

2012. 11. 28

Analysts

이상원 02) 3777-8097
sangwon.lee@kbsec.co.kr강선아 02) 3777-8182
sakang@kbsec.co.kr

지주회사 (OVERWEIGHT)

산업 코멘트

Recommendations

LG (003550)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 112,000원 (유지)

SK (003600)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 210,000원 (유지)

CJ (001040)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 128,000원 (유지)

두산 (000150)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 210,000원 (유지)

한화 (000880)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 46,000원 (유지)

10대 주요 그룹들에 미칠 '경제민주화' 바람

18대 대선 주요후보들의 핵심공약으로 경제민주화 정책이 강조되지만, 이미 지주회사 체제를 갖춘 그룹들은 영향이 제한적일 것으로 전망된다. 현재 논의되고 있는 경제민주화의 큰 골자는 1) 일감 몰아주기 규제 강화, 2) 그룹 지배구조개선, 3) 금산분리강화로 압축할 수 있는데, LG, SK, CJ, 두산, LS, GS, 한진중공업 그룹들은 과거 지주회사 체제로 전환하면서 이미 상당수 지배구조를 정리했기 때문이다. 현재 경제민주화 주요 3가지 사안 중에서 금산분리는 시행될 가능성이 가장 높으며, 10대 주요 그룹 (총21개 기업집단) 중에서 7개 기업집단들이 해당된다. 또한 그룹 지배구조개선 (순환출자, 출총제)에 대해서는 대선결과에 따라 달라질 것으로 전망된다.

주요 대선후보들 금산분리 강화에 대해서는 한 목소리

주요 대선후보인 박근혜와 문재인 후보는 모두 금산분리 강화에 같은 견해를 가지고 있다. 10대 주요 그룹 (총 21개 기업집단) 중에서 해당되는 기업은 7개 그룹으로써 삼성, 현대차, 현대중공업, 롯데, 한화, 한진 그룹이 해당된다. 따라서 이들 그룹들은 향후 중간 금융지주회사를 설립하거나 금융자회사들 소유지분의 일정부분을 매각할 가능성도 존재한다.

지배구조개선에 대해서는 후보마다 달라

지배구조개선 (순환출자구조, 출자총액제한제도)에 대해서는 대선결과에 따라 강도가 달라질 것으로 판단된다. 만약 기존 순환출자구조 해소 법안이 시행된다면, 10대 주요 그룹 중에서 구조해소의 복잡성은 삼성 그룹, 롯데 그룹이 가장 높으며 해소비용 측면에서는 현대차 그룹이 6.0조원으로 가장 클 것으로 전망된다. 그 밖에도 5개 그룹이 해당되는데, 향후 지배구조의 변화가 예상된다. (아래 표 참고)

결국 '경제민주화' 바람에도 지주회사들은 큰 영향 없어

10대 주요 그룹 (21개)을 대상으로 경제민주화 영향을 분석해보면, 기존 순환출자구조 해소 8개 집단, 금산분리 7개 집단, 출자총액제한제도 6개 집단이 해당된다. 특히 이미 지주회사 체제로 전환한 LG, SK, CJ, 두산, LS, GS, 한진중공업 7개 그룹들은 향후 어떤 후보의 당선여부와 상관없이 경제민주화의 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

10대 그룹별 경제민주화 정책 영향도

그룹명 / 분류	범삼성 그룹				범현대 그룹						LG/LS		GS	SK	롯데	두산	한화	한진	한진중공업	금호
기업 집단명	삼성	CJ	신세계	한솔	현대자동차	현대중공업	현대백화점	현대해상	KCC	산업개발	LG	LS	GS	SK	롯데	두산	한화	한진	한진중공업	아시아나
경영자의 불법 행위처벌 강화														*			*			
일감 몰아주기 규제 강화	*	*			*	*							*	*	*	*	*	*		
출자총액 제한제도 부활					*	*					*		*			*		*		
기존 순환 출자 해소	*				*	*	*	*		*					*			*		
금산 분리강화	*				*	*	*							*	*	*				

자료: KB투자증권 정리, 주: 자세한 기준 및 기타 사항은 25 페이지 참고

Contents

Executive Summary	4
I. 2012년 대선 ‘경제민주화’ 바람	5
대기업 중심에서 경제민주화를 외치다	5
각 정당별 경제민주화 정책에서 공통된 5가지 키워드	6
II. 경영자의 불법행위 처벌강화	7
경영자의 불법행위 처벌강화	7
특정경제범죄가중처벌 개정안	7
III. 대기업 그룹내 일감몰아주기 규제 강화	8
2013년부터 감독이 한층 강화될 듯	8
IV. 출자총액제한제도의 부활	10
V. 순환출자구조	16
VI. 금산분리 강화	20
금산분리란?	20
금산분리 변천사	21
금산분리 강화에 대한 견해	22
주요 그룹사들의 금융회사 보유 현황	23
VII. 10대 주요 그룹별 경제민주화 영향 분석	26
1. 범삼성 그룹	26
2. 범현대 그룹	30
3. LG, LS 그룹	38
4. GS 그룹	40
5. SK 그룹	41
6. 롯데 그룹	42
7. 두산 그룹	44
8. 한화 그룹	45
9. 한진 그룹	46
10. 금호 그룹	49
Appendix I.	50
① 상장자회사 시가총액 + 비상장 자회사 적정시장 가치 부여 + 지주회사 유/무형자산가치	50
② 상장자회사 시가총액 + 비상장 자회사 장부가 적용 + 지주회사 유/무형자산가치	51
③ 상장자회사 시가총액 + 비상장 자회사 장부가 적용 (유/무형자산 가치 제거)	52
④ 상장자회사 장부가 + 비상장 자회사 장부가 적용 + 지주회사 유/무형자산	53
1. LG (003550 / BUY)	54
2. SK (003600 / BUY)	56
3. CJ (001040 / BUY)	58
4. 두산 (000150 / BUY)	60
5. 한화 (000880 / BUY)	62
Appendix II. Correlation	64
Appendix III. 일반적인 지주회사 투자전략은?	66

Executive Summary

18대 대선의 가장 중요한 화두 중 하나는 경제민주화

대선 후보들의 주요 공약인 경제민주화: 한국정당학회가 선정한 10가지 정책 아젠다와 주요 대선후보 2인의 10대 공약을 살펴보면 우리사회 분야별 이슈를 확인할 수 있다. 그 중에서도 단연 화두는 경제민주화 정책이다. 주요 대선후보인 박근혜와 문재인 후보측은 세부적으로는 의견 차이를 보이고 있지만 경제민주화 정책을 핵심 공약으로 채택하고 있다.

경제민주화의 큰 골자는 3가지: 주요 대선후보들의 경제민주화 공약에서의 핵심사항은 3가지 사항이다. 우선, 작년부터 이슈화되었던 대기업 그룹 내 일감몰아주기 규제강화가 있다. 두 번째는 출자총액제한제도 부활과 더불어 순환출자구조 해소가 있으며, 마지막으로 금산분리가 논의되고 있다.

금산분리 강화에 대해서는 주요 대선후보 모두 한 목소리

금산분리 강화는 대부분 한 목소리 나타냄: 금산분리 강화에 대해서는 주요 대선후보 모두 한 목소리를 나타내고 있다. 구체적인 법안으로 의결권 제한의 축소, 중간 금융지주회사 의무화 등이 논의되고 있다. 삼성 그룹, 현대차 그룹, 한화 등 아직 지주회사체제를 만들지 않은 그룹들은 일부 영향을 받을 것으로 전망된다.

지배구조개선에서는 입장이 다름: 지배구조개선의 일환으로 출총제 부활과 기존 순환출자구조 해소에 대해서는 주요 대선 후보별 입장이 엇갈린다. 박근혜 후보는 출총제 부활반대와 기존의 순환출자구조는 일단 유지하자는 입장이지만, 문재인 후보는 출총제 부활과 더불어 신규 순환출자구조 규제강화 및 기존의 순환출자구조 해소까지 공약으로 내세우고 있다.

아직 지주회사 체제를 구축하지 못한 기업 그룹들에는 일부 영향 미칠 듯

10대 주요 그룹들에 미칠 영향은? 두 후보 모두 동의하는 금산분리 강화가 시행될 경우, 아직 지주회사 체제를 만들지 못한 그룹들의 경우 영향을 받을 것으로 예상된다. 특히 삼성 그룹과 현대차 그룹은 비금융자회사 못지 않게 중요한 역할을 하고 있는 금융자회사들을 많이 소유하고 있기 때문에 향후 점진적인 지배구조 변화가 예상된다.

순환출자 구조 해소는 기업별로 영향 다를 듯: 상기 언급한 것과 같이, 순환출자구조 해소에 대해서는 기존의 구조 해소 여부를 두고 엇갈린 모습을 보이고 있다. 만약 기존의 순환출자구조를 정리해야 할 경우, 복잡성은 삼성 그룹, 롯데 그룹이 가장 높으며, 비용측면에서는 현대차 그룹이 가장 클 것으로 전망된다.

다만 지주회사 그룹에 미치는 영향은 제한적: 이미 지주회사 체제를 갖춘 그룹들은 경제민주화에 대한 영향이 제한적일 것으로 전망된다. 10대 주요 그룹 가운데 LG, SK, CJ, 두산, LS, GS, 한진중공업의 7 개 그룹들은 과거 지주회사 체제로 전환하면서 이미 상당수 지배구조를 정리했기 때문이다.

I. 2012년 대선 ‘경제민주화’ 바람

대기업 중심에서 경제민주화를 외치다

18대 대통령 선거일이 한달 채 남지 않았다. 한국정당학회가 선정한 10가지 정책 아젠다 (경제 · 민생, 사회 · 복지, 교육 · 환경, 정치 · 행정, 외교 · 안보)와 주요 대선후보 2인의 10대 공약을 살펴보면 우리사회 분야별 이슈를 확인할 수 있다. 그 중에서도 단연 화두는 경제민주화 정책이다. 주요 대선후보 2인은 세부적으로 의견 차이를 보이고 있지만 경제민주화 정책을 핵심 공약으로 채택하고 있다.

경제민주화란?

‘경제민주화’라는 용어는 헌법 제9장 경제의 제119조에서 시작했다.

- ① 대한민국의 경제질서는 개인과 기업의 경제상의 자유와 창의를 존중함을 기본으로 한다.
- ② 국가는 균형있는 국민경제의 성장 및 안정과 적정한 소득의 분배를 유지하고, 시장의 지배와 경제력의 남용을 방지하며, 경제주체간의 조화를 통한 **경제의 민주화**를 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다.

새누리당 박근혜 후보는 경제민주화 정책을 1대 공약으로, 민주통합당 문재인 후보는 3대 공약으로 꼽았다. 해당 법안들의 파급효과는 기업의 지배구조와 특성에 따라 차이가 있을 것으로 판단된다. 따라서 경제민주화가 부각되는 현시점에서 10대 기업에 미치는 영향력에 대해 분석해 보았다.

표 1. 주요 대선후 2인의 경제민주화 관련 정책비교

구분	박근혜	문재인
일감몰아주기	징벌적 손해배상제 도입 집단소송제 확대	공정거래법 및 하도급법 위반에 대해 손해액의 3배 배상 공정위 전속 고발권 폐지
출자총액제한제 재도입	반대	부활 찬성
순환출자 금지	신규순환출자만 금지	기존, 신규 순환출자 금지 (단, 기존 순환출자 3년 유예기간 설정)
비금융회사 의결권 제한	15% → 10% → 5% (향후 5년간 1%p씩 인하해 최종 5%)	발표정책 없음
산업자본 지분 소유 제한	9% → 4%	9% → 4%
경영자불법행위 처벌강화	집행유예 및 사면제한 양형기준 강화	집행유예 및 사면제한 양형기준 강화

자료: 선거관리위원회, 각 후보 정당, KB투자증권

각 정당별 경제민주화 정책에서 공통된 5가지 키워드

지난 7월부터 현재까지 새누리당 ‘경제민주화 실천모임’과 민주통합당은 각각 5개, 9개의 주요 법률 개정안을 발의했다. 공통된 키워드로는 1) 경영자의 불법행위 처벌, 2) 일감몰아주기 규제, 3) 순환출자 금지, 4) 출자총액제한제도, 5) 금산분리 등 5가지로 분류할 수 있다. 관련 법안의 시행여부와 시행시점은 기업의 투자 및 지배구조에 장기적으로 영향을 미칠 전망이다.

표 2. 새누리당 ‘경제민주화 실천모임’ 발의 법안

구분	법안	주요 내용
1호	경영자의 불법행위 처벌강화	특정경제범죄처벌법 위반 시 사면 제한 및 실행 부과 (집행유예 금지)
2호	일감몰아주기	- 대기업집단의 일감 몰아주기 금지 - 대기업집단의 사익편취 목적 회사 설립금지 - 시장지배적 지위 남용 등 위법 행위에 대한 시정 조치 확대, 강화
3호	순환출자금지	- 신규순환출자 전면 금지 - 기존순환출자는 가공의결권 제한
4호	금융회사대주주 적격성심사	- 대기업총수가 횡령, 배임과 같은 경제범죄사 보험, 증권 등 2금융사 대주주 될 수 없도록 규제 - 회사 규모별 1~2년 간격 주기별 심사
5호	금산분리 강화	- 산업자본의 은행지분 소유한도 축소 (9% → 4%) - 중간금융지주회사 설립 허용 - 금융지주회사로 전환 촉구 - 금융자본의 비금융계열사 의결권 기존 15%에서 5%로 강화 - 자본적정성평가 강화 (보험사 계열사 주식 소유한 경우 위험계수 현행 12%에서 20%~50%로 상향) - 산업자본의 사모펀드 (PEF) 통한 은행지분 보유 규제

자료: KB투자증권,

주: 새누리당 내 경제민주화 실천모임에서 발의, 각기 법안 발의한 날짜는 다름, 새누리당과 박근혜 후보의 공약과 다소 다를 수 있음

표 3. 민주당 발의 법안

구분	법안	주요 내용
1안	출자총액제한제 재도입	10대 그룹을 대상으로 출자총액을 순자산의 30% 이하로 제한하는 법안
2안	순환출자금지	- 상호출자제한기업 (현재 63개)을 대상으로 신규순환출자금지 - 기존순환출자의 경우 3년 유예기간 내 해소, 3년 이후 의결권 제한
3안	지주회사 규제강화	지주회사 부채비율 축소 (200% → 100%)
4안	재벌세 부과	자회사에서 받은 배당금에 법인세 과세
5안	금산분리 강화	산업자본의 은행 소유지분 한도 축소 (9% → 4%)
6안	경영자의 불법행위 처벌강화	특정경제범죄처벌법 위반 시 사면 제한
7안	장발적 손해배상	하도급법 위반 시 피해금액의 최대 3배 손해배상
8안	부자증세	소득세 최고세율 구간 3억초과 → 1억 5000만원 초과
9안	파견근로자 보호	파견기간 초과하면 고용주가 직접 고용한 것으로 간주

자료: KB투자증권, 주: 민주당 발의

II. 경영자의 불법행위 처벌강화

경영자의 불법행위 처벌강화

일부 언론에 의하면, 특정경제범죄가중처벌법을 위반한 재벌 총수의 경우 법정구속 없이 집행유예 선고를 받고, 이후 국가 경제 발전에 대한 기여도가 높다고 판단해 대통령령에 의해 사면되는 경우가 다수였다고 전당했다. 따라서 이번 대선 주요 후보자들은 향후 경영자의 불법행위에 대한 처벌강화를 언급하며, 실행 선고 및 사면 제한에 법안 개정을 주요 공약으로 대두되고 있다.

특정경제범죄가중처벌 개정안

따라서 대기업 최고경영자에 대한 처벌 수위가 강화되고 이에 따른 여론이 형성되면서 특정경제범죄가중처벌에 관한 여야의 개정요청안도 처벌 수위 강화에 목표를 두고 있다. 여야 모두 기존 법안에 없는 300억원 이상의 구간을 추가해 양형을 강화 했으며, 사면제한에 대한 사안을 주요 골자로 하고 있다.

표 4. 특정경제범죄가중처벌 주요 개정요청 법안

정당	대표 발의자	기존 법안	개정요청 법안
새누리당	민현주 의원	이득액이 5억원 ~ 50억원: 3년 이상의 유기징역 50억원 이상: 무기 또는 5년 이상의 징역	5억원 ~ 50억원: 7년 이상의 유기징역 50억원 ~ 300억: 10년 이상의 유기징역 300억원 이상: 무기 또는 15년 이상의 징역
민주통합당	오세재 의원	이득액이 5억원 ~ 50억원: 3년 이상의 유기징역 50억원 이상: 무기 또는 5년 이상의 징역	5억원 ~ 50억원: 3년 이상의 유기징역 50억원 이상: 무기 또는 7년 이상의 징역
민주통합당	오세재 의원		징역형을 선고받고 3분의 2이상 형기를 채우지 않았거나, 집행유예 기간중 사면제한
민주통합당	원혜영 의원	이득액이 5억원 ~ 50억원: 3년 이상의 유기징역 50억원 이상: 무기 또는 5년 이상의 징역	5억원 ~ 50억원: 3년 이상의 유기징역 50억원 ~ 300억: 7년 이상의 유기징역 300억원 이상: 무기 또는 10년 이상의 징역

자료: 국회, KB투자증권 정리

III. 대기업 그룹내 일감몰아주기 규제 강화

2013년부터 감독이 한층 강화될 듯

지난 11월 22일, 김동수 공정거래위원장은 경제민주화를 위한 가장 효과적인 대책으로 대기업 집단이 사익 편취나 상속 증여 목적으로 일감을 몰아주는 행위를 차단하는 것을 언급했다. 이와 같이, 대기업 집단 내 일감몰아주기를 주목하고 있는데, 이를 위해 정부는 올해 1월 일감몰아주기에 대해 증여세를 부과하도록 시행령을 마련했다.

시행령이 적용되면서 공정거래위원회는 일감몰아주기에 대한 세무조사 계획을 발표했다. 소모성자재구매대행 (MRO)이나 시스템 통합 (SI) 사업 등 거래비용감소 목적으로 국내 대기업의 계열사 간 수의계약형태로 행해지는 내부거래 혹은 일감몰아주기 형태에 대해서 2013년부터 감독이 한층 강화될 것으로 판단된다.

표 5. 일감몰아주기 상속세 및 증여세법 계산방법

항목	개정내용
개정법령	상속세 및 증여세법 제 45조의 3, 상속세 및 증여세법 시행령 제 34조의 2
개정취지	변칙적인 증여를 방지하기 위해 특수관계법인간 일감몰아주기를 증여로 의제하여 증여세 과세
과세대상 및 과세대상자	일감을 받은 법인 (수혜법인)의 지배주주와 그 친족으로서, 수혜법인의 지분 (간접보유비율 포함)이 한계보유비율 (3%)을 초과하는 대주주 (개인) 지배주주는 (1) 또는 (2)의 자 (1) 수혜법인의 최대주주 중 최다출자자가 개인인 경우: 해당 개인주주 (2) 수혜법인의 최대주주 중 최다출자자가 법인인 경우: 수혜법인에 대한 직접보유비율과 간접보유비율을 합하여 그 비율이 가장 높은 개인 ※ 개인의 간접출자법인에 대한 출자비율 × 간접출자법인이 수혜법인에 출자비율 ※ 지배주주 판정시에는 모든 간접보유비율을 포함 ※ 친족: 지배주주의 배우자, 6촌이내 혈족, 4촌이내 인척
과세요건	수혜법인의 사업연도 매출거래 중 특수관계법인과 거래비율이 정상거래비율 (30%)을 초과할 경우
특수관계법인	수혜법인의 지배주주와 상속세 및 증여세법 시행령 제 12조의 2제 1항 제 3호~8호 까지 해당하는 법인 다음법인은 제외 수혜법인이 50%이상 출자한 법인 및 그 법이 50%이상 출자한 다른 법인 수혜법인이 공정거래법 제 8조에 따른 지주회사인 경우 수혜법인의 자회사, 손자회사, 증손회사 수혜법인이 상호출자제한기업집단에 소속된 경우 다른 상호출자제한기업집단 소속 계열회사
세금산출방식	세금산출방식: 증여의제이익 × 증여세율 증여의제이익 = 세후영업이익 × (특수관계법인과 거래비율 - 30%) × (주식보유비율 - 3%)
적용시기	2012년 1월 1일 이후 개시하는 사업연도 거래분부터 적용
자료: 국세청, KB투자증권 정리	

공정거래위원회에 따르면, 총수가 있는 집단 중 상위 10대 기업집단의 내부거래비중은 14.5%로 지난해 (13.2%)에 비해 1.3%p 증가했다. 또한 내부거래금액도 지난해 108.6조원 보다 28.0% 증가한 139.0조원을 기록했다. 내부거래비중은 SK가 작년대비 6.54% 증가해 22.1%로 가장 높았고, 내부거래금액은 작년대비 소폭 하락했지만 삼성이 가장 높은 35.3조원으로 집계됐다.

표 6. 10대 기업집단 내부거래 현황

기업집단명 (단위: 조원)	내부거래비중 (%)			내부거래금액		
	2011년	2012년	diff	2011년	2012년	diff
삼성	13.68	13.01	(0.67)	35.27	35.25	(0.02)
현대자동차	21.05	20.68	(0.37)	25.12	32.23	7.11
SK	15.55	22.09	6.54	17.43	34.2	16.77
LG	14.25	13.76	(0.49)	15.17	15.39	0.22
롯데	12.71	14.19	1.48	6.05	7.82	1.77
현대중공업	7.01	11.57	4.56	3.48	7.12	3.64
GS	3.57	3.22	(0.35)	1.86	2.17	0.31
한진	3.56	3.91	0.35	0.83	0.94	0.11
한화	6.84	7.82	0.98	2.31	2.72	0.41
두산	5.94	5.8	(0.14)	1.11	1.2	0.09
계	13.23	14.53	1.30	108.64	139.04	30.40

자료: 공정거래위원회, KB투자증권

업종별 내부거래 비중이 가장 높은 분야는 부동산, 임대업 분야로 내부거래비중이 57.3%에 달했다. 이를 이어 서비스업 분야의 내부거래비중이 제조업, 건설 등에 비해 높은 것으로 나타났다. 특히 출판, 영상, 방송 통신 및 정보서비스업의 경우 20.9%의 낮은 내부거래 비중에도 불구하고 내부거래 금액이 14.1조원으로 가장 높았다.

또한 공정거래위원회에서는 부동산, 임대업을 제외하고 내부거래 비중이 가장 높은 서비스업 분야를 분석해보면 수의계약 비중이 91.8%에 달한다고 발표했다. 그 중에서 물류업이 99.5%로 가장 높았고, 시스템통합관리 (SI)와 광고업이 95.3%, 69.1%로 그 뒤를 이었다. 내부거래 비중이 높은 거래의 경우 수의계약 비중도 다소 높게 나타났다.

표 7. 주요 서비스업 내부거래 현황 및 수의계약 비중

업종명	회사수	내부거래금액	수의계약 금액	수의계약 비중
시스템통합관리 (SI)	41	6.26	5.97	95.31
광고제작	22	1.12	0.78	69.06
물류	13	0.44	0.44	99.5
계	76	7.83	7.18	91.78

자료: 공정거래위원회, KB투자증권

IV. 출자총액제한제도의 부활

다시 논의되고 있는 출자총액제한제도란?

최근 정치권에서는 출자총액제한제도 (이하 출총제) 부활을 언급하고 있다. 출총제는 대기업의 과도한 사업다각화와 경제력집중을 규제하기 위한 목적으로 1986년 12월 처음 도입되어 1987년 4월부터 시행됐다. 초기 출자총액 한도는 순자산가액의 40%로 규정해 시행되었으나 대기업의 경제력집중이 가속화됨에 따라 1994년 12월 출자총액한도를 25%로 하향 조정해 제도를 더욱 강화시켰다.

외환위기 직후인 1998년 2월 원활한 구조조정과 부채비율 감축 등을 이유로 출총제가 폐지되었으나 대기업들이 구주 인수에 집중하면서 총수일가의 내부 지분율만 상승하는 폐해를 낳았다. 이에 따라 1999년 8월 정부는 출총제의 부활을 선언했고 출자총액한도 25% 기준으로 2001년 4월부터 재시행되었다.

출총제는 부활 9개월 만인 2002년 1월 1)적용대상 집단의 축소 및 적용제외조항 신설, 2) 예외 인정 범위확대, 3) 부채비율에 의한 졸업 등을 통해 구속력 완화했다. 또한 2004년 12월 다수의 새로운 졸업기준과 적용대상기업집단의 기준을 자산 5조원에서 자산 6조원으로 변경하면서 완화정책을 이어갔다.

표 8. 출자총액제한제도 출자여력 계산방법

항목	계산방법
출자비율	회사 A가 보유한 국내 다른 회사보유 주식의 취득원가 / A 회사의 조정순자산
A 회사의 조정순자산	순자산 - A회사에 출자한 계열사의 주식수 * A회사 액면가
순자산	기준 (전년도 말 회계 보고서 기준), 순자산이 음수이면 자본금 적용
출자여력	(규제비율 - 현재출자비율) * 조정순자산 합계
예시 (규제비율: 25%)	{조정순자산의 합계 × (25% - 현재출자비율)}

자료: 공정거래위원회, KB투자증권 정리

한편, 출자총액제한제도가 도입되면서, '대규모기업집단'이 정의됨

1986년 12월 출총제가 처음으로 도입되면서 대규모기업집단이 정의되었고, 정부의 규제대상으로 정의되기 시작했다. 출총제 도입시점부터 규제 대상에 대한 논의가 계속되었는데, 기업집단 소속회사의 자산총액합계액이 4천억원 이상인 집단을 대규모기업집단으로 정의하고 32개 그룹, 509개 계열사를 첫 규제대상으로 선정했다.

1992년 대규모기업집단이 78개 그룹, 1,056개 계열사로 증가하면서 1993년 4월 자산총액합계액 기준 상위 30위까지로 기준을 변경하였고, 2002년 상호출자제한제도 (이하 상출제)가 도입되면서 대규모기업집단도 출자총액제한기업집단과 상호출자제한기업집단으로 분리됐다. 현재 2009년 3월 출총제 폐지 이후 상호출자제한기업집단만 존속해오고 있다.

표 9. 대규모기업집단 변천사

연도	대규모기업집단에 관한 규정변경		정의
1986~1993년	대규모기업집단		기업집단 소속회사의 자산총액합계액이 4천억원 이상인 집단
1993~2001년	대규모기업집단		기업집단 소속회사의 자산총액합계액 순위 기준 30위까지 지정
2002년	출자총액제한기업집단 기업집단 소속회사 자산총액합계 5조 이상	상호출자제한기업집단 기업집단 소속회사 자산총액합계 2조 이상	출자총액제한기업집단, 상호출자제한기업집단으로 구분하여 지정
2005년	5조 → 6조 상향조정	기업집단 소속회사 자산총액합계 2조 이상 유지	
2007년	6조 → 10조 상향조정	기업집단 소속회사 자산총액합계 2조 이상 유지	
2008.07.01	기업집단 소속회사 자산총액합계 10조 이상 유지	2조 → 5조 상향조정	
2009.03.25	폐지	기업집단 소속회사 자산총액합계 5조 이상 유지	출자총액제한제도의 폐지에 따라 상호출자제한기업집단만 존속

자료: 공정거래위원회 (상호출자제한기업집단 자료), KB투자증권

표 10. 기업집단의 종류

기업집단명	집단의미
출자총액제한기업집단	자산총계가 10조원 이상인 기업집단 소속 회사는 국내 다른 회사의 주식을 자기 회사 순자산 (자본금 또는 자본총계 중 큰 금액 - 계열사 출자 금액)의 40%까지만 취득, 소유하도록 제한
상호출자제한기업집단	자산총계가 2조원 이상인 기업집단 소속 회사는 계열사와의 상호출자 및 계열회사의 금융회사 여신에 대한 채무보증 등이 금지됨
채무보증제한기업집단	상호출자제한기업집단과 일치 채무보증제한제도에 따라 소속 회사들은 계열회사의 국내 금융기관 여신에 대한 채무보증이 금지됨

자료: 공정거래위원회, KB투자증권

출자총액제한제도의 내역

2007년 4월 적용대상기업집단을 자산 6조원 자산 10조원으로 상향조정하고 적용대상기업도 전체 계열사에서 자산규모 2조원 이상의 계열사로 축소했다. 출자한도는 25%에서 40%로 다시 상향조정되어 출총제가 유명무실하게 되었다가 2009년 3월 폐지됐다.

