

지주회사

불확실성 해소로 주가 반등 시작

지주회사 주가는 확연한 저평가, 정책 변화의 불확실성 해소로 반등을 모색 중

지난해 대선 이후 스튜어드십 코드 도입, 소수주주권 강화 아래 지배구조 개선의 최대 수혜로 상승 흐름을 나타내던 지주회사 주가가 불편했다. 연초 이후 그간 상승분의 반납은 물론 일부 지주회사의 경우 상장자회사 지분가치 감소를 넘어서는 주가 하락을 기록함으로써 역사적 할인을 최대치를 경신하였다. 확연한 저평가 수준의 **지주회사 주가, 그 동안 왜 부진했을까?**

이에 대해 당사는 **지주회사를 둘러싼 정책 변화에 대한 불확실성에서 직접적인 원인을** 찾으며, **지주회사 관련 규제 전반을 관장하는 공정거래법 개정이 하반기에 완료됨에 따라 상당부분 해소될 수 있을 것으로** 판단한다. 사실 7월초 공정거래법 전면 개편을 위한 **특별위원회의 주요 논의 내용이 시장에 확인되면서 이러한 불확실성이 상당부분 해결되었다는** 판단이며, **실제 이를 기점으로 대부분의 지주회사 주가가 반등 모색을 시작하고 있음이** 확인 가능하다.

공정거래법 개편 방향성, 특별위원회가 논의한 7개 과제로부터 확인 가능

공정거래위원회가 밝힌 공정거래법 개편 방향은 총수일가 사익편취 및 편법적 지배력 확대 차단이다. 이를 위해 특별위원회는 다음 7개 세부 과제를 선정해 검토하였다

- ① **대기업집단 지정제도 개편:** 상호출자제한집단 지정 기준을 GDP의 0.5%로 연동
- ② **해외 계열사 공시 강화:** 해외 계열사의 주식 소유 현황 및 순환출자 현황 공시
- ③ **사익편취 규제 대상 확대:** 상장·비상장사 20%로 일원화, 50% 초과 지분 보유 자회사 포함
- ④ **순환출자규제:** 기존 순환출자 내 순환출자를 최종 완성한 출자회사의 의결권 제한
- ⑤ **지주회사 제도:** 자·손자회사 의무 지분을 10%p 상향, 지주회사 내부거래 공시 강화 등
- ⑥ **금융·보험사 규제:** 금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도 5%로 제한
- ⑦ **공익법인 규제:** 상호출자제한집단 내 공익법인 의결권을 금융·보험사와 동일하게 제한

공정거래위원회는 이를 바탕으로 7월 중 특별위원회 전체 회의에서 공정거래법 전면 개편안을 마무리 짓고 **8월초 입장을 발표한 뒤 중순 이후 정부입법안을 정기국회에 제출할** 계획이다.

지주회사 브랜드로열티, 내부거래 공시 강화로 투명성 확보 시 지속적 수취 가능

당사는 **진행 중인 공정거래법 전면 개편과 관련해 지주회사 내 가장 큰 우려로 작용했던 점이 브랜드로열티를 중심으로 한 지주회사의 배당외수익에 대한 규제 여부**였다고 판단한다. 즉 공정거래위원회가 중점적으로 추진하고 있는 일감몰아주기 규제 강화 아래 지주회사의 브랜드로열티 수취가 이에 해당될 수 있다는 불확실성을 사실상 지주회사 주가 부진의 원인으로 보고 있다.

아직 공정거래법 개편 최종안이 확정되기 전이기는 하나 특별위원회 논의안에 따르면 향후에도 **브랜드로열티는 내부거래 공시 강화를 통해 시장 내 투명성을 확보함으로써 현재와 같이 지주회사의 주요 수익원으로서의 역할이 지속 가능할 것으로** 전망한다.

이외 논의되는 공정거래법 개편안 중 지주회사 관련 제도 변화로 의미있게 살펴볼 내용은 자·손자회사 의무 지분을 상향이다. **현재 상장사 20%, 비상장사 40% 이상의 자·손자회사 의무 지분율을 상장사 30%, 비상장사 50% 이상으로 상향하는 안건이 검토** 중인데 아직 적용 대상 (신규 설립·전환 또는 기존 지주회사 포함)에 대한 논의가 특별위원회에서 진행 중이며, 오히려 **공정위원회에서는 익금불산입제도를 개선함으로써 지주회사가 스스로 지분율을 높게 유지하도록 인센티브를 주는 방식도** 고려하는 것으로 파악되는 바 최종안에 대한 확인이 필요하다.

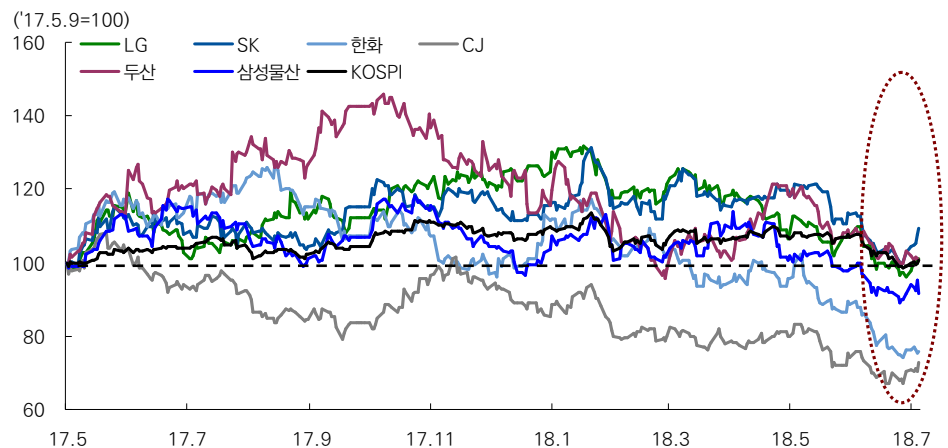
I. 지주회사 주가, 확연한 저평가

지주회사 주가, 정책 변화의 불확실성 해소로 빠르게 반등 모색 전망

지난해 대선 이후 스튜어드십 코드 도입, 소수주주권 강화 아래 지배구조 개선의 최대 수혜로 상승 흐름을 나타내던 지주회사 주가가 불편했다. 연초 이후 그간 상승분의 반납은 물론 일부 지주회사의 경우 상장자회사 지분가치 감소를 넘어서는 주가 하락을 기록함으로써 역사적 할인율 최대치를 경신하였다. 확연한 저평가 수준의 지주회사 주가, 그 동안 왜 부진했을까?

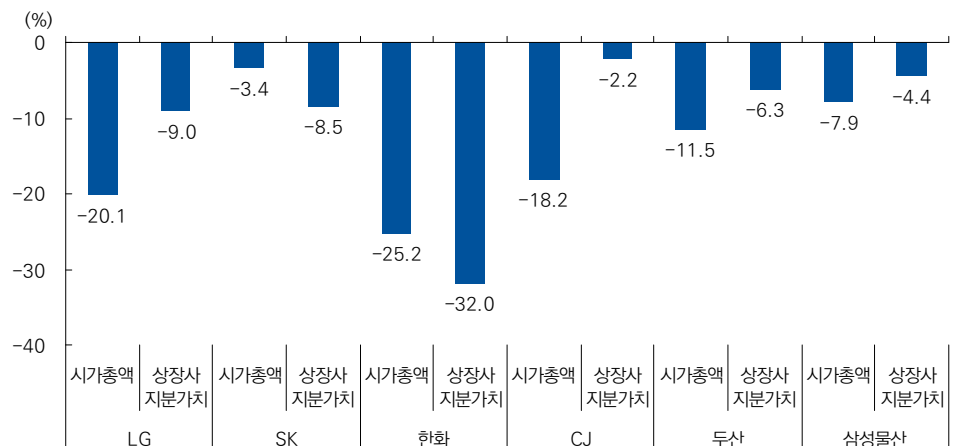
이에 대해 당사는 지주회사를 둘러싼 정책 변화에 대한 불확실성에서 직접적인 원인을 찾으며, 지주회사 관련 규제 전반을 관장하는 공정거래법 개정이 하반기에 완료됨에 따라 상당부분 해소될 수 있을 것으로 판단한다. 사실 7월초 공정거래법 전면 개편을 위한 특별위원회의 주요 논의 내용이 시장에 확인되면서 이러한 불확실성이 상당부분 해결되었다는 판단이며, 실제 이를 기점으로 대부분의 지주회사 주가가 반등 모색을 시작하고 있음이 확인 가능하다.

