



2016년 11월 11일 | Equity Research

지주회사

중간금융지주보다 기존 순환출자 해소 법안에 주목

공정위, 중간금융지주회사 도입 개정안 재차 제출 계획

지난 2일, 공정거래위원회는 연내 중간금융지주회사 제도를 도입하는 공정거래법개정안을 재차 도입할 것이라 밝혔다. 이미 18대 및 19대 국회에서 발의한 바 있으나, 통과되지 못했다. 한편, 2016년 9월말 기준 지주회사는 162개로 전년 대비 22개 증가했다. 이는 1999년 지주회사 제도 도입 이후 최대 폭의 증가이다. 이러한 지주회사의 꾸준한 전환수 증가에도 불구하고, 대기업집단의 지주회사 전환은 수년째 정체되고 있다. 대기업집단 기준 조정(자산총액 5조원에서 10조원으로 상향) 영향 또한 반영되며 전년 대비 10개 감소한 20개에 그쳤다. 지주 전환시 순환출자 해소 및 금융사 지분 보유 금지 규제의 영향이 컸다. 현재 기존 순환출자 3년 내 해소 관련 공정거래법 개정안이 9월에 발의되었고 지주사의 금융사 지분 보유를 허용하는 중간금융지주 도입 개정안 역시 발의 준비중이기 때문에 양 법안의 귀추를 주목할 필요가 있다.

기존 순환출자 해소 법안 통과 가능성에 초점을 둘 필요

16년만의 여소야대 국회인 20대 국회가 출범했고, 최근의 정국 혼란을 고려할 때, 야권의 반대가 만만치 않은 중간금융지주 개정안 통과 가능성은 제한적이라 판단한다. 또한, 동 법안의 개정 여부는 삼성전자의 인적분할 및 지배구조 변화의 필요충분조건이 아니라는 점이 중요하다. 중간금융지주회사가 허용되지 않더라도, 삼성전자 분할과 홀딩스 설립, 삼성생명 보유 전자 지분 절연은 가능하기 때문이다. **그보다는 기존 순환출자 해소 법안에 보다 주목해야 할 것이다.** 법안 통과시에는 모비스 > 현대차 > 기아차 > 모비스로 이어지는 순환출자를 보유한 현대차그룹에 큰 영향이 있을 것으로 예상된다. 즉, 기존 순환출자 해소 공정거래법 개정안의 통과 가능성 고조는 모비스의 인적분할 기대감을 높이는 이슈로 해석될 것이다.

삼성, SK, 현대차그룹의 인적분할 카드 활용, 멀지 않을 전망

인적분할시 자사주 분할 신주 배정 금지 관련 상법, 기존 순환출자 해소 관련 공정거래법 개정안은 대선을 앞둔 상황에서 경제민주화 법안의 핵심 화두가 될 것이다. 인적분할은 비유관 지분을 정리하고 주주환원이 높아지는 계기이자, 역사적으로 주가 상승과도 연결되었던 기업이 행사할 수 있는 옵션이다. 대형 그룹사의 옵션 행사 시점이 멀지 않아 보인다.

Issue Comment

Overweight



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

RA 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com

지주회사의 폭발적 증가 추세와 대비되는 대기업집단 지주회사 전환 추이.

금융사 및 순환출자 지분 소유규제가 걸림돌로 작용

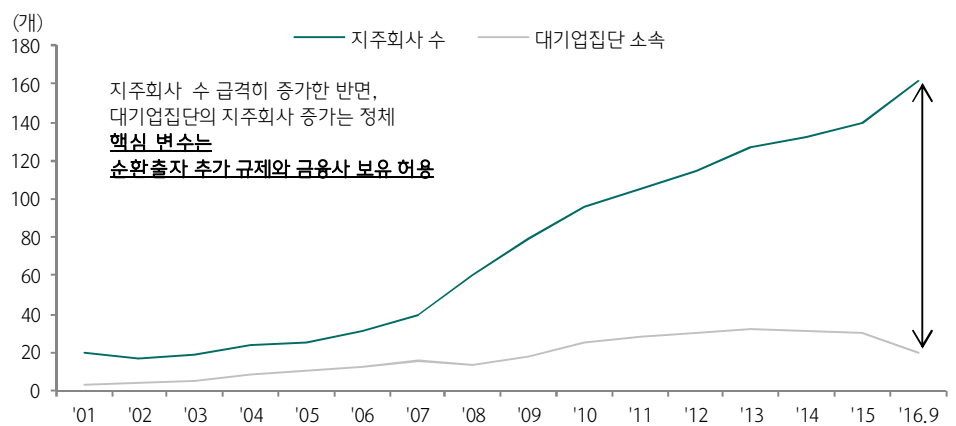
지주회사 체제 전환의 폭발적인 증가 추세에서도, 대기업집단의 지주회사 전환은 정체되고 있는 상황

