

# 지주회사 (비중확대/Maintain)

## 신규순환출자 금지에 따른 영향 분석

- 이달 말 신규순환출자 금지 시행: 새로운 순환출자 형성 및 기존 순환출자 강화 불가
- 법 시행 이전까지 핵심계열사에 대한 지배력과 관련된 지분의 이동 예상
- 법 시행 이후 지배력 확대 위해 자기주식 취득 및 지주회사 체제로의 전환 선택 가능

### 1. 신규순환출자 금지 시행

상호출자제한 기업집단(대기업)소속 **계열회사간 신규순환출자를 금지**하는 공정거래법 개정안이 지난 2013년말 국회 본회의를 통과하고, **이번 달 7월 25일부터 시행**된다. 따라서 앞으로 경영권 및 지배력 확대를 위한 방안으로 순환출자 카드를 활용하는 것은 불가능하며, **자사주 매입, 지주회사 체제 전환 등 순환출자를 대체할 경영권 안정 수단을 모색**해야 할 필요성이 높아질 것으로 판단된다.

#### (1) 신규순환출자 원칙적 금지

대기업집단 소속 계열회사간 신규순환출자는 원칙적으로 금지된다. 즉 그룹 내 1) 새로운 순환출자를 형성하는 경우와 2) 기존 순환출자 고리를 강화하는 추가출자는 금지가 된다. 단 기존 순환출자에 대해서는 소급 적용하지 않되, 공시업무 부과를 통해 점진적으로 해소를 유도하고자 한다.

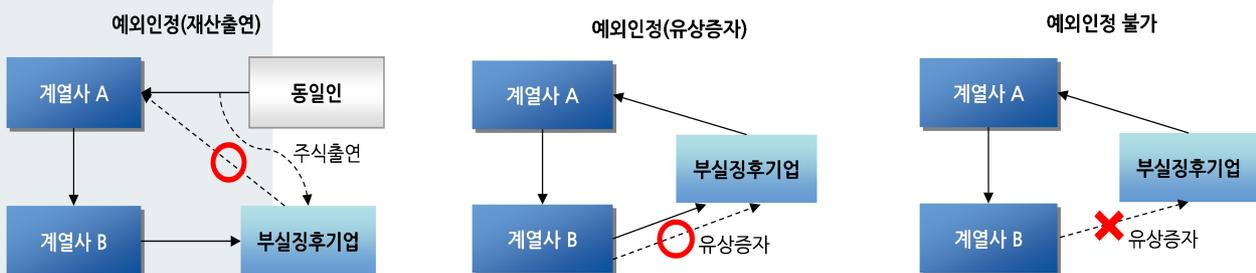
신규순환출자 금지 규정을 위반하는 경우, ① **과징금 부과**(주식 취득가액의 100분의 10 범위 내), ② **의결권 행사 금지**(주식처분명령을 받은 날부터 순환출자를 형성·강화한 주식 전부에 대한 의결권 행사 금지), ③ **형벌 부과**(3년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금)가 이루어질 수 있다.

#### (2) 신규순환출자 예외적 허용

다만 사업구조 개편 등 정상적 기업활동에 대해서는 다음의 신규순환출자 금지 예외를 허용한다.

- 1) **합병, 분할, 영업전부 양수, 주식 포괄적 교환이전 등 사업구조개편 과정에서 불가피하게 형성되는 신규순환출자**는 예외로 허용(기존순환출자 고리 내 합병은 고리 내 회사수가 감소하는 점 등을 감안하여 제한없이 허용)하고, 6개월의 해소 유예기간을 부여한다.
- 2) **담보권 실행, 대물변제 수령으로 발생하는 순환출자 및 기존순환출자 고리 내에서 주주배정방식의 증자참여 시**(제3자 배정방식의 경우는 금지) 다른 주주의 실권에 따라 증자 전 지분율을 초과하여 보유하게 된 경우는 예외로 허용하고 각각 6개월과 1년의 해소 유예기간을 부여한다.
- 3) **부실징후기업에 대한 채권단 의결로 총수일기의 재산출연 또는 기존 주주인 계열회사의 유상증자 참여 등 구조조정 과정에서 형성된 순환출자**도 예외로 허용, 해소 유예기간 3년을 부여한다.

그림 1. 신규순환출자 예외 인정 및 불가



## 2. 신규순환출자 금지에 따른 영향

일반적으로 순환출자는 A→B→C→A와 같이 연쇄적으로 출자가 이루어짐으로써 지배주주가 적은 지분만을 확보하고도 계열사 전체에 대한 통제가 가능할 수 있다. 그러나 당장 이달 말부터 신규순환출자가 금지됨으로써 더 이상 지배력 확대를 위해 순환출자를 선택하기는 불가능하다.