표 11. 총액출자제한제도 변천사

개정일	출자 제한비율	규제대상	주요내용
1986. 12. 31	40%	대규모기업집단 (자산 4천억원 이상)	출총액 도입 시행: 대규모기업집단 (자산 4천억원 이상) 소속회사에 대해 당해 회사 순자산의 40%를 초과한 타회사 주식 취득 금지
1993. 2. 20		30대 대규모기업집단	30대 대규모기업집단으로 변경
1995. 4. 1	25%		출자한도를 25%로 축소
1998. 2. 24	100%		출총제 폐지
2000. 1. 4. 1 (시 행령)	25%	30대 대규모기업집단	출총제 재도입 (개정일: '99. 12. 28) 30대 대규모기업집단 회사의 순자산의 25%를 초과한 타회사 주식취 득 금지
2002. 4. 1 (시행령)		대규모기업집단 (자산 5조원 이상)	30대 기업집단 지정제도 폐지 : 자산규모 2조원 이상인 기업은 직접상호출자와 채무보증 금지, 대규모 내부거래의 이사회 의결 및 공시의무 대상 자산규모 5조원 이상인 기업집단은 출총제 대상 기업집단으로 지정
2004. 12. 31		대규모기업집단 (자산 6조원 이상)	출총제 대상변경: 자산규모 5조원에서 6조원 이상으로 기업집단으로 변경 4가지 졸업제도 도입 (예: 지배구조모범기업) 적용제외 (예: 사회간접자본 또는 민간투자회사 (SOC법인) 에 대한 출자, 동종 및 밀접관련 업종 출자), 예외인정 (예: 기존 지분을 이내 신주취득 (시한: 2년), 외국인투자기 업(지분 10%)에의 출자)
2006. 4. 14 (시행령)			출총제 적용 시 구조조정기업에 대한 출자에외인정 추가, 졸업기준 보완
2007. 4. 13	40%	대규모기업집단 (자산 10조원 이상) 중핵기업 (자산 2조원 이상)	출총제 적용대상 기업집단 축소 (자산규모 6조원 이상 기업집단의 모 든 기업에서 자산 10조원 이상 기업집단의 자산규모 2조원 이상 중핵기업으로) 출자한도 상향(순자산의 25%에서 40%) 외국인투자기업에 출자하는 경우 예외인정시한(5년) 폐지
2007. 7. 13 (시행령)		대규모기업집단 (자산 10조원 이상)	출총제 적용대상 회사 축소 (자산규모 2조원 미만인 소속 회사는 적 용 제외)
2009. 3. 3			출총제 폐지

자료: 공정거래위원회, '대기업집단 공시제도', KB투자증권, 주: 출자제한비율은 순자산 기준

출자총액제한제도의 찬성/반성 견해

출총제의 재도입과 관련해 주요 후보 2인의 의견은 엇갈린다. 박근혜 대표는 출총제의 실효성이 없다고 주장하며 출총제 재도입을 반대하고 있으며, 반면 민주통합당 문재인 후보는 출총제 도입에 대한 긍정적인 입장을 보이고 있다. 따라서 출총제의 시행여부는 확실하게 단언할 수 없으며 기업들에서도 출총제의 시행여부를 두고 의견이 분분하다.

표 12. 출자총액제한제도에 대한 견해

	출총제 재도입 주장	출총제 폐지 주장
주요 견해	- 순환출자로 인해 형성되는 가공자본이 자원분배 왜곡하지 못하도록 방지 - 순환출자를 통한 계열사 동반 부실화를 예방 - 재벌 총수의 독단적인 경영 방지	- 외국에는 없는 제도로 외국인의 적대적 M&A에 노출되는 역차별성 제도 - 기업의 투자활동 및 일자리 창출에 악영향 - 실효성이 없음
주요 정치권	- 민주통합당	- 현 정부 - 새누리당
개선 제도방법	- 10대 재벌그룹의 모든 계열사에 대해 순자산의 30% 이상 출자규제 - 해소기간 3년 부여 - 유예기간 내에 초과지분 해소하지 않을 경우 초과지분에 대한 의결권 제한 및 공공발주 참여시 감점 - 동종 밀접산업에 대한 출자는 예외적용	
기타 견해	- 기업의 전문화 핵심역량 강화를 위해 필요 - 경영권방어는 대주주 능력으로 해결 해야함 - 기업투자에 부정적이라는 재계주장은 과장됨	- 계열사간 채무지급이 해소되어 연쇄도산의 가능성이 없어짐 - 자회사 방식의 신규사업 진출을 차단하는 등 기업조직의 왜곡을 초래 - 기업의 전문화, 다각화는 시장원리에 기업 스스로 결정할 사항

자료: KB투자증권

출자총액제한제도 기준별 포함 기업 및 해소 금액

아래의 표에서는 각 그룹별로 순자산 대비 40%, 25% 규제 시 해소해야 하는 금액을 보여주고 있다. 또한 CASE I, II를 분류하여, 과거 출자총액제한제도를 적용시 달랐던 기준별로 분류하였다. 즉 CASE II는 모든 계열사 안에서 자산 10조원 이상 되는 계열사들만 포함한 경우에 순자산 대비 40%, 25% 규제를 해소해야하는 금액을 보여주고 있다.

표 13. 출자총액제한제도 기준별 포함 기업 및 해소 금액

분류	그룹기준	계열사 기준	기준금액	상한선	포함그룹	금액
CASE I	20대 그룹	모든 계열사	순자산	40%	SK 그룹	2조 4,010억원
					한화 그룹	2조 651억원
					한진 그룹	1조 5,662억원
					현대 그룹	3,277억원
	20대 그룹	모든 계열사	순자산	25%	현대중공업 그룹	2조 6,842억원
					SK 그룹	2조 8,507억원
					한화 그룹	3조 4,002억원
					한진 그룹	2조 4,658억원
					현대 그룹	8,747억원
					LS 그룹	2,105억원
CASE II	20대 그룹	자산 10조원 이상 계열사	순자산	40%	동부 그룹	1,970억원
					SK 그룹	3,546억원
	20대 그룹	자산 10조원 이상 계열사	순자산	25%	한진 그룹	2,345억원
					SK 그룹	8,042억원
					한진 그룹	1조 1,340억원
					LS 그룹	2,105억원

자료: 경제개혁연구소, KB투자증권 정리

10대 주요 그룹별 출자총액제한제에 미치는 영향

출자총액 한도를 어느 정도 수준으로 정하는지와 각 그룹의 처한 상황에 따라 지배구조에 미치는 영향이 각각 다르다는 판단이다. 출총액이 도입될 경우, 기업들의 한도 초과분을 해소하기 위해서는 우선 비계열사 지분 매각과 출자초과지분 여력이 있는 다른 계열사 또는 제 3자에게 매각하거나 지주회사 전환 등을 추진할 것으로 전망된다.

표 14. 10대 주요 그룹별 출자총액제한제에 미치는 영향

그룹명	내용	이슈되는 기업	비고
1 삼성	문제없음		
2 ★ 현대	- 현대엘리베이터가 보유한 현대상선 지분으로 인해, 40% 출자한도를 초과하고 있음, - 현대로지엠, 현대상선 등도 40% 출자한도를 초과함	현대상선	- 그룹내 타 계열사 출자여력 없음 - 제 3자 매각 가능성 혹은 지주회사 체제로 전환
3 ★ 현대중공업	- 현대중공업이 출자한 현대삼호중공업, 현대오일뱅크, 현대중합상사의 한도 초과하고 있음	- 현대삼호중공업 지분 일부 매각 가능성 - 비계열사 현대자동차, 현대상선 지분매각도 가능	- 지분매각으로 문제해결 가능
4 ★ LG/LS	- LS 그룹이 출자한도가 25% 경우에만 한도초과분이 발생함 - E1이 LS네트웍스를 인수하면서 한도초과됨 - 다만 LS 그룹은 지주회사의 출자여력이 있으므로 지주회사에서 흡수할 가능성도 있음	E1, LS네트웍스	- 지주회사의 출자여력 있음
5 ★ SK	- 출자총액 제한 기업은 총 13개로 추정, 이는 86개 계열사중 67개는 지주회사 체계에 있기 때문임 - 40%의 출자한도를 초과하는 기업은 SK C&C, SK케미칼 다만 SK케미칼의 한도초과액은 미미한 수준임	SK C&C	- 경영권 문제로 제 3자 지분 매각 불가 - 합병이슈가 부각될 수도 있음
6 롯데	문제없음		
7 두산	문제없음, 지주회사 구조임		
8 ★ 한화	- 주요계열사 한화, 한화케미칼, 한화건설 모두 출자한도 초과한 상황임 - 한화, 한화건설은 한화생명 지분이 문제됨 - 한화케미칼은 한화 L&C, 여천 NCC 등 화학업종 자회사들 보유지분 문제	한화생명	- 그룹내 타 계열사 출자여력 없음 - 한화생명 지분 제 3자에게 매각
9 ★ 한진	- 한진에너지가 S-Oil 지분 인수를 위해 설립한 회사로 출자한도 초과 - 대한항공도 한진에너지 지분보유로 한도초과한 상태임	S-Oil 문제대상	- 그룹내 타 계열사 출자여력 없음 - 대한항공을 지주회사로 하는 지주회사 체제로 전환될 가능성 - S-Oil 제 3자 매각
10 금호	문제없음		

자료: 경제개혁연구소, KB투자증권 정리

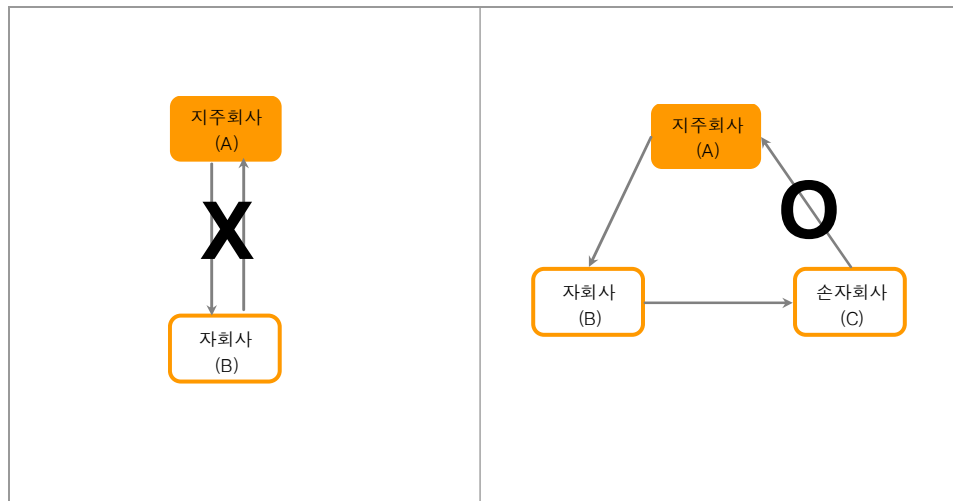
V. 순환출자구조

논란이 되고 있는 순환출자 구조란?

공정거래법 제 9조 (상호출자의 금지 등) 규정에서는 자산규모가 5조 이상인 대기업 집단에 대해 상호출자를 금지하고 있다. 상호출자는 A기업이 B기업에 출자하고, B기업이 다시 A기업에 재 출자하는 형태를 말한다. 자본투입과 실물투자 없이 가공자본에 의해 기업규모확대와 지배 구조확산과 같은 문제점을 유발시킬 수 있어 상법에서도 이를 금지하고 있다.

상법 제 342조의2 (자회사에 의한 모회사주식의 취득)에서는 다른 회사 발행주식 총수의 50%를 초과하는 주식을 소유한 모회사의 주식은 자회사가 재 취득할 수 없도록 했다. 다만 A기업 → B기업 → C기업 → A기업과 같이 연쇄적으로 출자가 이루어지는 순환출자에 대해서는 해당 상법 이외에 다른 금지 규정이 없어 지분율이 50% 미만인 순환출자는 경우 출자가 가능하다.

그림 1. 현재 상호출자는 불가능하지만, 순환출자 가능한 체제

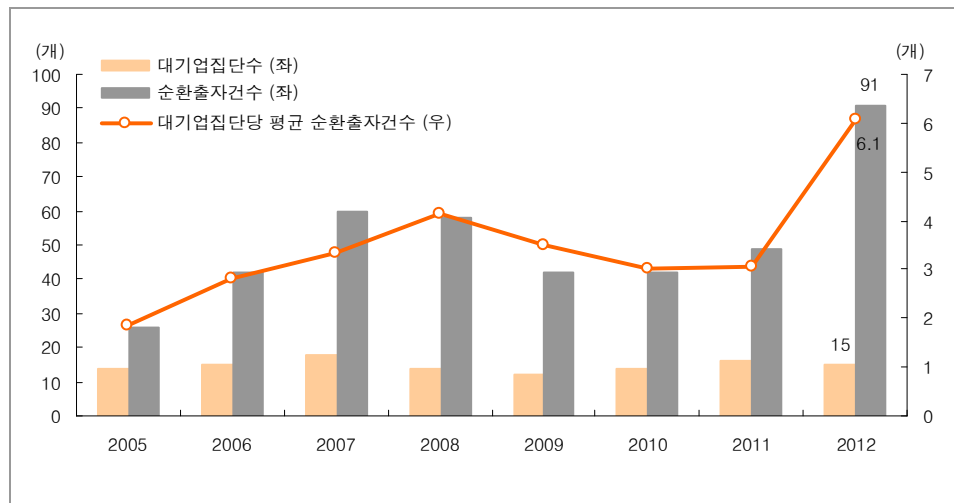


자료: 공정거래위원회, KB투자증권

순환출자구조를 지니고 있는 기업들

올해 4월 공정거래위원회가 지정한 63개 상호출자제한기업집단 중 24%에 해당하는 15개 기업 집단이 91개의 순환출자구조를 가지고 있는 것으로 파악됐다. 기업집단당 평균순환출자건수는 6.1건으로 2011년 16개 기업집단 (49개의 순환출자구조)이 기록한 평균 3.1개의 순환출자 건수와 비교해 98.1% 증가했다.

그림 2. 순환출자기업 추이



자료: 공정거래위원회, KB투자증권

특히 10대 그룹 (보고서 내에서 정의, 16개 기업집단)의 순환출자 비율은 전체 기업집단의 순환출자 비율보다 높은 것으로 나타났다. 10대 그룹 중 44%에 해당하는 7개 기업집단에서 순환출자구조가 파악 됐으며 해당 집단의 평균 순환출자구조 개수는 9.3개로 전체 평균과 비교해 52.2% 높은 것으로 나타났다.

표 15. 순환출자 존재 그룹 현황

소속 그룹 (단위: 개)	국내계열사수	순환출자 참여 계열사 수	순환출자 개수
삼성	81	9	17
현대자동차	56	5	3
현대중공업	24	3	1
현대백화점	35	4	3
롯데	81	3	1
한화	53	12	33
한진	45	6	7
총계	375	42	65
평균	54	6.0	9.3

자료:경제개혁연구소, KB투자증권, 주: 삼성과 롯데에 대해서 최소개수로 가정

신규 순환출자 규제에 주요후보 모두들 동의

따라서 대기업 집단의 순환출자 비율이 증가함에 1) 가공자본에 의한 회사자본 공동화, 2) 소유 · 지배구조 왜곡, 3) 대기업 중심의 경제력집중 등의 문제점이 부각됐다. 주요 대선후보 3인은 이에 대해 신규 순환출자를 금지하는 개정안에 모두 동의했다. 다만 기존 순환출자 해결방안에 대해서는 1) 3년간의 유예기간 후 의결권 제한, 2) 기업자율 맡김 등의 이견을 보이고 있다.

표 16. 순환출자규제에 대한 견해

	순환출자 금지 주장	순환출자 금지 반대
주요 견해	- 재벌총수 지배권 강화에 악용 - 순환출자로 인해 형성되는 가공자본이 자원분배 왜곡하지 못하도록 방지 - 상호출자 금지가 옳은 만큼 순환출자 금지도 타당함	- 자본주의 역사 일천한 한국 기업 현실상 어쩔 수 없는 선택 - 기업지배구조에 대한 획일적 규제는 기업 경쟁력과 국민경제 효율성 저해 - 현실적으로 지주회사 전환에 따른 비용 과다
주요 정치권	- 새누리당 (경제민주화 실천모임) - 민주통합당	- 현 정부
규제 방안	- 해소기간 3년 부여 (민주통합당) - 유예기간 내에 초과지분 해소하지 않을 경우 초과지분에 대한 의결권 제한 및 공공발주 참여시 감점 - 기존순환출자 기업자율에 맡김 (박근혜 후보)	- 순환출자 현황 공시 및 정확한 정보 제공으로 주주와 이해관계자 판단에 맡기는 것으로 충분
기타견해	- 건전한 지배구조는 기업 경영의 장기적 필수 요건	- 효율적인 지배구조는 정부가 아니라 시장이 결정

자료: KB투자증권

기존 순환출자 규제시 기업별 해소비용 다양해

기업의 지배구조와 순환출자규모에 따른 해소비용은 기업별로 차이가 크다. 10대 그룹 중 순환출자구조를 갖는 7개 기업집단의 해소비용은 전체 9.3조원으로 판단된다. 특히 현대자동차의 경우 6.2조원으로 가장 많았고, 현대중공업이 1.6조원, 삼성이 1.2조원으로 나타났다. 상세한 출자구조 및 해소방안은 기업별로 살펴보도록 하자.

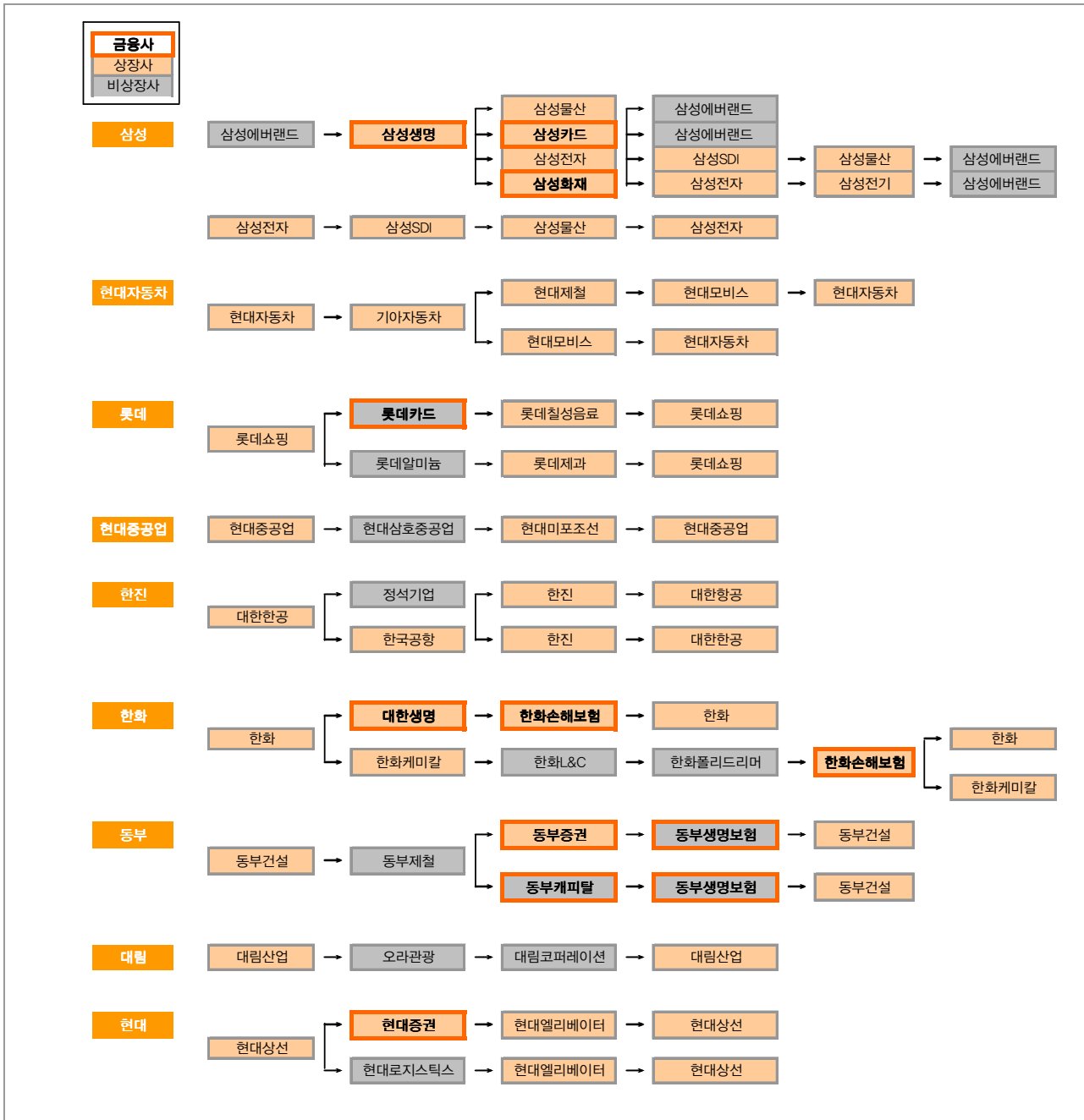
표 17. 10대 그룹 중 순환출자 현황 및 해소비용

소속 그룹	순환출자 개수 (개)	해소비용 (십억원)
삼성	17	1,219
현대자동차	3	6,167
현대중공업	1	1,576
현대백화점	3	154
롯데	1	111
한화	33	5
한진	7	46
총계	48	9,277

자료: 경제개혁연구소, KB투자증권

주: 경제개혁연구소 보고서 해소비용은 2012년 6월 1일 기준, 당 보고서의 해소비용은 2012년 11월 23일 기준

그림 3. 공정거래위원회에서 제시한 기업별 주요 순환출자현황



자료: 공정거래위원회, KB투자증권, 주: 기업집단 내 순환출자 중 일부 현황을 나타냄

VI. 금산분리 강화

금산분리란?

금산분리란 금융산업이 갖는 특성 1) 낮은 자기자본 비율, 2) 대부분 고객, 채권자의 자금으로 영업, 3) 시장경제시스템에서 기업평가와 기업감시 역할 수행, 4) 고객과 지배주주간의 이해상충, 5) 산업부실에서 금융부실로의 연계에 따른 국가 경제전반의 위험으로 전가 등을 감안하여 산업자본과 금융자본이 결합하는 것을 제한한 제도를 의미한다.

특히 우리나라는 은행법 제 16조의 2 (산업자본의 은행소유 규제)에 따라 산업자본의 은행소유를 금지하고 있어 은산분리라고 칭하기도 한다. 1980년대 초 의결권 행사는 10%로 제한되어 시행됐다. 이후 1995년 12월 은행소유 지분이 8%에서 4%로 변경되었고, 7월 9%로 보유 한도를 확대했다.

표 18. 새누리당 경제민주화 5호 법안 (금산분리 강화 관련 법안)

개정법안	주요항목	핵심규제대상	현안	개정안	다른표현
1. 금융지주회사법	비금융주력자 → 은행지주회사 의결권 주식	산업자본	9%	4%	산업자본의 금융지주회사 의결권이 있는 지분보유 축소
2. 은행법	비금융주력자 → 은행 의결권 주식	산업자본	9%	4%	은산분리 강화
3. 보험업법	보험회사 <→> 계열회사 거래	상호출자제한기업집단의			거래의 위험을 반영하는 재무건전성 기준을 정해 보험회사가 계열회사를 지원하는 행위를 규제
	보험회사 → 계열회사 거래	보험회사와 계열회사			
4. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률	중간금융지주회사제도 도입		15%	5%	2년간 유예 / 중간금융지주회사에 해당하는 회사 + 지분양도
	금융회사 → 비 금융계열사				금융회사의 비 금융계열사 의결권 행사금지 예외조항 강화

자료: 새누리당, KB투자증권

금산분리 변천사

금산분리란 금융산업이 갖는 특성 1) 낮은 자기자본 비율, 2) 대부분 고객, 채권자의 자금으로 영업, 3) 시장경제시스템에서 기업평가와 기업감시 역할 수행, 4) 고객과 지배주주간의 이해상충, 5) 산업부실에서 금융부실로의 연계에 따른 국가 경제전반의 위험으로 전가 등을 감안하여 산업자본과 금융자본이 결합하는 것을 제한한 제도를 의미한다.

표 19. 금산분리 법안의 변천과정

해당연도	개정법안
1961년	부정축재 환수조치' 일환으로 재벌이 소유한 시중은행 지분을 일부 환수 '금융기관에 고나한 임시조치법'을 제정 은행대주주의 의결권을 10%로 제한
1983년 1월	개정 '은행법' 시행 대주주에 의한 은행의 사금고화를 방지하기 위해 8% 초과분에 대해서는 의결권을 제한 동일인에 대한 편중여신 제한 => 은행 자기자본의 25% 이내 총지급보증한도는 은행자기자본의 50%이내 은행 자기자본의 15%를 초과하는 대출의 총합계가 자기자본의 5배를 넘지 못하도록 제한
1990년대	효율성, 경쟁력 제고 선진국의 개방압력 책임경영체제 확립 -> 은행경영에 대한 산업자본의 관여를 방지 하기 위해 은행 소유구조에 관한 제도 개정
1992. 5월	은행소유규제가 없었던 지방은행에 대해 동일인의 소유한도 15%로 제한
1994년	금융전업 기업가제도를 도입하여 동일인 은행소유한도를 4%로 제한하는 대신 금융전업 기업가에게는 소유한도를 12%로 확대
1997년	금융산업의 구조개선에 관한 법률을 통해 다른회사 주식을 5%이상 취득할 경우 감독당국의 승인 받도록 비금융회사의 지배를 원칙적으로 금지
1998년	산업자본의 은행지배는 방지, 외자유치를 통해 은행의 자본규모를 늘리기 위해 외국인의 은행소유가 4%를 초과하는 것을 허용
2000년	금융지주회사법 제정
2002년 4월	외국인과의 역차별을 막기위해 은행법 개정 은행소유한도 4% -> 10%로 상향조정
2009년 4월	은행법 개정을 통해 개별 은행에 대한 지분소유한도 4%에서 9%로 상향조정, 산업자본이 사모투자전문회사에 유한책임사원으로 출자한경우 PEF가 산업자본으로 간주되는 기준 변경 단대출자 지분한도 10% -> 18% 상향조정 유한책임사원으로 PEF에 출자한 지분 합계액 한도는 30% -> 36% 상향
2009년 7월	금융지주회사법을 개정함에 따라 은행지주회사의 지분소유한도가 4% -> 9%로 상향조정

자료: KB투자증권

금산분리 강화에 대한 견해

금산분리에 대해서는 여러가지 의견이 존재한다. 금산분리 강화에 찬성하는 입장은 금융회사의 특성상, 시장경제시스템에서의 금융의 역할을 고려한다면 더욱 강화해야한다고 주장한다. 그러나 반대하는 입장에서는 주인과 대리인의 문제와 산업과 금융결합의 경영상 시너지효과를 기대할 수 없다는 이유로 금산분리 강화를 반대하고 있다.

표 20. 금산분리 강화에 대한 견해

금산분리 강화에 찬성 입장	금산분리 강화에 반대 입장
1) 금융회사의 특성상 - 자기자본이 작으며, 대부분 타인자금으로 영업 - 대주주입장에서 부실화 되어도 자기비용이 적어 위험사업을 추구할 유인이 있음 - 금융회사의 부실은 제조업체와 달리 경제전반에 미치는 파급효과가 큼 - 따라서 안정적인 경영이 필요함	1) 주인-대리인 문제 - 우리나라 은행의 경우 외국자본이 대주주인 은행을 제외하면 대주주가 존재하지 않는 경우가 대부분임 - 따라서 경영자 vs 주인 (주주) 의 차이에서 오는 경영상의 문제가 발생할 수 있음
2) 시장경제시스템에서 금융의 역할 - 기업에 여신제공 - 사전적 기업평가, 사후적 기업감시 - 자원배분의 효율성 도모 - 기업구조조정의 주체로서의 역할	2) 산업과 금융 결합의 경영상 시너지 효과 - 규모 및 범위의 경제 - 실물 및 금융상품의 공동판매에 따른 시너지 효과상품 및 지역 다각화에 따른 위험분산 등의 효과
3) 금융시스템 안정성 유지 - 모기업의 이해관계에 따라 금융회사 자금이 기업의 무리한 확장, 위험한 투자쓰일수 있음	3) 외국자본의 국내 금융산업 진출 확대 - 국가 경제발전을 위한 자원배분을 담당하는 은행산업을 외국자본에게 모두 넘겨 줄 수 있는 위험
4) 공정경쟁 유도 - 금융회사를 소유하지 않는 못한 기업과 근본적으로 우위를 점하게 되어 공정경쟁이 달성되지 못하는 문제 발생 - 자금조달원 자체가 경쟁력의 원천이 됨 - 산업자본소속 금융회사가 산업자본의 자금조달창구 역할을 하는 경우 절대적인 경쟁우위 확보를 하게됨	
5) 이해상충문제 해결 - 지배대주주 vs 소액주주, 고객 의 이해상충 문제 가능성	

자료: KB투자증권 정리

주요 그룹사들의 금융회사 보유 현황

2012년 4월 기준 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단은 총 63개이며, 이중 금융회사를 보유하고 있는 기업집단은 총 33개이다. 이중 사업 자체가 금융업에 속하는 기업집단은 한국투자금융, 교보생명보험, 미래에셋, 농협 등을 제외하면 제조업을 기반으로 하면서 금융회사를 계열회사로 보유하고 있는 기업집단은 총 29개에 이른다.

