 삼성그룹은 금융사를 매각하지 않는 한 지주회사 전환이 어려운 상황이다. 따라서 **중간금융지주회사 도입을 통한 일반지주회사 내 금융자회사의 보유 허용은 삼성그룹의 지주회사 전환을 유도**할 것으로 판단된다. 삼성그룹은 금융사 지분의 외부 처리 없이 현재의 사업포트폴리오를 유지하면서 지주회사로 전환할 수 있는 길이 열리기 때문이다.

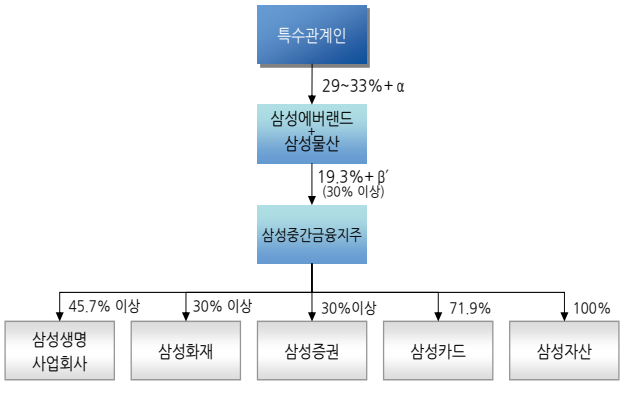
현재 삼성그룹 내 대부분의 금융사는 삼성생명을 중심으로 집결되어 있다. 따라서 **삼성그룹 내 중간금융지주회사의 도입은 삼성생명을 보험업을 영위하는 사업회사와 증권, 화재 등 금융 계열사 지분을 보유한 지주회사로 분할**함으로써 가능할 것으로 판단된다. 다만 삼성생명 지급여력비율 하락 등을 이유로 현재 삼성생명 보유 삼성전자 지분은 삼성생명 사업회사로 속할 가능성이 크다.

그림 12. 중간금융지주 도입 전 삼성 금융사 지배구조(현재)



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 중간금융지주 도입 시 삼성 금융사 지배구조(예상)



자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

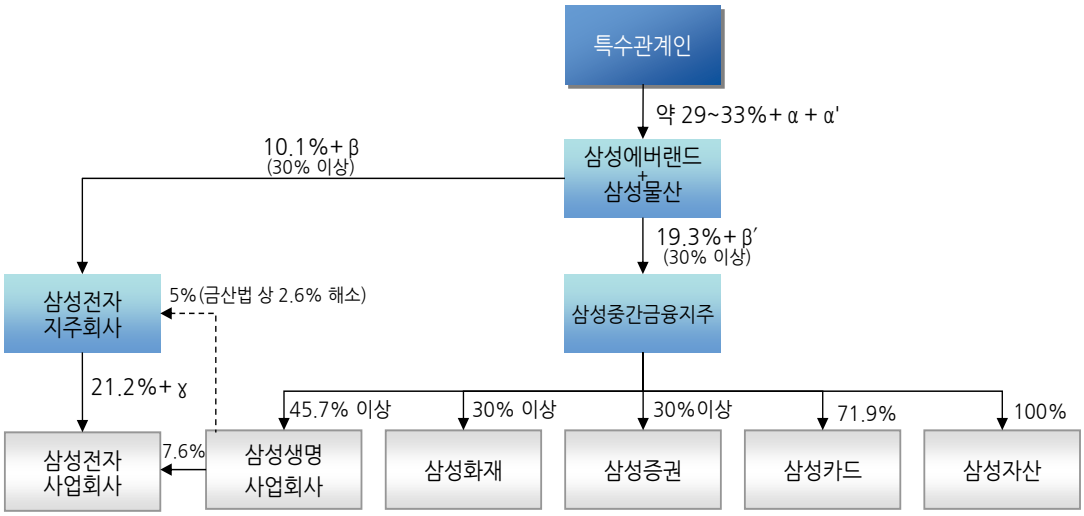
한편 중간금융지주회사가 허용된다 하더라도 중간금융지주회사는 금융자회사 지분만을 보유할 수 있고, 금융자회사는 비금융 계열사의 지분 보유가 제한된다. 즉 금융사와 비금융사간의 출자구조 정리를 통한 금산분리의 달성이 요구되므로, 이 과정에서 삼성그룹 내 지분정리가 필요하다. 그러나 이러한 상황에서도 **삼성그룹 입장에서 가장 원하는 지주회사 전환의 방안은 삼성생명 보유 삼성전자의 지분이 현재와 같이 계속 보유가 가능**해 삼성전자에 대한 지배력 유지는 물론 삼성전자 지분 매각에 따라 유배당 보험계약자 분배 문제 등의 부담을 줄여줄 수 있는 것일 가능성이 크다.

