

[지주회사/IT서비스]

**정대로**  
02-768-4160  
daero.jeong@miraeasset.com

**서윤석**  
02-768-4127  
yoonseok.seo@miraeasset.com

# 지주회사 (비중확대/Maintain)

## 지주회사 요건 강화안 발의, 그 영향은?

### 지주회사 판단요건 및 행위요건 강화에 관한 공정거래법 개정안 발의

지난 21일 지주회사 설립·전환을 위한 지주회사 판단 요건 및 자회사 최소 지분을 등 행위 요건 등을 변경, 강화하는 공정거래법 개정안이 발의(채이배 의원 등 20인)되었음. 이는 현재 지주회사 관련 제도가 지배주주의 지배권을 강화하고 경영권을 상속하는 데 용이하게 한다는 판단 아래 이를 개선함으로써 기존 지주회사 체제를 이용해 경제력 집중을 심화시키는 것을 방지하고자 함.

상기 개정안 역시 이미 발의된 다른 경제민주화 관련 법안들과 마찬가지로 입법화 여부에 대해서 단언할 수 없으나, 내년 말 대통령 선거를 앞두고 충분히 논의가 이루어질 수 있다는 판단임. 다만 개정안은 그 동안 지주회사 설립·전환을 장려하기 위해 제시해왔던 정부 정책과는 대적되는 내용으로 **입법화 시 지주회사를 추진하는 그룹에게 설립·전환에 따른 부담을 증가시킬 뿐만 아니라 일부 전환 완료된 지주회사 내에서도 체제 유지를 위한 부담이 증가될** 것은 분명함. 특히 **지주회사 판단기준 강화로 일부 회사는 전환 의도와 관계없이 지주회사 전환이 강제되는 불확실성도** 직면 예상.

### 공정거래법 개정안의 주요 내용 및 영향 분석

#### 개정안 1. 지주회사 판단기준 강화 → 지주회사 강제 전환 이슈 발생

**[개정 내용]** 지주회사 여부를 판단함에 있어 현행 자회사(최대출자자)로서 보유하고 있는 주식 외에 보유하고 있는 **계열회사 주식 전체를 기준으로 판단하도록 변경**하고, 이 때 **주식가치 합계를 현행 장부가액이 아닌 공정가치를 기준으로 산정**해 해당 회사 자산총액의 50% 이상인 경우 지주회사로 규정. 이는 실질적으로 주식 소유를 통해 사업내용을 지배하는 지주회사 역할을 하면서도, 지주회사가 되지 않는 모순이 발생해 규제에서 빠져나가는 사각지대(loophole)를 최소화하고자 함.

**[영향 분석]** 입법화 시 **지주회사 전환 의도에 상관없이 강제 전환되는 경우 발생 가능**. 즉 **주식가액 산정 대상 및 기준을 자회사에서 계열회사로, 장부가액에서 공정가액으로 변경함으로써 요건 미충족을 이유로 그 동안 실질적 지주회사로서의 역할만을 해왔던 회사들의 공정거래법상 지주회사 전환이 강제될 수 있음**. 이처럼 의도와 관계없이 지주회사 강제 전환이 예상되는 경우, 이를 회피하기 위해 계열사 지분의 일부 축소나 자산 증대를 위한 불필요한 부채 상승, 합병 등이 선택 예상.

#### 개정안 2. 지주회사 행위요건 강화 → 지주회사 설립·전환 및 유지를 위한 재무적 부담 증가

**[개정 내용]** 지주회사 행위규제를 지주회사 제도 최초 입법 당시와 동일한 수준으로 회귀시킴.

- 1) **부채비율:** 현행 자본총액 2배(부채비율 200% 이내)에서 **자본총액(100% 이내)만큼으로 변경**,
- 2) **자(손자)회사 최소 지분율:** 현행 상장 20%(비상장 40%)에서 **상장 30%(비상장 50%)로 상향**,
- 3) **손자회사 지배:** 두 자회사가 손자회사를 공동 보유·지배 금지, **자회사와 사업연관성 확보 의무**.