현재 대기업 그룹별 금융자회사 소유 현황을 보면, 삼성 그룹이 가장 많이 보유하고 있으며, 현대자동차, 한화 역시 많은 금융 자회사를 소유하고 있다.

표 21. 주요 그룹사들의 금융회사 보유 현황

그룹명	금융회사명
삼성	삼성생명보험, 삼성화재해상보험, 삼성카드, 삼성증권, 삼성투자신탁운용, 삼성선물, 삼성화재손해사정서비스, 애니카자동차손해사정서비스, 삼성벤처투자, 생보부동산신탁
현대자동차	현대캐피탈, 현대카드, HMC투자증권, 현대커머셜
포스코	포스텍기술투자
롯데	롯데손해보험, 롯데카드, 롯데캐피탈
현대중공업	하이투자증권, 하이자산운용, 현대선물, 현대기업금융, 현대기술투자
한화	한화생명보험, 한화손해보험, 한화증권, 대생보험심사, 한화투자신탁운용, 한화기술금융, 한화저축은행, 대한티엠에스주식회사
SK	SK증권 (올해 11월 지주회사 체제 밖으로 매각함)
LG	지주회사 체제내 없음
두산	두산캐피탈, 비엔지증권, 네오플렉스 (11월 처리함)
CJ	CJ창업투자 2011년 지주회사 체제 밖으로 매각함

자료: 공정거래위원회, KB투자증권

표 22 역대 정권별 대기업 정책의 변천사

제도	주요 정책 내용					
	전두환 정권(1981.2~1988.2)	노태우 정권 (1988.2~1993.2)	김영삼 정권 (1993.2~1998.2)	김대중 정권 (1998.2~2003.2)	노무현 정권 (2003.2~2008.2)	이명박 정권 (2008.2~2013.2)
대규모기업집단	자산* 4천억원 이상	자산순위 30위까지로 완화	유지	- 제도개편: 신규기업집단 신설 (2002) - 자산 2조원 이상: 상호출자제한기업집단 채무보증제한기업집단 - 자산 5조원 이상 : 출자총액제한기업집단	- 제도개편: 기준완화 - 출총제기업집단: 5조원 → 6조원 (2005) 6조원 → 10조원 (2007) - 기타기업집단: 유지	- 제도개편: 출총제기업집단 폐지 - 상호출자제한기업집단 유지 - 채무보증제한기업집단 유지
출자총액제한	대규모기업집단 출자한도 순자산의 40% 허용	유지	- 제도개편: 기준강화 - 출자한도 40% → 25% (1995) - 예외인정 범위 및 기간확대	- 제도개편: 폐지 (1998) 후 제도입 (1999) - 제도입: 출자한도 순자산의 25% 허용	- 제도개편: 기준완화 - 출자한도 25% → 40% (2007) - 적용대상: 기업집단 소속 모든회사 → 자산총액이 2조원 이상인 계열사 (2007)	폐지 (2009)
상호출자제한	상호출자금지 (3년간 유예)	금융, 보험사간 상호출자 추가 금지	유지	- 상출제기업집단 상호출자금지	유지	- 제도개편: 기준완화 - 상출제기업집단: 2조원 → 5조원 (2008)
채무보증제한			- 제도도입 (1993) - 계열사 채무보증 한도: 200%이하 - 금융·보험사 예외 - 계열사 채무보증한도 변경 200% → 100% 이하 (1996)	- 제도개편: 계열사간 채무보증 금지 (1998) - 계열사간 채무보증을 외환위기 주요 원인으로 인식	유지	유지
지주회사	지주회사 금지제도 도입	유지	유지	- 제도개편: 지주회사 전환 허용 (1999) - 지주회사 전환: 금지 → 허용	지주회사 전환 권장	유지
부당내부거래금지		- 제도도입 - 대규모기업집단 불공정거래 행위 심사기준 제정	자금, 자산, 인력의 부당지원 규제 근거마련	- 제도개편: 제도강화 - 30대 기업집단 계열사간 부당한 자금, 자산지원행위에 한정해 금융기관장에게 '금융 거래정보 요구권' 도입 (1999) - 부당내부거래 사전예방을 위한 내부거래 이사회 의결 및 공시제도 도입 (1999) - 부당내부거래 조사실시 (1998, 1999, 2000)	- 제도개편: 제도완화 - 선별적 수시조사 방식으로 선정 - 직접조사 면제제도 도입	- 제도개편: 제도강화 - 내부거래 및 일감몰아주기 증여세 과세 (2011) - 특수관계법인과 거래에서 발생한 매출이 전체 매출의 30% 초과시 세후영업 이익 기준으로 증여세 납부
금산분리 (산업자본의 금융자본 취득규제)	- 주식보유 한도 8% - 의결권 제한한도 10%	유지	- 제도개편: 기준강화 - 주식보유 한도 8% → 4% (1995)	- 제도개편: 제도완화 - 외국인의 은행소유 규제 완화 (1998) - 주식보유 한도 4% → 10% (2002) - 보유주식 의결권 제한한도 30% - 금융지주회사법 도입 (2000)	- 제도개편: 제도강화 - 상출제기업집단 계열사 보유주식 의결권 단계적으로 축소 (2006) - 25% (2007), 20% (2008), 15% (2009)	- 제도개편: 제도완화 - 주식보유 한도 4% → 9% 상향조정
금산법 24조 (금융자본의 산업자본취득규제)			- 제도도입 (1997) - 금산법 24조 신설	- 제도개편: 제도강화 - 벌칙 조항 (1년 이하의 징역 또는 1천만 원 이하 벌금) 및 과태료 (2천만원 이하) 규정 신설 (2000)	- 제도개편: 제도강화 - 금산법 24조 위반기업 조사 (13건 적발) - 금산법 24조 위반기업 (5년간 유예) - 금산법 개정 후 시행 (2007)	- 제도개편: 제도완화 - 지배목적없는 단순투자행위 승인생략

자료: 국가법령정보센터, KB투자증권 정리, 주: 자산*은 기업집단 소속회사 자산총액합계액을 의미, 금산법 (금융산업의 구조개선에 관한 법률), 음영처리 부분은 제도도입 이전

표 23. 10대 그룹별 경제민주화 정책 영향도

순서	10대 그룹명	기업집단명 (21)	출자총액제한제도 부활	출자총액제한금액	기존 순환출자구조 해소	기존 순환출자구조 해소 금액	금산분리강화
1	범삼성 (4)	삼성			삼성에버랜드 지분을 소유한 삼성SDI, 삼성전기, 삼성화재, 삼성카드, 삼성물산	1조 5,860억원	삼성카드 지분을 35.3% 소유한 삼성전자 삼성전자 지분을 5%이상 소유한 삼성카드, 삼성화재
		CJ					
		신세계					
		한솔					
2	범현대 (7)	현대자동차			현대모비스 지분을 소유한 기아차, 현대제철, 글로벌비스	6조 480억원	현대카드, 현대커머셜, 현대캐피탈, HMC투자증권을 소유한 현대차 현대카드 지분을 11.5% 소유한 기아차 HMC 투자증권을 15.8%소유한 현대모비스
		현대중공업	1) 현대삼호중공업 지분매각 가능 2) 비계열사의 현대차, 현대상선 지분매각 가능	2조 6,842억원	현대중공업 지분을 소유한 현대미포조선	1조 1,890억원	하이투자증권을 증손회사로 소유한 현대중공업
		현대	현대상선	8,747억원	현대로지스틱스 지분을 소유한 현대증권, 현대상선 현대엘레베이터 지분을 소유한 현대증권 현대글로벌 지분을 소유한 현대상선	1,012억원	현대증권을 소유한 현대상선
		현대백화점			현대그린푸드를 소유한 현대쇼핑 현대A&I를 소유한 현대그린푸드	360억원	
		현대해상					
		KCC					
		현대산업개발			아이콘트롤스를 소유한 아이서비스, 아이앤콘스, 현대산업개발	109억원	
3	LG/LS (2)	LG					
		LS	E1, LS네트웍스	2,105억원			
4	GS	GS					
5	SK	SK	SK C&C	2조 8,507억원			
6	롯데	롯데			1) 롯데쇼핑을 소유한 롯데칠성음료, 롯데제과 2) 롯데칠성을 소유한 롯데카드, 롯데제과를 소유한 롯데알미늄	1) 3,430억 2) 1조 3,200억원	롯데손해보험, 롯데카드, 롯데캐피탈을 소유한 롯데호텔 롯데카드를 소유한 롯데쇼핑
7	두산	두산					두산캐피탈을 소유한 두산중공업
8	한화	한화	한화생명	3조 4,002억원			한화생명을 소유한 한화건설
9	한진그룹 (2)	한진	한진에너지 S-Oil	2조 4,658억원	한진을 소유한 정석기업, 한국공항	5,042억원	
		한진중공업					
10	금호	금호아시아나					

자료: KB투자증권 정리, 주: 아래 참고

- 10대 그룹 선정 관련: 10대 그룹 선정은 기업총수가 존재하는 기업집단을 기준으로 하였으며, 시가총액 순으로 선정함, 또한 기업총수가 혈연관계이 있는 경우 동일한 그룹으로 정의함
- 출자총액제한제도 부활: 모든 계열사 대상 순자산 금액 25% 상한 기준적용, 경제개혁연구소 참고
- 기존순환출자구조해소 기준 금액 계산 기준일 : 2012년 11월 23일

VII. 10대 주요 그룹별 경제민주화 영향 분석

1. 범삼성 그룹

1) 삼성 그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 O, 출자총액제한제도 X

삼성전자를 중심으로 한 삼성 그룹은 중장기적으로 3~4개의 지주회사 체제로의 전환을 전망하는데, 현재 3세들이 사장 혹은 부사장을 역임하고 있는 기업을 중심으로 지주회사 전환이 예상된다. 또한 중간금융지주회사를 설립해 금융계열사와 비금융계열사를 분리함으로써 지배구조 개선에 속도를 낼 것으로 판단된다.

기존 순환출자 금지 및 금산분리 강화정책에 모두 해당

삼성 그룹은 1) 15개 (2012.4.12 공정거래위원회 발표)의 주요 순환출자 구조와 2) 금산분리 강화시 의결권이 제한되는 3개의 출자구조를 가지고 있다. 지주회사 체제로의 전환을 위해서는 최소 1조 5,860억원 (2012.11.23 종가 기준)이 필요하며, 순환출자 해소의 중심에는 ‘삼성에버랜드 → 삼성생명 → 삼성전자 → 삼성SDI → 삼성에버랜드’ 이어지는 구조가 있다.

다만 2015년까지 조세특례제한법의 기한 연장으로 지배구조 개선은 신중히 진행될 것

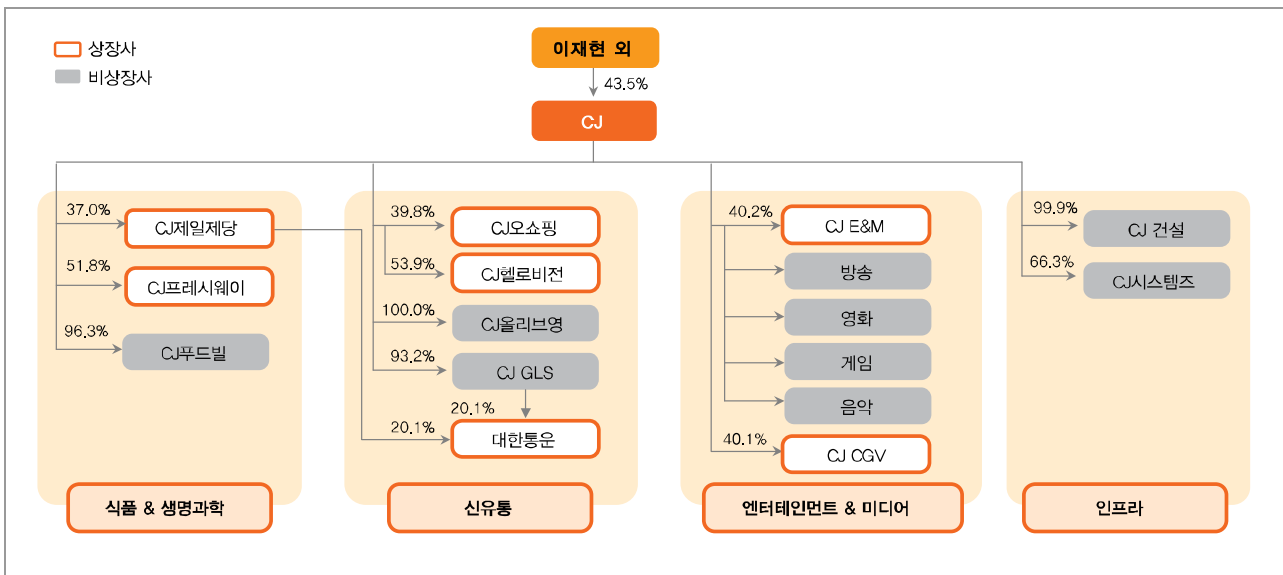
지난 8월 기획재정부가 발표한 세법개정안에 따라 ‘조세특례제한법’의 만료시점이 올 연말에서 2015년 12월 31일로 연기됐다. 지주회사 전환에 따른 세제혜택기간이 연장됨에 따라 삼성 그룹은 지배구조 개선을 보다 신중히 진행할 것으로 전망된다.

2) CJ 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

CJ 그룹은 소비재 산업을 영위하는 기업들의 지주회사회사로서 1) 생명공학, 2) 식품 및 식품서비스, 3) 엔터테인먼트 및 미디어, 4) 신유통 등 4대 주력 사업군으로 이루어져 있으며, 인프라 분야가 CJ사업군의 업무역량을 뒷받침하고 있다.

지난해 CJ 그룹은 공정거래법상 금융회사의 지분소유 금지로 보유하고 있던 삼성생명 (3.2%) 과 CJ창업투자 (90%)를 이미 해소했다. 삼성생명은 CJ제일제당과 CJ오쇼핑에 각각 2.2%, 1%씩 매각했으며, CJ창업투자 지분은 이재현 회장과 자녀들이 100% 소유한 C&I레저산업에 전량 매각했다. 따라서 CJ 그룹은 현재 경제민주화 법안과 관련하여 지배구조 변화는 크게 없을 것으로 전망한다.

그림 5. CJ 그룹 지배구조



자료: CJ, 전자공시시스템, KB투자증권

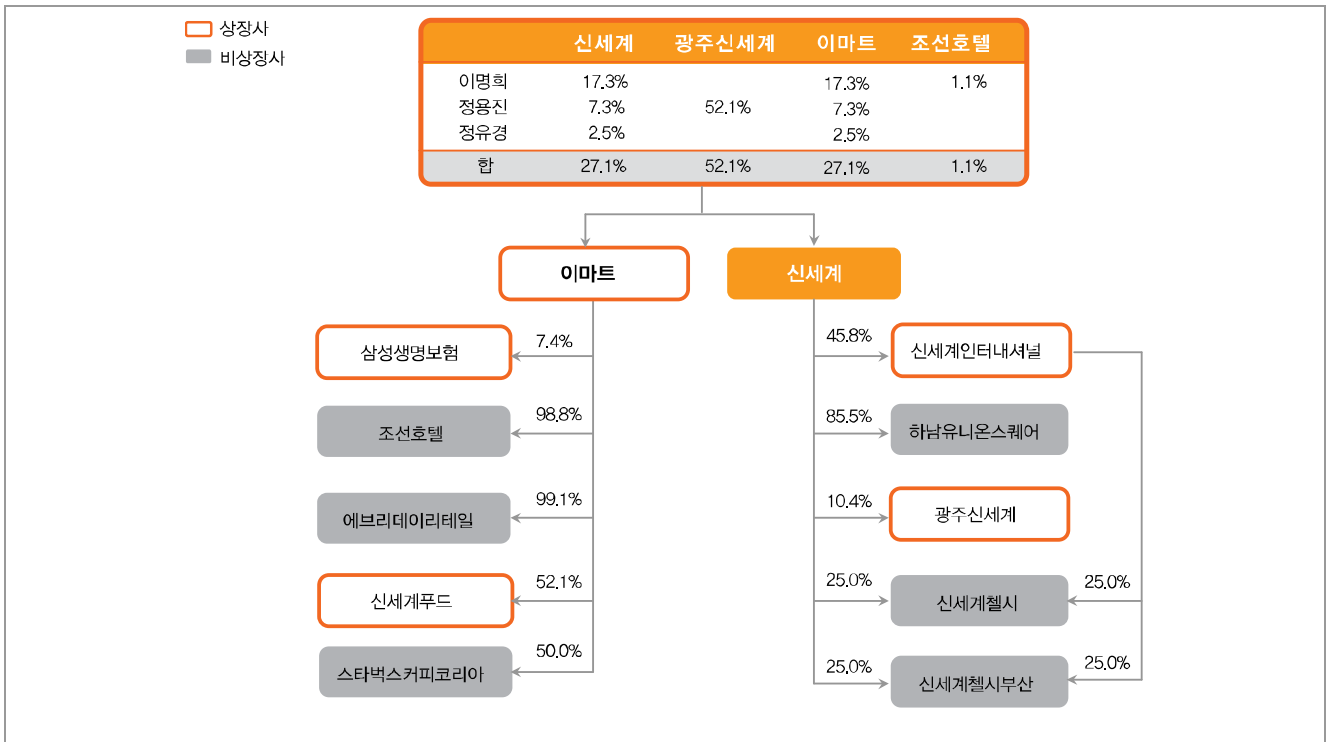
3) 신세계 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

신세계 그룹은 백화점 9개점 (신세계충청점 포함), 패션관 (스타일마켓) 2개점 및 식품관 (SSG) 2개점을 운영하고 있다. 백화점과 할인점, 호텔을 중심으로 CJ건설이 지원하는 구조를 갖고 있다.

4) 한솔 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

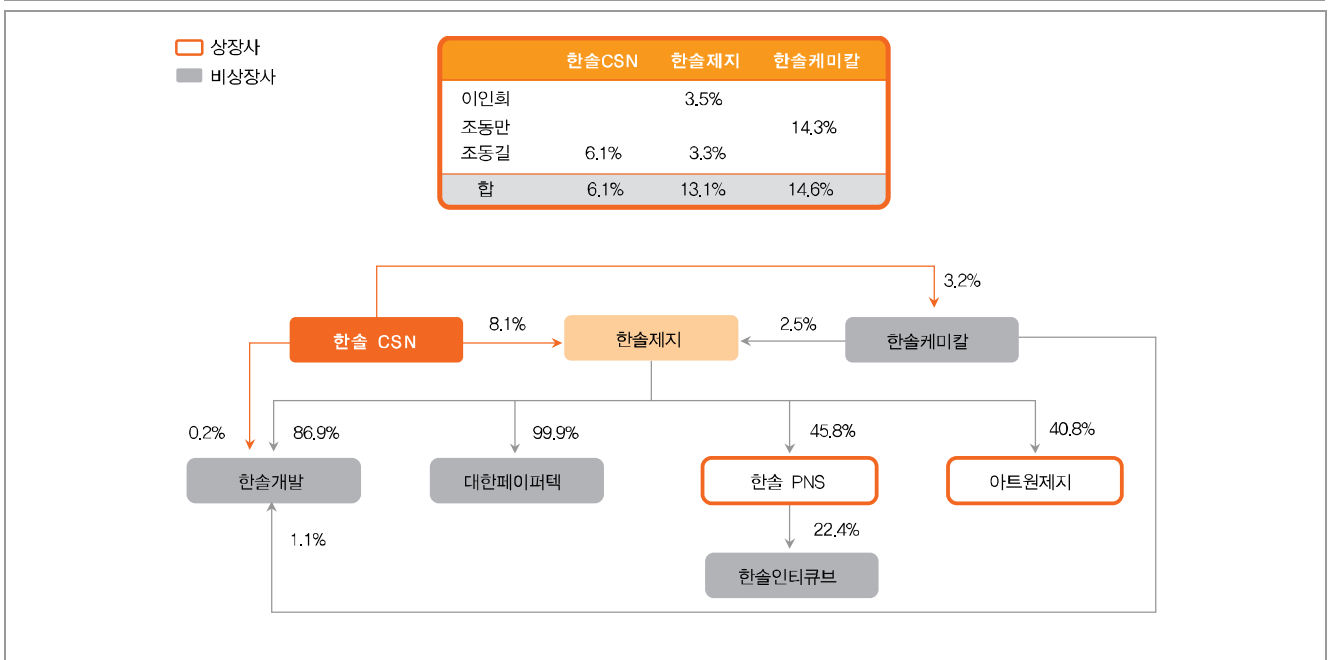
1993년 삼성 그룹으로부터 계열분리 이후 제지 (한솔제지), 물류 (한솔CSN), IT (한솔텔레콤, 한솔LCD), 건설 (한솔건설), 레저 (한솔개발), 엔지니어링 (한솔EME), 전자재 (한솔홈데코), 화학 (한솔케미칼) 등이 구성하고 있다.

그림 6. 신세계 그룹 지배구조



자료: 신세계 이마트, 전자공시시스템, KB투자증권

그림 7. 한솔 그룹 지배구조



자료: 한솔, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은 실선은 한솔CSN에서 출자된 지분

2. 범현대 그룹

1) 현대차 그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 O, 출자총액제한제도 X

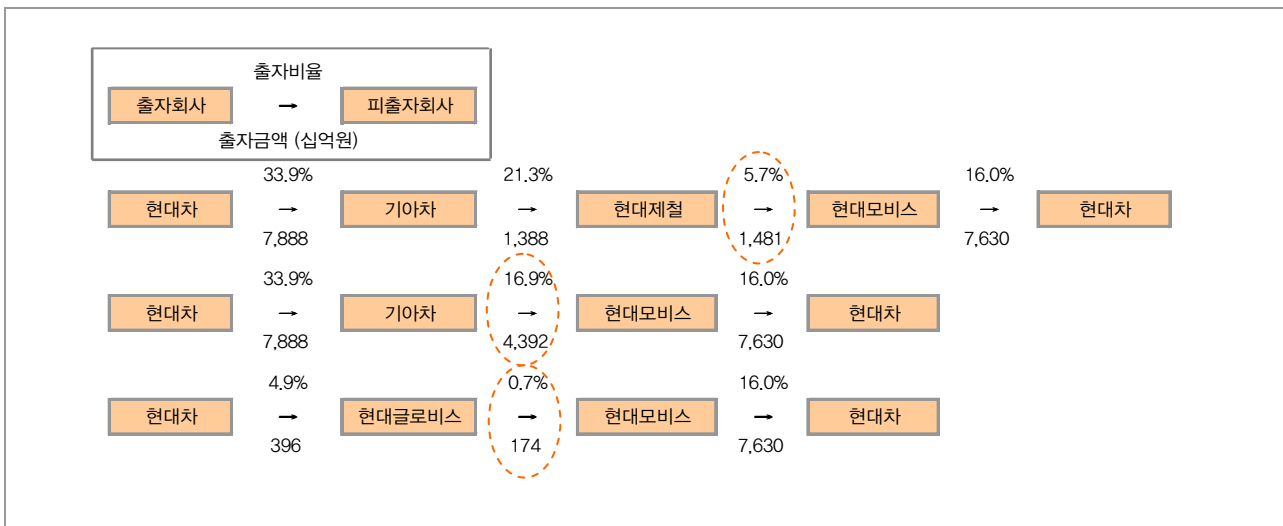
현대차 그룹 역시 지주회사 체제를 완성하지 못한 그룹이다. 향후 경영승계와 더불어 지주회사 전환시 금융자회사의 거취가 중요한데, 현재 그룹내 금융계열사는 매우 중요한 역할을 하고 있다. 따라서 현대자동차 역시 금산분리 강화정책에 따라 지배구조 개편시 중간금융지주회사를 설립해 금융계열사와 비금융계열사를 분리 할 것으로 판단된다.

순환출자 구조 가장 먼저 해결해야 할 듯

현대차 그룹은 ‘현대차→기아차→현대모비스→현대차’로 이어지는 순환출자 구조를 가지고 있다. 여기에 현대제철까지 더하면 ‘현대차→기아차→ 현대제철→현대모비스→현대차’로 한층 복잡한 구조가 형성된다. 또한 ‘현대차→현대글로벌비스→현대모비스→현대차’로 이어지는 구조까지 총 3개의 순환출자 구조가 있다.

현대차 그룹이 순환출자를 해소하기 위해서는 최소비용을 가정했을 때, 약 6조 480억원 정도 해소비용이 필요하며, 이는 순환출자 구조를 갖는 그룹 중 가장 많은 금액이다. 범현대 그룹 전체로 확장해서 추산한 경우 현대차 (6조 480억원), 현대중공업 (1조 1,900억원), 현대백화점 (146억원), 현대 (1,012억원), 현대산업개발 (109억원)을 합산하면 최소비용은 9조원에 달한다.

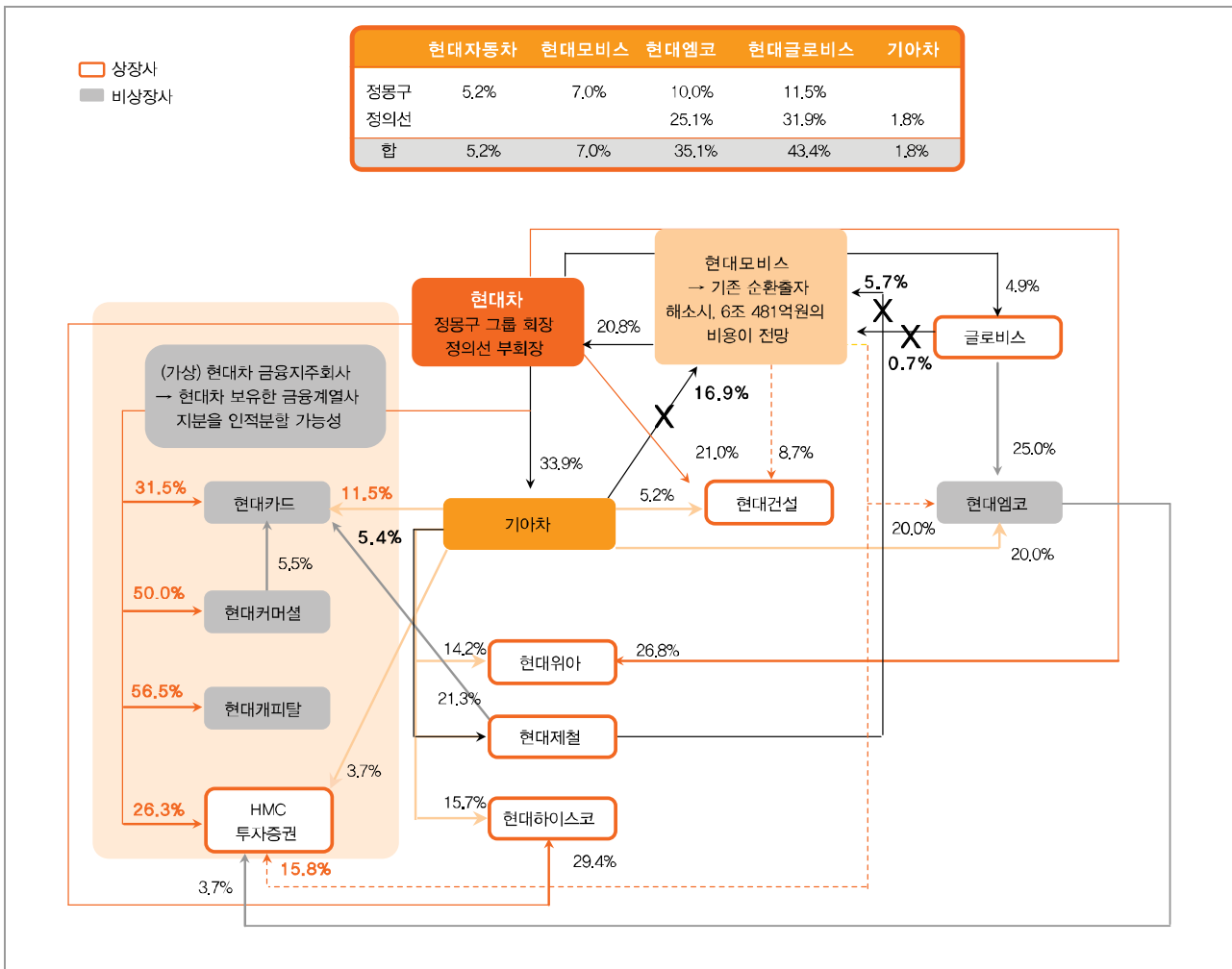
그림 8. 현대차 그룹 주요 순환출자



자료: 공정거래위원회, KB투자증권

삼성 그룹과 마찬가지로 현대차 그룹의 경우에도 손자회사가 많고 주요 기업의 지분이 분산되어 있어 지배구조를 형성하는데 많은 비용과 과정이 소요될 것으로 예상된다. 특히 비용측면에서 순환출자구조를 모두 해소하고 핵심 계열사의 지배력을 강화하기 위해서는 단기간 내 지배구조를 개편이 이뤄지지 않는 것일 것으로 판단된다.

