

Governance Opinion

< Last issue BW >

자 본시장법 개정안 시행에 따라 이번 달 말부터 분리형 신주인수권부사채의 발행이 금지될 예정이다. 신주인수권부사채는 사채에 대한 이자 수익 뿐만 아니라 신주인수권을 통해 투자 수익까지 기대할 수 있어 매우 매력적인 투자상품이다. 특히나 분리형 신주인수권부사채는 신주인수권을 사채와 분리할 수 있기 때문에 그 투자 매력은 더욱 강력하다. 그렇기 때문에 신주인수권부사채는 투자자에게는 매력적인 투자처가 되어 왔고, 기업 입장에서는 용이한 자금 조달의 수단으로 애용되어 왔다. 하지만 분리된 신주인수권을 통해 최대주주가 지배력을 강화하거나 편법 상속 및 세습의 수단으로 악용된 부작용 또한 만만치 않다. 금번 분리형 신주인수권부사채 발행 금지 결정 역시 이러한 폐해가 시장을 왜곡하여 투자자들의 피해가 속출하고 있으며, 건전한 기업 지배구조에 독이 되고 있다는 판단에서이다.

그리고 분리형 신주인수권부사채 발행 금지에 임박해서 기업들은 앞다투어 분리형 신주인수권부사채를 발행하여 귀하디 귀한 신주인수권을 확보하는데 열을 올리고 있다.

그들만의 축제_소프트포럼

코스닥 상장기업 소프트포럼은 2013년 4월에 운영자금 조달 목적으로 200억원의 대규모 분리형 신주인수권부사채 발행을 결정했다. 이 신주인수권부사채에 산은캐피탈은 100억원을 투자했고, 린드먼팬아시아신성장투자조합과 린드먼제6호글로벌미래성장사모투자전문회사가 각각 80억원과 20억원을 투자했다.

그런데 200억원이라는 대규모 자금에 대한 이자율은 표면이자율 0%, 그리고 만기이자율 2%에 불과하다. 즉, 투자자인 산은캐피탈과 린드먼팬아시아신성장투자조합, 린드먼제6호글로벌미래성장사모투자전문회사는 사채 만기일인 2019년 5월까지 보유했을 때에만 만기보장수익률을 연복리 2%로 해서 이자를 지급받을 수 있으며 그 전까지는 전혀 이자수익을 확보할 수 없는 것이다. 이자소득만을 고려했을 때, 전혀 매력적인 투자처가 되지 못하는 것이다.

비밀은 신주인수권에 있다. 전체 200억원의 신주인수권 가운데 60%인 120억원의 신주인수권이 분리

되어 소프트포럼의 최대주주인 김상철과 특수관계인인 김정실, 김연수, 김성준 등에게 매각된 것이다. 산은캐피탈은 신주인수권 100억원 전량을 분리 매각했으며, 린드먼팬아시아신성장투자조합과 린드먼제6호글로벌미래성장사모투자전문회사는 합쳐서 20억원을 매각했다. 신주인수권매각 총액은 6억원. 결과적으로 산은캐피탈은 100억원의 신주인수권을 매각하여 5억원의 신주인수권 매각 이익을 확보한 셈이다. 산은캐피탈 입장에서는 단순 계산해도 5%의 이익을 즉시 확보한 것이며, 사채에 대해서는 2019년까지 만기보유 하지 않고 조기상환청구권을 행사하여 사전에 회수하면 산은캐피탈 입장에서는 장사를 꽤 잘한 셈이 된다.

최대주주 역시 신주인수권 매입을 통해 큰 이익을 얻을 수 있었다. 2012년 12월 말 기준 소프트포럼의 최대주주는 김상철과 부인 김정실, 그리고 자녀로 추정되는 친인척 김연수로 약 456만주, 38.54%의 지분을 보유하고 있었는데, 금번 신주인수권 매입을 통해 기존 보유주식의 50% 수준인 약 224만주의 신주를 추가로 인수할 수 있는 권리를 획득할 수 있었기 때문이다. 구체적인 최대주주 및 특수관계인의 신주인수권 매입 내역은 다음과 같다.