지주회사 미전환 대기업집단은 대부분 금융사와 순환출자 지분 보유

지주회사 대폭 증가 추세에서도, 대기업의 지주회사 전환 정체 지속

2016년 9월말 기준 지주회사는 162개로 전년 대비 22개나 증가했다. 이는 지난 1999년 지주회사 제도 허용 이후 최대폭의 증가이다. 반면, 대기업집단의 지주회사 전환수는 대기업집단 기준 상향 영향 또한 반영되며 전년 대비 10개 감소한 20개에 그쳤다. 현재 지주회사 체제로 전환하지 않은 대기업집단 중 대부분이 금융사 지분 및 순환출자를 보유하고 있다는 점에 주목해야 한다. 즉, 지주회사 전환시 금지되는 금융사 지분 보유와 순환출자 구도가 걸림돌로 작용하고 있는 것이다.

그림 1. 지주회사 전환 추이



자료: 공정위, 하나금융투자

표 1. 지주회사 미전환 기업집단은 대부분 금융사와 순환출자 보유

구분	삼성	현대자동차	롯데	한화	현대중공업	두산	신세계	대림	금호아시아나	현대백화점	오씨아이	효성	미래에셋	영풍
금융사	보유	보유	보유	보유	보유	보유	-	-	-	-	-	보유	보유	-
순환출자	보유	보유	보유	-	보유	-	-	보유	-	보유	-	-	-	보유

자료: 공정위, 하나금융투자

기존 순환출자 해소 및
중간금융지주 도입 공정거래법
개정안 도입 추진중.
기존 순환출자 해소 가능성에
보다 주목.
현대차그룹 내 모비스의
인적분할 가능성을
자극할 이슈

인적분할시 자사주의
분할 신주 배정 금지 상법
주목할 필요
삼성, SK, 현대차그룹의
인적분할 가능성
고조 예상

‘15년말 기준
8개 기업집단
순환출자 보유

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

순환출자 체제는 결국 금지될 전망. 대기업집단의 인적분할 카드 활용에 주목

현재 신규 순환출자 금지에 이어 기존 순환출자 3년 내 해소 관련 공정거래법 개정안이 9월에 발의되었고 지주사의 금융사 지분 보유를 허용하는 중간금융지주 도입 개정안 역시 발의 준비중이기 때문에 양 법안의 귀추를 주목할 필요가 있다. 양 법안 중에서 특히 기존 순환출자 해소를 강제하는 공정거래법 개정안의 통과 가능성에 무게를 둔다. 이미 신규 순환출자는 ‘15년 금지되었고, 지난 대선 당시 박근혜 후보를 제외하고는 금지 스탠스가 주류를 이루었기 때문이다. 기존 순환출자 금지시에는 모비스 > 현대차 > 기아차 > 모비스로 이어지는 순환출자 구도를 보유한 현대차그룹에 가장 심대한 영향이 예상된다. 기아차 보유 모비스 지분은 시가 4.1조원에 달해 그룹 내 지분 재매수가 쉽지 않기 때문이다. 결국, 모비스의 인적분할 가능성을 지속 자극할 만한 이슈라 평가한다.

이와 더불어, 인적분할시 자사주 분할 신주 배정 금지 관련 상법 개정안이 중요하다. 삼성 및 SK그룹은 그룹 내 삼성전자(13.3%), 삼성물산(13.8%), 삼성생명(10.2%), SK(20.7%), SKT(12.6%) 등 소각을 전제하지 않은 자사주를 대량 보유하여 의결권 부활 금지시 자사주 가치 잠식이 나타날 수 있다. 따라서 대형 그룹사들의 인적분할 옵션 행사 가능성에 주목할 것을 권한다. 인적분할은 비유관사업 지분의 분리와 동시에 주주환원 확대의 계기이며, 역사적으로 주가 상승과도 연결되었던 이슈이기에 더욱 주목할 필요가 있다.

표 2. 대규모 기업집단별 순환출자 변동내역

구분	삼성	현대 자동차	롯데	현대 중공업	한진	케이티	금호 아시아 나	동부	대림	현대	현대 백화 점	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)