이후 설립된 중간금융지주회사가 금융지주회사법의 적용을 받는 경우, **중간금융지주회사 내 삼성생명 사업회사는 지배목적이 아니라면 계열사 주식에 대한 보유가 가능**할 수 있다. 지배목적이란 단독으로 또는 특수관계자와 합해 그 회사의 최다출자자이며, 동시에 그 중 지분이 가장 많은 경우를 의미한다.

삼성전자가 지주회사 전환으로 삼성전자 지주회사와 삼성전자 사업회사의 체제로 분할되면, 그룹 내 삼성전자 사업회사에 대한 최다 출자자는 삼성전자 지주회사가 되며, 삼성전자 지분을 보유한 삼성생명 사업회사는 그룹 내 삼성전자에 대한 최대출자자 위치에서 벗어나게 된다. 따라서 **중간금융지주회사 내 삼성생명사업회사는 삼성전자사업회사 지분 보유가 지배목적에 해당하지 않기 때문에 현재와 같이 계열사인 삼성전자사업회사의 지분에 대한 보유가 가능**할 수 있다.

물론 이 과정에서도 새롭게 취득하게 되는 신설법인 삼성전자 지주회사 지분의 일정 부분(금산법에 따라 5% 초과분)을 처분하는 과정이 필요하며, 주식 매각이익 중 일정 부분은 유배당 보험계약자에게 배당해야 하는 문제가 발생할 수 있다.

그림 14. 삼성중간금융지주 도입 시 자회사 삼성생명은 삼성전자 지배 가능



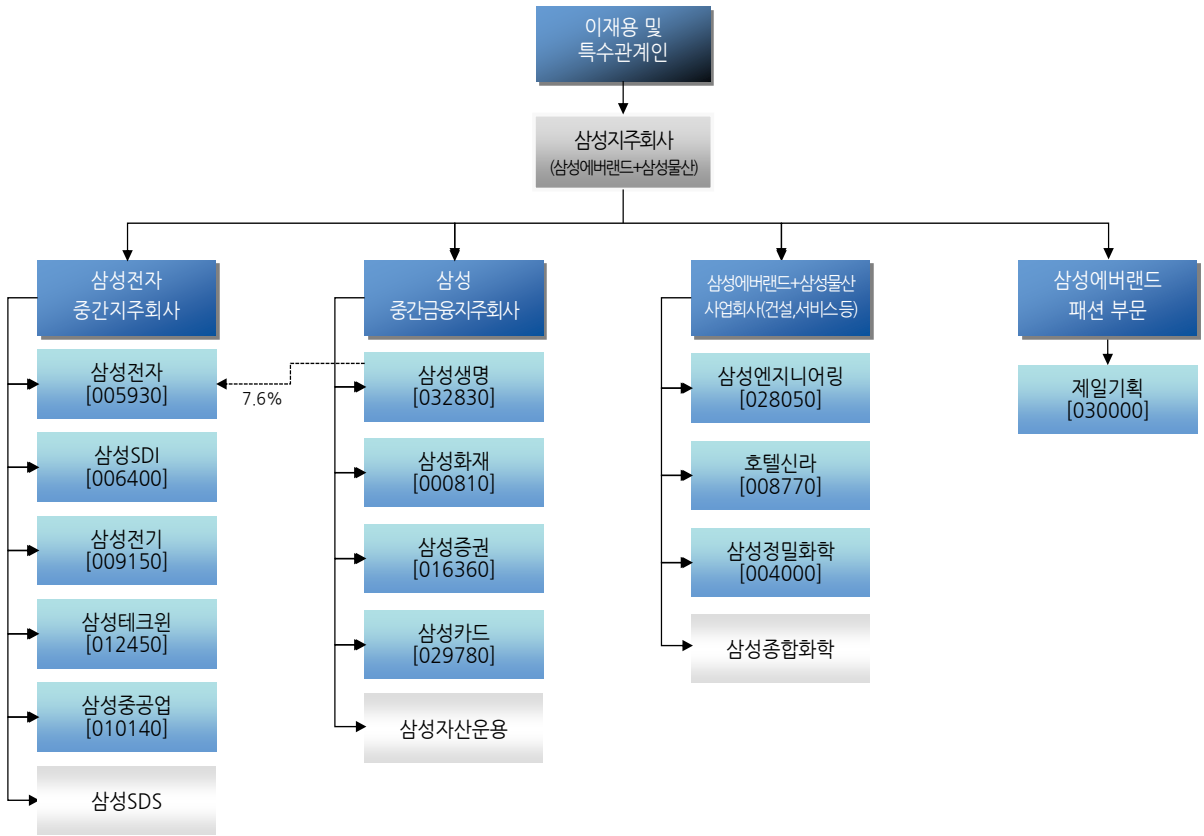
자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터 예상