성명	관계	나이	보유주식	신주인수권 매입	비고
김상철	최대주주 본인	53년생	2,897,481	1,119,681	등기이사
김정실	친인척(부인)	55년생	1,082,358	373,227	등기이사(비상근)
김연수	친인척(자녀로 추정)	83년생	583,350	497,636	등기이사(비상근)
김성준	친인척(자녀로 추정)	89년생	-	248,818	
합계			4,563,189	2,239,362	

※ 총 120억원의 신주인수권 가운데 약 30억원의 신주인수권은 김정명이 인수(공시에 따르면 김정명은 특수관계 없음)

신주인수권의 절반은 최대주주 본인인 김상철이 매입하였지만 그의 자녀로 추정되는 김연수와 김성준 역시 75만주의 신주인수권을 확보할 수 있었다. 발행 당시 신주인수권 행사가액인 4,019원을 적용할 경우 시가로 약 30억원 규모의 주식이다. 현재 김연수는 31세, 그리고 김성준은 25세에 불과하다.

참고로 김연수는 2011년 12월 말에 집중적으로 지분을 매입하여 약 9억 5천만원에 58만주의 지분을 확보했다. 당시 나이는 29세. 당시 1,400원에서 1,800원 사이에서 지분을 매수했는데, 소프트포럼 주가는 그 이후로 7천원까지 급등했으며, 김연수가 주식을 매수한 가격 이하로 주가가 내려간 적은 단 한번도 없었다.

신주인수권 매각을 통해 안정적인 수익을 확보한 산은캐피탈, 그리고 신주인수권을 매입을 통해 견고한 경영권 행사를 위한 지분 확보와 동시에 가족 등 특수관계인의 지분을 증가시킬 수 있었던 김상철과 그

의 가족들. 금번 소프트포럼의 200억원 분리형 신주인수권부사채 발행은 결국 그들만의 축제였던 셈이다.

신주인수권, 그 치명적 매력_다원텍

소프트포럼은 2008년 관계회사인 에스에프인베스트먼트를 통해 코스닥 상장기업 다원텍을 인수했다. 그리고 2012년 말 기준으로 소프트포럼은 다원텍의 지분 33.9%를 보유하고 있는 최대주주이며, 소프트포럼의 최대주주 김상철은 다원텍의 등기이사로 재직하고 있다.

소프트포럼과 동일한 지배구조 하에 놓여있는 다원텍 역시 한 가족답게 마지막 신주인수권 확보 대열에 동참했다. 다원텍은 2013년 7월 50억원의 분리형 신주인수권부사채를 발행했다.

다원텍의 신주인수권부사채 발행은 소프트포럼의 그것과 많이 닮아있다. 이자율은 표면이자율 0%와 만기이자율 3%, 그리고 신주인수권부사채 투자자는 다름아닌 산은캐피탈이다. 또 전체 발행금액 50억원 가운데 60%인 30억원의 신주인수권이 분리되어 매각 되었다. 신주인수권을 매입한 상대는 김상철, 김연수, 그리고 김성준이다. 마지막으로 신주인수권 매각 가격은 30억원의 5%인 1억 5천만원. 다원텍과 소프트포럼, 회사 이름과 금액만 바뀌었을 뿐이지 사실상 투자 조건은 거의 빼다 박은 듯 일치하고 있다.

김상철, 김연수, 그리고 김성준은 신주인수권 매입을 통해 약 145만주의 신주를 매입할 수 있는 권리를 확보했다. 이는 기존에 소프트포럼이 보유하고 있는 다원텍 주식 362만주의 약 40% 수준이다. 김상철 등이 보유한 신주인수권을 현재 행사금액을 행사하여 신주를 확보할 경우 다원텍에 대한 소프트포럼의 지배력은 기존 33.9%에서 41.8% 수준으로 증가하게 된다.

김상철은 지분에 있어서 뿐만 아니라 경영 측면에서도 특수관계인에 대한 지원을 강화하고 있는 것으로 보인다. 김상철의 자녀로 추정되는, 이제 갓 서른을 넘긴 김연수는 2013년 3월 소프트포럼 정기주주총회에서 등기이사로 신규 선임되었다. 아울러 다원텍의 2013년 3월 정기주주총회에서도 김연수는 등기이사로 선임되어 경영기획 업무를 담당하며 상근하고 있다. 뿐만 아니라 소프트포럼이 2012년 말 인수한 코스닥 상장기업 한글과컴퓨터에서도 등기이사로 선임되었다. 김연수는 2013년 3월에 소프트포럼과 소프트포럼이 지배하고 있는 상장기업 2곳을 포함해 총 3곳의 등기이사로 일시에 선임된 것이다. 아울러 선임과 함께 신주인수권을 통해 지분까지 확보해 나가고 있는 것이다. 최근 김상철은 모 언론과의 인터뷰를 통해 '소유와 경영의 분리'가 본인의 경영 철학이라고 밝힌 바 있는데, 신주인수권의 치명적 매력에는 어쩔 도리가 없는 모양이다. 어쩌면 이런 치명적 매력 때문에 분리형 신주인수권부사채가 봉인된 것은 아닐까?