그림 1. 대선 이후 주요 지주회사 상대주가 추이



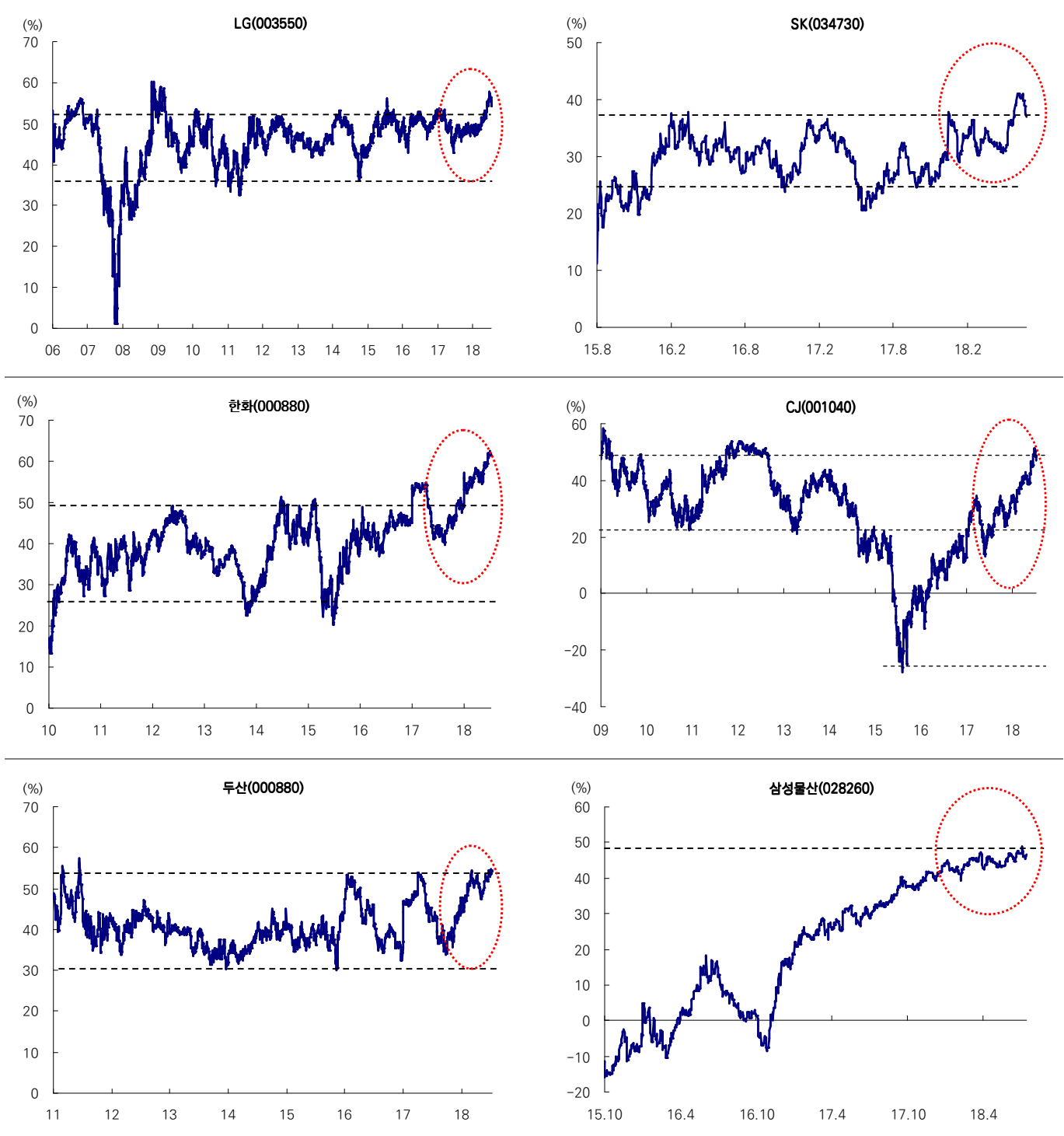
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 연초 이후 주요 지주회사 주가 변동폭 비교



주: 2018년 7월 13일 종가 기준, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 주요 지주회사 NAV 대비 할인율 추이: 대부분 역사적 상단의 할인율 기록 → 확연한 저평가 영역 진입



자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 정책 변화의 방향성 검토

1. 2018년 공정거래위원회 업무계획

공정거래위원회가 발표한 2018년 업무계획의 실천 과제는 사익편취 및 편법적 지배력 차단 그리고 자율적인 지배구조 개선 유도로 요약할 수 있다. 이러한 방향성은 지난 대선 과정에서 살펴본 문재인 대통령 선거공약 및 국정운영 5개년 계획에서도 확인이 가능하다.

표 1. 공정거래위원회 2018년 주요 업무 추진 계획

핵심 과제	실천 과제	업무 추진
대기업집단의 경제력 남용 방지	1. 사익편취 및 부당내부거래 근절 1) 일감몰아주기 등 사익편취 행위에 대한 엄정한 법집행 총수일가 지배력 확대, 경영권 편법승계, 중소기업 경쟁기반을 침해하는 일감몰아주기 사례 지속 조사 2) 사익편취행위 규제 사각지대 해소를 위한 제도개선 ① 친족분리 기업에 대해 모집단과의 거래내역 제출 의무화 및 사익편취행위 적발시 분리 취소 ② 기업집단 브랜드수수료 수취실태 조사결과 공개 및 수수료 금액, 산정방식 등 상세내역을 시장에 공시 ③ 총수 있는 기업집단 대상 내부거래 실태조사 및 제도개선안 마련·추진	('18.6.25) 2014년 사익편취 규제 도입 이후 내부거래실태 변화 분석 발표
	2. 편법적 지배력 확대 차단 1) 공익법인, 순환출자, 금융계열사 등을 통한 지배력 확대 차단 ① 공시대상기업집단 소속 공익법인 실태조사 및 제도개선안 마련·추진 ② 시장평가를 통한 자율 해소 촉진을 위해 순환출자 변동현황 공개 ③ 금융·보험사 의견권 제한 강화 및 중간금융지주회사 도입 여부는 금융그룹 통합감독 진척상황 등 고려해 추진 2) 지주회사 수익구조 실태조사 및 제도개선안 마련·추진 배당 이외 편법적 방식의 수익을 통해 사익편취, 지배력 확대 악용여부 점검	('18.6.29) 대기업집단 소속 공익법인 실태조사 발표 ('18.7.3) 지주회사 수익구조 및 출자현황 분석 발표
	3. 시장감시 강화 및 포지티브 캠페인을 통한 지배구조 개선 유도 1) 기업집단현황 공개 및 공시점검 강화 등을 통한 시장감시 기능 제고 ① 내부거래 등 취약분야 공시실태 전수 조사 ② 기업집단 정보를 체계적으로 DB화, 기업집단포털시스템 고도화 추진 2) 대기업집단의 소유지배구조와 낮은 경영관행의 개선 유도 및 소통 강화 4대그룹, 5대그룹 간담회 등을 통해 기업지배구조 및 경영관행에 대한 자율적 변화 촉구 3) 대기업집단 지정·관리 제도 개선 추진 ① 경영현실과 맞지 않게 지정되어 책임성 확보가 어려운 동일한 사례 재검토 ② 외부전문가 임원 선임시 그 임원소유 회사가 자동적으로 계열편입되는 문제 해소	주식소유(8월), 내부거래(9월), 지주회사(11월), 지배구조(12월) 현황 발표 등 4대그룹('17.6월), 5대그룹('17.11월), 10대그룹 간담회('18.5.10) 개최 ('18.4.30) 대기업집단 동일인 지정

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 경제민주화 관련 문재인 대통령 주요 공약

구분	경제민주화 정책	문재인 대통령 공약
1	재벌 불법경영승계, 황제경영, 부당특혜 근절	·다중대표소송제 및 다중장부열람권 도입, 대표소송제도 개선
2		·전자투표제, 서면투표제 도입
3		·집중투표제 또는 감사위원 분리 선출제도 도입
4		·지주회사의 부채비율, 자(손자)회사 지분을 요건 강화
5		·계열 공익법인, 자사주 등을 이용한 지배력 강화 차단
6		·기존 순환출자 단계적 해소
7		·일감몰아주기, 부당내부거래 등 규제 확대 및 처벌 강화
8	·금융계열사의 타 계열사 의결권 행사 제한 등 금산분리 강화	
9	건전한 시장질서 확립	·국민연금 기금운용 거버넌스 구성 등 주주권 행사 강화
10		·기관투자자의 스튜어디스 코드 실효성 제고 노력 개선

자료: 미래에셋대우 리서치센터 정리

그림 5. 경제민주화 관련 국정운영 5개년 계획

구분	목표	국정 과제
1	총수일가 전횡 방지	·다중대표소송제·전자투표제 도입 ·집중투표제 또는 감사위원 분리선출 추진(~'18년) ·횡령 배임 등 경제범죄에 대한 엄정한 법집행 및 사면권 심사 강화
2	편법적 지배력 강화 차단	·지주회사 행위제한 규제 강화('17년~'18년) ·인적분할 시 자사주 의결권 부활 방지 ·기존 순환출자 단계적 해소 방안 마련 ·총수 일가 등의 실질 지배 해외편입을 통한 국내 계열사 출자현황 공시
3	사익편취 근절	·총수 일가 사익편취 규제의 적용대상 확대(~'18년) ·사익편취 행위 상시 감시
4	금산분리	·금융·보험사의 계열사에 대한 의결권 제한 강화(~'18년) ·금융그룹 통합감독도 시행('18년~)

자료: 국정자문위원회, 미래에셋대우 리서치센터

2. 공정거래법 개편 방향성, 특별위원회가 논의한 7개 과제로부터 확인 가능

공정거래위원회가 밝힌 공정거래법 개편 방향은 경제력집중 억제책의 예측 가능성을 높이는 한편, 총수일가 사익편취 및 편법적 지배력 확대를 차단할 수 있는 방안 마련이다. 이를 위해 공정거래법 전면 개편 특별위원회(기업집단분과)는 다음의 7개 세부 과제를 선정해 검토하였다

- ① **대기업집단 지정제도 개편**: 상호출자제한집단 지정 기준을 GDP의 0.5%로 연동
- ② **해외 계열사 공시 강화**: 해외 계열사의 주식 소유 현황 및 순환출자 현황 공시
- ③ **사익편취 규제 대상 확대**: 상장·비상장사 20%로 일원화, 50% 초과 지분 보유 자회사 포함
- ④ **순환출자규제**: 기존 순환출자 내 순환출자를 최종 완성한 출자회사의 의결권 제한
- ⑤ **지주회사 제도**: 자·손자회사 의무 지분율 10%p 상향, 지주회사 내부거래 공시 강화 등
- ⑥ **금융·보험사 규제**: 금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도 5%로 제한
- ⑦ **공익법인 규제**: 상호출자제한집단 내 공익법인 의결권을 금융·보험사와 동일하게 제한

공정거래위원회는 이를 바탕으로 7월 중 특별위원회 전체 회의에서 공정거래법 전면 개편안을 마무리 짓고 8월초 입장을 발표한 뒤 중순 이후 정부입법안을 정기국회에 제출할 계획이다.