그림 9. 현대차 그룹 지배구조



자료: 현대차, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은 실선은 현대차에서 출자된 지분, 붉은 점선은 현대모비스에서 출자된 지분, 검정 실선은 순환출자

- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소과정 시 처분해야 하는 지분 표시

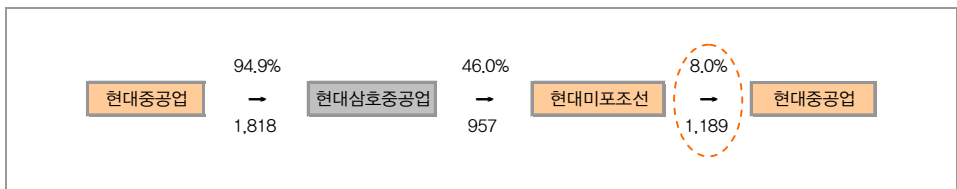
- 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화과정 시 이슈되는 지분 표시

2) 현대중공업 그룹 ⇒ 순환출자구조 0, 금산분리 0, 출자총액제한제도 0

현대중공업 그룹은 순환출자구조 해소와 금산분리 모두에 적용된다. 우선 순환출자구조는 ‘현대중공업→현대삼호중공업→현대미포조선→현대중공업’으로 이어지는데, 순환출자를 해소하기 위한 최소비용은 9,570억원이 예상된다. 다만 현대미포조선 경영권을 감안할 때, 현대미포조선이 소유한 현대중공업의 지분매각 가능성이 더 높다는 판단이다. 따라서 실질적인 해소비용은 1조 1,900억원이 소요될 예정이다.

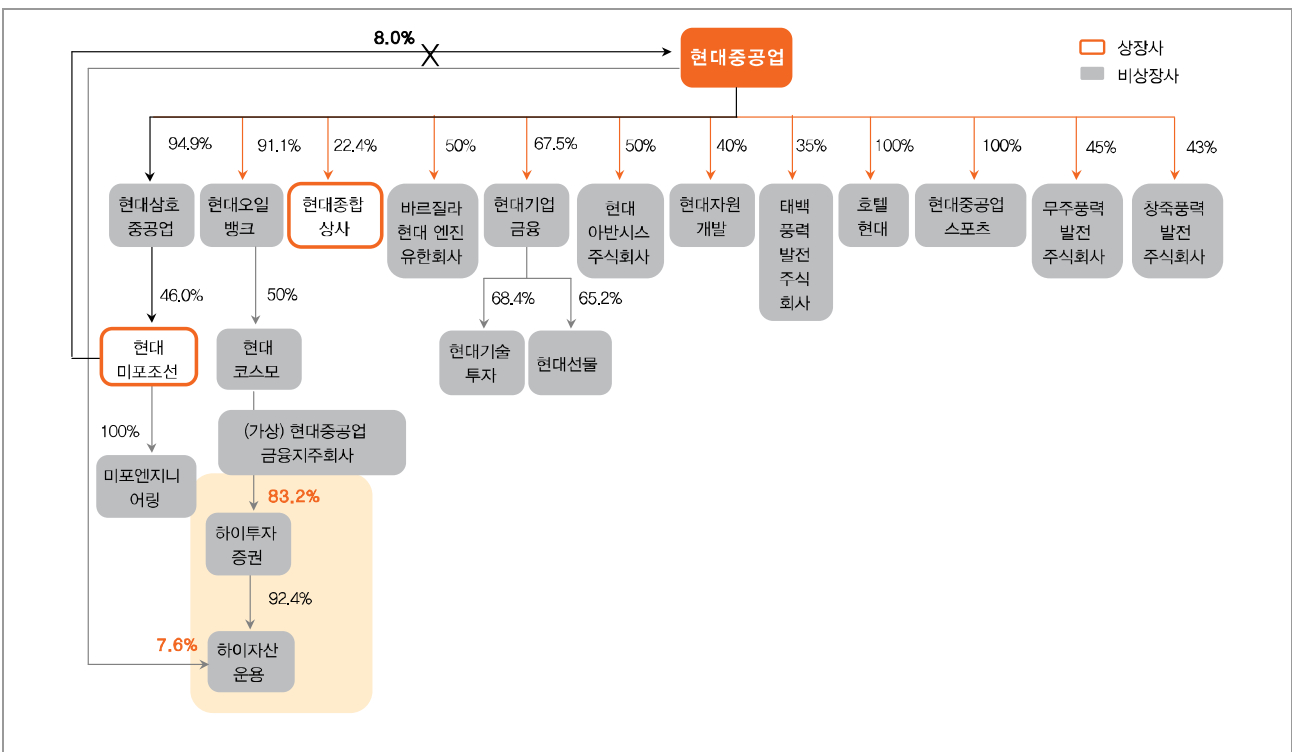
또한 금산분리 강화법안이 시행될 경우 현대코스모가 보유하고 있는 하이투자증권 (83.2%)과 그 자회사인 하이자산운용 (92.4%)은 중간금융지주회사 설립 혹은 매각해야 한다.

그림 10. 현대중공업 그룹 순환출자



자료: KB투자증권

그림 11. 현대중공업 그룹 지배구조



자료: 현대중공업, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은 실선은 현대중공업에서 출자된 지분, 검정 실선은 순환출자

- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소과정 시 처분해야 하는 지분 표시

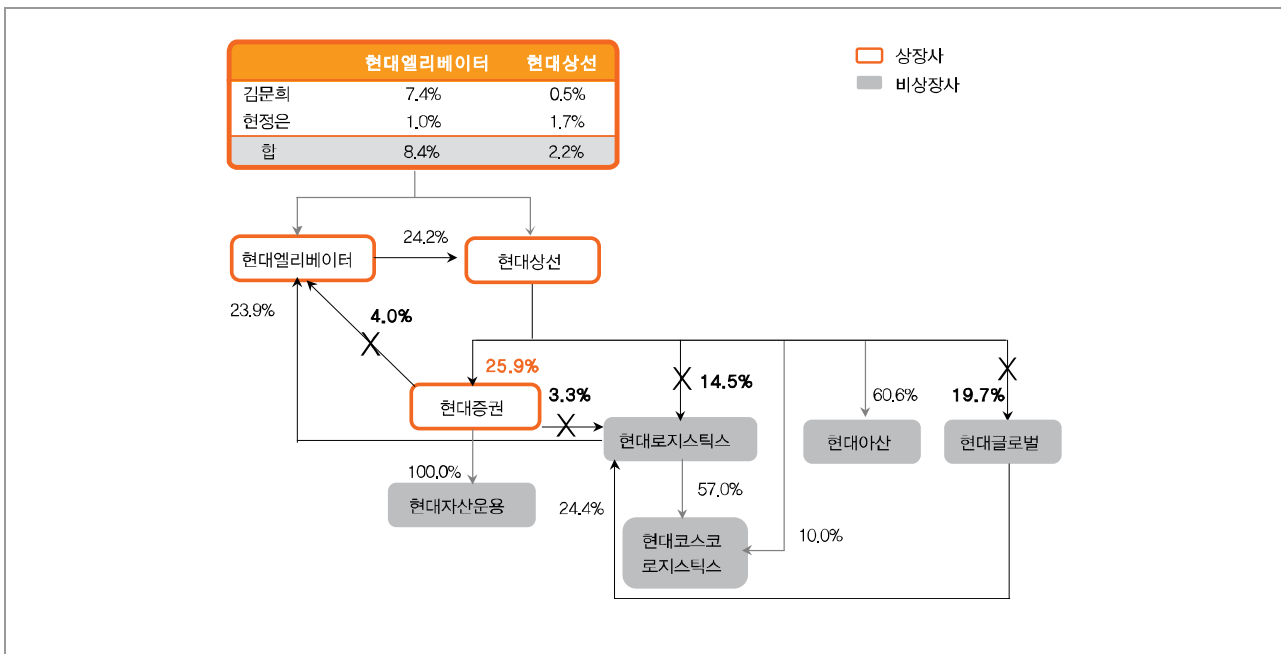
- 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화과정 시 이슈되는 지분 표시

3) 현대 그룹 → 순환출자구조 O, 금산분리 O, 출자총액제한제도 O

현정은 회장을 중심으로 한 현대 그룹은 ‘현대엘리베이터 → 현대상선 → 현대증권’의 순환출자구조가 되어있다. 또한 현대증권을 중심으로 한 현대자산운용, 현대네트워크사모투자 등 금융자회사를 구성하고 있어, 금산분리 강화 시 중간금융지주회사 설립 혹은 아래 지배구조에서 X 표시한 출자에 한해 지분매각이 전망된다.

기존순환출자구조 해소비용은 현대상선이 보유한 현대글로벌 및 현대로지스틱스 지분을 매각하고 현대증권을 소유한 현대로지스틱스와 현대엘리베이터 지분을 매각하면 최소비용은 1,012 억원이다.

그림 12. 현대 그룹 지배구조



자료: 현대엘리베이터, 현대상선, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 검정 실선은 순환출자

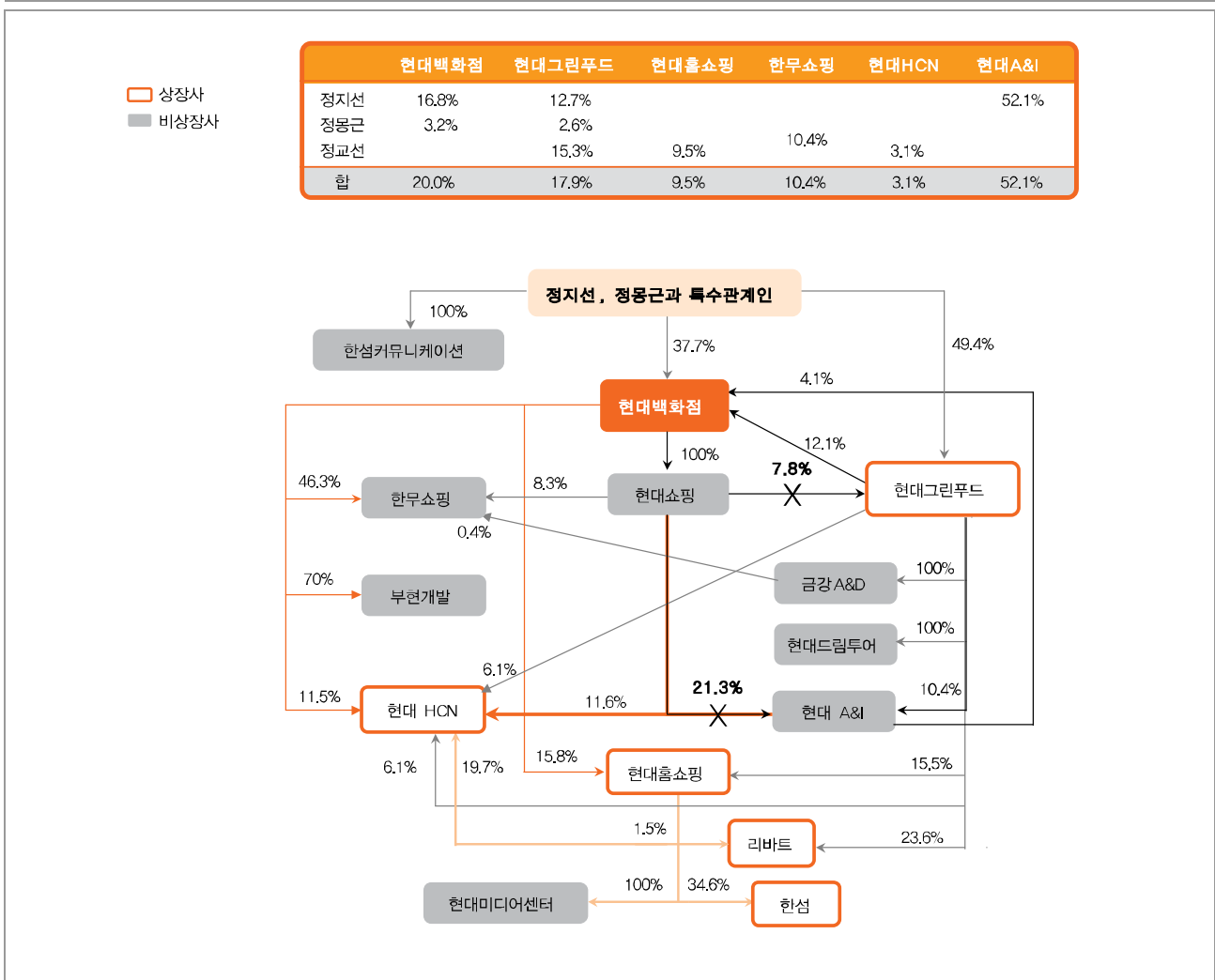
- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소과정 시 처분해야 하는 지분 표시
- 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화과정 시 이슈되는 지분 표시

4) 현대백화점 그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

현대백화점 그룹은 2002년 11월, 주식회사 현대 Hands의 백화점 사업부문이 분할되어 백화점 사업을 영위했다. 총 14개의 사업장을 보유하고 있으며, 수도권에 압구정 본점을 포함한 9개점, 영남권 3개점을 영업중에 있다.

순환출자구조 해소시 현대백화점 그룹은 ‘현대백화점 → 현대쇼핑 → 현대그린푸드’로 이어지는 출자구조를 해소해야 한다. 최대주주들의 현대백화점 소유지분이 20.0%임을 감안할 때, 현대쇼핑 및 현대그린푸드의 지분매각이 전망된다.

그림 13. 현대백화점 그룹 지배구조



자료: 현대백화점, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은 실선은 현대백화점에서 출자된 지분, 검정 실선은 순환출자

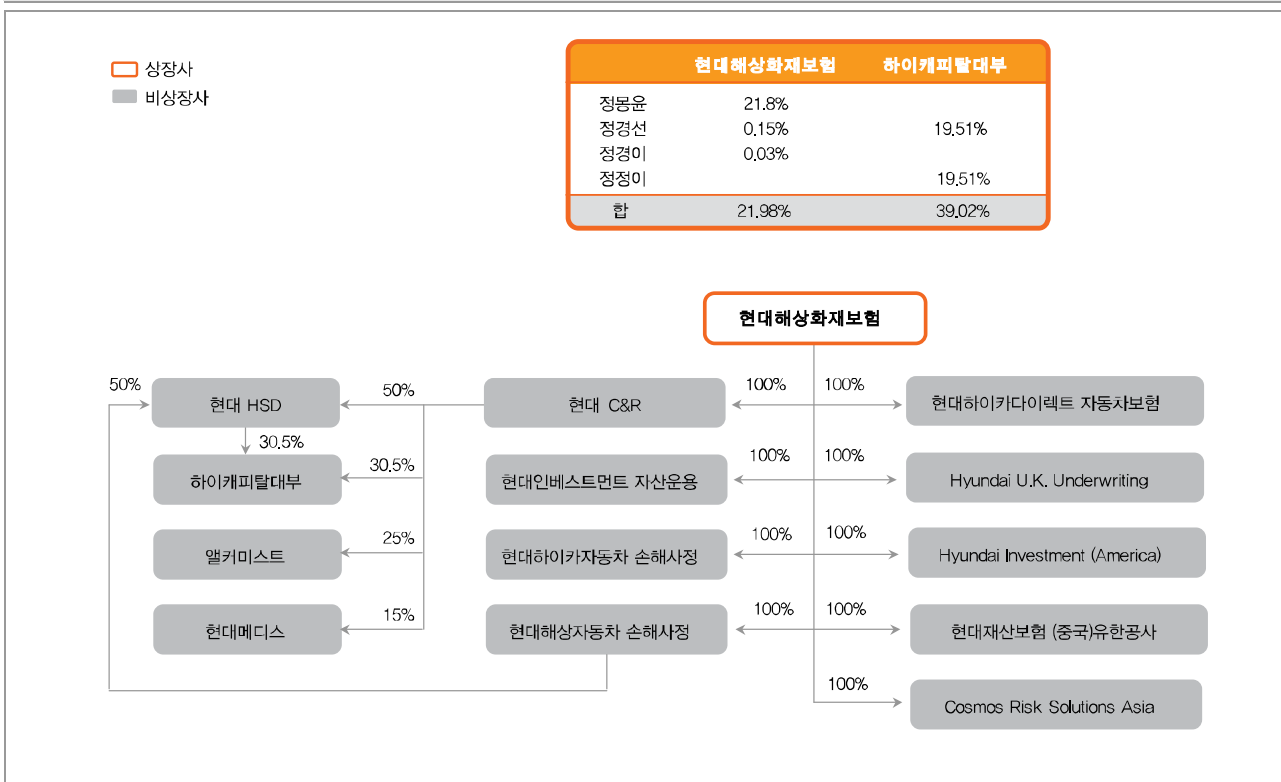
- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소가정 시 처분해야 하는 지분 표시

5) 현대해상 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

보험업법 및 관계법령에 의한 손해보험업, 제3보험업, 기타보험업 등의 보험그룹으로서, 자산 운용, 겸업가능업무 및 부수업무를 수행하는 시장점유율 2위를 기록하고 있다. 계열회사로는 현대인베스트먼트 자산운용, 현대하이카자동차보험 등 9개의 자회사를 가지고 있다.

손생보를 아우르는 높은 영업경쟁에도 불구하고 강점인 장기손해보험을 중심으로 성장하고 있으며, 보수적인 보험심사로 보험영업 효율성 지표가 개선되고 있다.

그림 14. 현대해상 그룹 지배구조



자료: 현대해상화재보험, 전자공시시스템, KB투자증권

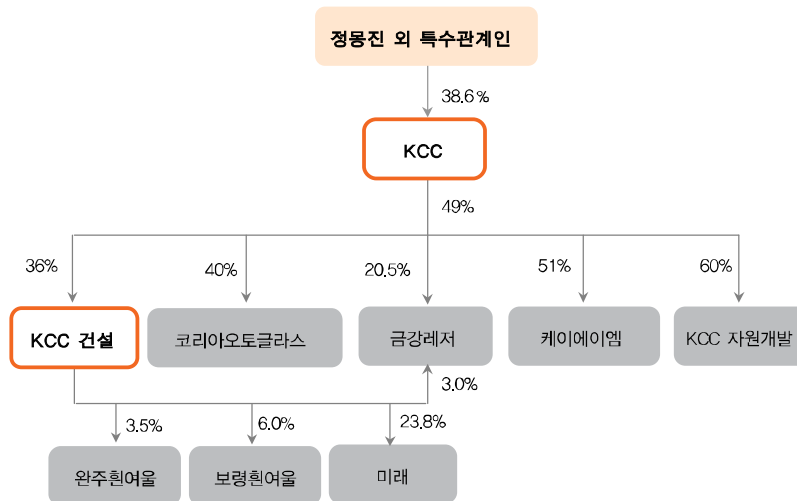
6) KCC 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

KCC 그룹은 전자재, 도료, 건축자재 사업을 영위하고 있다. 전방산업도 건설, 자동차, 조선으로 다변화되어 있어 안정적인 사업포트폴리오를 구성하고 있다.

그림 15. KCC 그룹 지배구조

상장사
비상장사

	KCC	KCC건설	KCC 자원개발	금강레저	코리아오토글라스
정몽진	17.8%		38.6%	28.3%	
정상영	5%	5.7%	1.3%	2.5%	
정몽익	8.8%		0.1%	36.4%	20%
정몽열	5.3%	24.8%	0.04%	9.4%	
합	36.9%	30.5%	40.04%	76.6%	20%

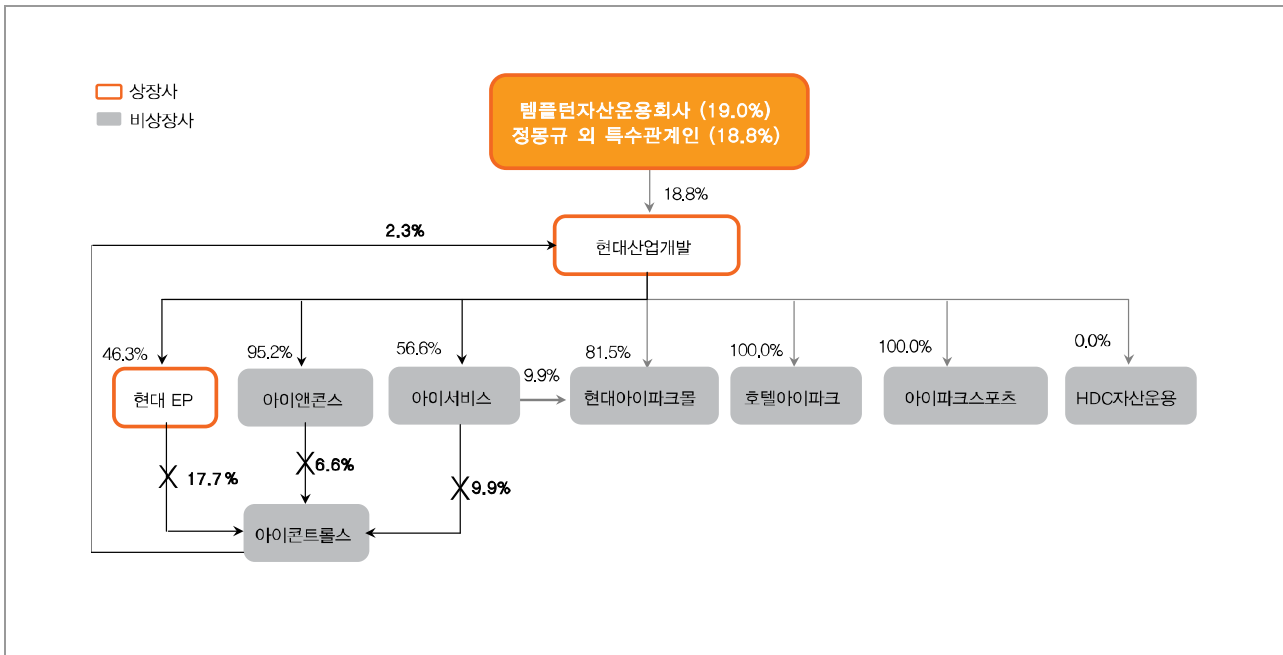


자료: KCC, 전자공시시스템, KB투자증권

7) 현대산업개발 그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

현대산업개발 그룹은 ‘현대산업개발 → 현대 EP → 아이콘트롤스’의 순환출자구조가 되어 있다. 다만 현대산업개발에 대한 아이콘트롤스의 소유지분이 많지 않아, 큰 비용이 발생이 우려되지는 않는다.

그림 16. 현대산업개발 그룹 지배구조



자료: 현대산업개발, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 검정 실선은 순환출자

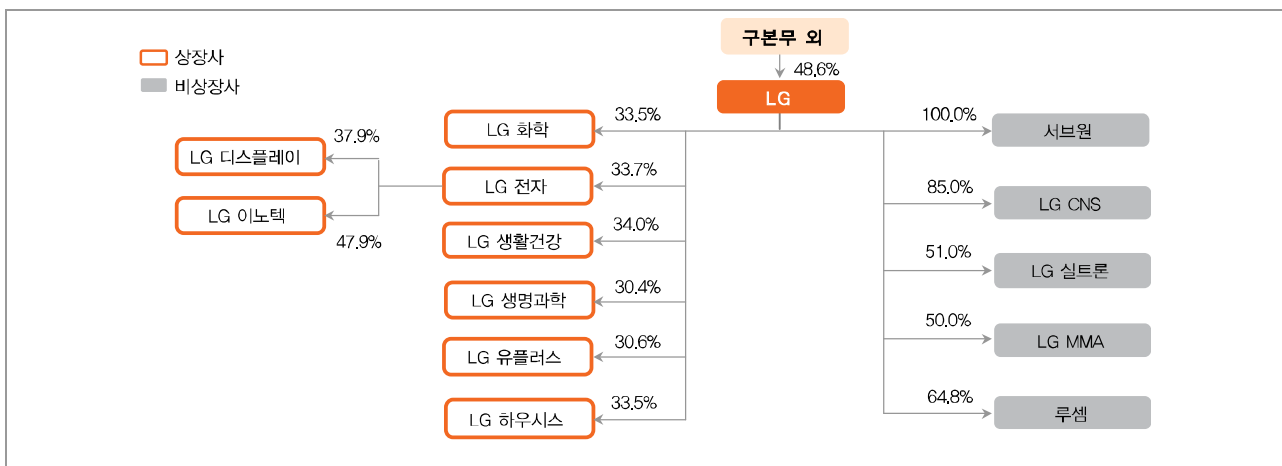
- X 표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소과정 시 처분해야 하는 지분 표시

3. LG IS 그룹

1) LG 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

LG 그룹은 2003년 3월, 국내에서 가장 조기에 지주회사 체제를 이뤘다. LG 그룹은 순환출자 및 금산분리강화에 해당되지 않는다.

그림 17. LG 그룹 지배구조



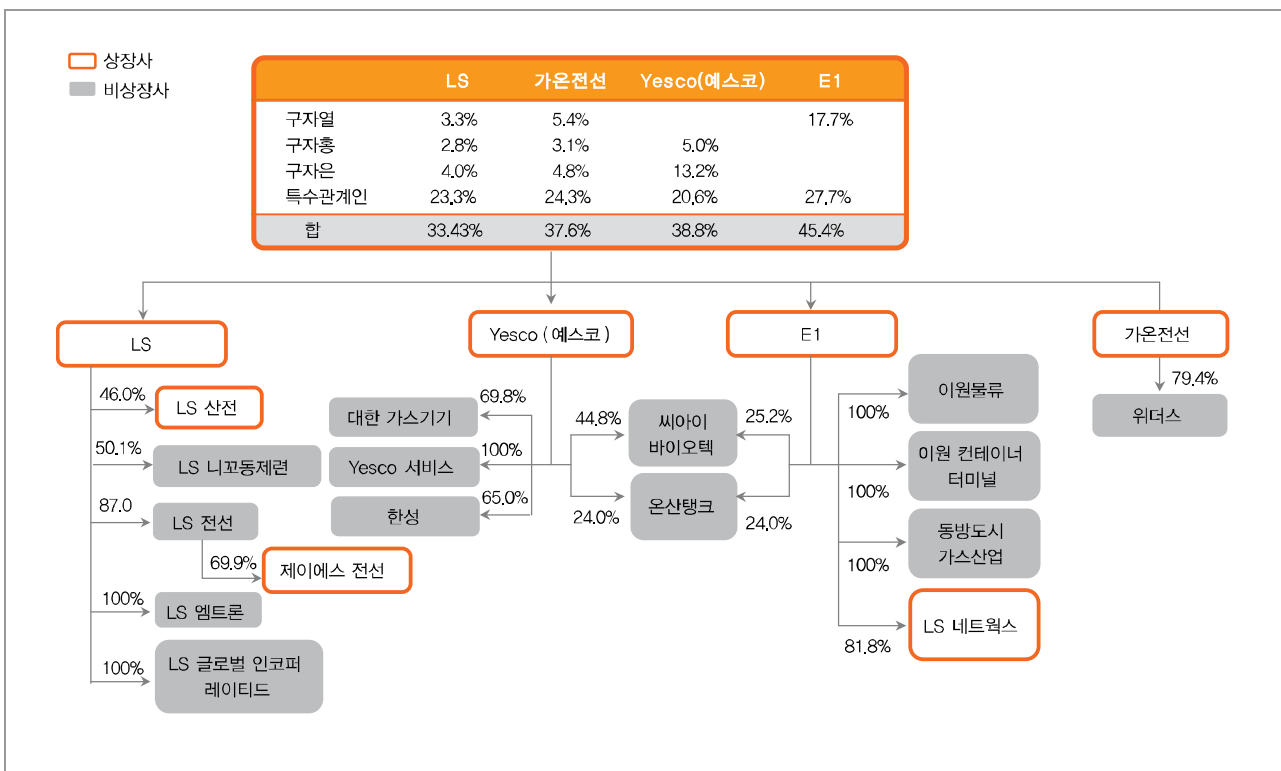
자료: LG, 전자공시시스템, KB투자증권

2) LS 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 O

LS 그룹은 전선사업부문 (LS전선 및 종속회사), 산전사업부문 (LS산전 및 종속회사), 엠트론 사업부문 (LS엠트론 및 종속회사) 총 3개의 사업부문으로 구성되어 있다. 전선사업부문은 전선, 전력, 통신사업을 영위하고 있으며, 산전사업부문은 전력, 자동차, 금속사업으로 분류되어 있고, 엠트론 사업부문은 기계, 부품사업으로 구분되어 있다.

