



2017년 2월 1일 | Equity Research

지주회사

경제민주화 법안 향방을 가름할 2월 임시국회

2월 임시국회, 경제민주화 법안 논의 확대될 전망

2월 임시국회가 2/1일부터 3/2일까지 예정된 상황에서 지난 30일 더불어민주당은 금번 회기 내 18세 투표권 보장법, 검찰 개혁법 등과 더불어 경제민주화 법안 처리에 총력을 기울이겠다 밝혔다. 경제민주화 법안 내 자사주 관련 사항은 특히 주목할 필요가 있다. 이는 지난 7월 박용진의원(이)이 대표발의한 법안으로 분할시 자사주에 대한 분할신주 배정을 금하는 내용이다. 동 법안 통과시 지주사의 자회사 지분 규제(상장 20%/비상장 40%) 관련 자금 부담이 대폭 증가할 전망이다. 30조원대 자사주를 보유한 삼성전자 뿐만 아니라, 그간 지주 전환 과정에서 인적분할 후 자사주 활용이 일반적이었던 점에서 지주회사 전환 장려 정책 기조에도 영향을 줄 이슈로 판단된다. 한편, 1/18일 법사위 법안심사 소위원회에서는 법리적 관점의 동의 의견과 부작용을 우려한 반대 의견간 합의를 이뤄내지 못했다.

자사주 관련 법안 통과 가능성, 장담하기는 어려운 상황

인적분할시 자사주 활용을 제한하는 경제민주화 법안은 지난 19대 국회에서도 자본시장법/ 상법/ 공정거래법이 발의된 바 있으나 모두 폐기된 바 있다. 당시 정무위/법사위/기재위의 검토보고서를 요약하면, 법안 도입 취지를 고려할 때 상법 규정 변경을 통한 접근이 타당하다는 의견과 함께, 분할 신주 배정 금지는 재산권 침해 우려가 있고, 지주회사 전환 장려 정책 기조와 어긋나며, 법인세법상 적격분할 인정 및 세제혜택 이슈 관련 추가 검토가 필요하다 언급했다. 당시와 현 상황을 비교하면, 핵심 쟁점은 재산권 침해 우려와 지주회사 전환 장려 정책 기조의 변경 여부가 될 것이다. 특히 후자의 경우 조특법 등 지주회사 관련 정책이 아직 변경된 바 없기에 경제민주화 법안 통과 가능성을 장담하기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

자사주 관련 개정안, 구조적 관점에서 접근할 필요

특검 등 정치적 불확실성 확대, 자사주 법안 통과 가능성 부각으로 지주회사 전반의 주가 변동성이 확대된 상황이다. 그러나, 특검 관련 주가가치에 미치는 펀더멘탈 영향은 제한적이고 자사주 법안의 통과 가능성은 여전히 불확실하다. 또한 순환출자 해소 및 금산분리 규제에 가장 부합하는 지배구조 체제는 지주회사라는 점도 바뀔바 없다. 실적 상향과는 반대로, 주가 낙폭이 과대한 SK 등 지주회사에 대한 매수 접근을 권고한다.

Issue Comment

Overweight



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

RA 임수연
02-3771-7090
sy.lim@hanafn.com



2월 임시국회 내
경제민주화 법안
쟁점화 예상

2/1일부터 3/2일까지 2월 임시국회가 예정되어 있다. 더불어민주당은 지난 30일, 금번 회기 내 18세 투표권 보장법, 검찰개혁법 등과 더불어 경제민주화 법안 처리에 총력을 기울이겠다 밝혔다. 이중 경제민주화 법안에 특히 주목할 필요가 있는데 핵심 이슈로는 인적분할시 자사주 활용 제한, 기존 순환출자 해소, 다중대표 소송제 도입, 일감몰아주기 규제 강화 등이 있다.

경제민주화 법안 내
자사주 관련 법안은
특히 발의가
빈번했던 상황

경제민주화 법안 중 단연 발의가 많았던 이슈는 인적분할시 자사주 활용을 제한하는 개정안이다. 상법(박용진), 공정거래법(박용진/제윤경), 법인세법(박영선)이 발의되었으며 상법은 인적분할시 자사주에 대한 분할 신주 배정 금지, 공정거래법은 각 자사주에 대한 분할 신주 배정은 허용하되 의결권 행사 금지와 인적분할시 자사주 사전 소각 강제화, 법인세법은 자사주에 대한 분할 신주 배정시 양도차익 과세 부과(적격분할 관련 세제혜택 배제)의 내용이다.

그간의 지주회사 전환 과정에서
자사주 활용도가 높았던 상황
인적분할시 자사주 분할신주 배정으로
자회사 지분 규정 부합

사실 그간의 지주회사 전환 과정에서 자사주의 활용도는 분명히 높았던 것이 사실이다. 지주회사 전환시 상장 자회사 20%, 비상장 자회사 40% 지분 의무 취득 규제가 존재하는데, 예를 들어 자사주를 20% 보유한 기업의 경우 인적분할시 자사주에 대해 분할 신주 20%가 배정되므로 분할과 동시에 자회사 지분 규제가 부합할 수 있다.