표 2. 공정거래법 전면 개편 추진을 위한 7개 세부 과제 논의 현황

구분	과제	현황	특별위원회 논의 결과
1	대기업집단 지정제도 개편 방안	기업집단 지정 기준이 경제 여건 변화에 따라 반복적으로 변경 기준 변경 시 마다 사회적 합의 비용 발생 변경 주기 및 기준에 대한 기업집단 측의 예측가능성 저하 문제	상호출자제한집단 지정 기준은 경제 규모를 자동반영하기 위해 GDP의 0.5%로 연동 (시행시기는 현재 GDP 0.5%가 10조 원이 되는 시점) 공시 대상 기업집단은 현행 이원화 체제 유지
2	해외 계열사 공시 강화	현행 제도상 해외 계열사에 대한 정확한 현황 파악 어려움 해외 계열사를 이용한 우회출자 등 편법적 지배력 확대 가능성	해외 계열사 현황 공시를 통해 일반에 공개함으로써 자발적 소유지배구조 개선 유도 기업집단의 동일인에게 해외 계열사의 주식 소유 현황 및 순환출자 현황 공시 (해외계열사 주주현황 및 다른 국내·해외계열사에 대한 출자현황)
3	사익편취 규제 적용 대상 확대	규제 대상 회사의 내부거래 비중 증가 추세 규제 사각지대에서 더 높은 비중으로 내부거래 지속	현행 기준을 상장회사·비상장회사 모두 20%로 일원화 50% 초과 지분을 보유한 자회사도 규제 대상에 포함
4	순환출자 규제 개편	기존 순환출자도 지배주주의 과도한 지배력 유지, 지배구조의 투명성 저하 등의 폐해가 있어 원칙적으로 해소	순환출자 고리 중 순환출자를 최종 완성한 출자회사의 의결권만 제한
5	금융·보험사 의결권 제한 개편	상호출자제한 기업집단 소속 금융·보험사가 보유한 국내 계열회사의 지분에 대한 의결권 행사는 원칙 금지 상장사 등에 대한 일부 예외가 허용되어 총수 지배력을 유지·강화하는 수단으로 활용 우려	특수관계인 합산 15% 한도에 추가해 금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도 5%로 제한
6	대기업집단 소속 공익법인 규제	총수일가의 지배력 확대, 경영권 승계 등의 수단으로 이용 가능 계열사와 주식·부동산 등 거래 시 내부통제 및 시장 감시 장치 미흡	상호출자제한집단 소속 공익법인 의결권 행사를 금융·보험사 의결권 제한과 동일 제한 (공익법인의 보유 계열사 주식의 의결권 행사는 원칙 금지. 단, 예외적 경우 특수관계인과 합하여 15%, 전체 공익법인 합산 5%내로 의결권 행사 가능)
7	지주회사 제도 개편	총수일가의 지배력 확대, 사익편취 등의 수단으로 이용 자·손자회사 등과 내부거래를 통해 배당외수의 과도하게 수취 자회사 보다 손자 및 증손회사 등 집중적으로 확대	1) 지분율 상향: ① 또는 ② 검토 ① 신규 설립·전환 지주회사(기존 지주회사가 신규 편입하는 자·손자회사 포함) 우선 적용 ② 모든 지주회사에 적용하되 충분한 유예기간 부여 2) 부채비율 상향: 부채비율 제한 강화(200%→100%) 또는 현행 부채비율 제한 유지 3) 공동손자회사 보유: 현행법의 사각지대로 지주회사 제도 취지에 반하는 만큼 금지 4) 배당외수의 수취 등을 통한 사익편취 규제: 지주회사 내부거래 공시 강화

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

III. 공정거래법 개편 주요 내용 검토

1. 사익편취 규제 적용대상 확대

구분	주요 내용
현행	사익편취 규제대상 회사의 총수일가 지분을 기준 상장사 30%, 비상장사 20% 이상
개편 방향	① 상장, 비상장 구분 없이 지분을 기준 20% 이상으로 일원화 ② 사익편취 규제대상 회사가 50% 초과 보유한 자회사도 규제대상 포함

현행 일감몰아주기(사익편취) 규제는 공정거래법 제23조의2(특수관계인에 대한 부당한 이익제공 등 금지)에 따라 다음의 1), 2), 3) 요건을 모두 충족 시 이루어진다.

*현행 공정거래법상 일감몰아주기 규제

- 1) 공시대상기업집단(자산총액 5조원 이상) 소속 회사가
- 2) 특수관계인(동일인·친족)이 상장사 30%, 비상장사 20% 이상 주식을 직접 보유한 계열회사와
- 3) 불공정 거래(상당히 유리한 조건 등)를 통해 특수관계인에게 부당한 이익을 귀속시키는 행위

이러한 사익편취 규정 위반 시 시정명령, 과징금, 벌칙(3년 이하의 징역 또는 2억원 이하 벌금)의 제재가 가능하고, 거래업체에도 과징금을 부과할 수 있으며 특수관계인이 사익편취 거래를 지시·관여한 경우에도 벌칙 부과가 가능하다.

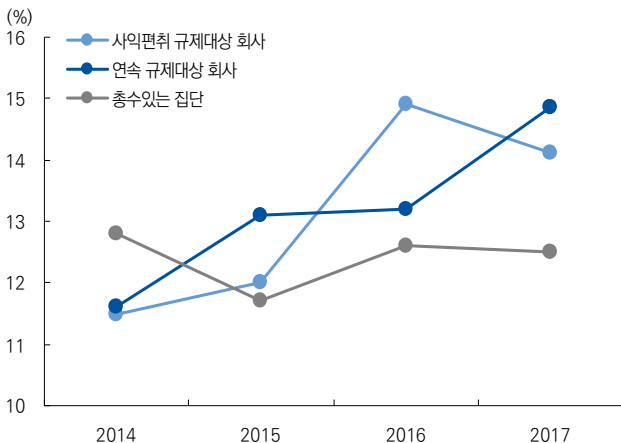
한편 공정거래위원회는 총수일가 사익편취 규제 시행 이후 대기업집단의 내부거래 실태 변화를 살펴본 결과 다수의 규제 대상 회사들이 지분매각 및 상장, 물적분할 등을 통해 규제를 회피한 후 사각지대에서 이전과 동일하게 내부거래를 계속해오고 있음을 확인했다. 따라서 공정거래법 전면 개편 특별위원회에서는 현행 사익편취 규제에 대해 다음과 같이 개편할 것으로 논의했다.

*공정거래법 전면개편 특별위원회 검토안

- ① 사익편취 규제 적용대상 확대: 지분을 기준을 상장, 비상장 구분 없이 20% 이상으로 일원화
- ② 간접지분을 포함: 사익편취 규제대상 회사가 50% 초과 지분을 보유한 자회사도 규제 대상 포함

특별위원회의 사익편취 규제 개편 방안과 유사 내용의 관련 법안들이 이미 발의가 되어있는 상황을 감안 시 당사는 향후 일감몰아주기 규제가 일정 부분 강화되는 방향으로 결정될 것으로 전망한다.

그림 6. 사익편취 규제대상 회사 내부거래 비중 증가 추세



자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 사익편취 규제 강화 관련 의원발의 현황

발의의원(소속)	발의일	개정안 주요 내용
김동철(바른미래)	2016.6.7	① 규율대상 지분율 변경(상장·비상장 10%)
제윤경(더민주)	2016.7.13	① 규율대상 지분율 변경(상장 30%→20%) ② 지분율 산정시 간접지분 포함
채이배(바른미래)	2016.8.5	① 규율대상 지분율 변경(상장 30%→20%) ② 지분율 산정시 간접지분 포함 ③ 일감몰아주기 예외사유 변경 ④ 일부 규정을 삭제·개정하여 법에 규정
이연주(바른미래)	2016.11.30	① 규율대상 지분율 변경(상장 30%→20%) ② 지분율 산정시 간접지분 포함

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

지주회사

불확실성 해소를 주가 반등 시작

현행 기준 사익편취 규제 대상은 삼성, 현대차, SK 등 총 46개 기업 집단 내 203개 계열사이다. 그러나 이번 특별위원회가 제시한 사익편취 규제 개편 방안을 새롭게 적용할 경우 삼성그룹은 현행 1개사에서 7개사로, 현대차그룹은 4개사에서 8개사로, SK그룹은 2개사에서 10개사로 증가하는 등 사익편취 규제 대상이 총 441개사로 기존 대비 2배 이상 증가하게 되는 것으로 파악된다.