**[영향 분석]** 지주회사 전환을 추진 중인 그룹에게는 현재보다 추가적인 재무 부담이 요구. 특히 지주회사의 경우 강화된 부채비율과 자회사 지분율 요건 충족의 동시 고려가 어려움으로 작용 예상. 이미 지주회사 전환을 완료한 그룹의 경우, 개정된 행위요건 충족에 대해 2년 이내에 적합하도록 유예 기간을 부여 받음. 부채비율에 있어서는 대부분의 지주회사는 이미 강화된 요건(부채비율 100% 이하)까지 충족하고 있는 것으로 판단해 영향은 제한적. 다만 자(손자)회사 최소 지분율 상향 조정은 일부 그룹에 대해 영향을 미칠 것으로 파악되는데, **SK그룹의 경우 강화된 요건 충족을 위해 자회사 SK텔레콤(현재 지분 25.2%), 손자회사 SK하이닉스(현재 지분 20.1%) 등의 지분에 대한 직접적인 추가 확보를 가정 시 그룹 내 약 3.9조원 상당의 자원 마련이 필요할 것으로 판단**. 한편 자회사의 손자회사 공동 지배금지 및 자회사-손자회사의 사업연관성 확보 의무는 개정 규정에도 불구하고 기존 지주회사의 경우 중전의 규정을 따르도록 되어있어 실질적 부담은 제한적이라 판단됨.

### [삼성그룹] 개정안 통과 시 삼성물산의 지주회사 강제 전환 이슈 발생

현행 공정거래법상 ① 자산총액이 1,000억원 이상(17.7.1부로 5,000억원으로 상향 조정)이고, ② 자회사 주가가액 합계가 자산총액의 50% 이상 요건 충족 시 지주회사 전환 가능. 그러나 개정안에서 살펴본 바와 같이 상기 요건 중 주가가액 합계 대상이 기존 자회사에서 계열회사로 확장되고, 그 가치평가 기준이 종래 장부가액에서 공정가액으로 변경될 경우 전환 의도에 관계없이 지주회사 체제로 강제 편입되는 경우가 발생 가능성을 확인.

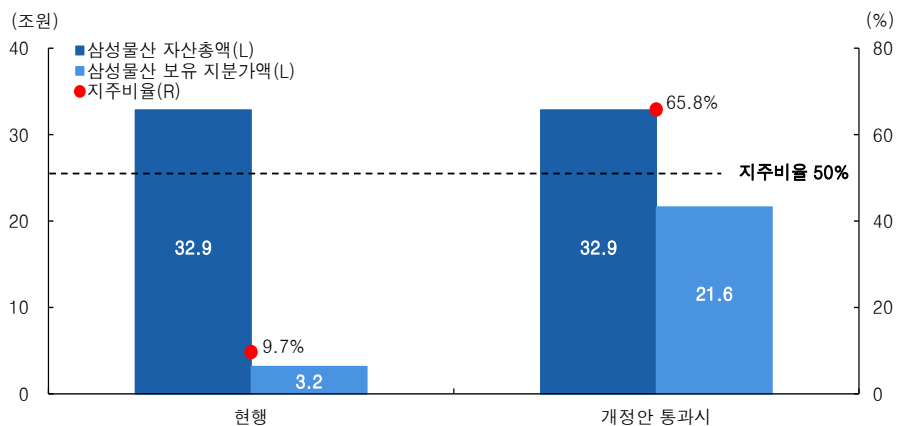
삼성물산은 현재 삼성그룹 내 사실상 지주회사의 역할을 담당하고 있으나 현행 공정거래법 상 지주회사 설립 전환 요건이 충족되지 않아 지주회사 전환이 이루어지고 있지 않음. 그러나 **지주회사 판단 요건을 변경하는 상기 공정거래법 개정안이 통과될 경우, 그룹 내 지주회사 체제로의 전환 의도 유무와 관계없이 지주회사 전환이 강제될 수 있는 사안 발생이 가능함.**

현재 삼성물산의 자산총액은 약 32.9조원('16년 6월말 별도 재무제표 기준)이고, 계열사 지분가액 합계는 상장사 삼성전자 4.3%, 삼성생명 19.3%, 삼성SDS 17.1% 등, 비상장사 삼성바이오로직스 43.4%(기업공개 시 신주 발행분 포함, 공모가 하단 113,000원 기준) 등을 포함해 이를 공정가액으로 판단할 경우 총 21.6조원을 상회하는 것으로 파악. 이를 바탕으로 **개정안 기준에 따라 산출된 지주비율(계열사 지분가액 합계/자산총액)은 약 65.8%로 지주회사 전환이 강제되며, 행위제한 요건 역시 의무화될 수 있음.**(금융사인 삼성생명 지분 19.3% 제외 시에도 지주비율 53.2%).

