



2016년 8월 25일 | Equity Research

# 지주회사

## 기존 순환출자 금지, 지배구조의 Game changer

### 더민주, 기존 순환출자 금지를 포함한 경제민주화 법안의 9월 정기국회 통과 추진

현 제1야당인 더불어민주당이 오는 9월, 정기국회에서 추진할 경제민주화 과제 34개를 선정했다. 이미 공개된 인적분할시 자사주의 의결권 부활 금지뿐 만 아니라, 기존 순환출자 금지 법안 역시 포함되었다. 전일 더민주 경제민주화 TF에 따르면, 이달 중 대기업집단의 기존 순환출자 고리를 금지하는 공정거래법 개정안을 이달 중 발의할 예정이며 유예기간은 과거 공약 그대로 3년을 검토하는 것으로 알려졌다. 지난 '12년 대선시 순환출자 금지 법안은 대선 공약 내 주요 쟁점이었으며 현 여당을 제외한 야당의 경우 기존 순환출자 금지가 주류를 이루었다. 신규 순환출자는 '14년 7월 25일 이후 금지된 상황이다.

### 기존 순환출자 금지시 현대차그룹 지주회사 전환 가능성 점중

순환출자 보유 대기업집단 수는 '15년말 기준 8개로 삼성(7), 현대차(4), 롯데(67), 현대중공업(1), 대림(1), 현대백화점(3), 영풍(7), 현대산업개발(4)이며 기존 순환출자 금지시 현대차그룹 지배구조에 가장 큰 영향을 줄 전망이다. 모비스(20.8%) > 현대차(33.9%) > 기아차(16.9%) > 모비스로 이어지는 순환출자 구조가 현대차그룹 지배력의 핵심이며, 각 지분가치가 4.1~6.2조원에 달해 순환출자 해소시 그룹 내부 혹은 오너의 매입 가능성이 사실상 제한적이다. 따라서 기존 순환출자 금지시 3사의 분할과 합병을 통한 지주회사 전환 가능성에 주목하며 정의선 부회장이 보유한 글로벌비스 지분의 현물출자 가능성 또한 잠재한다.

### 주요 그룹사의 지배구조 변화를 위한 골든타임은 얼마 남지 않았다

20대 국회 내 경제민주화 법안의 발의가 활발하다. 9월 정기국회 내 통과 가능성을 배제하더라도, '17년 대선 내 경제민주화 정책은 보다 부각될 것이다. 정치적 불확실성과 함께 '18년 신 RBC제도와 '20년 IFRS4 2단계의 도입으로 삼성그룹의 지배구조 변화 역시 초읽기에 들어갔다 판단한다. 삼성그룹은 자사주 의결권 부활 금지 관련 상법과 자산운용 시가 적용 관련 보험업법, 현대차그룹은 기존 순환출자 금지 관련 공정거래법이 향후 지배구조 변화를 촉발할 Game changer라 판단한다.

Issue Comment

## Overweight



Analyst 오진원  
02-3771-7525  
jw.oh@hanafn.com

RA 임수연  
02-3771-7090  
sy.lim@hanafn.com

보험업법 개정안,  
상법 개정안,  
공정거래법 개정안 등  
경제민주화 법안 발의 활발

표 1. 20대 국회 내 경제민주화 관련 법안 요약

법안명	대표발의	법안내용 및 영향
보험업법 개정안	이종걸 의원	보험사 자산운용비를 취득원가에서 시가로 변경 -> 삼성생명 보유 삼성전자 주식 매각
상법 개정안	박용진 의원	기업분할 통한 지주회사 전환 시 자사주 분할신주 배정 금지 -> 지주사의 마법 불가능
법인세법 개정안	박영선 의원	기업분할 통한 지주회사 전환 시 자사주 분할신주 배정시 법인세 부과
상법 개정안	박영선 의원	자사주 처분 시 주식평등 원칙 적용 -> 삼성물산-제일모직 합병시 KCC에 자사주 매각 불가
공정거래법 개정안	박용진 의원	공익법인의 계열사 지분에 대한 의결권 행사 금지 -> 공익법인 통해 오너가의 지배력 강화 불가
공정거래법 개정안	발의예정	신규 순환출자 금지에 이어 기존 순환출자 해소 강제화

자료: 국회, 언론, 하나금융투자

'15년말 기준  
8개 기업집단  
순환출자 보유

표 2. 대규모 기업집단별 순환출자 변동내역

구분	삼성	현대 자동차	롯데	현대 중공업	한진	케이티	금호 아시아 나	동부	대림	현대	현대 백화점	영풍	한라	현대 산업 개발	한솔	동양	합계
13.4.1	2,555	7	95,033	1	3	0	1	6	1	5	3	11	1	4	10	17	97,658
14.7.24	14	6	417	1	8	2	1	0	1	9	3	7	1	4	9		483
15.4.1	10	6	416	1	1	0	0	0	1	0	3	7	1	4	9		459
15.6.30	10	6	416	1	0	0	0	0	1	0	3	7	0	4	9		457
15.12.31	7	4	67	1	0	0	0	0	1	0	3	7	0	4	0		94
증감	(2,548)	(3)	(94,966)	(0)	(3)	(0)	(2)	(6)	(0)	(5)	(0)	(4)	(1)	(0)	(10)	(17)	(97,564)