표 3. 주요 그룹 사익편취 규제 대상 현황

(%)

구분 (순위)	기업집단	현행 사익편취 규제대상 (상장 30%, 비상장 20%) ¹⁾	총수익가 지분 20~30% 보유		규제대상 회사의 50% 초과 보유	
			계열사(지분율) ¹⁾	내부거래 비중	계열사(지분율) ²⁾	내부거래 비중
1	삼성	삼성물산(31.4%)	삼성생명보험(20.8%)	3.1	삼우종합건축사사무소(100%) 서울레이크사이드(100%) 네추럴나인(51.0%) 삼성웰스토리(100%) 제일패션리테일(100%)	59.9 0 8.4 38.4 100
2	현대차	서울피엠씨(73.0%) 서림개발(100%) 현대머티리얼(100%) 현대커머셜(50.0%)	이노션(30.0%) 현대글로비스(30.0%)	57.1 20.7	서림환경기술(75.4%) 현대첨단소재(100%)	0 1.8
3	SK	SK(주)(30.9%) SK디스커버리(44.5%)	SK디앤디(24.0%)	2.3	SK바이오텍(100%) SK실트론(51.0%) SK E&S(90.0%) SK인포섹(100%) SK임업(100%) SK플라즈마(60.0%) SK해운(57.2%)	9.5 0 0 67.9 59.6 0 34.1
4	LG	(주)LG(32.5%) 지흥(100%)			서브원(100%) LG경영개발원(100%) LG스포츠(100%) LG CNS(85.0%)	74.3 98.8 43.0 57.8
7	GS	보현개발(100%) 삼양인터내셔널(92.5%) 삼정건설(87.5%) 승산(100%) 옥산유통(46.2%) 위너넷(90.2%) (주)GS(45.5%) GS아이티엠(80.6%) 캠텍인터내셔널(77.0%) 프로케어(100%) 경원건설(23.0%) 삼양통상(51.5%) 센트럴모터스(84.9%) GS네오텍(100%)	GS건설(27.0%)	6.3	GS글로벌(50.7%) GS리테일(65.8%) GS스포츠(100%) GS이앤알(89.9%) GS에너지(100%) GS이피에스(70.0%)	11.1 0.2 56.2 0.8 2.4 0
8	한화	에이치솔루션(100%)	(주)한화(43.7%)	9.0	한화에너지(100%) 드림플러스아시아(100%) 한화에스앤씨(55.4%)	34.9 0 75.0
10	현대중공업	유봉(44.5%) 현대중공업지주(30.9%)			현대글로벌서비스(100%) 현대오일뱅크(91.1%)	21.7 18.1
11	신세계	광주신세계(52.1%)	신세계(28.1%) 신세계인터내셔널(22.2%) 이마트(28.1%)	10.6 14.4 2.2		
13	두산	(주)두산(45.1%)			네오플렉스(96.8%) 두산베어스(100%) 오리콤(63.4%) 두산메카텍(100%) 두타몰(100%) 디엘아이(100%)	46.8 33.9 22.2 0 39.2 99.7
14	한진	정석기업(28.7%)	(주)한진칼(25.6%)	54.9		
15	CJ	CJ(주)(42.2%) CJ올리브네트웍스(44.1%) 타임와이즈인베스트먼트(51.0%)			씨제이파워캐스트(100%) 씨제이푸드빌(96.0%) 에스지생활안전(100%)	22.2 3.3 31.9

주: 1) 총수익가 보유 지분율, 2) 모회사 보유 지분율

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

2. 지주회사 제도 개편

구분	주요 내용
현행	자·손자회사 의무 지분율: 상장사 20%, 비상장사 40% 이상, 부채비율 200% 이내
개편 방향	① 지주회사 내부거래 공시 강화 ② 공동 손자회사 금지 ③ 자·손자회사 의무 지분율 상향: 상장사 30%, 비상장사 50% 이상 ④ 부채비율 상향: 100% 이내 ⑤ 익금불산입 개선을 통한 지주회사 인센티브 체계 변경(자발적인 자·손자회사 지분율 상승 유도)

공정거래위원회는 현재 지주회사 체제가 소유 지배구조 개선효과는 크게 발휘되지 않은 반면, 총수일가의 지배력 확대, 사익편취 등의 수단으로 이용되는 등 부작용 우려가 상당하다고 판단하고 있다. 특히 지주회사가 총수일가 지분이 집중된 구조 하에서 자·손자회사 등과의 내부거래(평균 55%)를 통해 배당외수익을 과도하게 수취(배당수익 비중 40.3%, 배당외수익 비중 43.5%)하고 있으며, 자회사 보다는 손자회사 및 증손회사 등을 집중적으로 늘려나가는 것으로 파악한다.

따라서 공정거래법 전면개편 특별위원회에서는 지주회사를 통한 과도한 지배력 확대 및 지주회사의 사익편취 수단화 방지를 위한 제도 개선 방안으로 자·손자회사 의무 지분율 상향, 부채 비율 상향, 공시 강화, 공동손자회사 금지 등에 관해 다음과 같이 논의하였다.

특별위원회는 ① **공동손자회사 보유가 현행법의 사각지대로 지주회사 제도 취지에 반하는 만큼 금지하는데 의견을 일치하였고**, ② **지주회사 내부거래 공시 강화 역시 배당외수익 수취 등을 통한 사익편취를 막기 위한 필요성에 대해 의견이 수렴되어 이후 공정거래법 개정에 포함될 가능성이 높다는 판단이다.**

③ **자·손자회사 의무 지분율 상향 필요성에 대해서는 공감대를 형성하였으나, 구체적 방안은 신규 설립·전환 지주회사(기존 지주회사가 신규 편입하는 자·손자회사 포함)만 우선 적용하는 안과 모든 지주회사에 적용하되 충분한 유예기간을 부여하는 안으로 나뉜 만큼 추가 논의가 이루어질 전망이다.**

다만 ④ **부채비율 상향은 강화와 기존 유지 의견이 모두 제시되었는데 대부분의 지주회사가 이미 강화 요건 수준을 충족하고 있는 것으로 파악되는 만큼 도입되더라도 영향은 제한적이라 판단한다.**

이처럼 특별위원회에서 논의된 내용과 유사한 안건 등을 담은 공정거래법 개정안 역시 국회에 다수 발의되어 있는 상황을 감안하면 **당사는 향후 지주회사 행위제한 요건이 상당 부분 강화되는 방향으로 결정될 것으로 전망한다.**

그림 8. 지주회사 행위제한 관련 변경 추이

	최초 입법 시	현행	개정 검토
손자회사 공동지배	가능	가능	불가능
자(손자)회사 지분율	상장 30%, 비상장 50%	상장 20%, 비상장 40%	상장 30%, 비상장 50% 적용 기준 논의
지주회사 부채비율	100%	200%	200%(유지) 또는 100%(강화)
손자회사 사업연관성	필요	불필요	불필요

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 지주회사 행위제한 규제 강화 관련 의원발의 현황

발의의원(소속)	발의일	개정안 주요 내용
박찬대(더민주)	2016.9.2	①부채비율 제한 강화(200→100%) ②지분 의무 보유 비율 상향(20·40→30·50%) ③사업관련성 있는 손자(증손)회사만 보유 허용 ④복수 자회사의 손자회사 공동 출자 금지
채이배(바른미래)	2016.10.21	①부채비율 제한 강화(200→100%) ②지분 의무 보유 비율 상향(20·40→30·50%) ③사업관련성 있는 손자회사만 보유 허용 ④두개 자회사의 손자회사 공동 출자 금지 ⑤지주비율 산정 기준 변경(자회사→계열회사) ⑥지주비율 평가방법 변경(장부가액→공정가치)
박용진(더민주)	2017.6.23	①부채비율 제한 강화(200→100%) ②지분 의무 보유 비율 상향(20·40→30·50%) ③사업관련성 있는 손자회사만 보유 허용

자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

1) 브랜드로열티 수취 등 지주회사 내부거래 공시 강화

공정거래위원회는 지주회사가 배당외수익 수취 등을 통한 사익편취 수단으로 악용되지 않기 위해 지주회사의 내부거래 공시를 보다 강화하는 방안을 선택한 것으로 확인되었다. 따라서 최근 일감몰아주기 규제 강화의 흐름 아래 브랜드로열티 등 지주회사의 주요 수익원 역시 축소 내지 제한될 수 있다는 우려가 상당 부분 해소되었다는 판단이며, 향후 거래내역 공시 강화 활동이 수반될 경우 현재와 같이 지주회사의 주요 수익원으로서의 역할은 지속될 것으로 전망한다.

지주회사의 주된 수익원은 배당금, 브랜드로열티, 임대수익 및 기타수익 등으로 구성되며, 특히 브랜드로열티와 임대수익의 경우 현금흐름의 현재가치 산정을 통해 지주회사의 적정가치 평가에 반영한다.

- ① **배당금:** 자회사로부터 연 1~2회 수취하는 배당금수익이 지주회사의 주요 수익원이다. 공정거래법상 지주회사를 “주식 소유를 통하여 국내 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사”로 정의하고 있는 만큼 자회사 주식 보유를 통해 매년 상당한 배당금 수익을 인식하고 있다.
- ② **브랜드로열티:** 일반적으로 지주회사는 브랜드와 관련된 일체의 무형자산을 통합관리하고 있다. 지주회사는 자회사로부터 브랜드의 직접적인 사용 및 가치 증진을 위해 수행하는 용역에 대한 대가로 브랜드로열티를 수취한다. 한편 브랜드로열티는 지주회사와 자회사 간 계약이나 정관 등을 통해 정해지는데, 기업마다 산출 기준이 다르며 통상 매출액의 일정 부분으로 징수되고 있다. 한편 현행법상 브랜드를 소유한 회사가 브랜드를 사용하는 계열사에게 브랜드 사용에 따른 정당한 수수료를 수취하지 않을 경우, 무상 사용에 대해 공정거래법 및 세법상 저촉될 가능성이 높다.
- ③ **임대수익:** 임대수익은 지주회사가 보유하고 있는 부동산에서 발생하는 수익으로 그 성격상 계열회사 이외의 회사로부터 발생하는 수익도 포함될 수 있다.
- ④ **기타수익:** 대부분 비경상적으로 지주회사가 자회사에게 자문 용역을 제공하는 대가로 경영자문 수수료 등을 수취할 수 있고 자회사 지분에 대한 처분 시에도 이익 발생이 가능하다.