법안 통과시
자회사 지분 취득을 위한
비용 대폭 증대될 전망.
거꾸로 지주회사 전환 유인
또한 감소하므로 주의가 필요

그러나, 향후 상법 등 자사주 관련 개정안의 통과를 가정한다면, 분할 이후 자회사 지분을 취득하기 위한 추가적인 비용 부담이 대폭 늘어날 전망이다. 특히 시가총액이 280조원에 육박하는 삼성전자의 경우 지주회사 전환 유인 또한 크게 감소한다는 점에 주목해야 한다. 이는 기존 순환출자 해소와 금산분리 규제 부합을 목적으로 한 지주회사 전환 장려 정책 기조와도 상충된다는 점에서 가벼이 볼 수 없는 규제 변화라 할 것이다.

지난 19대 국회에서도
자사주 관련 법안 발의되었으나
모두 폐기.
재산권 침해 우려, 지주회사 전환
장려 정책과의 상충 이슈에 기인

자사주 관련 경제민주화 법안은 지난 19대 국회에서도 자본시장법/ 상법/ 공정거래법이 발의된 바 있으나 모두 폐기된 바 있다. 당시 정무위/법사위/기재위의 검토보고서를 요약하면, 법안 도입 취지를 고려할 때 상법 규정 변경을 통한 접근이 타당하다는 의견과 함께, 분할 신주 배정 금지는 재산권 침해 우려가 있고, 지주회사 전환 장려 정책 기조와 어긋나며, 법인세법상 적격분할 인정 및 세제혜택 이슈 관련 추가 검토가 필요하다 언급했다.

여전히 재산권 침해 우려와
지주회사 전환 장려 정책과의
상충 이슈 존재

당시와 현 상황을 비교하면, 핵심 쟁점은 재산권 침해 우려와 지주회사 전환 장려 정책 기조의 변경 여부가 될 것이다. 특히 후자의 경우 조특법 등 지주회사 관련 정책이 아직 변경된 바 없기에 경제민주화 법안 통과 가능성을 장담하기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 최근인 1/18일, 자사주 관련 상법 법사위 회의에서도 지주회사 전환 장려 정책과의 상충과 재산권 침해에 대한 우려가 역시나 고려사항으로 부각되었다.

표 1. 20대 국회 내 주요 경제 민주화 법안 요약

주요 이슈	대표발의자	법안	주요 내용	현황
인적분할시 자사주 활용 제한	제윤경 의원	공정거래법	상호출자제한기업집단 내 기업이 지주회사 전환 목적의 인적분할시 사전 자사주 소각 강제 자기주식에 대해 분할신주를 배정시 양도소득 관련 법인세 부과(적격분할 세제 혜택 배제) 분할회사 보유 자사주에 대한 신주 배정 금지, 분할승계회사에 대해 자기주식 교부 행위 또한 금지 상호출자제한기업집단 내 기업은 분할 또는 분할합병 시 존속회사가 배정받은 분할 신주 의결권 행사 금지	11/24 발의
	박영선 의원	법인세법		6/7 발의
	박용진 의원	상법		11/3 기획재정부위원회 상정
	박용진 의원	공정거래법		7/12 발의
기존 순환출자 해소	최윤열 의원	공정거래법	기존 순환출자 3년내 해소 의무화	11/8 법제사법위원회 상정
다중대표소송제 도입	김종인 의원	상법	다중대표소송제 도입, 모회사 주식의 1% 이상 주주는 자회사 이사의 책임 추궁의 소 제기 가능	9/2 발의
일감몰아주기 규제 강화	채이배 의원	공정거래법	일감몰아주기 규제 대상을 총수 가족 소유 지분 30%(상장사), 20%(비상장사) 이상에서 20%로 일괄 적용	11/11 정무위원회 상정

자료: 국회, 하나금융투자

표 2. 19대 국회 내 자사주 관련 경제민주화 법안 발의 및 처리 결과

제안일자	대표발의자	법안	주요 내용	회의결과
2015-06-17	이종걸의원 등 10인	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안	주권상장법인이 합병 등 행위시 자사주 사전 소각 혹은 주주에게 배분	임의만료폐기
2015-02-26	김기준의원 등 11인	상법 개정안	회사의 분할 또는 분할합병시 자기주식에 대한 신주 배정 금지	임의만료폐기
2015-02-26	김기준의원 등 12인	독점규제 및 공정거래법 개정안	상호출자제한기업집단의 분할 및 분할합병시 자사주 처분 의무화	임의만료폐기
2015-06-10	박영선의의원 등 10인	법인세법 개정안	자기주식에 대한 대가로 받는 분할신주에 과세(적격분할 세제혜택 배제)	임의만료폐기
2015-08-03	박영선의의원 등 10인	상법 개정안	회사 보유 자사주 처분시 각 주주가 가진 주식에 따라 균등 조건 처분	임의만료폐기