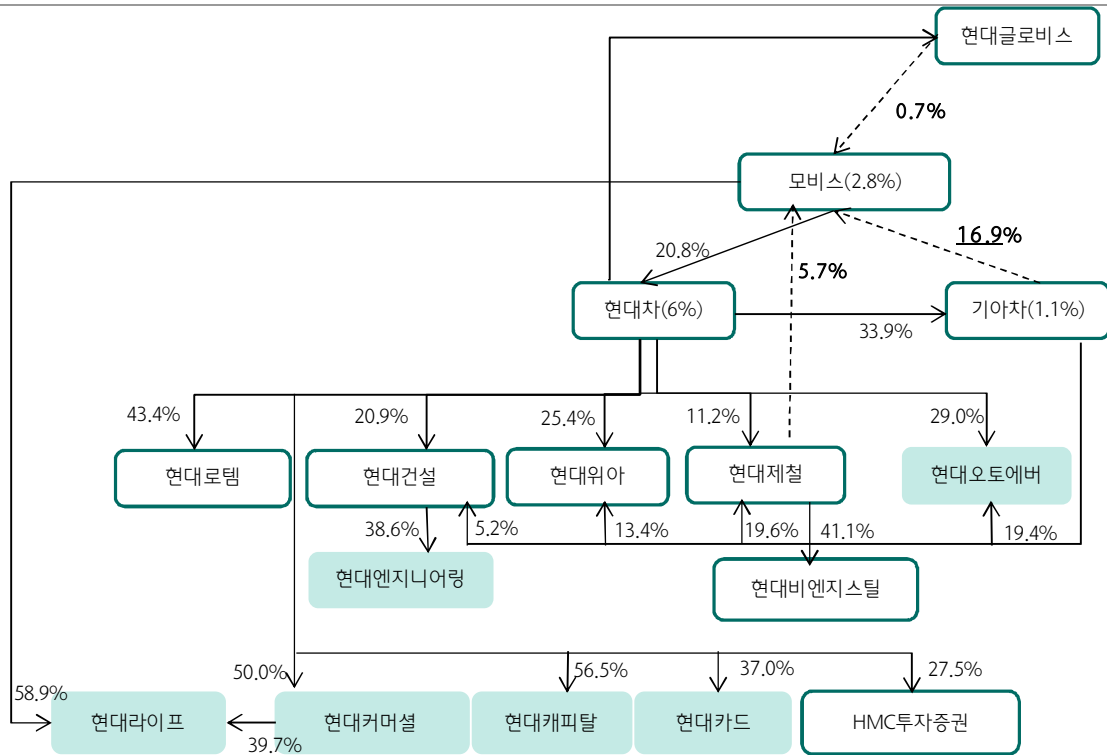
자료: 공정거래위원회, 하나금융투자

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

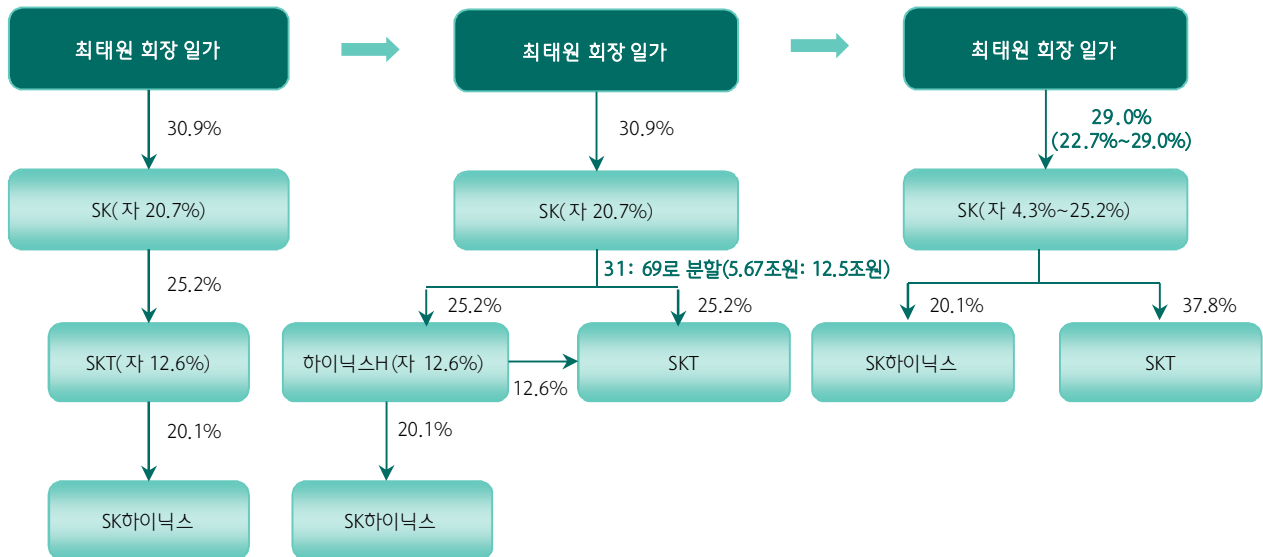
그림 2. 현대차그룹 지배구조 현황



주: 점선은 기존 순환출자 지분을 표기

자료: 현대차그룹, 하나금융투자

그림 3. SK텔레콤 분할 및 SK와의 합병 시나리오 도해



자료: SK, 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	88.4%	10.3%	1.3%	100%

* 기준일: 2016년 11월 9일

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 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2016년 11월 11일 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.