표 4. 주요 지주회사 내부거래 현황

구분	지주사명	집단명	상장 여부	총수익가 지분율(%)			사익편취 규제대상	매출액 비중(100%)				내부거래 (%)
				동일인	친족	소계		배당수익 (%)	배당외수익 (%)	사업매출 기타수익 (%)	내역	
1	SK	에스케이	상장	23.2	7.4	30.6	○	20.0	6.8	부동산임대+브랜드수수료	73.2	49.3
2	LG	엘지	상장	11.1	20.8	31.9	○	44.0	55.0	부동산임대+브랜드수수료	1.0	95.9
3	GS	지에스	상장	4.7	36.2	40.9	○	74.0	25.0	부동산임대+브랜드수수료	1.0	67.7
4	한진칼	한진	상장	17.7	7.6	25.3	×	41.0	58.5	부동산임대+브랜드수수료	0.5	93.5
5	CJ	씨제이	상장	39.1	0.2	39.2	○	21.0	62.7	부동산임대+브랜드수수료	16.3	95.1
6	부영	부영	비상장	93.8	1.6	95.4	○	0.0	64.0	부동산임대+브랜드수수료	36.0	46.7
7	LS	엘에스	상장	2.8	23.1	25.8	×	69.0	21.0	부동산임대+브랜드수수료	10.0	86.9
8	제일홀딩스	하림	상장	29.7	4.0	33.7	○	82.0	14.4	부동산임대+브랜드수수료	3.6	99.8
9	코오롱	코오롱	상장	43.5	1.9	45.4	○	19.0	74.7	부동산임대+브랜드수수료	6.3	94.9
10	한국타이어월드와이드	한국타이어	상장	23.6	50.3	73.9	○	15.0	84.7	부동산임대+브랜드+경영컨설팅수수료	0.3	96.9
11	동원엔터프라이즈	동원	비상장	24.5	70.1	94.6	○	30.0	22.0	부동산임대+브랜드+경영컨설팅수수료	48.0	88.5
12	한라홀딩스	한라	상장	23.6	0.0	23.6	×	4.0	3.7	부동산임대+브랜드수수료	92.3	28.2
13	세아홀딩스	세아	상장	12.7	67.3	80.0	○	76.0	23.0	부동산임대+브랜드+경영컨설팅수수료	1.0	70.3
14	아모레퍼시픽그룹	아모레퍼시픽	상장	51.2	2.8	54.0	○	69.0	31.0	부동산임대+브랜드+경영컨설팅수수료	0.0	93.9
15	셀트리온홀딩스	셀트리온	비상장	95.5	0.6	96.1	○	0.0	100.0	부동산임대	0.0	13.9
16	한진중공업홀딩스	한진중공업	상장	46.5	2.8	49.3	○	56.0	43.0	부동산임대+브랜드수수료	1.0	58.0
17	하이트진로홀딩스	하이트진로	상장	28.9	0.1	29.0	×	88.0	11.7	브랜드수수료	0.3	100.0
18	한솔홀딩스	한솔	상장	5.5	9.5	15.1	×	21.0	78.8	브랜드수수료+경영컨설팅수수료	0.2	92.5
평균								40.8	43.3			55.4

주: :2017년 기준, 내부거래는 배당수익, 지분법이익, 주식처분이익을 제외, 자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

2) 자·손자회사 지분을 상향: 상장 20%, 비상장 40% → 상장 30%, 비상장 50%

자·손자회사 의무 지분을 상향 시 지주회사 설립·전환을 추진하는 그룹에게는 물론 이미 전환한 지주회사 내에서도 체제 유지 및 M&A를 통한 사업확장의 경우 부담이 증가될 것으로 판단된다.

특히 SK그룹의 경우 강화 요건을 기준으로 자회사 SK텔레콤(현재 지분 25.2%), 손자회사 SK하이닉스(현재 지분 20.1%) 등 지분에 대한 추가 확보를 가정 시 그룹 내 약 7.5조원 상당의 재원 마련이 필요할 것으로 파악된다. 따라서 지주회사 지분율 요건 강화 시 당사는 SK그룹이 SK텔레콤과 SK하이닉스의 자사주 매입, 소각 정책을 적극 활용할 것으로 예상하며, 이와 함께 분할·합병, 비핵심 계열사 매각 등 그룹 내 사업 포트폴리오 재편 작업도 병행할 것으로 전망한다.

표 5. 주요 상장사 지분율 요건 상향(20%→30%) 시 추가 요구 지분율

구분	지주회사	자손자회사	현재 지분율	추가 요구 지분율	구분	지주회사	자손자회사	현재 지분율	추가 요구 지분율
1	SK	SK텔레콤	25.2%	4.8%	7	한솔홀딩스	한솔홈데코	23.3%	6.7%
2	SK	SK하이닉스	20.1%	9.9%	8	한솔홀딩스	한솔로지스틱스	21.8%	8.2%
3	셀트리온홀딩스	셀트리온	20.1%	9.9%	9	한솔홀딩스	한솔테크닉스	20.0%	10.0%
4	코오롱	코오롱생명과학	20.4%	9.6%	10	종근당홀딩스	종근당	21.2%	8.8%
5	콜마홀딩스	한국콜마	23.2%	6.8%	11	JW홀딩스	JW신약	25.8%	4.2%
6	동아쏘시오홀딩스	동아에스티	22.3%	7.7%	12	한진칼	한진	22.2%	7.8%

자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

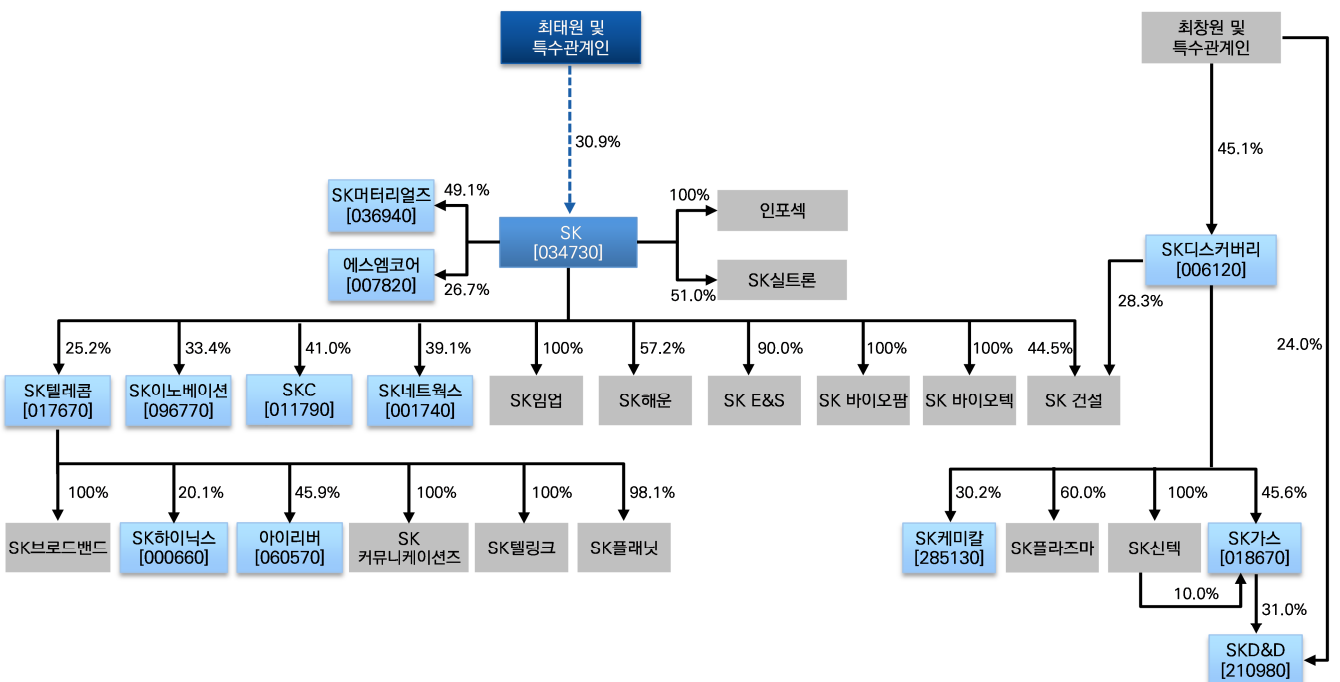
표 6. SK그룹 자(손자)회사 최소 지분율 상향 조정 시 추가 확보 지분율 및 지분가액

(십억원)

출자회사	피출자회사			개정안 통과 시		피출자회사 자사주 현황		지주회사 밖 추가 확보	
	자(손자)회사	보유 주식수	지분율	추가 요구 지분율	금액	주식수	지분율	지분율	금액
SK	SK텔레콤	20,363,452	25.2%	4.8%	919	10,136,551	12.6%	0.0%	0
	SK건설	15,698,853	44.5%	5.5%	76	1,325,000	3.8%	1.8%	25
SK텔레콤	SK하이닉스	146,100,000	20.1%	9.9%	6,436	22,000,570	3.0%	6.9%	4,486
SK이노베이션	대한송유관공사	9,223,552	41.0%	9.0%	42	0	0.0%	9.0%	42
SKC	SK바이오랜드	4,190,841	27.9%	2.1%	6	0	0.0%	2.1%	6

주: 2018년 7월 13일 종가 기준, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. SK그룹 지배구조 요약



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

한편 김상조 공정거래위원장은 공정거래법 개정을 통해 지주회사의 자회사 의무 지분율 상향과 같은 직접적인 규제 강화보다 **법인세법 개정을 통해 지주회사 세제 혜택을 강화해 유인책 제공을 통한 방안을 고려하는 것으로 알려져 있다.** 즉 공정거래법 개정을 통해 강제하는 것은 한계가 있으며 자회사로부터의 배당금에 대한 과세특례인 **현행 익금불산입제도를 개선함으로써 지주회사가 스스로 지분율을 높게 유지하도록 인센티브를 주는 방식이 더 효율적으로 판단하고 있다.**

현재 법인세법 18조의 2항에 따라 **지주회사는 자회사로부터 받는 배당금 수익에 대해 일정비율(일반 법인에 비해 고율 인정)을 익금에 불산입토록 하여 법인세를 감경 내지 면제받는 혜택이 있다.** 즉 지주회사가 상장사인 자회사의 총 주식 중 20~40%를 보유하고 있으면 해당 배당금 수익에 대해 세금이 80%가 면제되고, 40% 이상을 보유하면 세금을 100%를 면제한다. 자회사가 비상장사일 경우는 총 주식의 40~80%를 보유하면 80%를, 80% 이상을 보유하면 배당금 수익에 대한 세금 100%를 면제해주고 있다.