3. 삼성그룹 지주회사 체제 완성

검토한 바를 요약하면 삼성그룹은 1) 삼성에버랜드를 삼성물산과의 합병을 통해 지주회사로 전환한 뒤 2) 삼성전자 중간지주회사를 통해 삼성전자 사업회사 및 전자계열사를, 3) 중간금융지주회사를 통해 생명 사업회사 및 증권, 화재, 자산운용 등의 금융계열사에 대한 지배가 가능할 것으로 판단된다.

선대 이병철 회장은 과거 계열분리 과정을 거치면서 자녀들에게 그룹을 승계하였다. 이건희 회장 역시 **현재의 삼성그룹을 이재용 부회장 등 세 자녀에게 분할하여 승계할 가능성**이 크다고 판단된다. 현재 그룹 내 3세간의 지분구조와 사업 역할을 기준으로 계열분리의 방향을 짐작해 볼 수 있으며, 특히 현재의 소유구조 상으로는 누구도 자신들이 지배할 회사의 의미 있는 지분을 보유하고 있지 않은 상황이다. 따라서 3세들이 계열사들의 지분을 추가적으로 보유해야 하며, 계열사 간의 지분정리도 필요하다. 결국 삼성에버랜드를 중심으로 한 지주회사 전환을 통해 3세의 지배구조 체제가 완성된 이후, 지주회사를 분할함으로써 삼성그룹은 3개의 그룹으로 계열분리 될 것으로 예상된다. 무엇보다 급선무는 지주회사 체제의 완성이므로 계열분리는 생각보다 긴 시간이 필요할 수도 있다.

그림 15. 삼성그룹 지주회사 체제 예상



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

언제까지? 지주회사 전환 비용의 최소화

1. 지배주주 관련 세금 문제

세금은 모든 거래비용에 있어서 고려해야 할 필수적인 요소이다. 지주회사 전환 과정 역시 필연적으로 주식의 이전이 수반되며, 이와 관련해 조세부담의 거래비용이 발생한다.

지주회사 전환 과정에서 발생되는 **가장 큰 조세부담은 주식의 현물출자 시 발생하는 양도소득세(법인인 경우 법인세)**이다. 일반적으로 상장된 주식을 증권시장에서 매매하는 경우에는 양도차익에 대해 양도소득세가 과세되지 않는다. 그러나 해당 주식의 보유자가 대주주인 경우에는 주식 매매에 대해 양도소득세가 과세된다.

현행 세법상 대주주를 판단하는 기준은 지분율 요건과 시가총액 요건이 있는데, 두 가지 요건 중 하나만 충족하게 되면 대주주에 해당한다. 주의할 점은 대주주를 판단함에 있어 본인뿐만 아니라 법에서 정한 친족, 그 밖의 특수관계에 있는 자의 주식을 모두 포함하여 대주주 여부를 판단하게 된다. 따라서 대부분의 **상장 기업 내 지배주주 일가는 주식 거래 시 양도소득세를 회피하기 어려운 상황**이다.