특히 전선사업부문은 종합 케이블 메이커인 중국의 홍치전기 (LS홍치전선)을 인수해 세계 최대 시장인 중국에서 사업영역을 확대해 나가고 있으며 신규사업으로 산전사업부문의 그린에너지사업, HVDC시스템사업, STS대형 후육관 사업 등이 있다. LS 역시 이미 지주회사 체제로 인해 경제민주화 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

그림 18. LS 그룹 지배구조

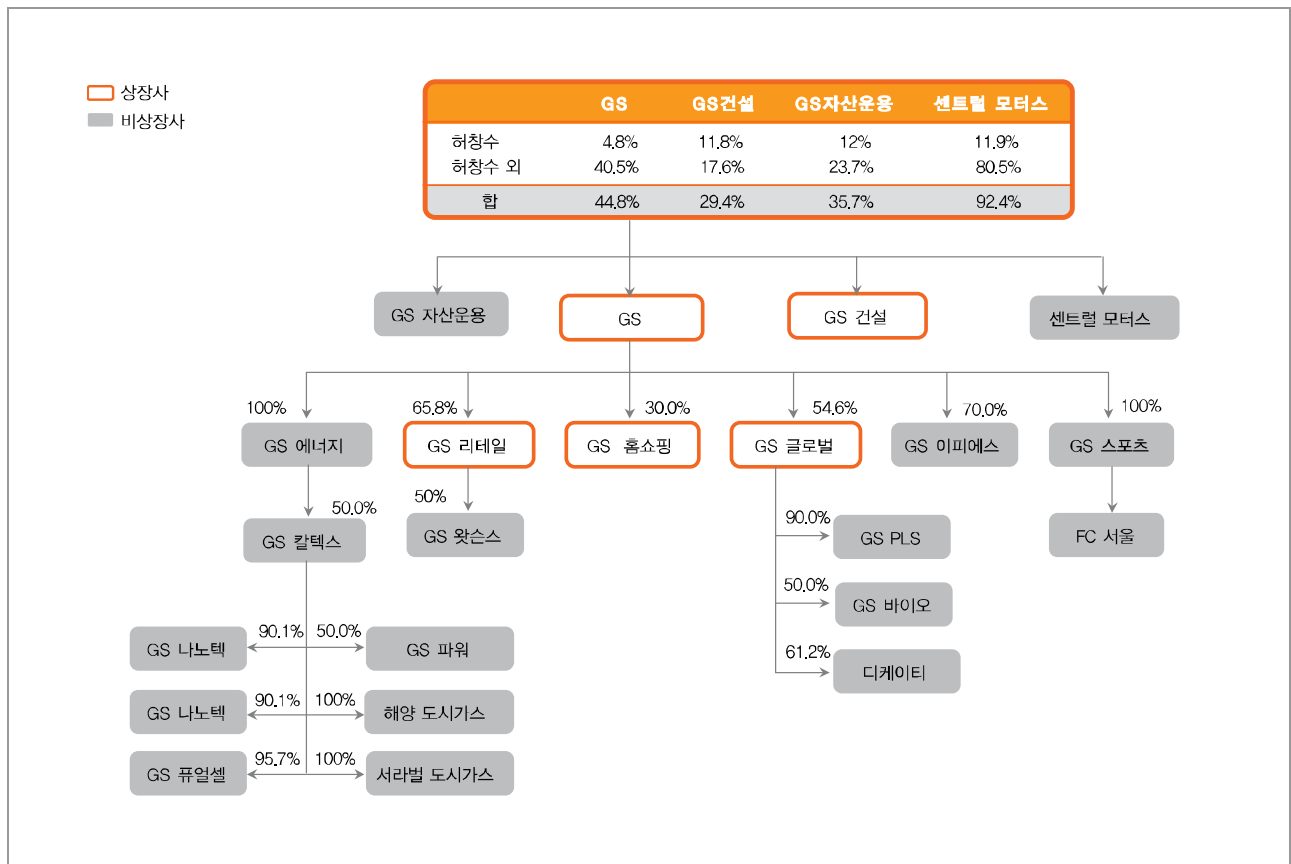


자료: LS, 전자공시시스템, KB투자증권

4. GS 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

GS 그룹은 지주회사 구조를 지니고 있으며, GS는 지주회사로써 2004년 7월1일에 LG를 인적분할하여 설립된 신설회사이며, GS에너지, GS리테일, GS홈쇼핑, GS스포츠, GS이피에스, GS글로벌을 자회사로 두고 있다. 금산분리강화 및 순환출자해소 정책에 특별한 영향이 없을 것으로 전망된다.

표 24. GS 그룹 지배구조



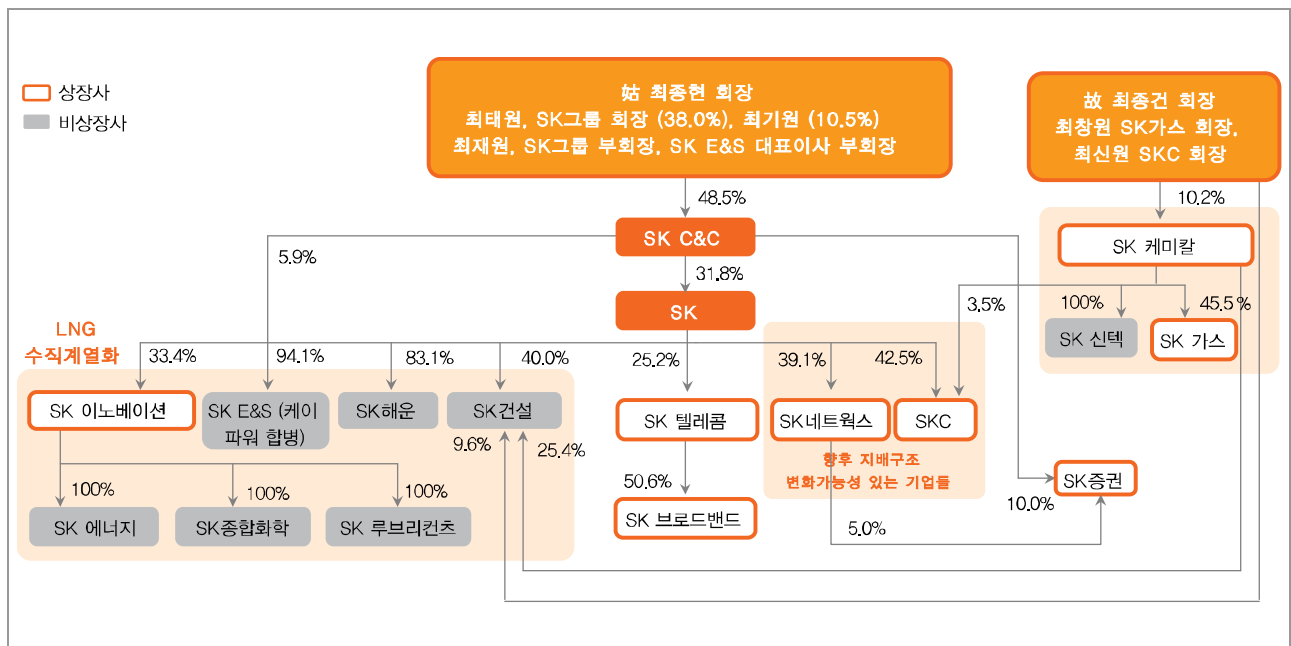
자료: GS, 전자공시시스템, KB투자증권

5. SK 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 O

현행 공정거래법은 지주회사의 자회사가 금융사를 손자회사로 둘 수 없다고 규정하고 있다. 2007년 7월 3일 지주회사로 전환한 SK는 4년의 유예기간 이후에도 SK네트웍스가 금융사인 SK증권에 계속 지배하고 있어 주식처분명령을 받았다. 이에 따라 지난 9월 25일 SK네트웍스는 SK증권 지분 (22.7%) 전량에 대해 매각을 결정했다.

따라서 SK C&C (10%), SK신택 (5%), SK증권 우리사주조합 (7.7%) 등에 분할 매각할 예정이며 처분 금액은 약 800억원 규모로 시장에서 예측하고 있다. SK증권 지분을 처분함에 따라 지난 해부터 지속적으로 부각됐던 불확실성이 해소됐으며 이에 따른 재무구조 개선효과까지 기대된다.

표 25 SK 그룹 지배구조



자료: SK, 전자공시시스템, KB투자증권

주: SK증권 지분은 12월 3일 이전에 처분 공시대로 추정

6. 롯데 그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 O, 출자총액제한제도 X

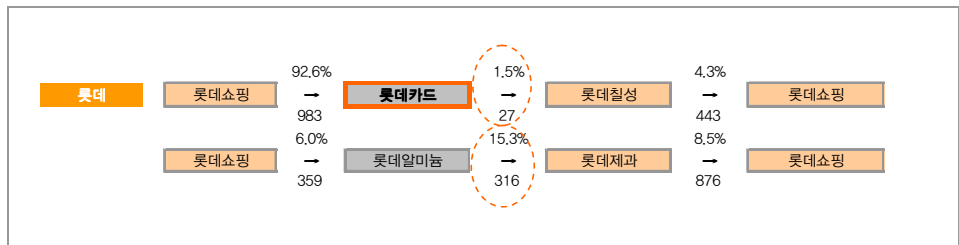
롯데 그룹은 음식료 (롯데제과, 롯데삼강, 롯데칠성)와 부동산 (호텔롯데, 롯데쇼핑, 건설 (롯데건설), 석유화학 (호남석화, 대산유화, KP케미칼)을 중심으로 물류, 광고 (대홍기획), 유통 (롯데리아), 금융 (롯데카드, 롯데캐피탈, 롯데손해보험) 등이 지원하는 사업구조를 지니고 있다.

순환출자구조, 금산분리 강화 모두 해당

롯데 그룹은 3개의 금융자회사를 보유하고 있기 때문에, 금산분리 강화가 시행된다면 중간금융지주회사 설립 혹은 지분매각이 불가피할 전망이다. 또한 롯데 그룹은 롯데 그룹은 10대 그룹 중 가장 복잡한 순환출자구조를 지니고 있는 그룹 중 하나이다. 그 중 롯데쇼핑으로 마지막으로 돌아오는 출자구조를 끊음으로써 일부분 해소가 가능할 전망이며, 롯데쇼핑의 대주주 지분이 높기 때문에 안정적인 경영권을 유지할 수 있다.

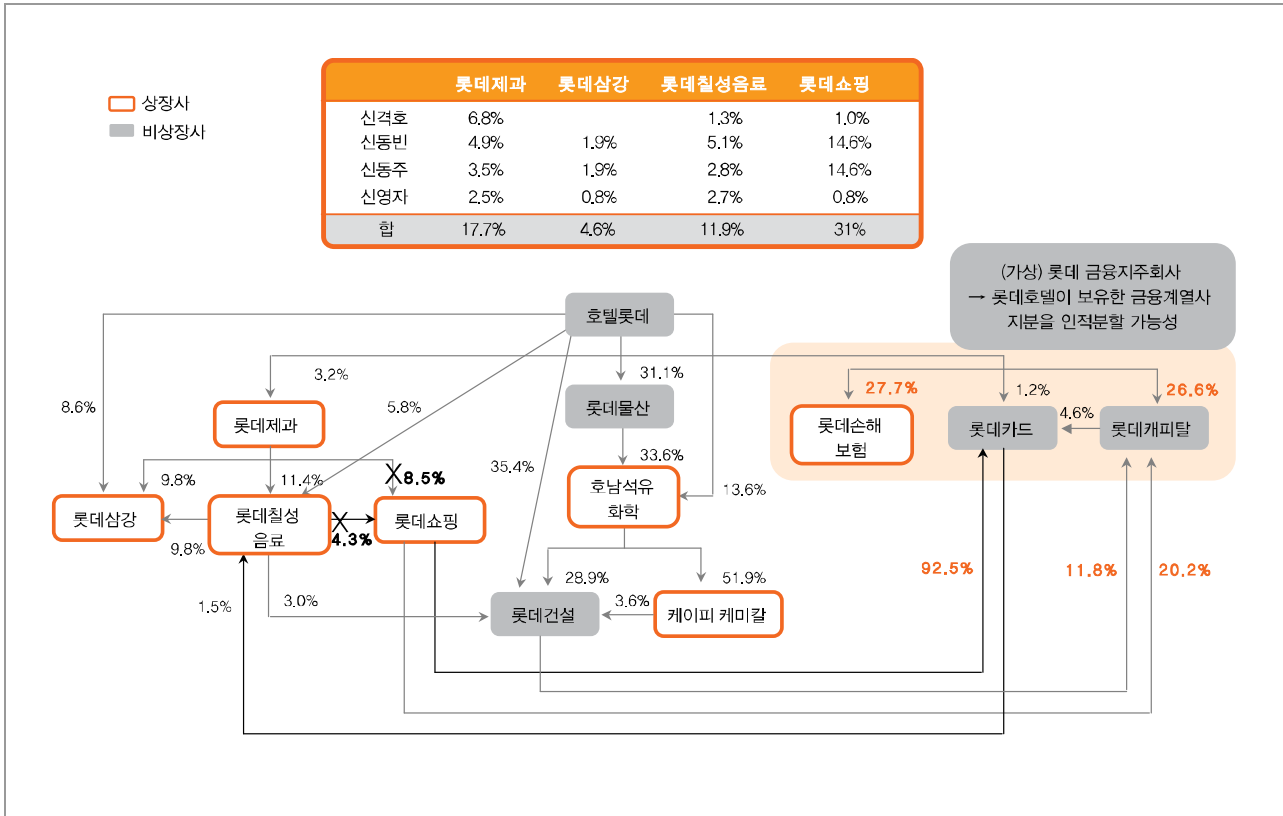
다만 롯데칠성이 소유한 롯데쇼핑의 지분 4.3%와 롯데제과가 소유한 롯데쇼핑의 지분 8.5%를 모두 해소하기 위해서는 1조 3,200억원이 필요하며 큰 규모이다. 따라서 순환출자를 해소하기 위한 최소비용은 롯데카드가 소유한 롯데칠성지분과 롯데알미늄이 소유한 롯데제과 지분을 매각하는 것으로, 그 금액은 3,430억원인 점은 고려할 수 있다.

그림 19. 롯데그룹 그룹 순환출자



자료: KB투자증권

그림 20. 롯데 그룹 지배구조



자료: 롯데, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 검정 실선은 순환출자

- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소가정 시 처분해야 하는 지분 표시

- 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화가정 시 이슈되는 지분 표시

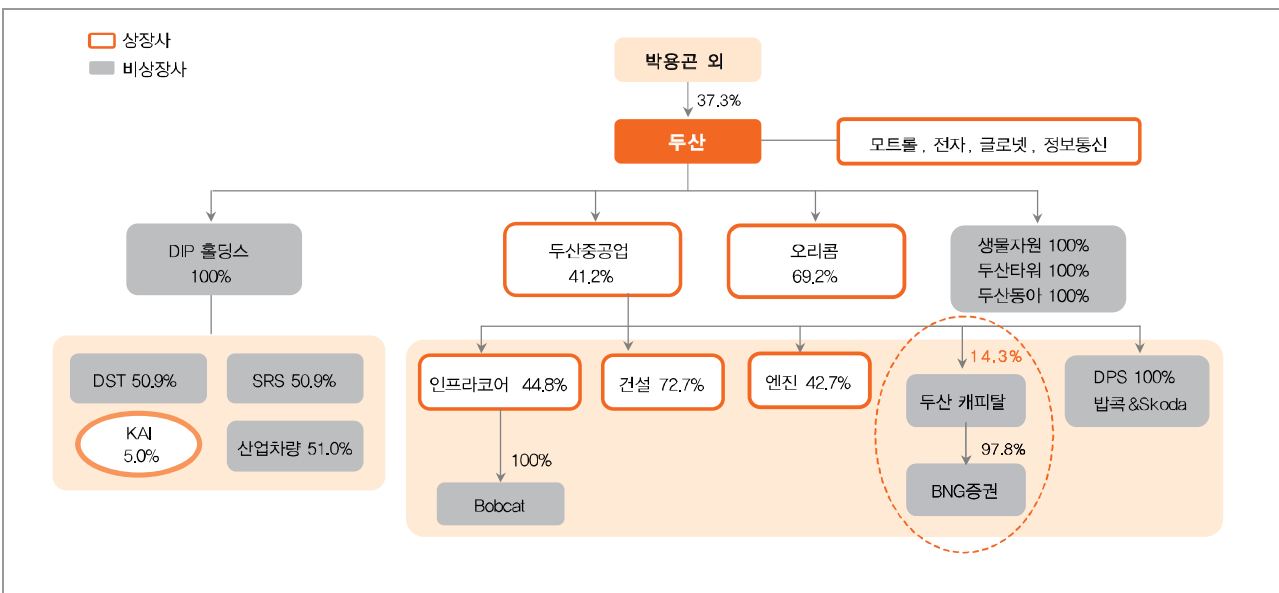
7. 두산 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 O, 출자총액제한제도 X

두산그룹은 지주회사 체제구조를 가지고 있다. 지주회사 두산은 두산중공업, 두산인프라코어 등 24개 계열사를 포함하는 두산그룹의 모회사임과 동시에 전자BG, 모트콜 BG, 글로벌BG, 정보통신BU 등 3개 Business Group과 1개 Business Unit의 자체사업부문을 영위하는 사업형 지주회사이다.

순환출자구조는 이미 해소, 다만 일부 금융회사 아직 미처리

두산은 지주회사체제를 이루면서 이미 순환출자구조는 해소되었다. 다만 공정거래법상 일부 금융회사들을 정리해야 하는데, 최근 두산은 보유 중인 금융회사 네오플렉스 지분을 포함한 관련 자산과 부채를 인적 분할해 '네오흐olding' 설립 계획을 공시했다.

그림 21. 두산 그룹 지배구조



자료: 두산, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화가정 시 이슈되는 지분 표시

8. 한화 그룹 $\Rightarrow$ 순환출자구조 X, 금산분리 O, 출자총액제한제도 O

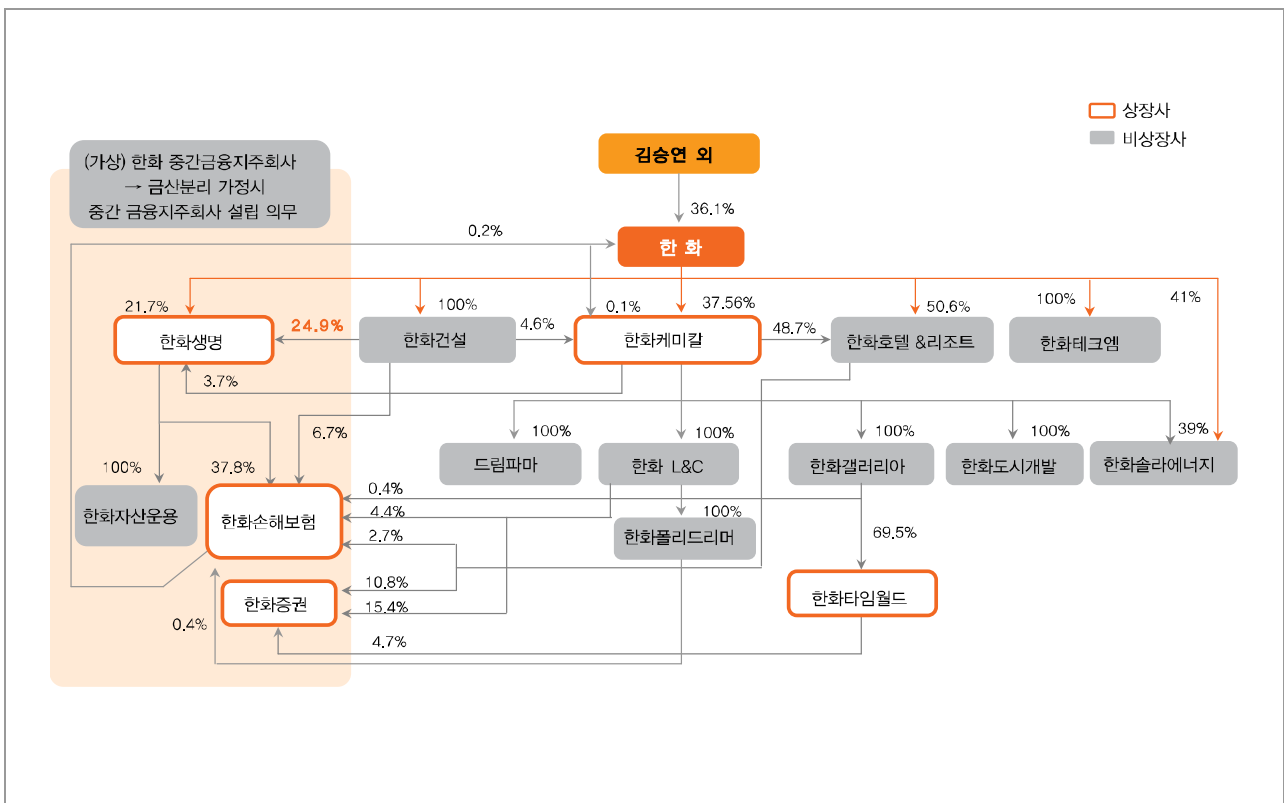
한화그룹은 아직 지주회사체제로 전환하지 않았지만, 최대주주가 36.1% 소유하고 있으며 한화케미칼과 한화생명의 지분법이익 및 자체사업으로 이뤄진 사업지주회사의 성격을 띄고 있다.

한화 그룹의 순환출자구조와 금산분리강화 모두 해당됨

한화의 경우 순환출자구조의 마지막 단계가 한화손해보험이 소유한 한화, 한화케미칼의 지분만 해소하면 되기 때문에 다른 기업들과 비교해 그렇게 큰 문제가 되지는 않을 것으로 보인다. 순환출자구조를 해결하는데 있어서는 약 40억 원 정도가 들 것으로 보인다.

한화는 한화생명을 시작으로 금융회사를 구성하고 있다. 만약 금산분리 강화가 시행된다면, 한화생명의 지분을 분할해 중간금융지주회사를 설립할 가능성이 높다. 이 경우 한화생명의 일부 지분을 매각해 재무구조 개선과 신규사업 확장에 사용할 수 있으며, 특히 현재 한화그룹의 한화생명에 대한 지분율(한화건설, 한화지분합)은 50%에 이르러 경영권 안정화를 고려하더라도 10~20%의 지분 매각이 가능하다.

그림 22. 한화 그룹 지배구조



자료: 한화, 전자공시시스템, KB투자증권

주: 붉은 실선은 한회에서 출자된 지분, 검정 실선은 순환출자

- 붉은색으로 굵게 처리된 지분율은 금산분리 강화과정 시 이슈되는 지분 표시

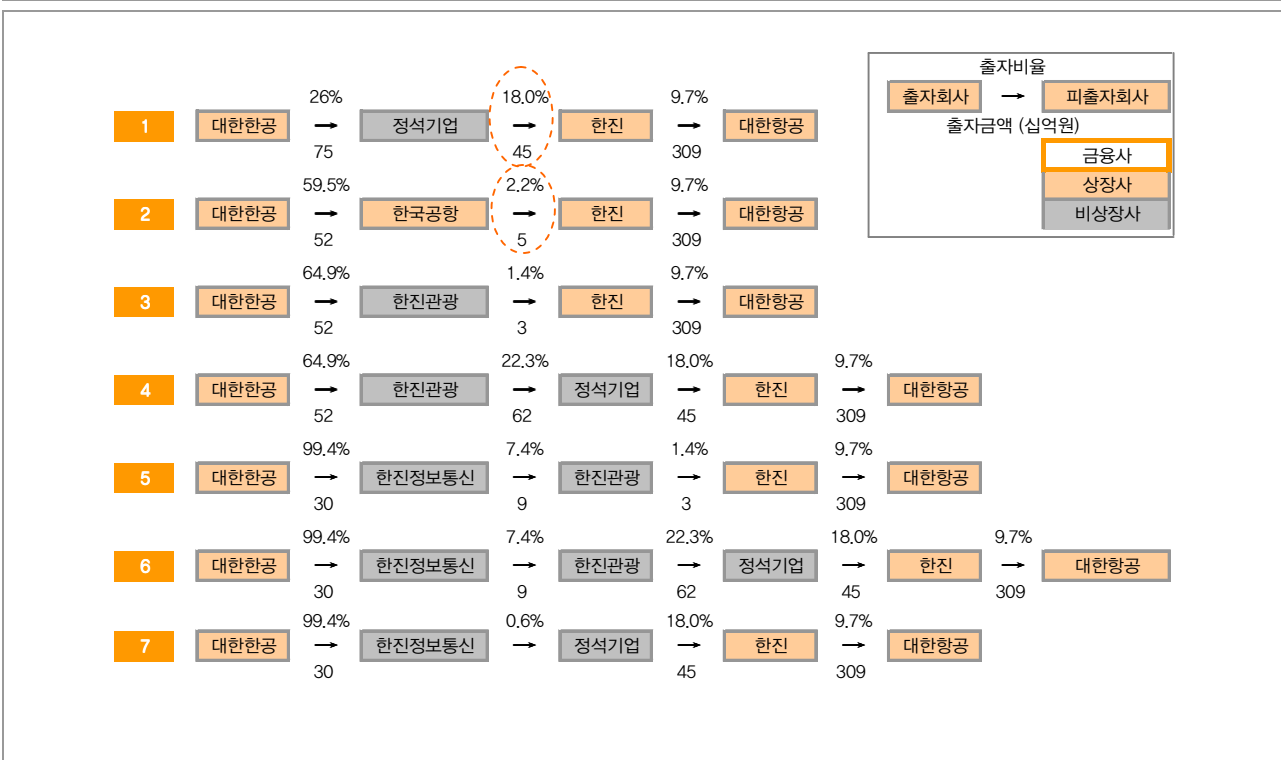
9. 한진 그룹

1) 한진그룹 ⇒ 순환출자구조 O, 금산분리 X, 출자총액제한제도 O

한진그룹은 기존의 7개의 순환출자 구조를 가지고 있다. 핵심 계열사인 대한항공을 중심으로 대한항공을 지배하는 한진과 한진의 지분을 나눠가지고 있는 한국공항, 정석기업, 한진관광 등으로 순환출자 구조가 형성되어 있다.

한진그룹은 지난 10월 25일 대한항공과 한진관광의 소규모합병계획을 발표했다. 우선 한진관광을 투자부문과 여행부문으로 분할하는데 투자사업부문인 한진관광투자(구 한진관광)를 존속기업으로 유지하고, 여행사업부문인 한진관광여행(가칭)을 신규 설립해 물적분할 할 예정이다. 이후 한진관광투자를 대한항공에 흡수 합병해 마무리 할 것으로 전망된다.