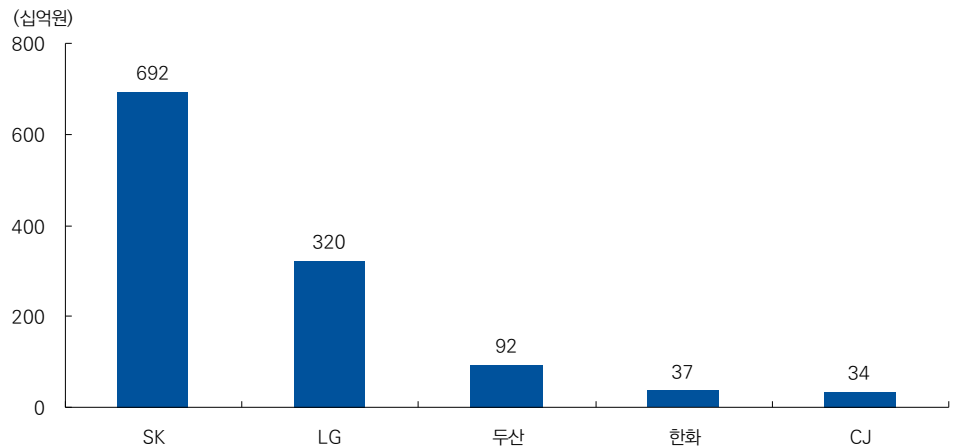
즉 김상조 공정거래위원장은 현재 자회사 지분율이 낮은데도 세제혜택을 많이 받는 것을 보유 지분율 구간을 좀 더 촘촘하게 만든 뒤 지분율을 높일수록 보다 큰 세금혜택을 얻도록 유인구조를 설계함으로써 지주회사가 자발적으로 지분율을 높이도록 유인하고자 하는 것이다. 따라서 **지주회사 내 자·손자회사 의무 지분율 상향 관련 정책은 공정거래법 최종 개편안을 확인할 필요가 있다.**

표 7. 일반법인/지주회사 익금불산입율 비교

일반법인(법인세법 제18조의3)			지주회사(법인세법 제18조의2)		
보유지분율		익금불산입율	보유지분율		익금불산입율
상장법인	비상장법인		상장법인	비상장법인	
100%	100%	100%	40%초과	80%초과	100%
30%초과	50%초과	50%			
30%이하	50%이하	30%	20%이상 40%이하	40%이상 80%이하	80%

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 주요 지주회사 연간 배당금수익 현황



주: 2017년 기준, 자료: 미래에셋대우 리서치센터

3. 기존 순환출자까지 규제 확대

구분	주요 내용
현행	신규 순환출자 형성 및 기존 순환출자 강화 금지
개편 방향	기존 순환출자 고리 중 순환출자를 최종 완성한 출자회사의 의결권 제한

상호출자제한기업집단(대기업)소속 계열회사간 신규 순환출자를 형성하는 경우와 기존 순환출자를 강화하는 추가 출자를 금지하는 공정거래법 개정안이 2014년 7월부터 시행 중이다. 순환출자에 대한 금지 규정을 위반하는 경우, ① 과징금 부과(주식 취득가액의 100분의 10 범위 내), ② 의결권 행사 금지(주식처분명령을 받은 날부터 순환출자를 형성·강화한 주식 전부에 대한 의결권 행사 금지), ③ 형벌 부과(3년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금) 등이 이루어질 수 있다.

현재 공시대상 기업집단 중 6개 집단이 41개의 기존 순환출자 고리를 보유 중(상호출자제한 기업집단 중 4개 집단이 10개 고리 보유)인데 기존 순환출자 자체도 지배주주의 과도한 지배력 유지, 지배 구조의 투명성 저하 등의 폐해가 있어 원칙적으로 해소하여야 한다는 비판이 제기되고 있다. 따라서 공정거래법 전면개편 특별위원회는 제도 시행 전 혹은 신규 지정 이전부터 보유한 기존 순환출자에 대해서도 규제해야 하는지, 규제한다면 해소의무 부과나 의결권 제한 등 어떠한 방식으로 규제할 것인지에 대해 논의했다.

특별위원회 논의 결과 기존 순환출자가 상당 부분 해소되어 규제 준수 비용은 높지 않은 반면, 향후 지정될 기업집단에 대해서 여전히 규제 실익이 있는 만큼 규제 필요성에 대하여 모두 공감했다. 규제 방식은 의결권 제한 방식이 주식 처분보다 소급 입법 논란을 최소화하면서 최소 침해 원칙에 부합된다는 입장이며, **의결권 제한 시 순환출자 고리 중 순환출자를 최종 완성한 출자회사의 의결권만 제한하는 방안**으로 의견이 수렴하였다.

한편 2016년 9월 기존 순환출자 역시 일정 기간(3년) 이내 해소하도록 의무화하는 공정거래법 개정안도 발의되어 현재 국회 정무위원회 계류중이다. 이는 신규 순환출자만 금지하고 기존 순환출자는 그대로 허용하는 것은 기업 간 형평성에도 맞지 않음을 주장하면서, 기존 순환출자도 해소함으로써 기업의 지배구조를 보다 투명하게 하여 경제력 집중을 완화시킬 필요가 있음을 강조하였다.

표 8. 공시대상 기업집단의 기존 순환출자 현황 (개)

구분	삼성	현대	롯데	현대	농협	대림	현대	영풍	SM	현대산업개발	합계
2017	7	4	67	2	2	1	3	7	185	4	282
2018	4	4	0	1	0	0	0	1	27	4	41

주: 2018년 4월 기준, 자료: 공정거래위원회, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 기존 순환출자 해소에 관한 법률안 발의

구분	현재('14.7~ 시행 중)	개정안 발의 ('16.9.2, 최윤열 의원)
순환출자 규제	<p>▶ 제9조의2제2항</p> <p>상호출자제한기업(대기업)집단 계열회사간 신규순환출자는 원칙적 금지</p> <p>1) 새로운 순환출자를 형성하는 경우와</p> <p>2) 기존 순환출자 고리를 강화하는 추가출자 금지</p> <p>규정을 위반하는 경우,</p> <p>① 과징금 부과(주식 취득가액의 100분의 10 범위 내),</p> <p>② 의결권 행사 금지(주식처분명령을 받은 날부터 순환출자를 형성·강화한 주식 전부에 대한 의결권 행사 금지)</p> <p>③ 형벌 부과(3년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금)</p>	<p>▶ 제9조의3제1항 신설</p> <p>상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 회사는 2014년 7월 24일 이전에 형성한 순환출자를 3년 이내에 해소</p> <p>▶ 제9조의3제2항 신설</p> <p>2014년 7월 24일 이후에 상호출자제한기업집단으로 지정된 기업집단에 속한 회사는 지정일 이전에 형성한 순환출자를 3년 이내에 해소</p> <p>▶ 제9조의2제2항 및 3항 준용</p> <p>기존 순환출자를 3년 이내에 해소하지 못할 경우, 신규 순환출자의 금지를 위반한 것과 동일하게 시정조치</p>

자료: 의안정보시스템, 미래에셋대우 리서치센터

2) 현대차그룹: 순환출자 고리 총 4개, 지배구조 개편 없이 해결 어려움

현대차그룹은 ‘현대모비스 → … → 현대모비스’의 총 4개의 순환출자가 존재하며, 이 중에서 경영권을 유지하는 핵심 순환출자 고리는 ‘현대모비스→현대차→기아차→현대모비스’이다. 이러한 순환출자에 힘입어 그룹 내 현대모비스를 정점으로 현대차와 기아차 및 기타 계열사를 지배하고 있다. 순환출자 해소를 고려할 경우 특히 기아차 보유 현대모비스 지분 16.9%(지분가액 약 3.7조원)은 경영권 유지의 중요성 및 그 규모(금액) 때문에 그룹 외부나 내부로의 처리가 사실상 어려운 상황이다.