표 12. 주식 양도소득세 부과 시 대주주 판단요건

구분	주권상장법인	코스닥등록법인
지분율 요건	2% 이상	4% 이상
시가총액 요건	50억원 이상	40억원 이상

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 13. 주식 거래 시 양도 소득세율

구분				세율 (2002.1.1~현재)
유가증권·코스닥 상장 주식	대주주	중소기업 발행주식		10%
		대기업 발행주식	1년 이상 보유	20%
			1년 미만 보유	30%
	소액주주(장내거래)			비과세
비상장 주식	중소기업발행주식			10%
	대기업 발행주식	소액주주, 대주주 1년 이상 보유		20%
		대주주 1년 미만 보유		30%

주: 양도소득세 납부시 지방소득세(양도소득세의 10%) 별도 납부 필요, 자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 지주회사 설립 시 과세특례 활용

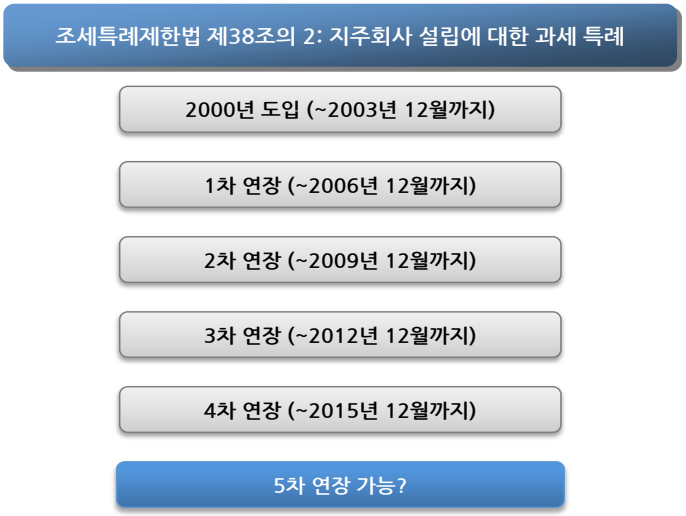
우리나라는 **지주회사 전환을 유도하기 위해 지주회사를 설립하는 과정에서 주식을 양도하는 경우 발생하는 양도차익에 대한 과세이연 제도를 마련**하여 세제지원을 하고 있다. 즉 조세특례제한법에 의하면, 주주가 주식을 현물출자함에 따라 지주회사로 전환하는 경우, 그 **현물출자로 인해 발생한 양도차익에 대해서는 그 주주가 현물출자 대가로 교부받은 지주회사의 주식을 처분할 때까지 양도소득세 또는 법인세의 과세를 이연** 받을 수 있다(조세특례제한법 제38조의2). 통상 그룹의 경영권과 직결되는 지주회사 지분은 처분하는 경우가 극히 드물기 때문에 실제 과세 부담은 상당부분 소멸되는 효과가 있다.

결국 이는 지주회사 전환에 따른 대주주의 자금 부담을 완화시킴으로써 지주회사 전환을 유도하기 위한 조세정책의 일환이다. 한편 이러한 제도는 일몰기한이 적용되어 있으며, 그 **일몰기한이 도래할 때마다 추가 시행여부를 다시 검토하기 때문에 한시적인 제도**로 이해할 수 있다. 따라서 지주회사 전환과정에서 세금 혜택을 얻으려면, **현행법상 2015년 12월 31일까지 주식을 현물출자**함에 따라 지주회사로 전환하는 경우에 한해서만 대주주는 발생한 양도차익에 대해 양도소득세 과세를 이연 받을 수 있다.

지주회사 전환 시 과세특례 제도는 지주회사 전환을 유도하기 위해 2000년 처음 도입되어 매 3년 기한으로 적용되고 있으며, 현재까지 네 차례 연장되어 시행 중이다. 현재의 상황에서 **2015년말 한차례 다시 연장될 수 있을지에 대해서는 예단하기가 쉽지 않은 상황**이다.