자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

'12년 대선시  
현 여당을 제외시  
순환출자에 대해  
강경한 스탠스 피력

표 3. '12년 대선주자별 순환출자 관련 공약

구분	박근혜	문재인	안철수
신규 순환출자	금지	금지	금지
기존 순환출자	기존 순환출자 인정	3년 유예기간 이내 전면 해소	자율 해소 유도 후 개입 여부 판단
기타	-	불이행시 의결권 제한 및 이행 강제금 부과	불이행시 단계적 처분 명령 추진

자료: 언론, 하나금융투자

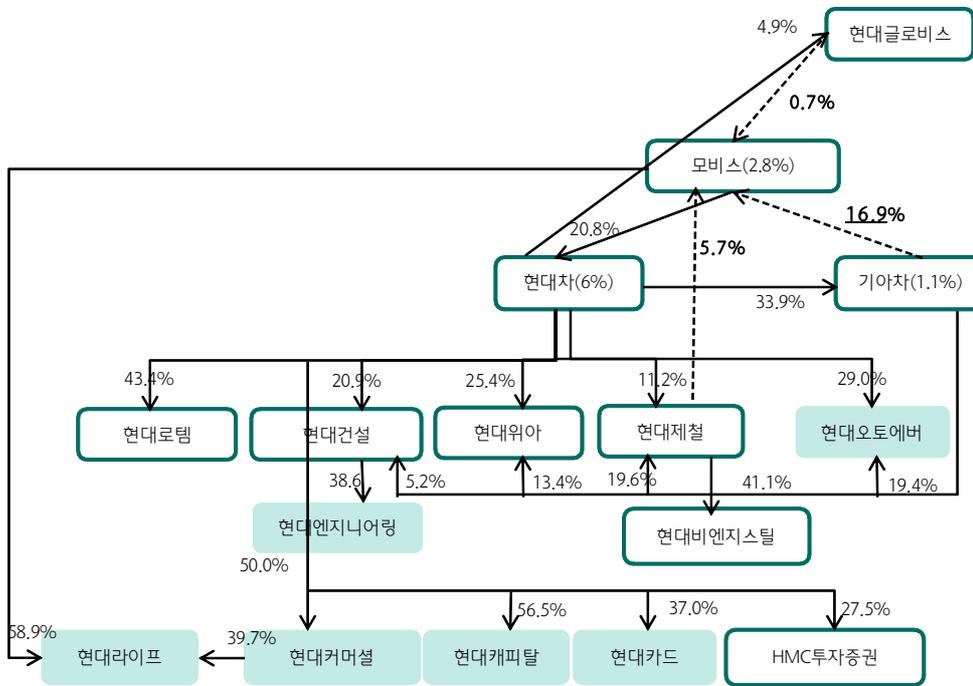
표 4. 현대차그룹 오너일가 지분가치 현황

현대차그룹 오너일가 지분가치  
MK 4.8조원 > ES 3.45조원

(십억원)	회사	지분율	평가액 (십억원)	회사	지분율	평가액	
MK	현대차	5.2%	1,544	ES	현대차	2.3%	680
	현대모비스	7.0%	1,695		현대글로벌비스	23.3%	1,572
	현대글로벌비스	6.7%	453		기아차	1.7%	300
	현대제철	11.8%	812		현대엔지니어링	11.7%	672
	현대엔지니어링	4.7%	271		이노션	2.0%	30
	해비치호텔	9.7%	27		현대위아	2.0%	46
합계			4,802	합계		3,448	