자료: 국회, 하나금융투자

표 3. 19대 국회 내 자사주 관련 경제민주화 법안 검토보고서 요약

해당 소위	대표발의자	법안	추가 논의 필요사항
정무위원회	이종걸의원 등 10인	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안	주권상장법인의 자사주 처분 방법 제한 관련 과잉입법 소지 존재 상법상 자사주 처분방법에 대한 일반적 제한을 두고 있지 않음 기 발의된 상법 혹은 공정거래법 개정안이 보다 효율적 상장법인에 대한 차별적 규제에 대한 형평성 이슈 발생
법제사법위원회	김기준의원 등 11인	상법 개정안	자사주는 유상으로 취득한 회사의 자산으로 신주 배정 금지시 재산권 침해 우려 법인세법상 적격분할 관련 세제 혜택과 상충 우려 제기* 지주회사 전환 장려 정책과 상충 가능성
정무위원회	김기준의원 등 12인	독점규제 및 공정거래법 개정안	자사주 처리 관련 사항은 상법 접근이 보다 타당하다는 의견 존재 인적분할시 자사주 처분 의무화시 지주회사 설립 장려 정책의 일관성 측면에서 상충 자사주 처분의 의미가 명확하지 않음. 소각 혹은 매각 등
기획재정부위원회	박영선의의원 등 10인	법인세법 개정안	개정안 입법목적 달성을 위해서는 상법 개정이 보다 효과적일 수 있음 개정안 입법과시 과세대상 조정 방안 검토 필요 자기주식에 신주 배정은 재산권 행사의 결과, 과세시 자산 감소 결과 발생할 우려
법제사법위원회	박영선의의원 등 10인	상법 개정안	개정 상법에서 자기주식 취득 규제 완화 기초와 서로 상충 소지가 존재 각 주주간 균등 조건 처분시 신속한 처분이 어려워 자금 확보 적시성 문제 발생 우려

자료: 국회, 하나금융투자

공정거래법은 정무위, 상법은 법사위 합의를 거쳐서 본회의에 상정. 관행상 전원 합의를 요하므로 보수적 접근 필요

또한, 공정거래법의 경우 해당 상임위원회인 정무위원회, 상법의 경우 법사위원회의 합의를 거쳐야 하는데 관행상 전원 합의를 요하므로 상기 언급한 법안들의 올 상반기 통과 가능성은 보수적으로 접근할 필요가 있다. 법사위원회 위원정수 17명중 새누리당 3명(김진태, 윤상직, 주광덕)이 포함되어 있고, 정무위원회 위원정수 24명중 새누리당 6명(김한표, 김선동, 김성원, 김종석, 정태욱, 지상욱)이 포함되어 있는 상황이다.

인적분할 정의와 맞지 않는 국내 인적분할 실정. 궁극적으로 통과 가능성 높음 향후 대선 결과에 따라 구체화될 가능성에 주목

국내 인적분할의 경우 지주회사는 기존 주주 지분율이 동일한 반면, 분할 이후 신설 자회사는 기존 주주 이외 지주회사가 주주 중 하나로 등장하게 된다는 점에서 주주 구성이 변하지 않는 분할이라는 인적분할의 정의와 분명한 거리가 있다. 또한 자기 주식의 취득은 기본적으로 회사의 재원을 통한 매입이었고 분할만으로 자사주 보유량에 따라 지분구조가 변경되는 것은 합리적이지 않다고 보는 시각이 컨센서스를 이룰 가능성이 존재한다. 단기 자사주 관련 법안의 통과 가능성은 높지 않다 하더라도 구조적 관점에서 향후 대선 결과에 따라 현재와 같은 자사주 활용은 제동이 걸릴 가능성이 유력하다 판단한다.

특검 관련 정치적 불확실성 확대, 자사주 법안 통과 가능성 부각으로 지주회사 주가 변동성 확대. 실질 펀더멘탈 영향 제한적이고 자사주 법안의 단기 통과 가능성은 불확실하므로 매수 접근 유효 판단

특검 등 정치적 불확실성 확대, 자사주 법안 통과 가능성 부각으로 지주회사 전반의 주가 변동성이 확대된 상황이다. 그러나, 특검 관련 주주가치에 미치는 펀더멘탈 영향은 제한적이고 자사주 법안의 단기 통과 가능성은 여전히 불확실하다. 또한 순환출자 해소 및 금산분리 규제에 가장 부합하는 지배구조 체제는 지주회사라는 점도 바뀔 바 없다. 실적 상향과는 반대로, 주가 낙폭이 과대한 SK 등 지주회사에 대한 매수 접근이 유효하다 판단한다.

표 4. 법제사법위원회 위원명단

위원정수	더불어민주당	새누리당	국민의당	바른정당	정의당	무소속
17	7	3	2	3	1	1

자료: 법사위, 하나금융투자

표 5. 정무위원회 위원명단

위원정수	더불어민주당	새누리당	국민의당	바른정당	정의당
24	10	6	3	4	1

자료: 정무위, 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	88.5%	10.8%	0.7%	100%

* 기준일: 2017년 1월 30일

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 2017년 2월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2017년 2월 1일 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.