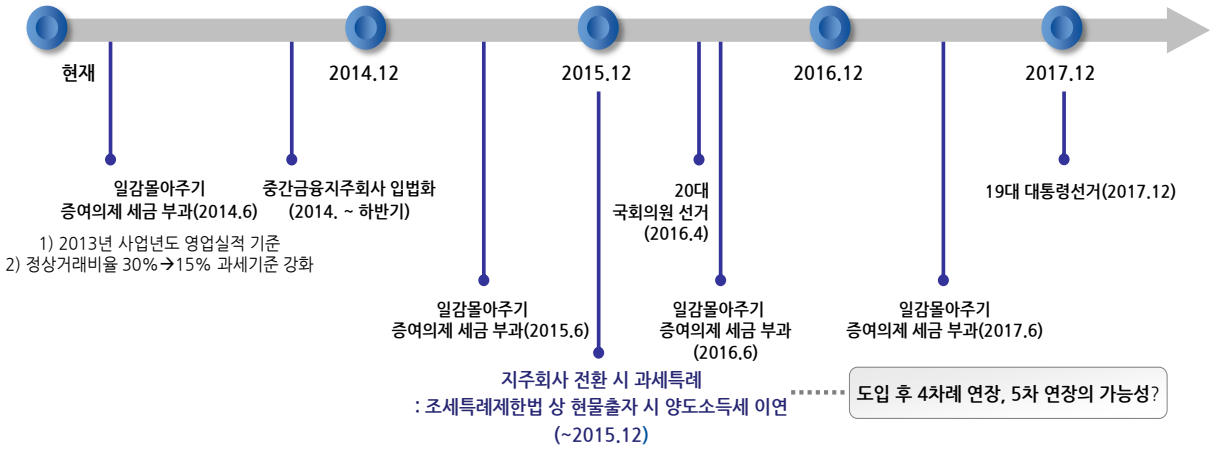
삼성그룹 역시 지주회사 전환 과정에서 필연적으로 지배주주 및 계열사 간 현물출자가 수반되며, 이 경우 양도소득세 및 법인세 부과가 해당 지배주주 및 계열사에 이루어지기 때문에 세금 부담에 대한 고려가 필요하다는 판단이다. 따라서 추가 연장의 불확실성에 노출되기보다 주어진 기한 내 지주회사 전환을 시행함으로써 지주회사 전환 과정에서 세금적 혜택까지 받으려는 유인이 클 수 있다.

그림 16. 지주회사 설립에 대한 과세 특례 연장 내역



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 지주회사 전환 시 한시적 과세특례(~ 2015년 12월), 한차례 더 연장될까?



자료: KDB대우증권 리서치센터

지주회사 전환과정에서의 투자기회

1. 삼성전자 분할 시 투자기회 확보

검토하였듯이 삼성전자에 대한 그룹 내 확고한 지배를 위해서는 삼성전자 역시 지주회사로의 전환이 불가피하다는 판단이다. 이 경우 삼성전자는 지주회사 전환 시 계열사 지분을 보유한 삼성전자지주회사와 현재 사업을 영위하고 있는 삼성전자지주회사로의 인적분할 과정을 반드시 거치게 된다.