즉 삼성물산은 개정된 공정거래법 기준에 따라 삼성전자, 삼성SDS 등을 자회사로 보유한 일반 지주회사로 전환되는데, 현행 공정거래법과 마찬가지로 **일반 지주회사 체제 내에서는 금융사 지분 보유가 허용되지 않음에 따라 일정 기간 내 삼성생명 지분 19.3%를 해소해야만 하는 문제**에 직면하게 됨(물론 현재 정부가 일반지주회사의 금융 자회사 보유를 허용하기 위해 도입을 추진 중인 중간금융지주회사 법제화가 허용되면 지주회사 전환된 삼성물산은 지주회사 체제 내에서도 현재와 같이 삼성생명의 지분 보유가 가능). 또한 **삼성전자, 삼성SDS 등의 비금융 자회사에 대해 상향된 지분을 요건(상장 30%, 비상장 50% 이상)을 충족 및 처리해야 하는 문제**도 동시에 직면하게 됨.

따라서 이러한 공정거래법 개정안이 발의됨에 따라 삼성그룹 역시 개정안 통과 여부 가능성을 살펴보는 것은 물론 삼성물산의 지주회사 강제 전환에 따라 초래되는 지배구조 변화에 대비하기 위해 서라도 사전적으로 지배구조 개편과 관련한 다양한 방안들을 검토, 시행·완료할 유인이 높다는 판단임.

그림 1. 공정거래법 개정안 통과 시 삼성물산 지주회사 강제 전환 이슈 발생



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

지주회사

지주회사 요건 강화안 발의, 그 영향은?

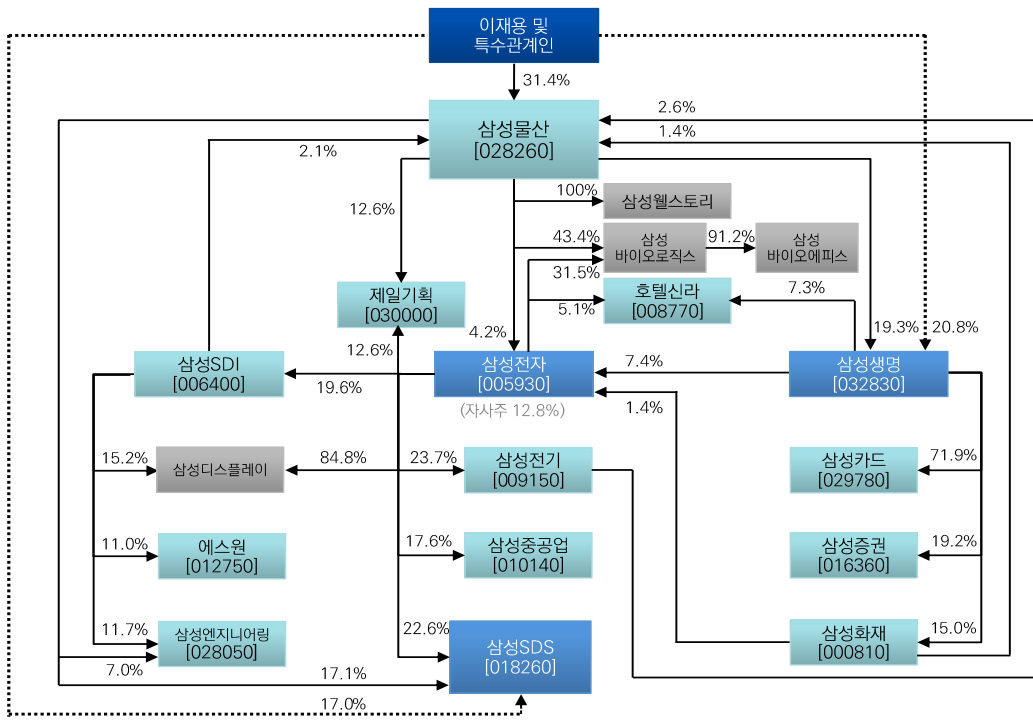
표 1. 삼성물산 보유 계열사 투자유가증권 보유 현황

(원,십억원)