피는 물보다 진하다_삼진엘앤디

코스닥 상장기업 삼진엘앤디는 삼성전자의 부품납품업체로 2012년 말 기준으로 자산총액이 약 1,300억원에 1천억원 이상의 매출을 기록하는, 내실이 탄탄한 중견기업이다. 시가총액도 약 1천억원 수준에 이른다. 현재 최대주주는 설립자인 이경재이며 부인과 자녀 등 일가족을 포함해 약 28.26%의 지분을 보유하고 있다.

삼진엘앤디는 2013년 4월 운영자금 목적으로 100억원의 분리형 신주인수권부사채를 발행했다. 표면이자율 1%, 만기이자율 3%로 삼진엘앤디는 상당히 저렴한 금리로 자금을 조달할 수 있었다. 투자자는 한양증권, 흥국생명보험, 그리고 한국증권금융과 KTB자산운용 등이다. 이들은 전체 100억원의 신주인수권 가운데 60%인 60억원의 신주인수권을 3억 2천만원에 매각 했는데 그 중 50억원의 신주인수권을 최대주주의 특수관계인인 이명종 등에게 매각했다. (60억원 가운데 10억원의 신주인수권은 특수관계가 없는 제갈균에게 매각되었다.)

신주인수권 매입을 통해 이경재 일가의 삼진엘앤디에 대한 지배력은 보다 공고해졌다. 이경재 및 그의 특수관계인들은 약 454만주의 주식을 보유하고 있었다. 그런데 금번 신주인수권 매입을 통해 약 127만 7천주의 신주를 인수할 수 있는 권리를 확보한 것이다. 신주인수권의 세부 매입 내역은 다음과 같다.

성명	관계	보유주식	신주인수권 매입	비고
이경재	최대주주 본인	2,310,048	-	대표이사
이명종	자녀	886,951	511,116	등기임원(부사장)
이은정	자녀	399,370	255,556	
이수정	자녀	183,091	153,334	
김영희	부인	438,498	127,777	
백형규	사위	170,000	102,222	
전민선	자부	130,000	127,779	
박용철	조카	13,000	-	
김중현	처남	10,000	-	
조순자	조카	1,000	-	
합계		4,541,958	1,277,784	

이경재 등은 2009년 11월 삼진엘앤디의 보유주식과 경영권을 매각하고자 시도한 적이 있다. 당시 매

각 가액은 지분 약 31.6%와 경영권을 포함해 총 184억원이었다. 하지만 계약 체결 후 한 달도 되지 않아 계약 당사자 간의 합의로 계약은 해지되었다. 이로 인해 삼진엘앤디는 공시 번복 등의 사유로 불성실공시법인에 지정되었다.

이경재는 경영권 매각이 수포로 돌아가자 이명종 등 자녀들이 삼진엘앤디의 지분을 보유하도록 유도하여 매각에서 상속 쪽으로 방향을 전환한 것으로 보인다. 2011년 말 이경재는 유상증자 신주인수권증서를 자녀 등 특수관계인들에게 증여하고 또 특수관계인들이 장내에서 주식을 매수하는 등의 방법으로 특수관계인들의 지분 보유를 확대시켰다. 2006년 9월과 2011년 12월 최대주주 일가의 지분 변동을 비교하면 다음과 같다. (2006년 9월부터 2011년 12월까지 그 사이에 특별한 지분의 변동은 없었다.)