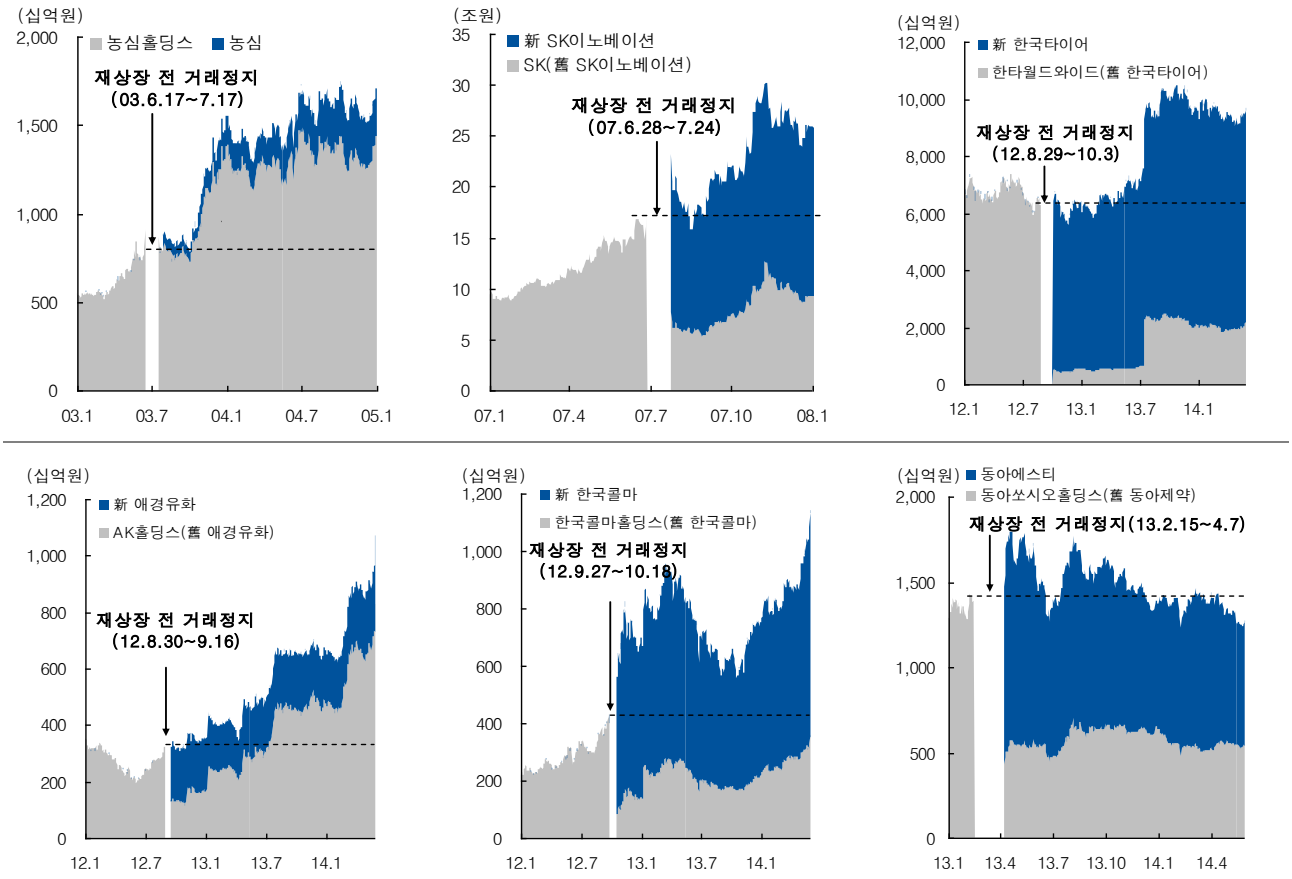
삼성전자 분할에 따른 투자 아이디어는 과거 SK, 농심그룹 등이 지주회사 전환 시 보여주었던 분할 전후의 시가총액 비교에서 확인할 수 있다. 지주회사 전환을 위해 지주회사-자회사로의 인적분할 후 매매거래 정지기간을 거치고 난 뒤 지주회사와 자회사의 재상장이 이루어지면, **대체로 인적분할 전의 단일 시가총액보다 인적분할 이후 지주회사와 자회사의 시가총액 합이 더 크게 형성됨을 확인**할 수 있다.

이는 하나의 사업자회사가 분할을 통해 지주회사와 자회사로 분리된 것이므로 이론적으로 기업가치 측면에서 불변이라 할 수 있으나, 지주회사 체제 전환 이후 지주회사와 자회사의 역할이 구분되면서 각각 독립경영과 전문성 강화 등을 기대하는 효과가 기업가치 산정에 일부 반영되는 측면을 고려할 수 있다는 판단이다. 또한 지배주주의 입장에서는 사업자회사의 주가가 높을수록 이후 지주회사와의 주식교환에 있어 지주회사의 신주를 더 많이 확보할 수 있기 때문에 공개매수가 이루어지기 전까지 사업자회사의 가치를 높이기 위해 적극적으로 노력하려는 유인이 작용할 수 있다.

따라서 **삼성전자 역시 지주회사 전환 과정에서 분할 이후의 기업가치 증대 예상**도 가능하다는 판단이다.

기업분할 관련 자세한 내용은 **「2014년 Outlook Report: 분할의 미학, 지주회사 (2012.12.2)」** 참고바랍니다.

그림 18. 지주회사 전환 전·후 시가총액 비교 사례



자료: KDB대우증권 리서치센터 자료: KDB대우증권 리서치센터 자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 금융 계열사 자사주 매입 가능성

정부가 하반기를 목표로 중간금융지주회사 도입을 통한 일반지주회사의 금융자회사 보유 허용을 추진 중이다. 살펴보았듯이 중간금융지주회사의 도입은 삼성그룹의 지주회사 전환을 용이하게 한다.