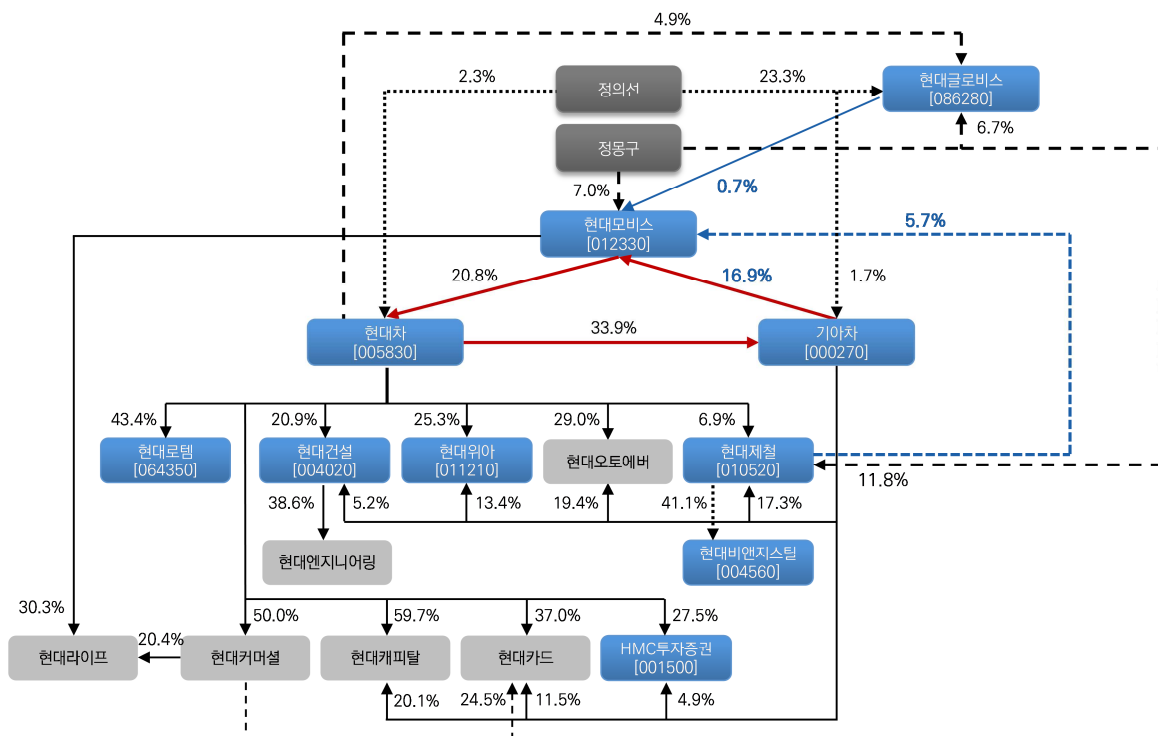
현대차그룹은 이러한 순환출자 해소 및 지배구조 개선을 위해 지난 3월말 현대모비스 내 모듈·AS부품 사업을 인적분할하여 현대글로벌비스에 흡수합병하는 방식의 분할합병을 결정하였으나 현대모비스의 주주총회(5/29) 통과 가능성이 불확실해짐에 따라 진행하는 분할합병 절차를 중단하고 재검토한 후 다시 추진하기로 결정하였다. 당시 국내외 의결권 자문기관은 현대차그룹이 제시한 분할합병에 대해 모두 반대를 권고하였는데, 이에 대해 ① 모비스 분할신설법인을 과소평가해 글로벌비스와의 합병 비율 산정이 모비스 주주에게 불리하게 산정되었고, ② 모비스 분할신설법인과 글로벌비스 합병 관련 타당성 및 설득력이 부족하다는 점을 주요 이유로 제시한 바 있다.

표 11. 현대차그룹 순환출자 현황

No.	계열사1	계열사2	계열사3	계열사4	계열사5
1	현대모비스 20.8%	→ 현대자동차	→ 기아자동차 33.9%	→ 현대모비스 16.9%	
2	현대모비스 20.8%	→ 현대자동차	→ 현대글로벌비스 4.9%	→ 현대모비스 0.7%	
3	현대모비스 20.8%	→ 현대자동차	→ 현대제철 11.2%	→ 현대모비스 5.7%	
4	현대모비스 20.8%	→ 현대자동차	→ 기아자동차 33.9%	→ 현대제철 19.6%	→ 현대모비스 5.7%

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 현대차그룹 지배구조 요약(현재)



자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

당사는 공정거래법 개정을 통한 기존 순환출자 해소 의무 및 의결권 제한 등이 논의되는 제반 환경을 감안 시 **현대차그룹이 지배구조 개편 필요성과 지배구조 정책 변화에 관한 불확실성 아래 빠른 시일 내 지배구조 개편을 다시 진행할 것으로 판단한다.** 이미 현대차그룹은 지난 분할합병 계획안에 입각해 회사별 중장기 경영목표와 비전, 주주환원정책을 시장과 상당 부분 공유하였기 때문에 **큰 틀에서는 기존 계획을 대부분 유지하는 가운데 지배구조 개편을 재추진을 할 것으로 전망한다.**

당사는 현대차그룹이 사업구조 개편 방향, 의결권 자문기관들의 반대 논리, 아울러 대주주 이해관계에 따른 Long-Short 프레임 탈피 필요성까지 종합적으로 고려하며 **다음 세 단계를 거쳐 주주와 시장 신뢰를 확보해 나가는 가운데 지배구조 개편안을 재추진할 것으로 판단한다.**

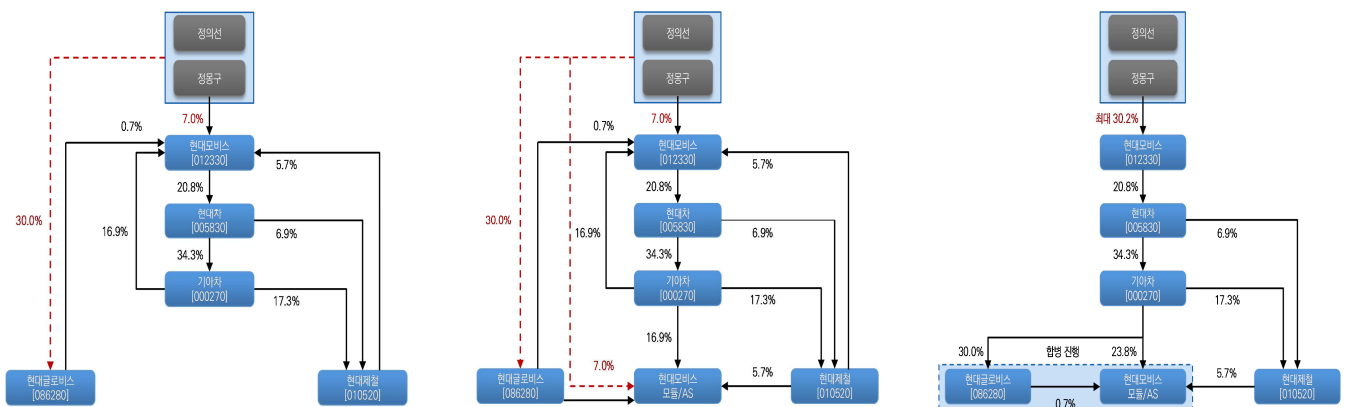
- ★1단계: 모비스 인적분할을 통한 지배회사(존속법인)와 모듈-AS부품사업(신설법인) 설립, 변경(재)상장(평가) 회사 분할비용 산정에 대한 시장 평가 반영 가능, 시장가격 형성 통해 거래 시 공정성 담보
- ★2단계: 대주주는 보유한 글로비스 지분(30%)과 모비스 분할신설법인 지분(7%)을 기아차가 보유한 존속 모비스 지분(16.9%)과 지분거래 교환. 이 때 대주주는 별도 재원 마련을 통해 부족 차액 및 양도소득세 충당, 그리고 현대제철과 글로비스가 보유한 존속 모비스 지분(총 6.3%)에 대한 추가 매입 가능(평가) 순환출자 및 일감몰아주기 논란 해소. 모비스 분할신설법인과 글로비스의 합병 이전에 주식교환을 진행함으로써 대주주 이해관계에 따른 논란 제거, 다만 대주주 부담 비용은 원안보다 증가
- ★3단계: 기아차는 모비스 분할신설법인 지분(23.8%)과 글로비스 지분(30%)을 확보, 이후 현대차그룹은 모비스 분할신설법인과 글로비스의 합병 필요성에 대해 주주 동의를 확보하면서 합병을 재차 추진(평가) 대주주 이해관계와 무관한 환경에서 합병 진행이 가능해 논란 소지 제한. 기아차는 합병으로 인한 기업가치 상승 시 직접적인 수혜가 예상되므로 대주주와의 주식교환에 따른 정당성 확보 가능

표 12. 현대모비스 분할 전·후 지분율 변화 (십억원)

주주명	분할 전			분할 후						
	현대모비스			현대모비스 모듈 및 AS부품사업(신설회사)			현대모비스(존속회사)			
	주식수	지분율	시가총액(1)	주식수	지분율	평가가치(2)	주식수	지분율	평가가치(1)-(2)	비고
정몽구	6,778,966	7.0%	1,461	1,426,766	7.0%	627	5,352,200	7.0%	834	
정의선	0	0.0%	0	0	0.0%	0	0	0.0%	0	
기아자동차	16,427,074	16.9%	3,540	3,457,398	16.9%	1,520	12,969,676	16.9%	2,020	대주주와 주식교환 및 매매 진행 검토 예상
현대제철	5,504,846	5.7%	1,186	1,158,602	5.7%	509	4,346,244	5.7%	677	
현대글로비스	656,293	0.7%	141	138,130	0.7%	61	518,163	0.7%	81	
현대모비스	2,643,195	2.7%	570	556,312	2.7%	245	2,086,883	2.7%	325	
총발행주식수	97,343,863	100.0%	20,978	20,487,914	100.0%	9,007	76,855,949	100.0%	11,970	

주: 이전 분할비용에 따라 시가총액 배분(존속:신설=0.79:0.21), 2018년 7월 13일 종가 기준, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. (현재) 현대차그룹 지배구조 (1단계) 현대모비스 인적분할 후 변경(재)상장 (2,3단계) 주식교환 이후 합병 재추진 가능



자료: 미래에셋대우 리서치센터

4. 금융·보험사 및 공익법인 의결권 제한 확대

구분	주요 내용
현행	대기업집단 소속의 금융·보험사가 보유하고 있는 국내 계열회사 주식에 대해 주요 안건의 결의 시 특수관계인과 합하여 총발행주식의 15%까지 의결권 행사 허용
개편 방향	금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도를 5%로 제한 상호출자제한집단 소속 공익법인 역시 의결권 행사를 금융·보험사 의결권 제한과 동일 방식으로 제한

공정거래법 제11조는 상호출자제한(대기업)집단 소속의 금융·보험회사가 보유하고 있는 국내 계열회사 주식에 대한 의결권 행사 시 원칙적 금지, 예외적 허용을 적용한다. 예외적인 의결권 행사의 허용은 국내 상장회사의 주주총회에서 주요 안건의 결의 시 특수관계인과 합하여 총발행주식의 15%까지 의결권을 행사하는 경우이다. 한편 여기서 주요 안건이란 상장 계열회사인 경우, ① 임원의 선임 또는 해임, ② 정관변경, ③ 그 계열회사의 다른 회사로의 합병·영업양도 등을 말하며, 15%까지 의결권을 행사한다는 의미는 지배주주 및 특수관계인과 합하여 의결권이 15%를 초과하는 경우 초과분에 대해 금융사의 의결권만을 제한한다는 것이다

공정위 특별위원회는 이러한 상호출자제한 기업집단 소속 금융·보험사가 보유한 국내 계열회사의 지분에 대한 의결권 행사가 상장사 등에 대한 일부 예외가 허용되어 총수의 지배력을 유지·강화하는 수단으로 활용될 우려를 확인하였다. 이를 바탕으로 상장사에 대한 의결권 행사 예외에 있어 금융·보험사만의 한도를 별도로 설정할 것인지, 예외 사유 중 '계열회사 간 합병·영업양도'를 삭제할 것인지에 대한 여부 등을 논의했다.