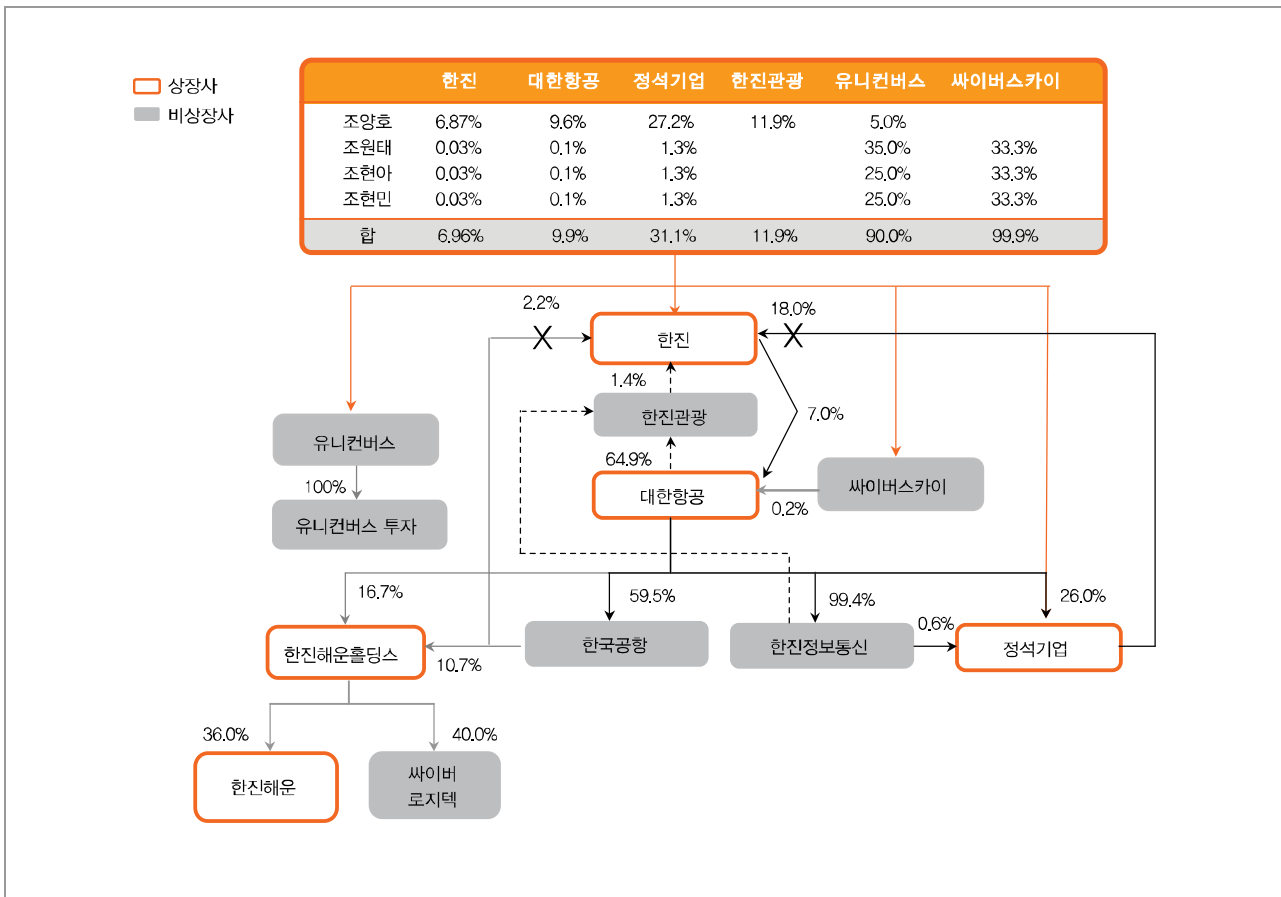
그림 23. 한진 그룹 지배구조



자료: 공정거래위원회, KB투자증권

한진그룹의 이번 합병은 경제민주화가 부각되는 현 시점에서 순환출자를 해소하고 지배구조를 개선하기 위한 시발점으로 판단된다. 대한항공과 한진관광의 합병 이후에도 한진을 소유하고 있는 한국공항과 정석기업으로 인해 순환출자 구조는 여전히 존재하게 된다. 따라서 2013년 상반기에는 추가적인 합병이나 지분매각을 통해 지배구조 개선을 이어갈 것으로 전망된다.

그림 24. 한진 그룹 지배구조



자료: 한진, 전자공시시스템, KB투자증권

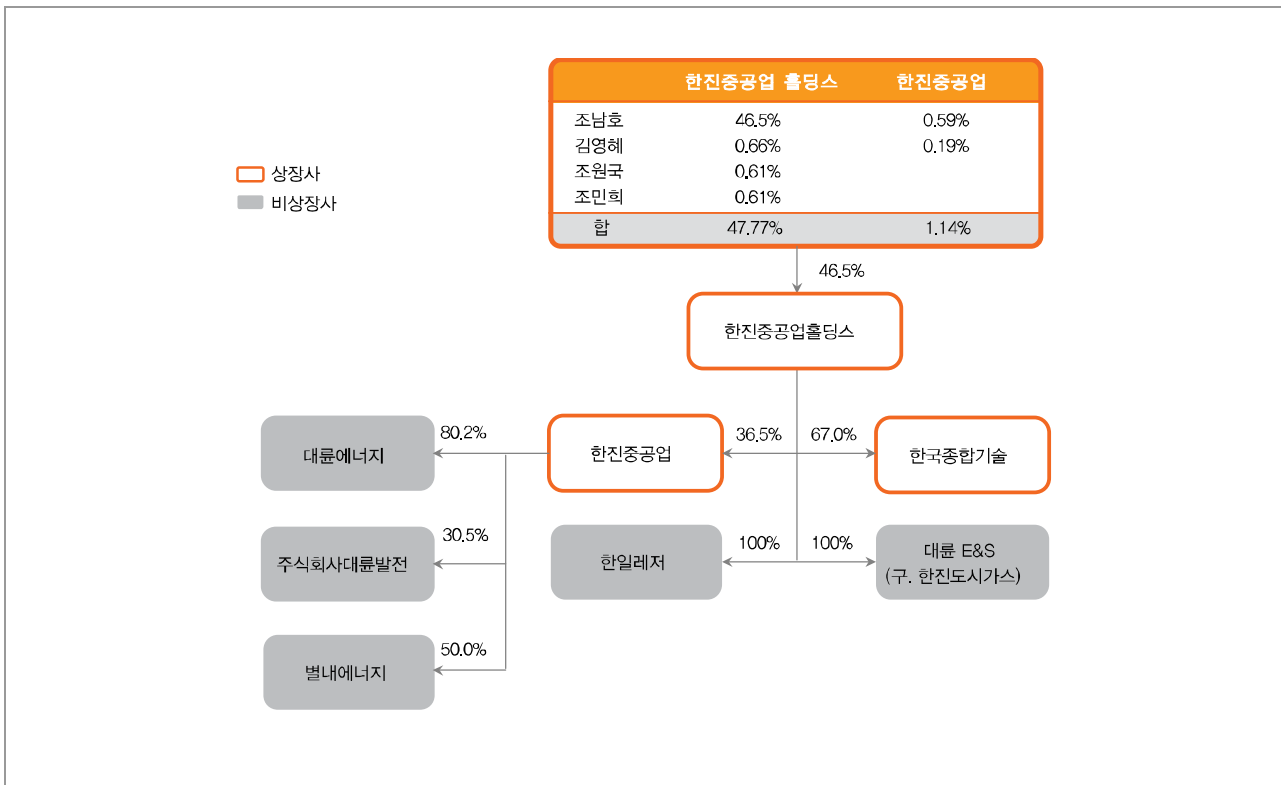
주: 붉은 실선은 조양호 외 친족들이 출자된 지분, 검정 실선은 순환출자

- X표시 및 검정색으로 굵게 처리된 지분율은 기존 순환출자 해소가정 시 처분해야 하는 지분 표시

2) 한진중공업 그룹 ⇒ 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

한진중공업 그룹은 한진중공업홀딩스 지주회사 체제를 지니고 있다. 2007년 8월 지주회사로 전환한 한진중공업홀딩스는 조선업과 건설업을 영위하는 한진중공업과 서울북부와 경기북부지역에 도시가스를 공급하는 대륜 E&S(구. 한진도시가스), 한일레저 등을 보유하고 있다.

그림 25. 한진중공업 그룹 지배구조



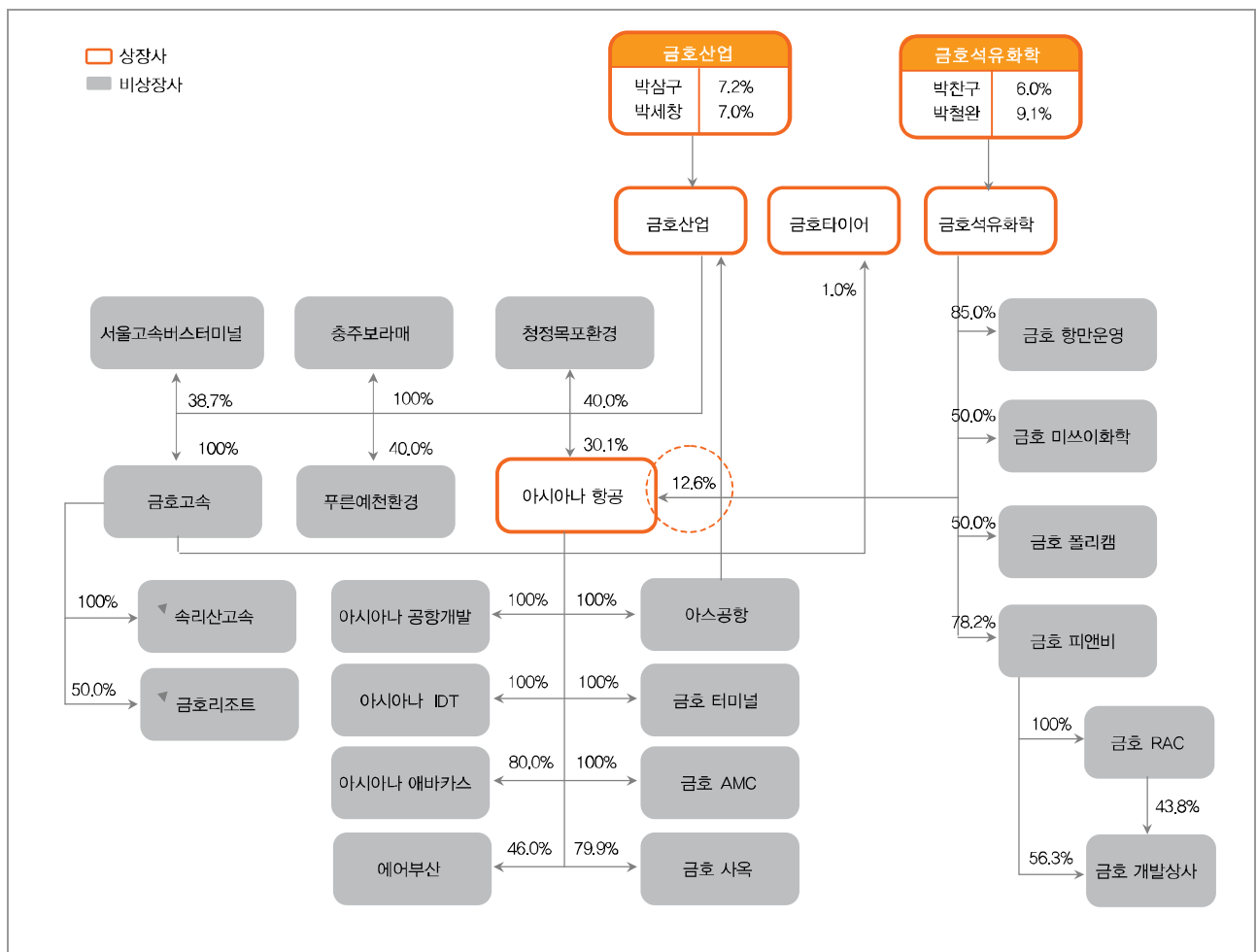
자료: 한진중공업홀딩스, 전자공시시스템, KB투자증권

10. 금호 그룹 → 순환출자구조 X, 금산분리 X, 출자총액제한제도 X

금호 그룹은 금호건설 (금호산업), 운송/물류 (아시아나항공, 금호산업내 고속버스 사업부, 각종 터미널)등 박삼구 회장이 이끄는 금호아시아나 그룹과 타이어/화학 (금호석유화학, 금호타이어, 피앤비, 미쓰이, 폴리캠)을 중심으로 박찬구 회장이 이끄는 금호석유화학 그룹으로 나누어져 있다. 지분구조상 동일한 그룹으로 분류되어 있으나 금호석유화학이 보유한 아시아나항공 지분 (12.6%)이 정리되면 두 개의 그룹으로 분리될 전망이다.

한편, 금호 그룹은 ‘금호산업 → 아시아나항공 → 아스공항 → 금호산업’으로 이어지는 순환출자 구조를 가지고 있다. 다만 아스공항이 가지고 있는 금호산업 지분이 0.03%로 순환출자 해소는 큰 문제가 되지 않을 것으로 판단된다.

표 26. 금호 그룹 지배구조



자료: 금호, 전자공시시스템, KB투자증권

Appendix I.

① 상장자회사 시가총액 + 비상장 자회사 적정시장 가치 부여 + 지주회사 유/무형자산가치

표 27. 주요 지주회사 - 5단계 투자전략별 적정주가 산출

LG			SK			CJ			두산			한화		
상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액
LG전자	33.7	4,198	SK이노베이션	33.0	4,880	CJ 제일제당	37.0	1,620	두산중공업	41.2	1,833	한화케미칼	37.6	855
LG 화학	33.5	6,799	SK 텔레콤	25.2	3,095	CJ 오쇼핑	39.8	642	오리콤	69.2	23	대한생명	21.7	1,411
LG유플러스	30.6	1,212	SK 네트워크	39.1	793	CJ CGV	40.1	278						
LG 하우시스	33.5	255	SKC	42.5	619	CJ E&M	40.2	430						
LG 생활건강	34.0	3,434				CJ 프레시웨이	51.8	217						
LG 생명과학	30.4	227												
GIIR	35.0	38												
소계		16,163	소계		9,387	소계		3,187	소계		1,856	소계		2,267
LG CNS	85.0	1,426	SK 건설	40.0	331	CJ GLS	93.2	624	DIP 홀딩스	100.0	585	한화건설	100.0	1,059
서브원	100.0	1,206	SK E&S	94.1	5,139	CJ 올리브영	100.0	86	두산타워	100.0	197	한화호텔앤	50.6	219
실트론	51.0	521	SK 해운	83.1	608	CJ 푸드빌	96.3	78	네오플렉스	66.7	28	한화테크엠	100.0	83
LG MMA	50.0	115	기타		370	CJ 건설	99.9	108	두산동아	100.0	29	기타		224
기타		184				기타		74	기타		142			
소계		3,452			6,448			970			981			1,585
무형자산		2,884	무형자산		1,544	무형자산		542	무형자산		391	무형자산		1,187
유형자산		1,171	유형자산		89	유형자산		77	유형자산		240	유형자산		454
자사주	0.06%	6	자사주	13.8%	1,154	자사주	10.2%	312	자사주	19.7%	506	자사주	7.8%	186
순차입금	(34)		순차입금		3,230	순차입금		499	순차입금		480	순차입금		2,085
기타 합		4,096			(444)			432			2,082			(258)
전체합(NAV)	23,711			15,391			4,589			4,919			3,593	
적정주가 (원)	137,408			327,743			158,216			237,451			47,939	
현재시총	11,268			8,359			3,045			2,570			2,365	
NAV/할인율	52.5		45.7			33.6			47.8				34.2	

5단계 투자전략별 적정주가 산출

<보수적> 40%할인	14,226		9,235		2,753		2,951		2,156
적정주가(원)	82,445		196,646		94,930		142,439		28,764
상승여력(%)	26.3		10.5		(9.6)		14.8		(8.8)
<다소 보수적> 30%할인	16,597		10,774		3,212		3,443		2,515
적정주가(원)	96,185		229,420		110,751		166,179		33,558
상승여력(%)	47.3		28.9		5.5		34.0		6.4
상장30% +비상장40%	17,481		9,996		3,245		3,970		2,280
적정주가(원)	101,306		212,856		111,880		191,591		30,412
상승여력(%)	55.1		19.6		6.6		54.5		(3.6)
<중립적> 24.2%할인적용	18,964		11,559		3,583		4,233		2,661
적정주가(원)	109,900		246,144		123,535		204,267		35,506
상승여력(%)	68.3		38.3		17.7		64.7		12.5
<다소 적극적>									
상장자회사24.2% + 비상장무할인율	19,799		13,120		3,818		4,470		3,045
적정주가(원)	114,741		279,371		131,625		215,727		40,622
상승여력(%)	39.2		42.1		38.7		51.5		41.2
<적극적> 무 할인율	137,408		327,743		158,216		237,451		47,939

자료: Fnguide, KB투자증권 주: 전일 종가기준, 지분율 단위 (%), 평가액 (십억원), 두산과 한화 영업가치=자회사업 세후영업이익*9X

② 상장지회사 시가총액 + 비상장 지회사 장부가 적용 + 지주회사 유/무형자산가치

표 28. 주요 지주회사 - 5단계 투자전략별 적정주가 산출

LG			SK			CJ			두산			한화		
상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액
LG전자	33.7	4,198	SK이노베이션	33.0	4,880	CJ 제일제당	37.0	1,620	두산중공업	41.2	1,833	한화케미칼	37.6	855
LG 화학	33.5	6,799	SK 텔레콤	25.2	3,095	CJ 오쇼핑	39.8	642	오리콤	69.2	23	대한생명	21.7	1,411
LG유플러스	30.6	1,212	SK 네트워크스	39.1	793	CJ CGV	40.1	278						
LG 하우스	33.5	255	SKC	42.5	619	CJ E&M	40.2	430						
LG 생활건강	34.0	3,434				CJ 프레시웨이	51.8	217						
LG 생명과학	30.4	227												
GIIR	35.0	38												
소계		16,163	소계		9,387	소계		3,187	소계		1,856	소계		2,267
LG CNS	85.0	331	SK 건설	40.0	485	CJ GLS	93.2	624	DIP 홀딩스	100.0	164	한화건설	100.0	1,059
서브원	100.0	223	SK E&S	94.1	1,026	CJ 올리브영	100.0	86	두산타워	100.0	197	한화호텔앤	50.6	219
실트론	51.0	240	SK 해운	83.1	608	CJ 푸드빌	96.3	78	네오플렉스	66.7	28	한화테크엠	100.0	83
LG MMA	50.0	115	기타		370	CJ 건설	99.9	108	두산동아	100.0	29	기타		224
기타		184				기타		74	기타		142			
소계		1,093			2,489			970			561			1,585
무형자산		2,884	무형자산		1,544	무형자산		542	무형자산		391	무형자산		1,187
유형자산		1,171	유형자산		89	유형자산		77	유형자산		240	유형자산		454
자사주	0.06%	6	자사주	13.8%	1,154	자사주	10.2%	312	자사주	19.7%	506	자사주	7.8%	186
순차입금		(34)	순차입금		3,230	순차입금		499	순차입금		480	순차입금		2,085
기타 합		4,096			(444)			432			2,082			(249)
전체합(NAV)		21,351			11,433			4,589			4,498			3,593
적정주가 (원)		123,735			243,452			158,335			217,142			47,939
현재시총		11,268			8,359			3,045			2,570			2,365
NAV/할인율		47.2			26.9			33.6			42.9			34.2

5단계 투자전략별 적정주가 산출

<보수적> 40%할인	12,811	6,860	2,753	2,699	2,156
적정주가(원)	74,241	146,071	95,001	130,285	28,764
상승여력(%)	13.7	(17.9)	(9.6)	5.0	(8.8)
<다소 보수적> 30%할인	14,946	8,003	3,212	3,149	2,515
적정주가(원)	86,615	170,416	110,835	152,000	33,558
상승여력(%)	32.6	-4.3	5.5	22.5	6.4
상장30% +비상장40%	16,066	7,621	3,245	3,717	2,289
적정주가(원)	93,103	162,281	111,964	179,448	30,532
상승여력(%)	42.6	(8.8)	6.6	44.6	(3.2)
<중립적> 24.2%할인적용	17,176	8,559	3,583	3,914	2,670
적정주가(원)	99,536	182,251	123,628	188,918	35,626
상승여력(%)	52.4	2.4	17.7	52.3	12.9
<다소 적극적> 상장지회사 24.2%+ 비상장무할인율	17,440	9,161	3,818	4,049	3,054
적정주가(원)	101,068	195,079	131,724	195,465	40,742
상승여력(%)	36.1	33.6	38.7	50.0	41.6
<적극적> 무 할인율	123,735	243,452	158,335	217,142	47,939

자료: Fnguide, KB투자증권 주: 전일 종가기준, 지분율 단위 (%), 평가액 (십억원), 두산과 한화 영업가치=자체사업 세후영업이익*9X

③ 상장지회사 시가총액 + 비상장 지회사 장부가 적용 (유/무형자산 가치 제거)

표 29. 주요 지주회사 - 5단계 투자전략별 적정주가 산출

LG			SK			CJ			두산			한화		
상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액
LG전자	33.7	4,198	SK이노베이션	33.0	4,880	CJ 제일제당	37.0	1,620	두산중공업	41.2	1,833	한화케미칼	37.6	855
LG 화학	33.5	6,799	SK 텔레콤	25.2	3,095	CJ 오쇼핑	39.8	642	오리콤	69.2	23	대한생명	21.7	1,411
LG유플러스	30.6	1,212	SK 네트워크	39.1	793	CJ CGV	40.1	278						
LG 하우시스	33.5	255	SKC	42.5	619	CJ E&M	40.2	430						
LG 생활건강	34.0	3,434	기타		12	CJ 프레시웨이	51.8	217						
LG 생명과학	30.4	227												
GIIR	35.0	38												
소계		16,163	소계		9,387	소계		3,187	소계		1,856	소계		2,267
LG CNS	85.0	331	SK 건설	40.0	485	CJ GLS	93.2	624	DIP 홀딩스	100.0	164	한화건설	100.0	1,059
서브원	100.0	223	SK E&S	94.1	1,026	CJ 올리브영	100.0	86	두산타워	100.0	197	한화호텔앤	50.6	219
실트론	51.0	240	SK 해운	83.1	608	CJ 푸드빌	96.3	78	네오플렉스	66.7	28	한화테크엠	100.0	83
LG MMA	50.0	115	기타		370	CJ 건설	99.9	108	두산동아	100.0	29	기타		223
기타		184				기타		74	기타		142			
소계		1,093			2,489			970			561			1,584
									영업가치		1,425	영업가치		1,187
												적정배수		9.0
순차입금	(34)		순차입금		3,230	순차입금		499	순차입금		480	순차입금		2,085
기타 합	34		(3,230)			(499)			945			(888)		
전체합(NAV)	17,221				8,646			3,658			3,361			2,953
적정주가 (원)	99,798				184,108			126,214			133,951			39,393
현재시총	11,268				8,359			3,045			2,570			2,365
NAV/할인율	34.6		3.3			16.7			23.5			19.9		

5단계 투자전략별 적정주가 산출

<보수적> 40%할인	10,332		5,188		2,195		2,016		1,772
적정주가(원)	59,879		110,465		75,728		80,371		23,636
상승여력(%)	(8.3)		(37.9)		(27.9)		(21.5)		(25.1)
<다소 보수적> 30%할인	12,055		6,052		2,561		2,353		2,067
적정주가(원)	69,859		128,876		88,350		93,766		27,575
상승여력(%)	7.0		(27.6)		(15.9)		(8.5)		(12.6)
상장30% +비상장40%	12,004		4,834		2,314		2,580		1,648
적정주가(원)	69,565		102,938		79,843		102,827		21,992
상승여력(%)	6.5		(42.2)		(24.0)		0.4		(30.3)
<중립적> 24.2%할인적용	13,114		5,772		2,652		2,776		2,030
적정주가(원)	75,998		122,907		91,506		110,646		27,083
상승여력(%)	16.4		(31.0)		(12.9)		8.0		(14.2)
<다소 적극적> 상장지회사 24.2%+ 비상장무할인율	13,378		6,374		2,887		2,912		2,413
적정주가(원)	77,530		135,736		99,602		116,053		32,196
상승여력(%)	29.5		22.9		31.5		44.4		36.2
<적극적> 무 할인율	99,798		184,108		126,214		133,951		39,393

자료: Fnguide, KB투자증권 주: 전일 종가기준, 지분율 단위 (%), 평가액 (십억원), 두산과 한화 영업가치=자회사업 세후영업이익*9X

④ 상장지회사 장부가 + 비상장 지회사 장부가 적용 + 지주회사 유/무형자산

표 30. 주요 지주회사 - 5단계 투자전략별 적정주가 산출

LG			SK			CJ			두산			한화		
상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액	상장사	지분율	평가액
LG전자	33.7	2,805	SK이노베이션	33.0	3,945	CJ 제일제당	37.0	841	두산중공업	41.2	1,220	한화케미칼	37.6	835
LG 화학	33.5	1,278	SK 텔레콤	25.2	3,091	CJ 오쇼핑	39.8	186	오리콤	69.2	23	대한생명	21.7	1,091
LG유플러스	30.6	1,162	SK 네트워크	39.1	1,166	CJ CGV	40.1	70						
LG 하우시스	33.5	184	SKC	42.5	255	CJ E&M	40.2	559						
LG 생활건강	34.0	142				CJ 프레시웨이	51.8	43						
LG 생명과학	30.4	83												
GIIR	35.0	39												
소계		5,693	소계		8,456	소계		1,700	소계		1,243	소계		1,927
LG CNS	85.0	331	SK 건설	40.0	485	CJ GLS	93.2	624	DIP 홀딩스	100.0	164	한화건설	100.0	1,059
서브원	100.0	223	SK E&S	94.1	1,026	CJ 올리브영	100.0	86	두산타워	100.0	197	한화호텔앤	50.6	219
실트론	51.0	240	SK 해운	83.1	608	CJ 푸드빌	96.3	78	네오플렉스	66.7	28	한화테크엠	100.0	83
LG MMA	50.0	115	기타		370	CJ 건설	99.9	108	두산동아	100.0	29	기타		223
기타		184				기타		74	기타		142			
소계		1,093			2,489			970			561			1,584
무형자산		2,884	무형자산		1,544	무형자산		542	무형자산		391	무형자산		454
유형자산		1,171	유형자산		89	유형자산		77	유형자산		240	유형자산		186
자사주	0.06%	6	자사주	13.8%	1,154	자사주	10.2%	312	자사주	19.7%	506	자사주	7.8%	2,085
순차입금		(34)	순차입금		3,230	순차입금		499	순차입금		480	순차입금		(249)
기타 합		4,027			(444)			432			2,082			(249)
전체합(NAV)		10,813			10,413			3,101			3,495			3,252
적정주가 (원)		62,662			221,735			107,011			139,285			43,390
현재시총		11,268			8,359			3,045			2,570			2,365
NAV/할인율		(4.2)			19.7			1.8			26.5			27.3

5단계 투자전략별 적정주가 산출

<보수적> 40%할인	6,488	6,248	1,861	2,097	1,951
적정주가(원)	37,597	133,041	64,207	83,571	26,034
상승여력(%)	(42.4)	(25.3)	(38.9)	(18.4)	(17.5)
<다소 보수적> 30%할인	7,569	7,289	2,171	2,446	2,277
적정주가(원)	43,863	155,215	74,908	97,500	30,373
상승여력(%)	(32.8)	(12.8)	(28.7)	(4.8)	(3.7)
상장30% +비상장40%	8,668	6,969	2,204	3,289	2,050
적정주가(원)	50,232	148,407	76,037	131,086	27,349
상승여력(%)	(23.1)	(16.6)	(27.6)	28.0	(13.3)
<중립적> 24.2%할인적용	9,171	7,853	2,456	3,450	2,412
적정주가(원)	53,145	167,226	84,724	137,490	32,178
상승여력(%)	(18.6)	(6.1)	(19.4)	34.2	2.0
<다소 적극적> 상장지회사 24.2%+ 비상장무할인율	9,435	8,456	2,690	3,585	2,795
적정주가(원)	54,678	180,055	92,820	142,896	37,290
상승여력(%)	45.4	35.3	44.6	71.0	43.2
<적극적> 무 할인율	62,662	221,735	107,011	139,285	43,390

자료: Fnguide, KB투자증권 주: 전일 종가기준, 지분율 단위 (%), 평가액 (십억원), 두산과 한화 영업가치=자회사업 세후영업이익*9X

1. LG (003550 / BUY)

표 31. 적정순자산(NAV)가치

NAV구성	기업명	지분율 (%)	평가액 (십억원)	비중 (%)
상장자회사	LG화학	33.5	6,799	28.7
	LG전자	33.7	4,198	17.7
	LG생활건강	34.0	3,434	14.5
	LG유플러스	30.6	1,212	5.1
	기타		520	2.2
비상장자회사	LG CNS	85.0	1,426	6.0
	서브원	100.0	1,206	5.1
	실트론	51.0	521	2.2
	LG MMA	50.0	115	0.5
	기타		184	0.8
무형자산	DCF (WACC 10% 성장률 2%)		2,884	12.2
유형자산	트윈타워, 가산동사옥, 광화문사옥		1,171	4.9
자사주		0.06	6	0.03
순차입금/순현금 (34)	전체합(NAV)		23,711	100.0
현재시총	11,268	NAV대비할인율		52.5