성명	관계	'06. 9월		'11. 12월		증감
		주식수	비율	주식수	비율	
이경재	최대주주 본인	2,221,200	29.14	2,310,048	15.08	88,848
이명종	자녀	103,500	1.36	886,951	5.79	783,451
이은정	자녀	9,213	0.12	399,370	2.61	390,157
이수정	자녀	-	-	189,861	1.24	189,861
김영희	부인	50,000	0.66	284,141	1.85	234,141
백형규	사위	-	-	170,000	1.11	170,000
전민선	자부	-	-	130,000	0.85	130,000
박용철	조카	12,500	0.16	13,000	0.08	500
김중현	처남	-	-	192,057	1.25	192,057
조순자	조카	11,134	0.15	9,272	0.06	-1,862

이러한 맥락을 고려한다면, 금번 분리형 신주인수권부사채 발행 금지에 임박해 삼진엘앤디가 100억원의 신주인수권부사채를 발행을 통해 신주인수권을 확보하고자 했던 연유에 대해서도 어느 정도 추정해 볼 수 있다. 2009년 말 기업 매각에 실패하자 2011년부터 자녀 등 특수관계인의 지분을 확대시켜 상속을 위한 준비를 하고 있는 것으로 보인다. 그리고 이번 신주인수권 확보 역시 그러한 상속을 위한 준비 과정의 연장선에서 이해할 수 있을 것이다.

분리형 신주인수권부사채와 거버넌스(Governance)

일생을 바쳐 일군 회사를, 그리고 소중한 재산을 눈에 넣어도 아프지 않을 가족들에게 상속하고자 하는 부모의 마음은 당연한 것이다. 그리고 이는 절대 비난할 수 없는 지극히 자연스러운 것이다.

하지만 정상적인 경로로 부의 상속이 이뤄질 경우 상속 재산의 상당 부분이 상속세 등 세금의 형태로 가족 외부로 유출되게 된다. 뿐만 아니라 주식 상속의 경우 세금을 납부하기 위해서는 주식을 매각해야 하는데 이 경우 경영권 유지가 위험해질 수도 있다. 이러한 이유로 인해 재계에서는 과도한 상속세 부담으로 인해 기업 승계가 어렵다고 불만을 토로하는 것이다.

그래서 상당한 기업 오너들은 편법과 합법의 아슬아슬한 경계를 줄타기 하며 보다 유리한 상속을 위해 다양한 방법들을 동원하고 있다. 오너 일가가 소유한 회사에 일감 몰아주거나 일감 떼어주기 등의 방법을 통해 부의 이전과 상속을 도모하기도 하고, 내부 정보를 이용해 막대한 주가 차익을 얻는 방법을 활용하기도 한다. 최근 폐지가 결정된 분리형 신주인수권부사채를 통한 방법도 상당히 애용되어온 방법 가운데 하나이다.

분리형 신주인수권부사채 발행 금지 소식이 전해지자 재계 곳곳에서 불만과 불 멘 소리가 이어지고 있다. 일부 부작용과 폐해 때문에 용이한 자금 조달 통로인 분리형 신주인수권부사채의 발행을 금지해서는 안 된다는 것이다. 일견 타당하게 들린다. 분명 분리형 신주인수권부사채는 신속하게 자금을 거리에 조달할 수 있는 매력적인 수단이기 때문이다.

그런데 과연 이렇게 좋은 제도를 오염시켜 폐지에까지 이르게 만든 책임은 누구에게 있는가?

최초 분리형 신주인수권부사채는 신주인수권의 투기성으로 인한 투자자들의 피해 우려와 신주인수권의 비밀 매집에 따른 경영권 위협 방지 등을 위해서 발행이 금지되었었다. 하지만 1999년 기업 자금 조달 수단을 다양화하고 자금 조달비용을 절감하며 동시에 다양한 투자 욕구에 부응하기 위해 전격적으로 규제가 완화되어 분리형 신주인수권부사채의 발행이 허용되었던 것이다. 사실상 기업을 위한 혜택이었다.

이제 분리형 신주인수권부사채는 그 화려한 역사를 뒤로 하고 다시 봉인된다. 하지만 언젠가 다시 기업들을 위해 봉인이 해제될지도 모른다. 그리고 기업들은 아마도 다시 편법과 합법의 경계선에서 보다 편리하고 유리한, 새로운 상속의 기법들을 개발해 낼 것이다. 하지만 그 방법이 무엇이든 이제 역사의 뒤안길로 사라지는 분리형 신주인수권부사채가 남기고 가는 소중한 교훈에 대해서는 절대 잊어서는 안 될 것이다.