이에 따라 **법 시행 이전까지는 신규순환출자 형성이 가능하므로, 핵심계열사에 대해 경영권과 직결된 지분은 그룹 내 지배력이 높은 계열사로 옮기려는 작업 수행이 예상된다.**

한편 법 시행 이후에는 현재 수준 이상의 지배력을 확대하기 위한 방법으로 **순환출자 내 계열사들의 자기주식 직접 취득이나 지주회사 체제로의 전환을 선택할 가능성이 더욱 높아졌다**는 판단이다.

### (1) 자기주식 취득 활성화

현행 상법은 직전 결산기의 대차대조표상의 배당가능이익의 범위 내에서 자기주식을 취득할 수 있도록 하고 있다. 또한 취득한 자기주식을 처분하는 경우에는 처분할 주식의 종류와 수, 처분 상대방 등을 이사회 결의로도 선택할 수 있도록 규정하고 있다.

따라서 신규순환출자 금지 이후 **자시주 매입**은 매수 대상주식을 감소시키고 주가상승을 유도해 인수비용을 증대시킴으로써 **적대적 M&A에 대한 방어수단으로써 활용**이 가능하며, 동시에 **취득한 자기주식을 우호적인 제3자에게 매각함으로써 지배력 강화**를 직접적으로 이끌 수도 있다.

### (2) 지주회사 체제로의 전환 본격화

신규순환출자 금지 시행으로 지배주주들이 지주회사 전환을 선택하는 이유는 예산제약 아래 달성 가능한 소유권 강화에 있다. 즉 **지배주주들은 지주회사 전환 시 추가 자금 없이 지주회사에 대한 지배력 강화를 통해 기업 전체에 대한 경영권 확보가 가능하다**는 점이 지주회사 전환의 선택 이유이다.

과거 지주회사 전환 기업들을 살펴보면 대부분 **인적분할 후 공개매수, 그리고 현물출자**라는 방식을 선택하여 진행했다는 공통점을 발견할 수 있는데, 이 경우 지주회사의 자회사에 대한 지분 확대와 동시에 **지배주주가 지주회사에 대한 지분 확대에도 매우 효과적이었음**을 확인할 수 있다.

또한 현재 대부분의 기업집단들은 지배주주가 적은 지분을 보유한 대신 계열사 간 순환출자를 통해 지배권을 유지하고 있는 바, 현재처럼 복잡한 주식소유 구조 아래에서는 역시 매우 복잡한 과정을 거쳐야만 경영권을 승계할 수 있다. 그러나 지주회사 체제로의 전환 이후 지배주주의 보유 지분을 지주회사로 집중시키면, **지주회사 지분만 세대를 거쳐 이전함으로써 수월하게 그룹의 경영권을 승계할 수 있다**는 관점에서도 지주회사 전환 선택의 유인은 높다는 판단이다.

표 1. 삼성, 현대차그룹 주요 순환출자 현황

구분	순환출자 주요 내역
삼성	1) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→4.8% 물산→1.5% 에버랜드
	2) 에버랜드→19.3% 생명보험→7.6% 전자→19.5% SDI→7.4% 물산→1.5% 에버랜드
	3) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→4.8% 물산→4.1% 전자→19.5% SDI→8.0% 에버랜드
	4) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→4.8% 물산→4.1% 전자→23.7% 전기→4.0% 에버랜드
	5) 에버랜드→19.3% 생명보험→34.4% 카드→5.0% 에버랜드
	6) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→4.8% 물산→4.1% 전자→37.5% 카드→5.0% 에버랜드
	7) 에버랜드→19.3% 생명보험→7.6% 전자→37.5% 카드→5.0% 에버랜드
	8) 에버랜드→19.3% 생명보험→34.4% 카드→1.6% SDI→8.0% 에버랜드
	9) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→4.8% 물산→4.1% 전자→37.5% 카드→1.6% SDI→8.0% 에버랜드
	10) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→1.3% 전자→23.7% 전기→4.0% 에버랜드
	11) 에버랜드→19.3% 생명보험→15.0% 화재→1.3% 전자→19.5% SDI→7.4% 물산→1.5% 에버랜드
	12) 전자→19.5% SDI→7.4% 물산→4.1% 전자
현대차	1) 현대모비스→20.8% 현대차→33.9% 기아차→16.9% 현대모비스
	2) 현대모비스→20.8% 현대차→4.9% 현대글로벌비스→0.7% 현대모비스
	3) 현대모비스→20.8% 현대차→33.9% 기아차→19.8% 현대제철→5.7% 현대모비스

자료: 전자공시시스템, KDB대우증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 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.