특별위원회 논의 결과 현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가하여, 금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도를 5%로 제한하는데 의견이 수렴했다. 예외적 의결권 행사가 허용되는 사유 중 '계열사 간 합병·영업양도'는 악용 사례 방지를 위해 제외해야 한다는 의견과 적대적 인수합병(M&A)에 대한 경영권 방어를 위해 허용한 것으로 계열·비계열을 달리 볼 사안이 아니라는 의견이 모두 제시됨에 따라 이번 공정거래법 개편 이후에도 추가적으로 논의가 이루어질 필요가 있다는 판단이다.

한편 공정거래위원회는 대기업집단 소속 상증세법상 공익법인 165개를 대상으로 운영실태를 조사한 결과, 공익법인이 총수일가의 지배력 확대, 경영권 승계 등의 수단으로 이용될 가능성이 상당한 것으로 확인했다. 따라서 상호출자제한집단 소속 공익법인(상증세법상 공익법인으로 한정) 역시 의결권 행사를 금융보험사 의결권 제한과 동일한 방식으로 제한하는 방안으로 검토하였다. 즉 공익법인의 보유 계열사 주식의 의결권 행사는 원칙적으로 금지하고, 예외적인 경우에 한해 특수관계인과 합하여 15%, 전체 공익법인 합산 5%내로 의결권 행사가 가능하도록 결론을 지었다.

표 13. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(공정거래법): 대기업집단 금융사의 계열회사 의결권 제한

구분	주요 내용
제11조 금융회사 또는 보험회사의 의결권 제한	상호출자제한기업집단에 속하는 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내 계열회사 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다. 1) 금융업 또는 보험업을 영위하기 위하여 주식을 취득 또는 소유하는 경우 2) 보험자산의 효율적인 운용·관리를 위하여 「보험업법」 등에 의한 승인 등을 얻어 주식을 취득 또는 소유하는 경우 3) 당해 국내 계열회사(상장법인에 한함)의 주주총회에서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 사항을 결의하는 경우 이 경우 그 계열회사의 주식 중 의결권을 행사할 수 있는 주식수는 그 계열회사에 대하여 특수관계인중 대통령령이 정하는 자를 제외한 자가 행사할 수 있는 주식수를 합하여 그 계열회사 발행주식총수(상법 의결권 없는 주식의 수는 제외)의 100분의 15를 초과할 수 없다 가. 임원의 선임 또는 해임 나. 정관 변경 다. 그 계열회사의 다른 회사로의 합병, 영업의 전부 또는 주요 부분의 다른 회사로의 양도

자료: 미래에셋대우 리서치센터

현재 삼성그룹 내 삼성전자에 대한 지분율은 총 19.4%이다. 공정거래법 11조에 따라 삼성 금융계열사가 보유한 삼성전자 지분을 총 9.3% 중 지배주주 및 특수관계인과 합하여 의결권이 15%를 초과하게 되는 지분율 5.5%에 대해서는 의결권이 제한되고 있다. 이러한 상황 아래 특별위원회의 검토안과 같이 **금융·보험사 및 공익법인이 보유한 국내 계열회사의 지분에 대한 의결권에 있어 추가 규제가 이뤄지더라도 현재 삼성그룹 내 삼성전자에 대한 의결권에 미치는 영향은 제한적으로** 파악된다. 즉 금융·보험사의 의결권 행사에 있어 현행 특수관계인 합산 15% 한도에 추가해 금융·보험사만의 합산 의결권 행사 한도를 5%로 제한하고, 아울러 공익법인이 보유한 지분에 대해서도 동일하게 제한하더라도 삼성그룹 내 삼성전자에 대한 의결권은 현재와 동일하게 15%로 유지될 수 있다.

한편 삼성생명이 삼성전자에 대한 그룹 내 최대주주 지위를 유지하는 것은 금산분리 규제와 보험사 국제회계감독 기준이 강화되는 추세 아래 사실상 지속 가능하지 않다. 특히 현재 국회에 계류 중인 보험업법 개정안은 보유 주식의 시가평가를 의무화해 개정안 통과 시 삼성생명도 삼성전자 보유 지분 중 총자산의 3%를 초과하는 지분(현재 기준 약 6.4%)에 대해 유예기간(이종결안 7년, 박용진안 5년+2년) 내 매각이 필요할 전망이다. 또한 금융위원회는 이러한 법 개정 전이라도 단계적, 자발적 개선에 대한 삼성그룹 및 삼성생명의 적극적인 대책 강구를 요구하고 있다.

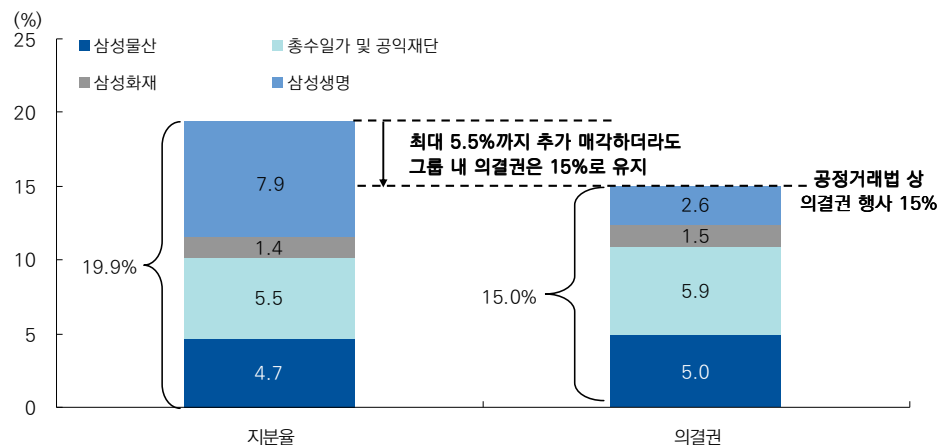
이러한 배경 아래 당사는 삼성생명이 보유 중인 삼성전자 지분의 처리 방안에 대한 계획을 시장과 공유할 것으로 판단하며, **실제 처리를 계획한다면 현재 공정거래법상 의결권을 제한 받고 있는 지분(최대 5.5%)에 대해서는 우선적으로 시장 매각을 검토, 진행할 수 있을 것으로 판단하고 있다.**

표 14. 공정거래법상 삼성전자에 대한 행사 가능 의결권 (주,%)

	보통주		일반적인 행사 의결권	공정거래법상 행사 가능 의결권	의결권 제한
	주식수	지분율			
금융계열사(1)	596,959,200	9.3	10.0	4.1	-5.9
삼성생명	508,157,148	7.9	8.5	2.6	-5.9
삼성화재	88,802,052	1.4	1.5	1.5	0.0
금융계열사 외 특수관계인(2)	650,629,950	10.1	10.9	10.9	0.0
삼성물산	298,818,100	4.7	5.0	5.0	0.0
이건희	249,273,200	3.9	4.2	4.2	0.0
홍라희	54,153,600	0.8	0.9	0.9	0.0
이재용	42,020,150	0.7	0.7	0.7	0.0
삼성복지재단	4,484,150	0.1	0.1	0.1	0.0
삼성문화재단	1,880,750	0.0	0.0	0.0	0.0
특수관계인 합계(1)+(2)	1,247,589,150	19.4	20.9	15.0	-5.9

주: 공정거래법상 삼성생명에 대한 의결권 제한을 상정, 자료: 전자공시시스템, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 삼성생명 보유 삼성전자 지분 처리: 최대 5.9%까지 매각하더라도 그룹 내 의결권은 현재대로 유지



자료: 미래에셋대우 리서치센터

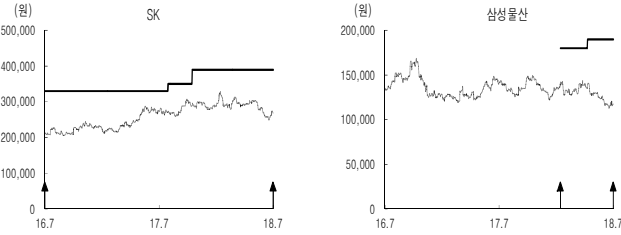
지주회사

불확실성 해소로 주가 반등 시작

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK(034730)					2015.08.30	매수	330,000	-28.66	-16.36
2017.10.31	매수	390,000	-	-	삼성물산(028260)				
2017.08.15	매수	350,000	-20.51	-12.29	2018.04.26	매수	190,000	-	-
08/30/2016	1년 경과 이후		-	-	2018.01.29	매수	180,000	-25.24	-20.00

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.40%	14.78%	11.82%	0.00%

* 2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 현대글로벌비스, 현대모비스, SK, 삼성물산(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.