	보유주식수(주)	지분율(%)	현재주가	장부가	Value
<b>투자유가증권 합계(1)+(2)</b>				<b>17,723</b>	<b>21,627</b>
<b>상장사(1)</b>				<b>14,690</b>	<b>16,199</b>
삼성전자	5,976,362	4.2	1,589,000	8,516	9,496
삼성생명보험	38,688,000	19.3	107,500	3,888	4,159
삼성SDS	13,215,822	17.1	163,000	1,896	2,154
제일기획	14,539,350	12.6	16,500	246	240
삼성엔지니어링	13,668,989	7.0	10,700	140	146
삼성중공업	300,265	0.1	9,980	3	3
<b>비상장사(2)</b>				<b>3,034</b>	<b>5,429</b>
삼성바이오로직스	28,742,466	43.4		853	3,248
서울레이크사이드	117,600	100.0		350	350
삼성웰스토리	2,000,000	100.0		302	302
기타	-	-		1,529	1,529

주: 2016년 10월 21일 종가 기준, 삼성바이오로직스는 신주발행, 액면분할 반영 및 공모가 하단 113,000원 기준  
 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 삼성그룹 지배구조 현황(요약)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 지주회사 요건에 관한 공정거래법 개정안 발의('16.10.21)

법률(발의자)	개정안
<b>독점규제 및 공정거래에 관한 법률</b> <b>일부 개정법률안</b> <b>(재이배 등 20인)</b>	<b>[지주회사 판단기준 강화]</b> 지주회사 여부를 판단함에 있어 현행 자회사(최다출자자)로서 보유하고 있는 주식 외에 보유하고 있는 계열회사 주식 전체를 기준으로 판단하도록 변경, 이 때 주식이 합계를 현행 장부가액이 아닌 공정가치를 기준으로 산정
	<b>[지주회사 행위요건 강화]</b> 1) 부채비율: 현행 자본총액 2배(부채비율 200% 이내)에서 자본총액(100% 이내)만큼으로 변경, 2) 자(손자)회사 최소 지분율: 현행 상장 20%(비상장 40%)에서 상장 30%(비상장 50%)로 상향, 3) 손자회사 지배: 두 자회사가 손자회사를 공동 보유·지배 금지, 자회사와 사업연관성 확보 의무

자료: 의안정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 지주회사 판단요건 및 행위제한 관련 공정거래법 개정안 내용

	최초 입법 시	현행	개정안
지주회사 판단요건		자회사 대상 장부가액 기준	계열회사 전체 공정가액 기준
자(손자)회사 지분율	상장 30%, 비상장 50%	상장 20%, 비상장 40%	상장 30%, 비상장 50%
지주회사 부채비율	100%	200%	100%
손자회사 사업연관성	필요	불필요	필요
손자회사 공동지배	가능	가능	불가능

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. SK그룹 자(손자)회사 최소 지분율 상향 조정 시 추가확보 지분율 및 지분가액

(주,%,십억원)

SK그룹	보유자회사	총발행주식수	보유주식수	지분율	지분가치	추가 요구 지분율	금액
SK	SK텔레콤	80,745,711	20,363,452	25.2	4,561	4.8	865
	SK건설	35,297,293	15,698,853	44.5	253	5.5	31
	합계						896
SK텔레콤	SK하이닉스	728,002,365	146,100,000	20.1	5,983	9.9	2,961
	합계						2,961
SK이노베이션	대한송유관공사	22,495,560	9,223,552	41.0	193	9.0	42
	합계						42
SKC	SK바이오랜드	15,000,000	4,190,841	27.9	84	2.1	6
	합계						6
<b>합계</b>							<b>3,905</b>

Compliance Notice

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

본 조사분석자료는 당시의 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.