그림 26. NAV 비중 현황

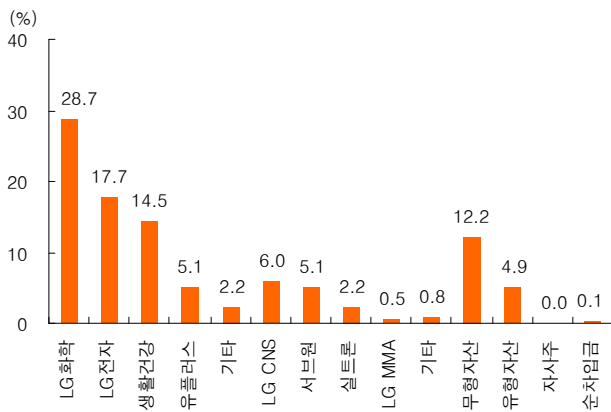


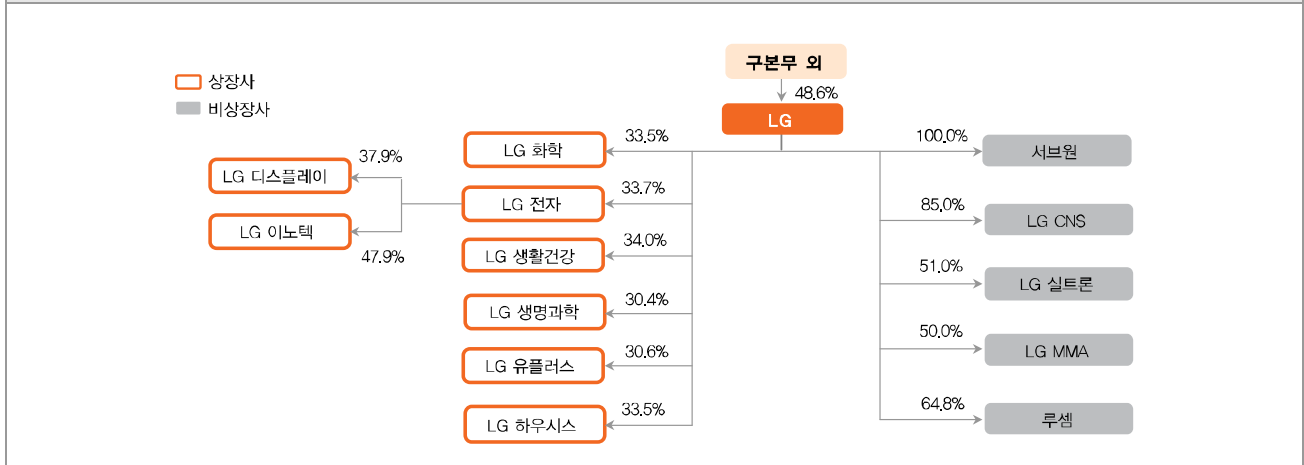
표 32. 기업개요

기업소개			
LG는 순수지주회사로써, 2003년에 지주회사로 전환하였음			
지주회사 주요수입	2010	2011	2012E
배당금수익	280	261	287
상표권사용수익	253	265	291
임대수익	58	64	90
주요 핵심 비상장자회사	2010	2011	2012E
LG실트론 매출액	1,027	1,152	1,233
영업이익	147	135	142
순이익	108	95	102
LG CNS 매출액	2,807	3,191	3,415
영업이익	163	122	123
순이익	114	49	53
서브원 매출액	3,848	4,603	4,787
영업이익	181	185	191
순이익	129	116	121

표 33. 시나리오별 NAV대비 할인율

상장 자회사	비상장 자회사	기타 자산가치	순차입금	NAV대비할인율
시나리오1 (십억원)				(%)
시가총액	적정가치부여	유/무형/기타자산가치	순차입금	
16,163	3,452	4,062	(34)	52.5
시나리오2				
시가총액	비상장 장부가	유/무형/기타자산가치	순차입금	
16,163	1,093	4,062	(34)	47.2
시나리오3				
시가총액	비상장 장부가	고려안함	순차입금	
16,163	1,093		(34)	34.6
시나리오4				
장부가	비상장 장부가	유/무형/기타자산가치	순차입금	
5,693	1,093	4,062	(34)	(4.2)

그림 27. 지배구조

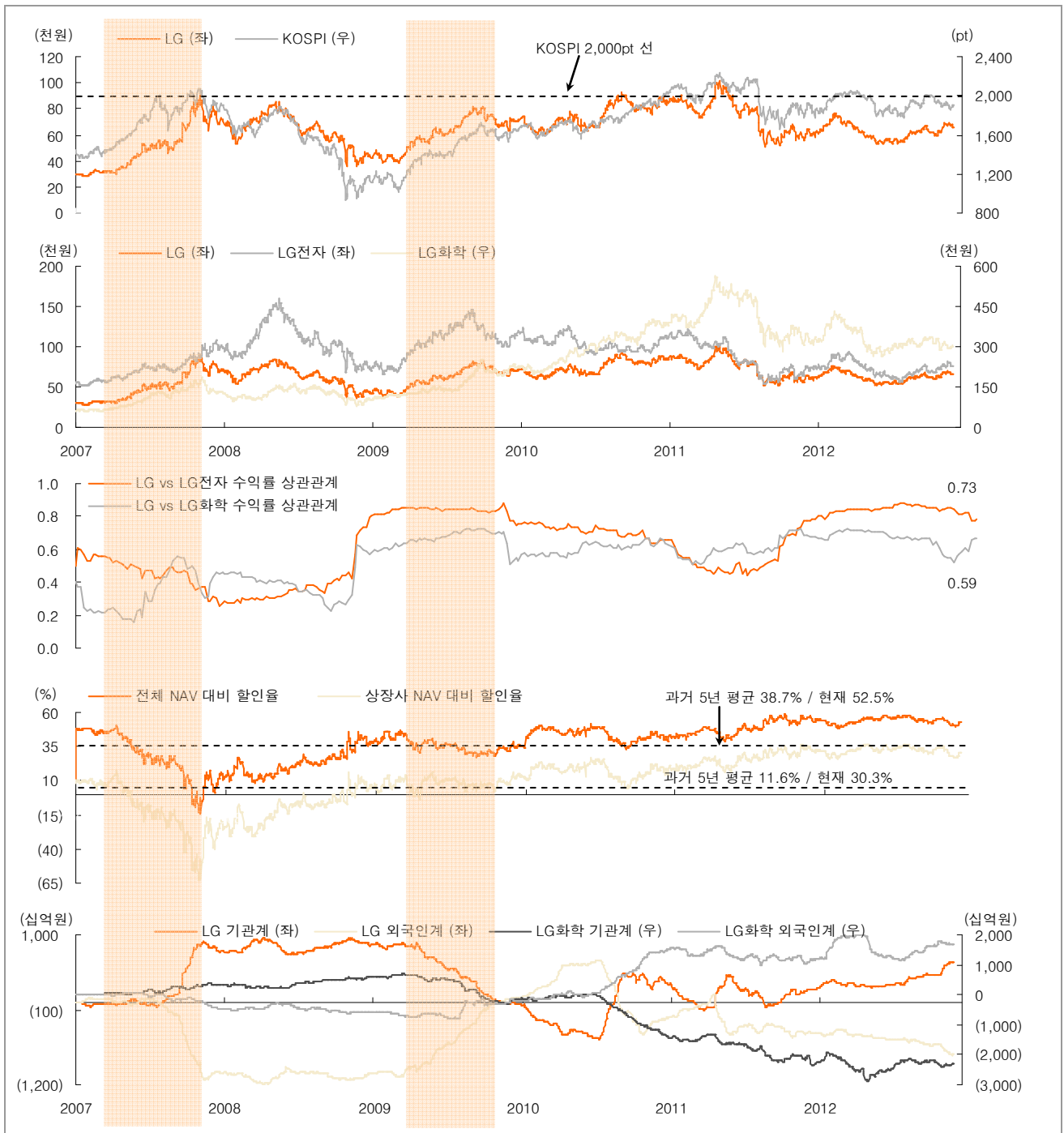


자료: LG, KB투자증권, Enguide 주: 2011년 기준, 전일 종가기준, 단위:십억원, LG비상장 자회사는 IFRS 연결기준

LG 투자전략

① KOSPI vs LG: 반등 ② LG그룹주 주기수익률: 대부분 반등, ③ 자회사와 상관관계: LG전자와 0.73 기록, ④ NAV대비 할인율: 52.5%, ⑤ 수급: 주력자회사인 LG화학의 기관 매수

그림 28. LG 투자전략

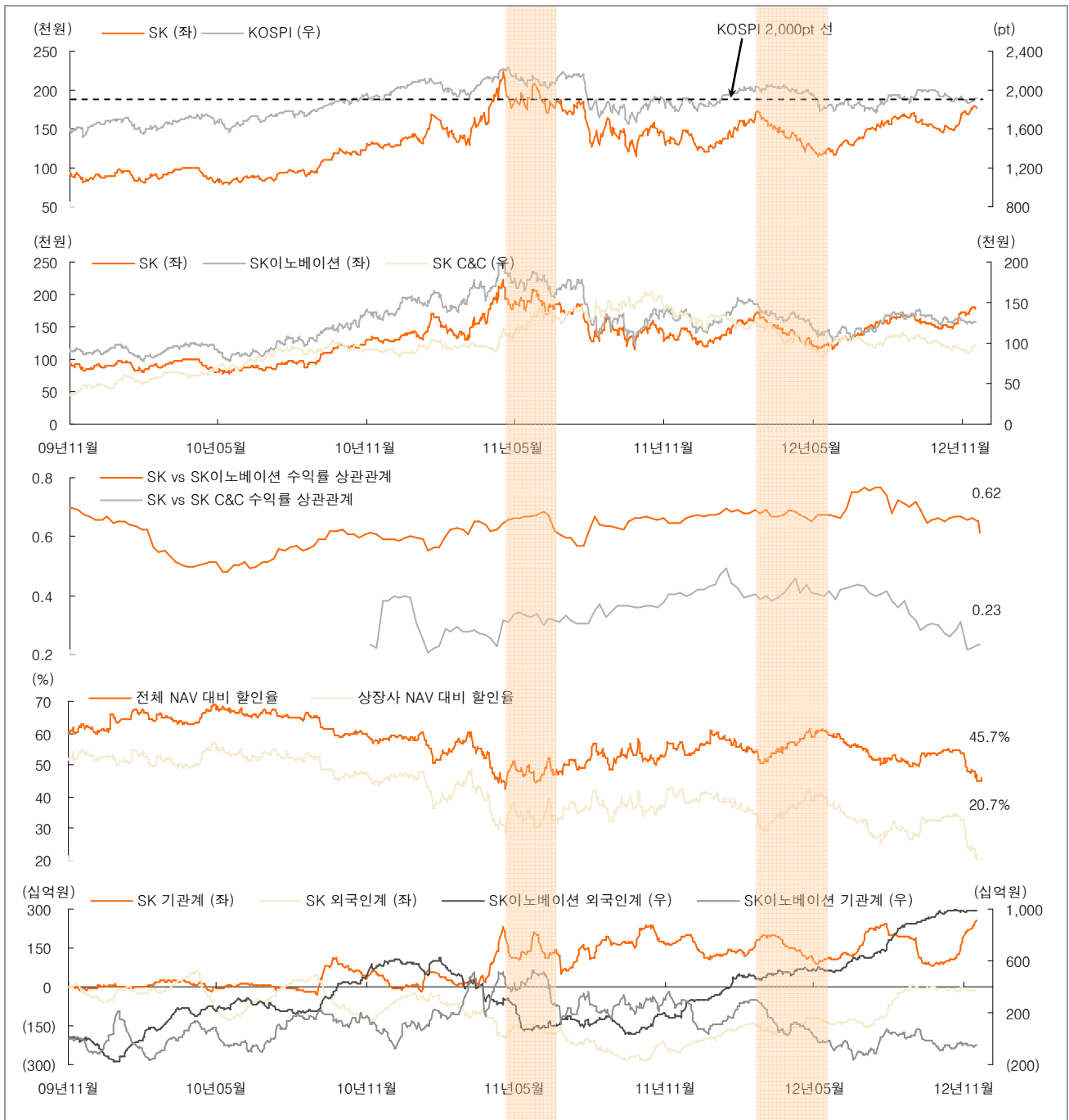


자료: Fnguide, KB투자증권, 주: LG와 자회사간 상관관계는 1년 rolling

SK 투자전략

① KOSPI vs SK: 반등 ② SK그룹 주가수익률: 대부분 반등, ③ 자회사와 상관관계: SK이노베이션과 0.62 기록, ④ NAV대비 할인율: 45.7%, ⑤ 수급: SK의 기관매수

그림 31. SK 투자전략



자료: Fnguide, KB투자증권, 주: SK와 자회사간 상관관계는 1년 rolling, 기간설정엔 SKC&C상장일 이후로 하였음

3. CJ (001040 / BUY)

표 37. 적정순자산(NAV)가치

NAV구성	기업명	지분율 (%)	평가액 (십억원)	비중 (%)
상장자회사	CJ제일제당	37.0	1,620	35.3
	CJ오쇼핑	39.8	642	14.0
	CJ E&M	40.1	278	6.1
	CJ CGV	40.2	430	9.4
	CJ프레시웨이	51.8	217	4.7
비상장자회사	CJ GLS	93.2	624	13.6
	CJ올리브영	100.0	86	1.9
	CJ푸드빌	96.3	78	1.7
	CJ건설	99.9	108	2.3
	기타		74	1.6
무형자산	DCF (WACC 10% 성장률 2%)		542	11.8
유형자산	김천공장, 영등포공장 등		77	1.7
자사주		10.3	312	6.8
순차입금/순현금	499	전체합(NAV)	4,589	100.0
현재시총	3,045	NAV대비할인율		33.6

그림 32. NAV 비중 현황

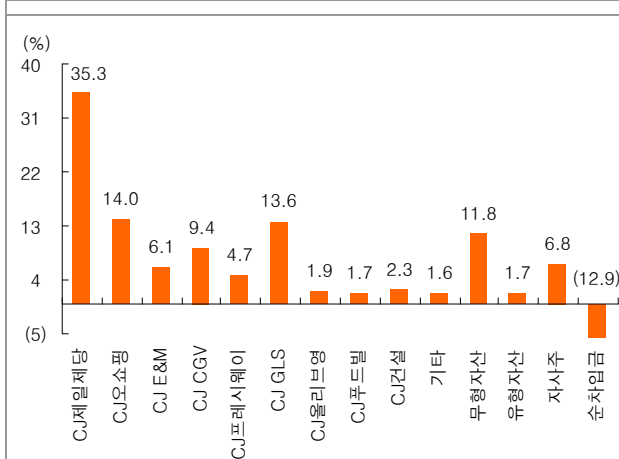


표 38. 기업개요

기업소개			
CJ는 순수지주회사로써, CJ제일제당, CJ오쇼핑, CJ E&M이 있음			
지주회사 주요수입 (십억원)	2010	2011	2012E
브랜드로열티	33	45	56
임대수익	9	8	8
배당수익	26	38	55
주요 핵심 비상장자회사	2010	2011	2012E
CJ GLS 매출액	1,330	1,541	1,849
영업이익	31	41	55
순이익	18	24	29
대한통운 매출액 (C)	2,098	2,244	2,830
영업이익 (C)	132	100	153
순이익 (C)	67	53	107

현금성 자산

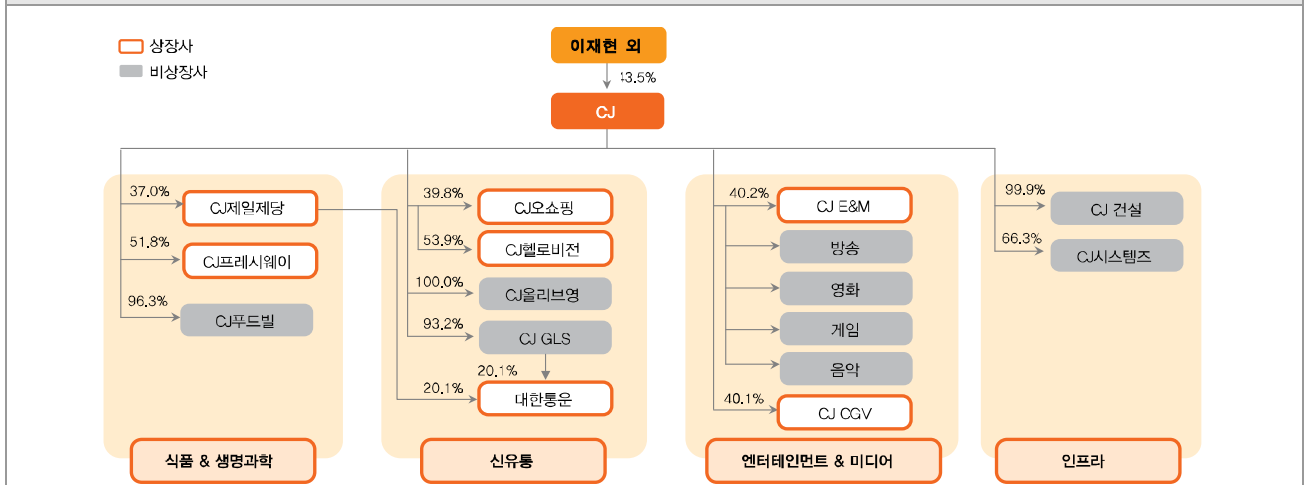
에버랜드 지분가치 2011년 장부가 110

삼성생명 자산 매각할

표 39. 시나리오별 NAV대비 할인율

상장 자회사	비상장 자회사	기타 자산가치	순차입금	NAV대비할인율
시나리오1(십억원)				(%)
시가총액	적정가치부여 유/무형/기타자산가치	순차입금		
3,187	970	931	499	33.6
시나리오2				
시가총액	비상장 장부가 유/무형/기타자산가치	순차입금		
3,187	970	931	499	33.6
시나리오3				
시가총액	비상장 장부가	고려안함	순차입금	
3,187	970		499	16.7
시나리오4				
장부가	비상장 장부가 유/무형/기타자산가치	순차입금		
1,700	970	931	499	1.8

그림 33. 지배구조

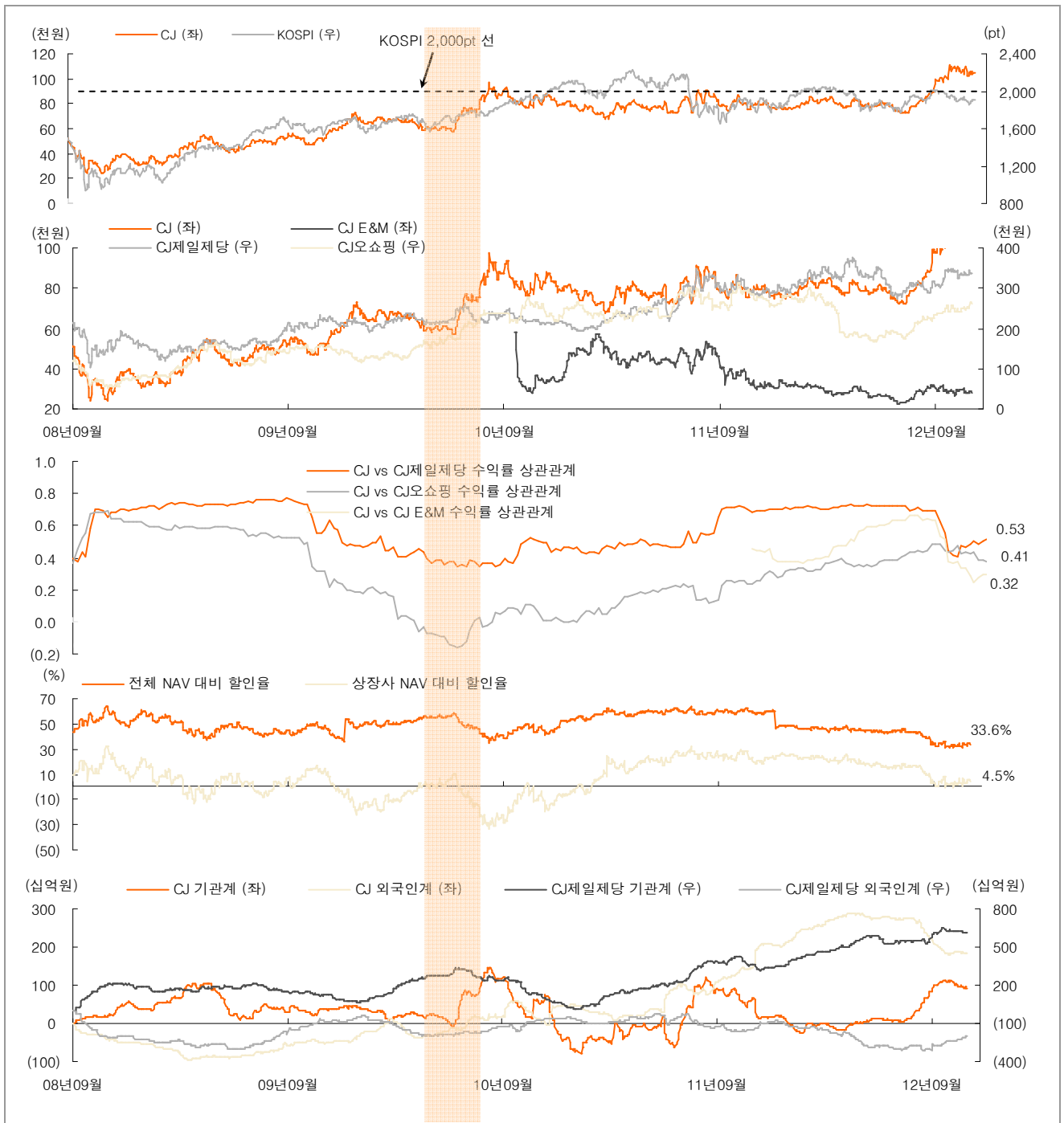


자료: CJ, KB투자증권, Enguide 주: 2011년 기준, 전일 총가기준, 단위:십억원, CJ GLS., 대한통운 실적은 IFRS 연결기준

CJ 투자전략

① KOSPI vs CJ: 부진 ② CJ그룹주 주기수익률: 대부분 부진, ③ 자회사와 상관관계: CJ제일제당과 0.53 기록, ④ NAV대비 할인율: 33.5%, ⑤ 수급: CJ제일제당의 외국인매수

그림 34. CJ 투자전략



자료: Fnguide, KB투자증권, 주: CJ와 자회사간 상관관계는 1년 rolling, 기간설정: CJ 지주회사 전환 이후로 하였음

4. 두산 (000150 / BUY)

표 40. 적정순자산(NAV)가치

NAV구성	기업명	지분율 (%)	평가액 (십억원)	비중 (%)
상장자회사	두산중공업	41.2	1,833	37.3
	오리콤	69.2	23	0.5
비상장자회사	DIP 홀딩스	100.0	585	11.9
	두산타워	100.0	197	4.0
	네오플렉스	66.7	28	0.6
	두산동아	100.0	29	0.6
	기타		142	2.9
영업가치			1,425	29.0
무형자산	DCF (WACC 10% 성장률 2%)		391	8.0
유형자산	김천공장, 증명공장 등		240	4.9
자사주		19.7	506	10.3
순차입금/순현금			480	9.8
전체합(NAV)			4,919	100.0
현재시총	2,570	NAV대비할인율		47.8

그림 35. NAV 대비 할인을 추이

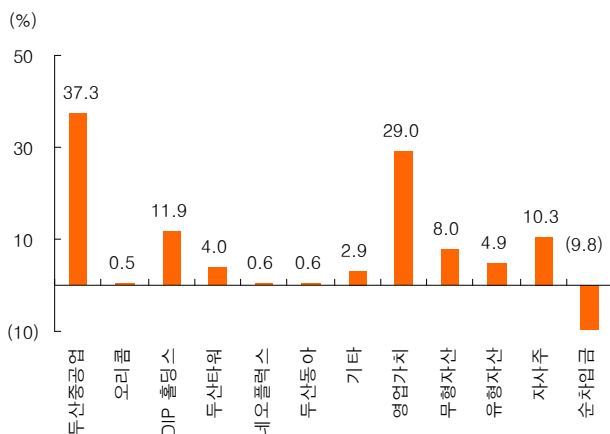


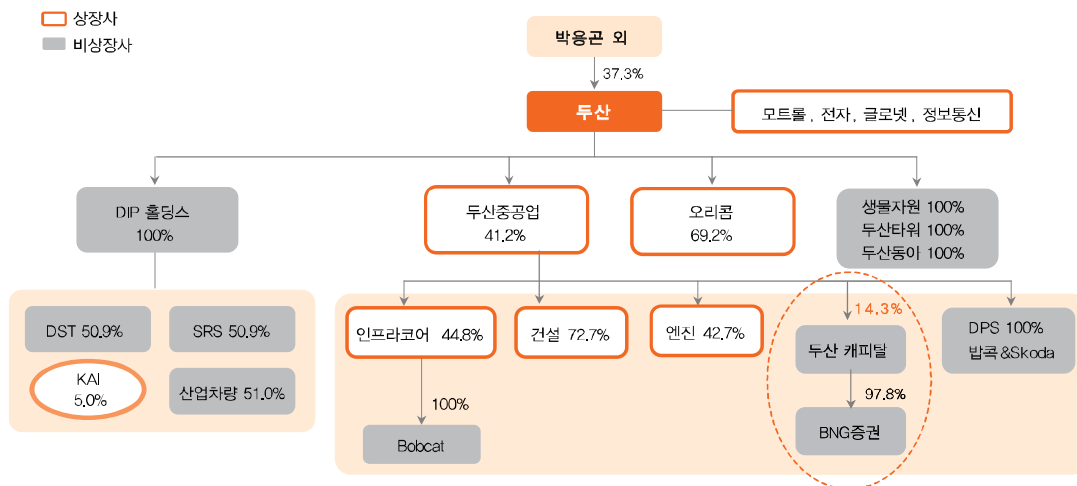
표 41. 기업개요

기업소개			
두산은 자체사업을 영위하며, 주력회사로 두산중공업이 있음			
자체사업부	2010	2011	2012E
전자			
매출액	7,317	7,378	7,304
영업이익	903	483	745
모트콜			
매출액	4,036	5,082	6,200
영업이익	621	707	887
지주회사 주요수입	2010	2011	2012E
현금배당	25	70	40
브랜드로열티	32	33	40
임대수익	n/a	n/a	n/a
DIP홀딩스 가치측정			
두산DST(50.9%)	567 KAI (5.0%)		130
SRS (50.9%)	161 산업차량 (51.0%)		34

표 42. 시나리오별 NAV대비 할인율

상장 자회사	비상장 자회사	기타 자산가치	순차입금	NAV대비할인율
시나리오1 (십억원)				(%)
시가총액	적정가치부여 유/무형/기타자산가치	순차입금		
1,856	981	2,562	480	47.8
시나리오2				
시가총액	비상장 장부가 유/무형/기타자산가치	순차입금		
1,856	561	2,562	480	42.9
시나리오3				
시가총액	비상장 장부가 고려안함	순차입금		
1,856	561	480		23.5
시나리오4				
장부가	비상장 장부가 유/무형/기타자산가치	순차입금		
1,243	561	2,562	480	26.5

그림 36. 지배구조

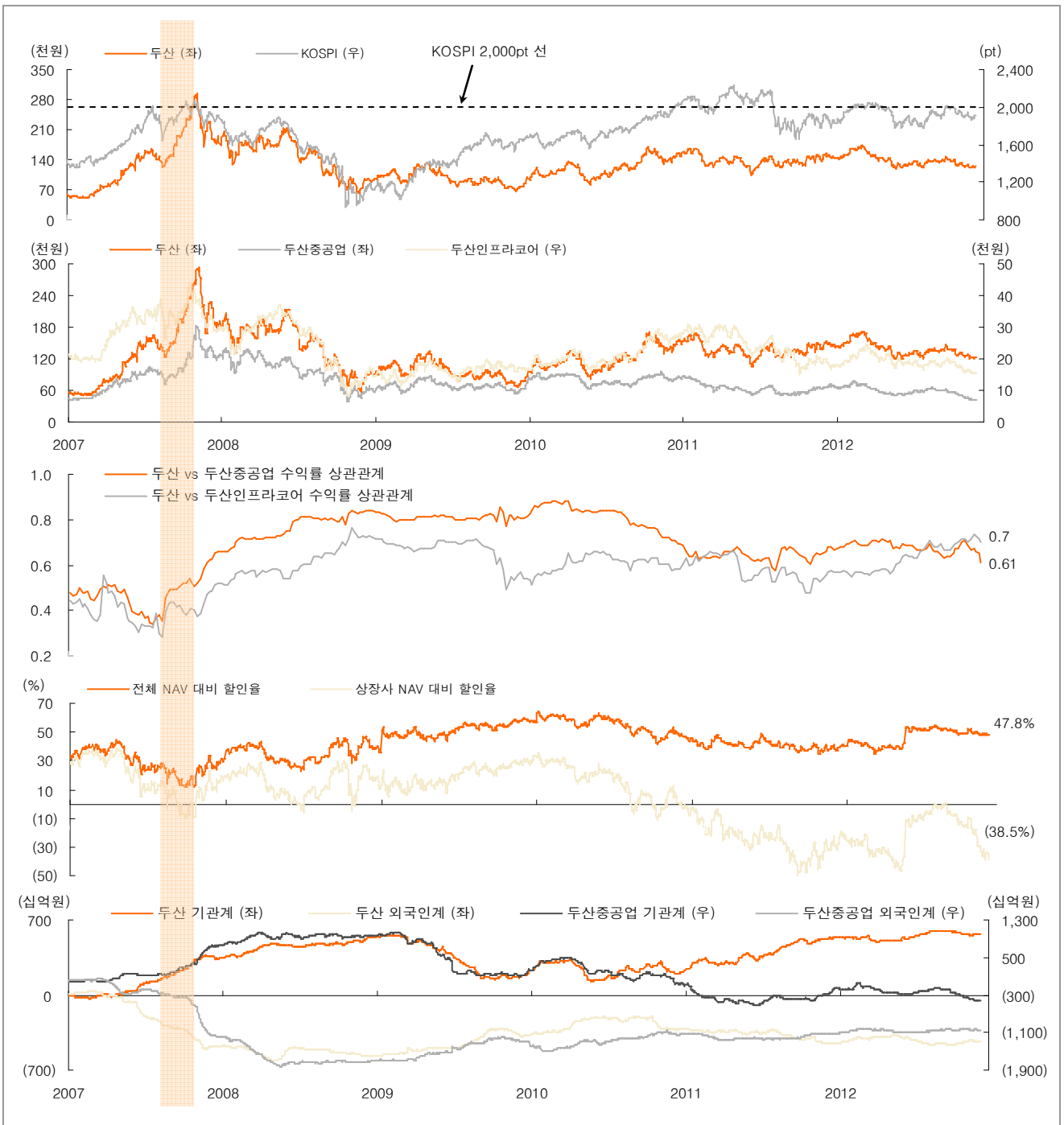


자료: 두산, KB투자증권, Fnguide 주: 2011년 기준, 전일 종가기준, 단위:십억원

두산 투자전략

① KOSPI vs 두산: 보합 ② 두산그룹주 주기수익률: 보합세, ③ 자회사와 상관관계: 두산중공업과 0.7 기록, ④ NAV대비 할인율: 47.8%, ⑤ 수급: 특이사항 없음