주: 상장사는 8/24일 종가 및 현대엔지니어링 장외 거래가격, 현대위아는 정몽구회장의 매각시 가격 적용  
자료: 현대차그룹, 하나금융투자

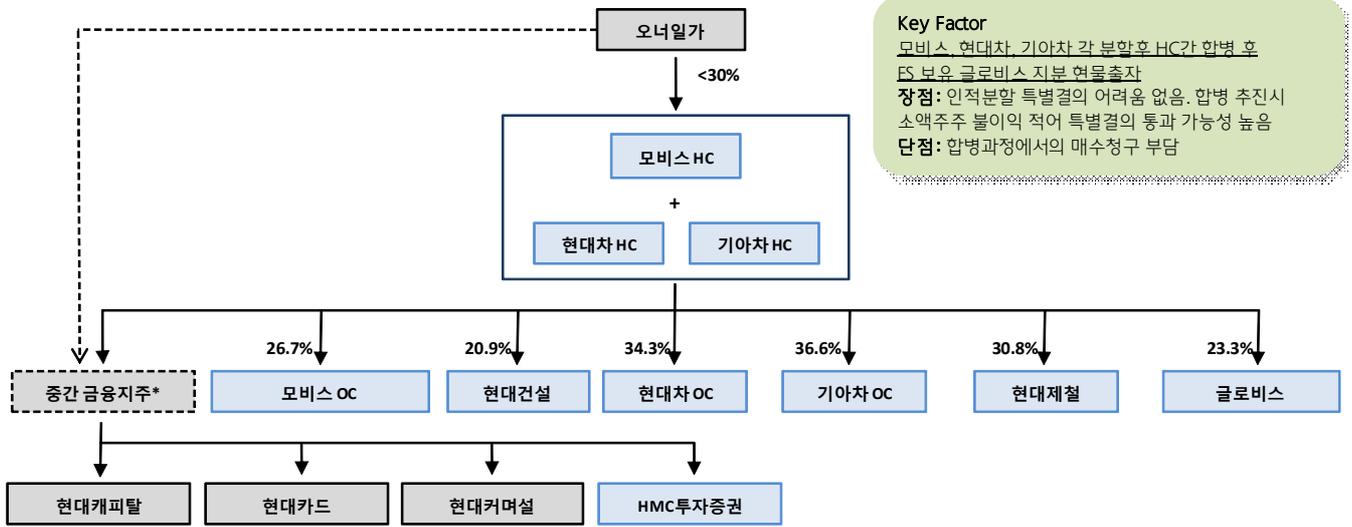
그림 1. 현대차그룹 지배구조 현황



\* 지주회사격 회사로 모비스, 현대차, 기아차, (글로벌비스) 존재  
\* 그룹 내 3개의 순환출자 존재: 기아차>모비스(4.1조원), 현대제철>모비스(1.4조원), 글로벌비스>모비스(0.2조원)  
\* 현대차 이하 금융사 지분 소유. 지주회사 전환시 현대차 분할을 통해 별도의 지주회사 설립 필요성 존재  
\* 정의선 부회장 소유 지분 중 엔지니어링, 오토에버 비상장사

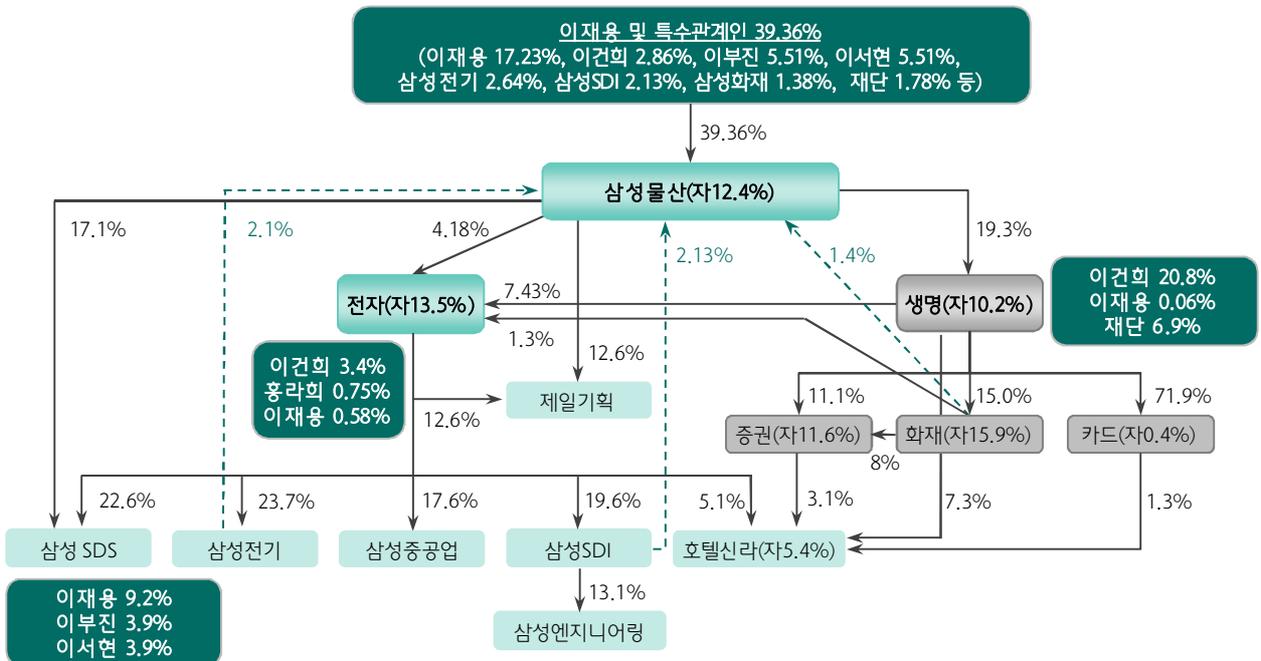
주: 점선은 기존 순환출자 지분을 표기  
자료: 현대차그룹, 하나금융투자

그림 2. 현대차그룹 지주회사 전환시 시나리오



주: 중간금융지주회사 허용 관련 공정거래법 개정시 중간금융지주 설립. 미 개정시에는 현대차 분할시 금융사 지분 보유한 HC 별도 분할 설립 후 금융사 보유  
 자료: 현대차그룹, 하나금융투자

그림 3. 삼성그룹 지배구조 현황



주: 점선은 기존 순환출자 지분 표기  
 자료: 삼성그룹, 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	88.3%	10.4%	1.3%	100%

\* 기준일: 2016년 8월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 8월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2016년 8월 25일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.