중간금융지주회사의 경우 금융자회사 지분율 요건(상장자회사 30% 이상, 비상장자회사 50% 이상 지분 확보)의 충족이 요구된다. 현재 그룹 내 삼성화재와 삼성증권에 대한 지분율은 각 회사의 자사주 보유 지분 포함 27.88%, 22.31%로 아직까지 30% 의무보유 기준에 못 미치는 수준이다. 따라서 향후 도입될 중간금융지주회사 체제에서 자회사에 대한 지분율 확보의 부담을 줄여주기 위해 **삼성화재, 삼성증권 금융 계열사들의 지속적인 자사주 매입 검토가 이루어질 가능성이 높다**는 판단이다.

즉 삼성화재와 삼성증권은 기 확보된 자사주를 향후 중간금융지주회사에게 매각함으로써 중간금융지주회사로 하여금 용이하게 자회사 지분율 요건을 충족하게 할 수 있다. 따라서 해당 기업들은 자사주 매입 실행 시 수급적 측면에서의 긍정적 효과를 기대할 수 있다.

표 14. 삼성화재 주요 주주현황 (%,십억원)

주주명		주식수	지분율	지분가치
계열사	삼성생명	4,905,718	10.36	1,273
	삼성카드	298,377	0.63	77
	삼성문화재단	1,451,241	3.06	377
	삼성복지재단	170,517	0.36	44
그룹 내 지분율	**소계**	**6,825,853**	**14.41**	**1,771**
자사주		6,381,534	13.47	1,656
기타		34,167,450	72.12	8,866
총계		47,374,837	100.00	12,294

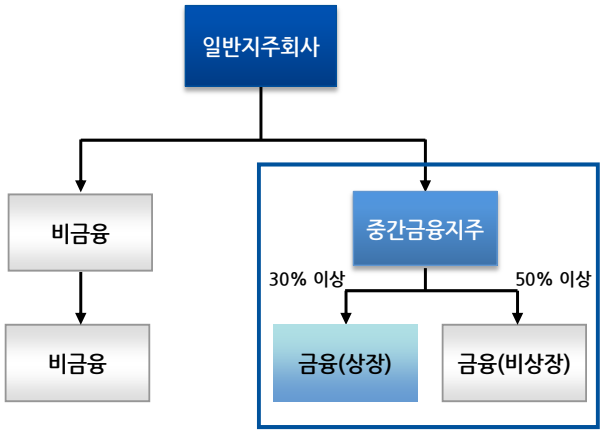
주: 지분율은 2014년 1분기말, 금액은 6월 2일 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

표 15. 삼성증권 주요 주주현황 (%,십억원)

주주명		주식수	지분율	지분가치
계열사	삼성생명보험	8,513,524	11.14	350
	삼성화재	6,133,252	8.02	252
	삼성물산	201,731	0.26	8
	삼성문화재단	195,992	0.26	8
그룹 내 지분율	**소계**	**15,044,499**	**19.68**	**619**
자사주		2,011,793	2.63	83
기타		59,378,873	77.69	2,443
총계		76,435,165	100.00	3,415

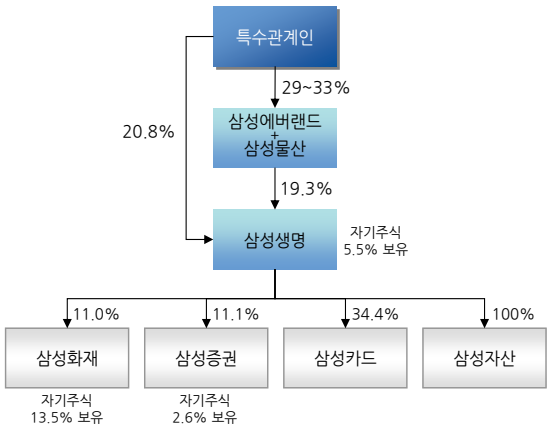
주: 지분율은 2014년 1분기말, 금액은 6월 2일 기준, 자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. (중간)금융지주회사 자회사 지분율 보유 요건



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 삼성그룹 내 금융 계열사 지배구조 현황



자료: KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전자을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전자을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권을 발행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.