그림 37. 두산 투자전략

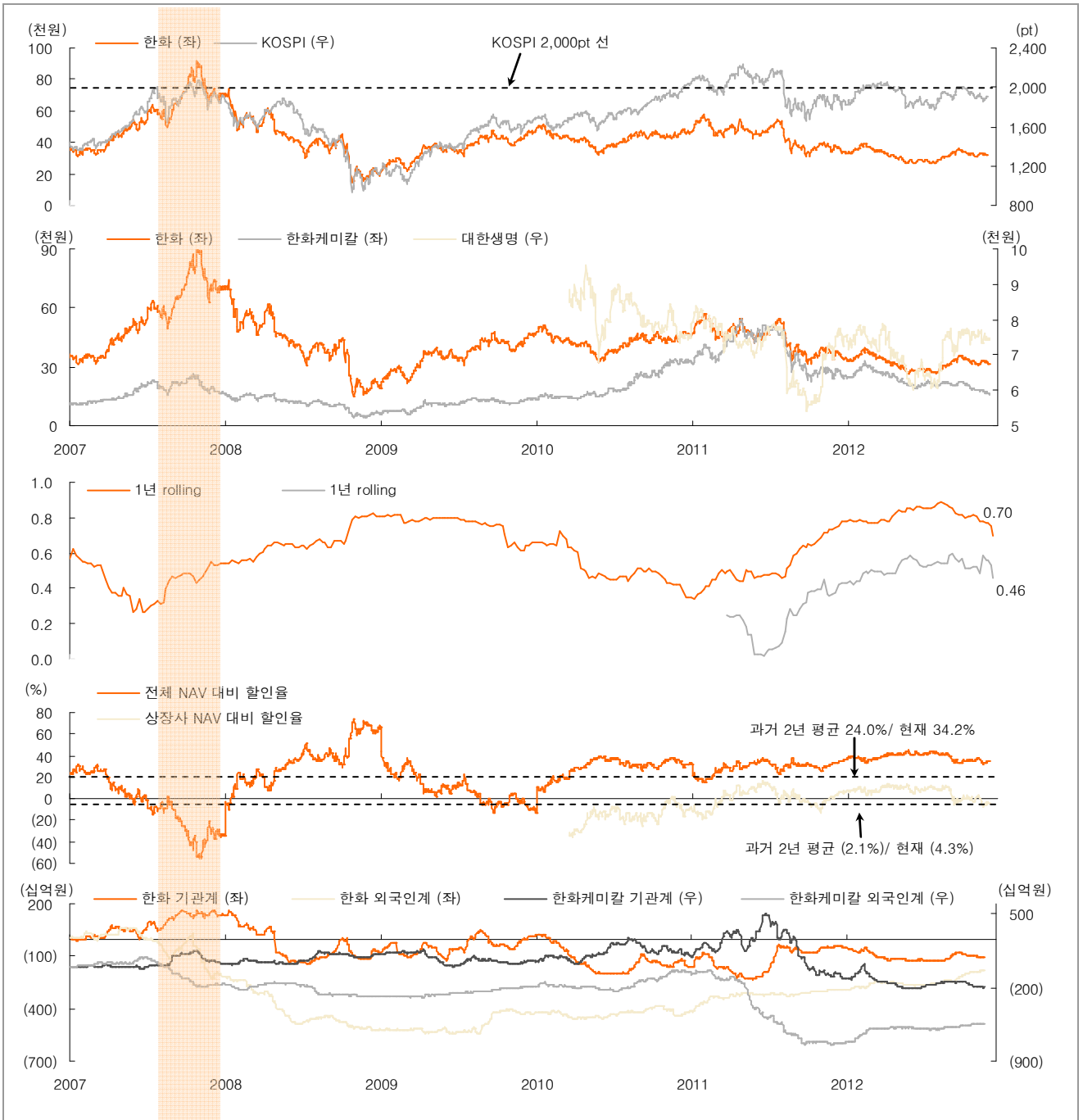


자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 두산과 자회사간 상관관계는 1년 rolling

한화 투자전략

① KOSPI vs 한화: 포함 ② 그룹 주가수익률: 대부분 포함세, ③ 자회사와 상관관계: 한화케미칼과 0.7 기록, ④ NAV대비 할인율: 34.2%, ⑤ 수급: 특이사항 없음

그림 40. 한화 투자전략



자료: Enguide, KB투자증권, 주: 한화와 자회사간 상관관계는 1년 rolling

Appendix II. Correlation

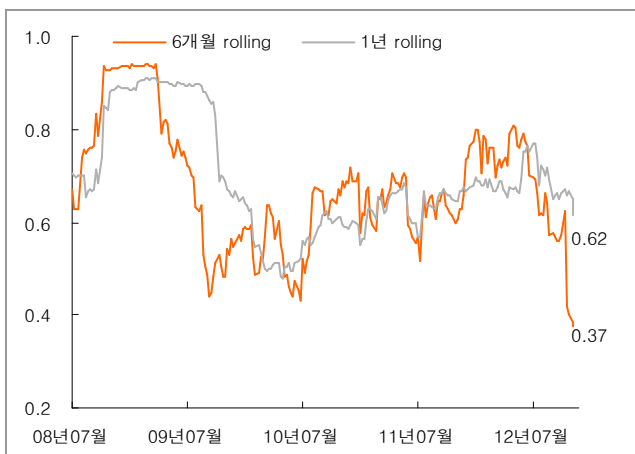
주요지주회사는 대부분 0.5 이상의 상관관계를 보여주면서, 주력자회사들과 높은 상관관계를 보여주고 있다.

표 46. 지주회사와 핵심지회사간 1년 rolling 주가 correlation

	SK이노베이션	SK C&C	LG전자	LG화학	CJ제일제당	CJ오쇼핑	두산중공업	두산인프라코어	한화케미칼	한화생명
SK	0.62	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-
LG	-	-	0.73	0.59	-	-	-	-	-	-
CJ	-	-	-	-	0.53	0.41	-	-	-	-
두산	-	-	-	-	-	-	0.61	0.70	-	-
한화	-	-	-	-	-	-	-	-	0.70	0.46

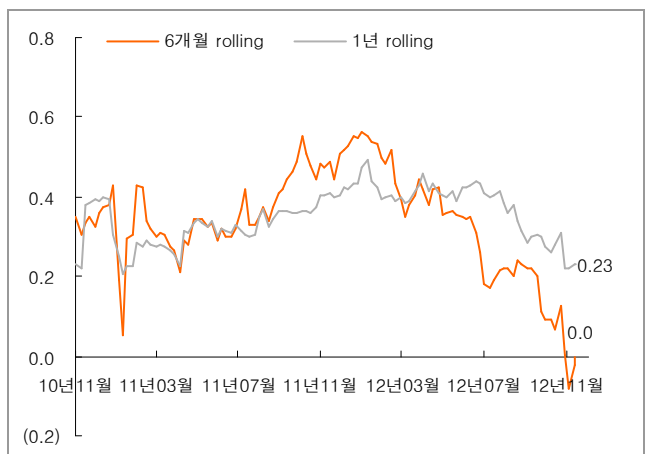
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 41. SK vs SK이노베이션



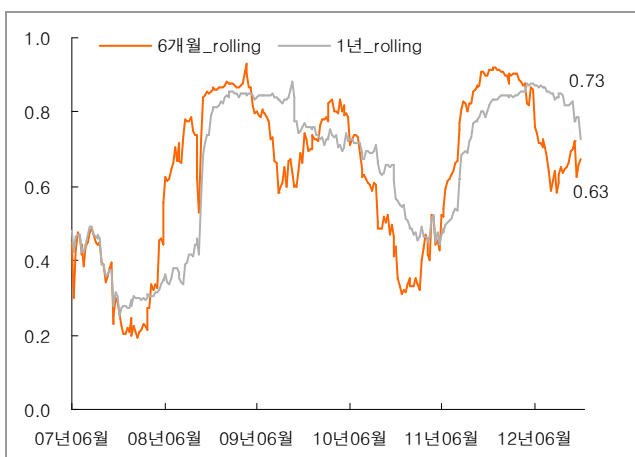
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 42. SK vs SK C&C



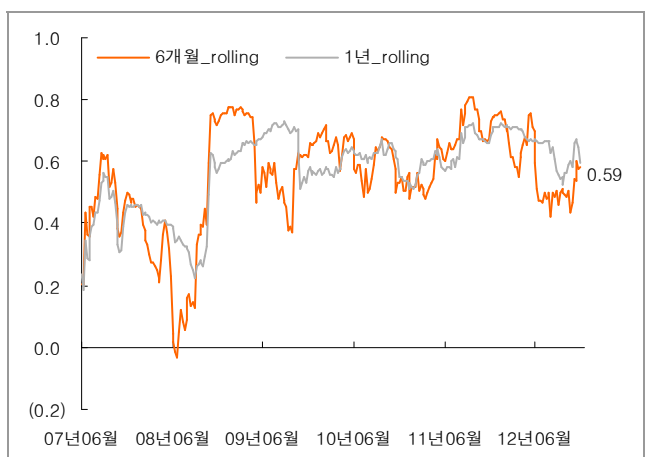
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 43. LG vs LG전자



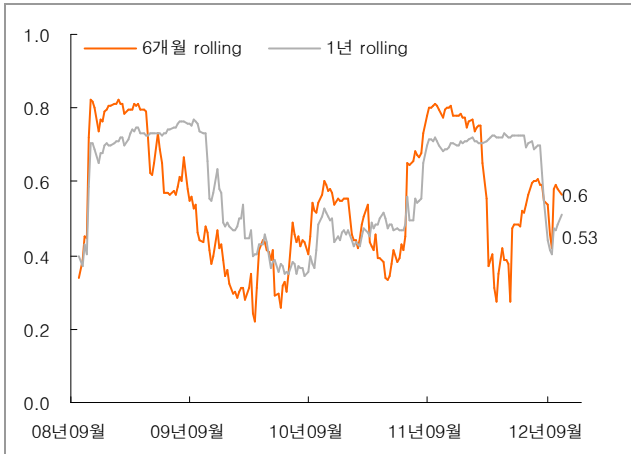
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 44. LG vs LG화학



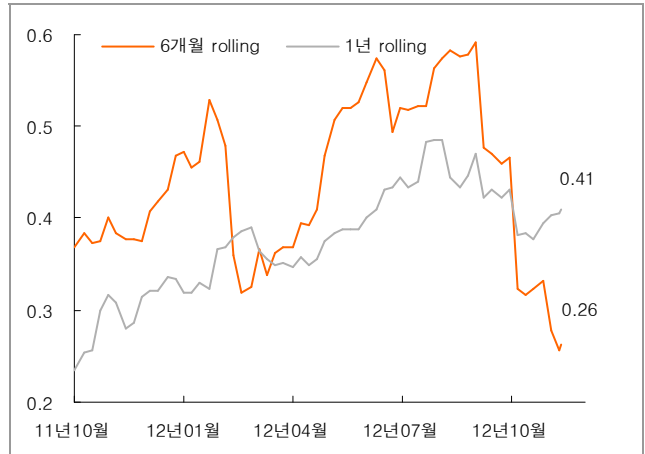
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 45. CI vs CI제일제당



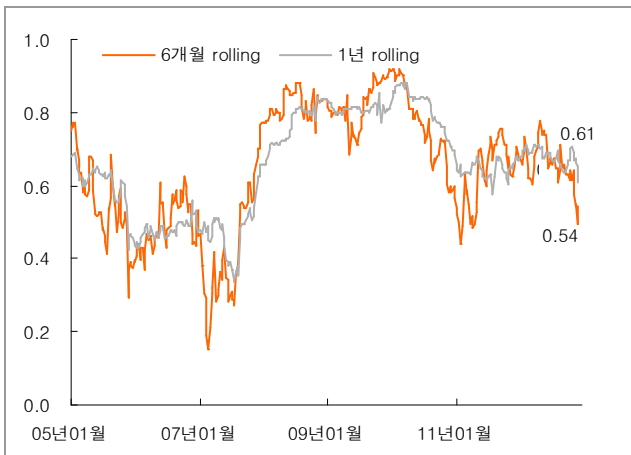
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 46. CI vs CI오쇼핑



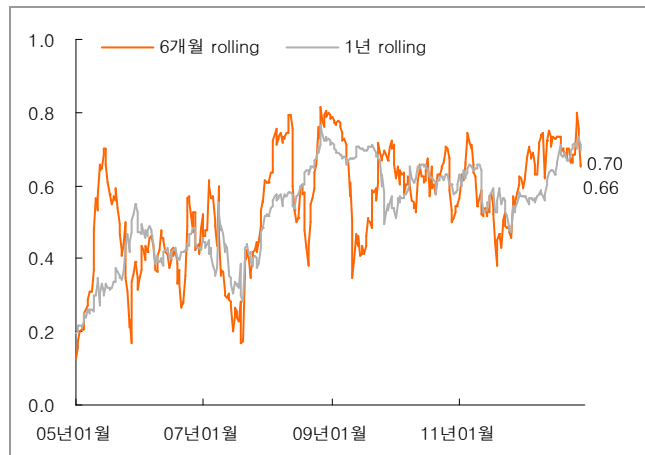
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 47. 두산 vs 두산중공업



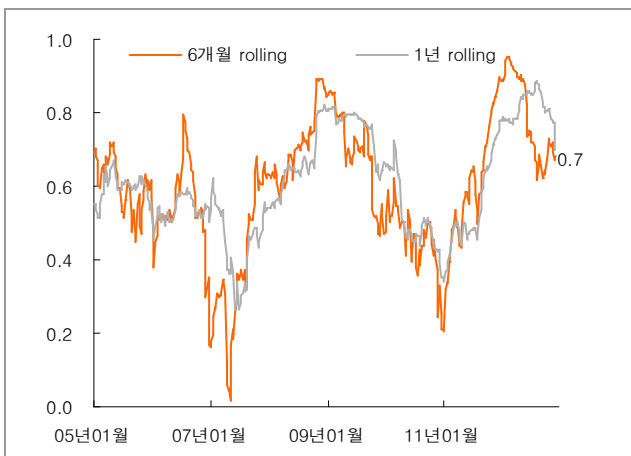
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 48. 두산 vs 두산인프라코어



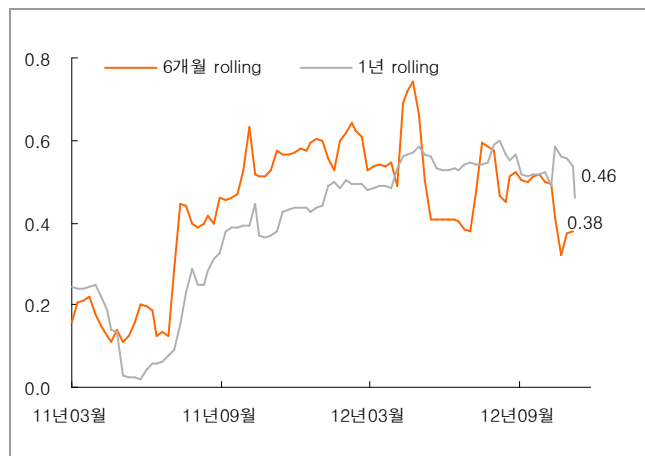
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 49. 한화 vs 한화케미칼



자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

그림 50. 한화 vs 한화생명



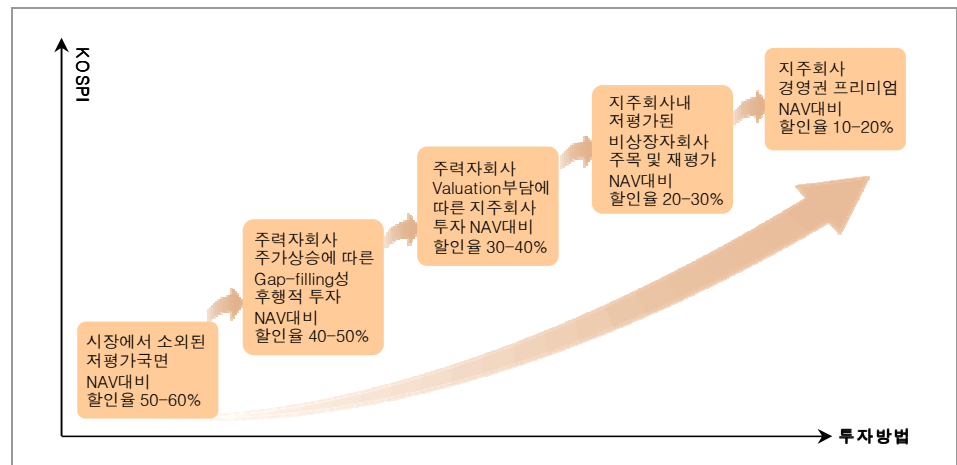
자료: Fnguide, KB투자증권, 주: 전일 종가기준

Appendix III. 일반적인 지주회사 투자전략은?

일반적으로 5단계별 지주회사 투자전략과 5단계 Valuation 적용 시나리오를 제시

일반적으로 지주회사 투자전략은 5단계로 나눌 수 있다. 대부분의 지주회사가 과도한 할인율을 기록하며 (①단계), 순자산 (NAV)에서 큰 비중을 차지하는 주력자회사들의 주가가 상승할 경우 Gap-filling 차원에서 후행하며 상승한다 (②단계). 이후 주력자회사들의 주가가 더욱 크게 상승하여 valuation 부담이 있을 때, 지주회사는 다시 한번 주목 받게 된다 (③단계). 이렇게 대부분의 코스피 종목들이 상승하면, 지주회사들의 비상장자회사 (hidden value)를 재평가한다 (④단계). 마지막으로 경영권 프리미엄이 강조되면서 ⑤단계 투자전략이 이뤄진다.

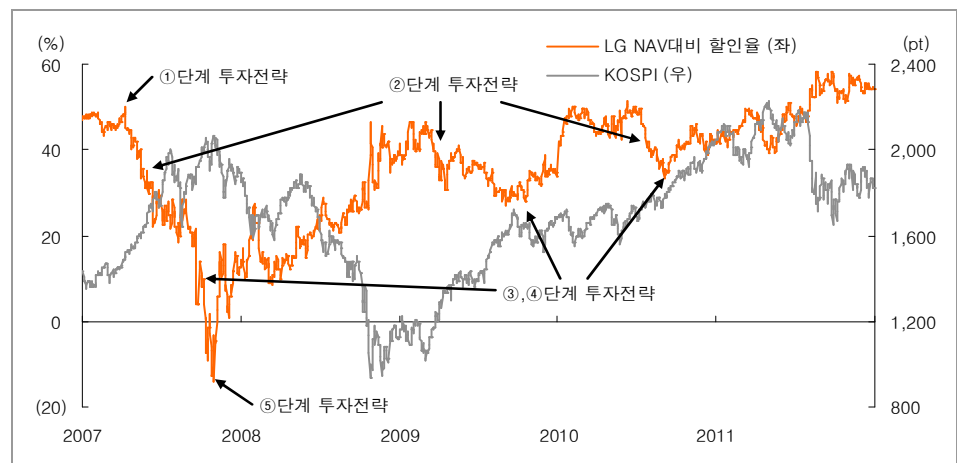
그림 51. 지주회사 5단계 투자전략



자료: KB투자증권

가장 조기에 지주회사체제를 갖춘 LG주가를 보면, 위의 5단계 투자전략을 확인해볼 수 있다.

그림 52. 지주회사체제로 가장 먼저 전환한 LG 사례, 2007년~2011년



자료: KB투자증권

한편, KB투자증권은 지주회사 5단계 투자전략과 함께 지주회사의 5단계 valuation 방법을 제시했다 (2011년 “새 술은 새 부대” 참고). 표 1에 보듯이, 투자자들의 투자성향 (보수적인 시각 ~ 적극적인 시각)의 차이로 인해 지주회사 순자산 (NAV)에 적용되는 할인율이 달라지는 모습을 볼 수 있다.

KB투자증권은 여전히 지주회사의 적정 할인율 투자성향을 ‘중립적’으로 유지한다. 이는 향후 KOSPI 지수가 하향보다 상향추세임을 전망하고 있으며, 이에 따른 지주회사에 대한 ‘중립적’ 투자시각 역시 유효하다는 판단이다.

표 47. 5단계 Valuation 적용 시나리오

투자성향	투자방법	요약
보수적 (★)	상장 자회사/ 비상장 자회사 모두 40%~50%할인을 적용	- 지주회사 자체 대한 의문점 - 현금발생이 적으며, 수익의 대부분이 지분법으로 이루어진 회사이기 때문에 50%의 할인율이 적정하다는 판단 - 특히 상장 자회사일 경우, 상장된 시가총액의 지분율을 적용하여 또 하나의 회사가치가 선정되기 때문에 double count라고 여김
다소 보수적 (★★)	상장 자회사 30% 할인율 적용 + 비상장 자회사 40% 할인율 적용 (혹은 전체 30%할인을 적용)	- 상장자회사와 비상장 자회사에 대해서 청산하였을 경우의 세율 24.2%를 포함하고, 기타비용을 포함하여 30%~40% 할인율을 적용함 - 특히 비상장 자회사일 경우, 청산 시 어려움을 고려하여 40%의 할인율을 적용함
중립적 (★★★)	상장 자회사/ 비상장 자회사 모두 24.2% 할인율 적용	- 상장, 비상장 자회사 모두 청산시의 세율 24.2% (법인세, 주민세)의 할인율 적용함 - 이는 지주회사에 대해서 중립적인 관점이라는 판단
다소 적극적 (★★★★)	상장 자회사 24.2% 할인율 적용 + 100% 비상장 자회사 할인을 없음	“중립”이라는 관점과 비슷함 - 그러나 100% 비상장 자회사일 경우, 할인율을 적용하지 않음 - 특히 올해부터 IFRS가 도입되면서, 100% 자회사는 분기보고서에 포함되어 나오기 때문에 더 이상의 할인율은 불필요하다는 관점임 - 또 하나의 회사가치가 선정되기 때문에 double count라고 여김
적극적 (★★★★★)	상장 자회사/ 비상장 자회사 할인을 없음 or 경영권 프리미엄 부여	- 지주회사에 대한 프리미엄을 부여해야 한다고 여김 - 즉 상장 자회사 혹은 비상장 자회사를 청산하였을 경우, 대부분 과거 사례를 보았을 때 경영권 프리미엄을 부여하여 판매한다는 전제임

자료: KB투자증권 정리

주: ★는 투자성향의 적극성을 표시함

Compliance Notice

2012년 11월 28일 현재 KB투자증권은 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 현재 LG, SK 종목을 기초자산으로 하는 ELW발행 회사임을 알려드립니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다.

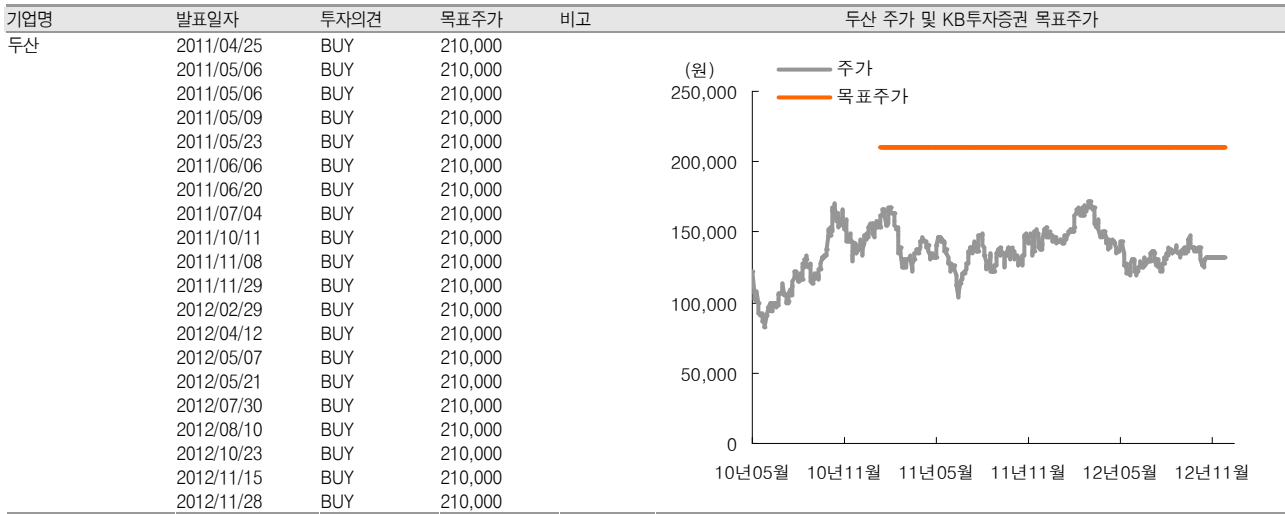
본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	LG 주가 및 KB투자증권 목표주가
LG	2011/01/20	BUY	132,000		
	2011/04/22	BUY	132,000		
	2011/04/25	BUY	132,000		
	2011/05/06	BUY	148,000		
	2011/05/09	BUY	148,000		
	2011/05/23	BUY	148,000		
	2011/06/06	BUY	148,000		
	2011/06/20	BUY	148,000		
	2011/07/04	BUY	148,000		
	2011/09/29	BUY	148,000		
	2011/10/11	BUY	112,000		
	2011/11/08	BUY	112,000		
	2011/11/23	BUY	112,000		
	2011/11/29	BUY	112,000		
	2012/04/12	BUY	112,000		
	2012/05/07	BUY	112,000		
	2012/05/21	BUY	112,000		
	2012/10/30	BUY	112,000		
	2012/11/28	BUY	112,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	SK 주가 및 KB투자증권 목표주가
SK	2011/04/25	BUY	213,000		
	2011/05/06	BUY	275,000		
	2011/05/09	BUY	275,000		
	2011/05/23	BUY	275,000		
	2011/06/06	BUY	275,000		
	2011/06/20	BUY	275,000		
	2011/07/04	BUY	275,000		
	2011/10/04	BUY	275,000		
	2011/10/11	BUY	210,000		
	2011/11/08	BUY	210,000		
	2011/11/29	BUY	210,000		
	2012/04/12	BUY	210,000		
	2012/05/07	BUY	210,000		
	2012/05/21	BUY	210,000		
	2012/08/31	BUY	210,000		
	2012/09/06	BUY	210,000		
	2012/11/06	BUY	210,000		
	2012/11/12	BUY	210,000		
	2012/11/28	BUY	210,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	CJ 주가 및 KB투자증권 목표주가
CJ	2011/01/10	BUY	120,000		
	2011/02/15	BUY	120,000		
	2011/04/22	BUY	120,000		
	2011/04/25	BUY	120,000		
	2011/05/06	BUY	128,000		
	2011/05/09	BUY	128,000		
	2011/05/23	BUY	128,000		
	2011/06/06	BUY	128,000		
	2011/06/20	BUY	128,000		
	2011/07/04	BUY	128,000		
	2011/07/27	BUY	128,000		
	2011/08/16	BUY	128,000		
	2011/10/11	BUY	128,000		
	2011/11/08	BUY	128,800		
	2011/11/17	BUY	128,000		
	2011/11/29	BUY	128,000		
	2012/04/12	BUY	128,000		
	2012/05/07	BUY	128,000		
	2012/05/21	BUY	128,000		
	2012/11/28	BUY	128,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종 (Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업 (Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다

 KB 투자증권

 본사 및 지점망

고객지원센터 1599-7000 / 1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 율촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084

현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.