

하나금융투자 리서치센터

골든타임이 얼마 남지 않았다

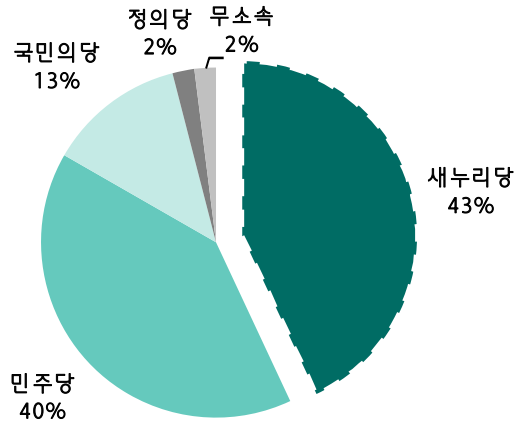
오진원 수석연구위원

02-3771-7525 /
jw.oh@hanafn.com

20대 국회의 핵심 쟁점 법안 ‘경제 민주화’

Issue

- 5/30일 개시된 제 20대 국회, 16년만에 여소야대이자 3당 구도의 형성
- '12년 대선 당시 화두로 불거졌던 '경제 민주화' 법안 중점 발의. 자사주 활용 제한, 재단 의결권 행사 금지 등

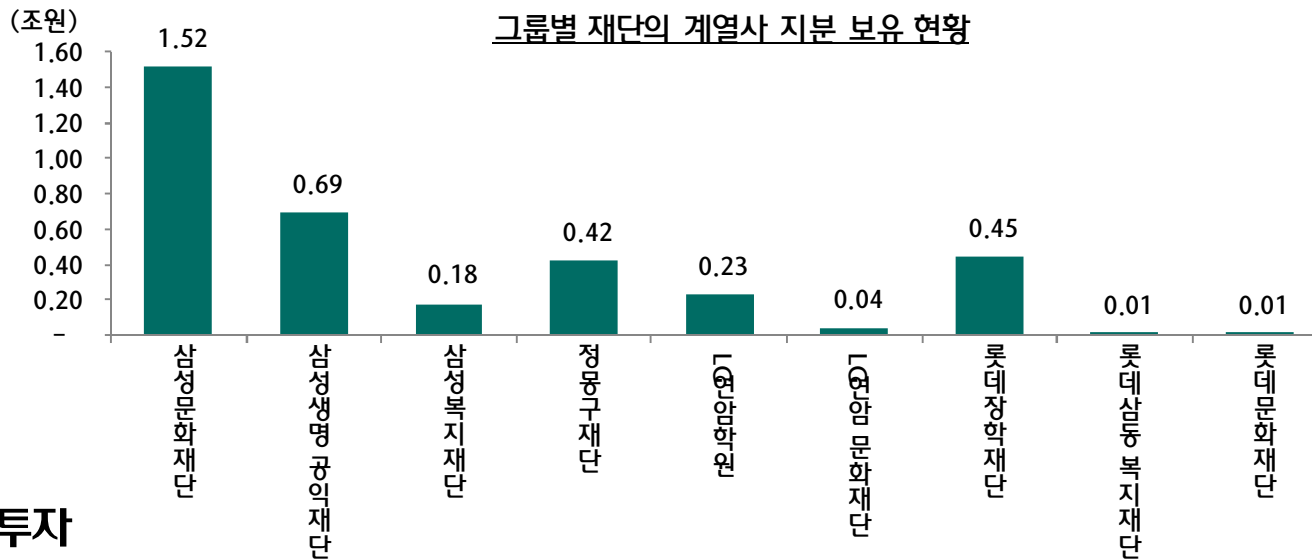
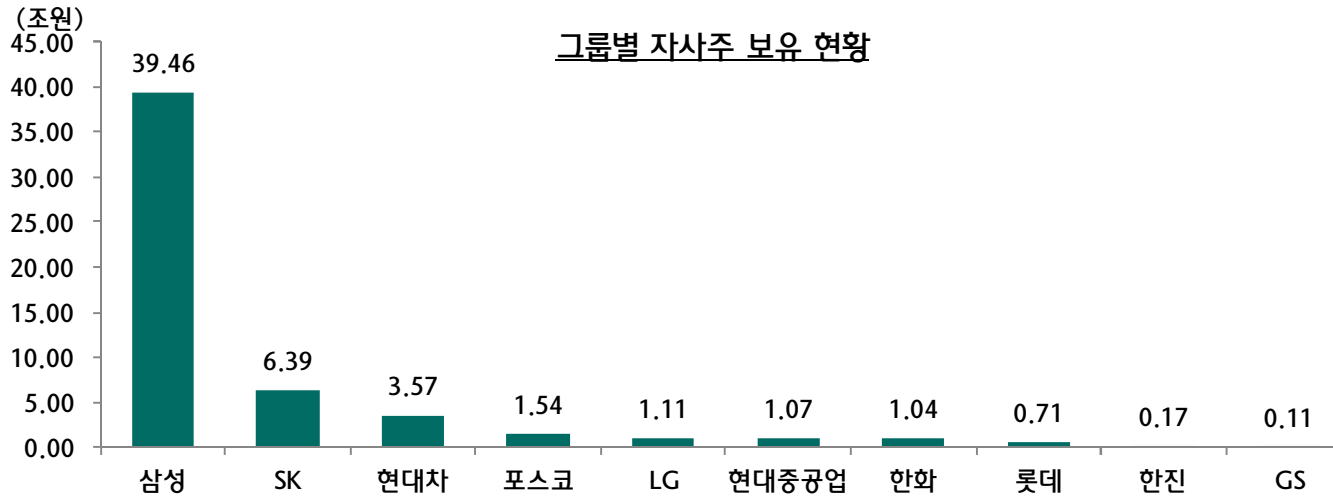


법안명	대표발의	법안내용 및 영향
보험업법 개정안	이종걸 의원	보험사 자산운용비율 취득원가에서 시가로 변경 -> 삼성생명 보유 삼성전자 주식 매각
상법 개정안	박용진 의원	기업분할 통한 지주회사 전환 시 자사주 분할신주 배정 금지 -> 지주사의 마법 불가
법인세법 개정안	박영선 의원	기업분할 통한 지주회사 전환 시 자사주 분할신주 배정시 법인세 부과
상법 개정안	박영선 의원	자사주 처분 시 주식평등 원칙 적용 -> 삼성물산-제일모직 합병시 KCC에 자사주 매각 불가
공정거래법 개정안	박용진 의원	공익법인의 계열사 지분에 대한 의결권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

그룹별 조원대 자사주 및 재단의 계열사 지분 보유

Fact

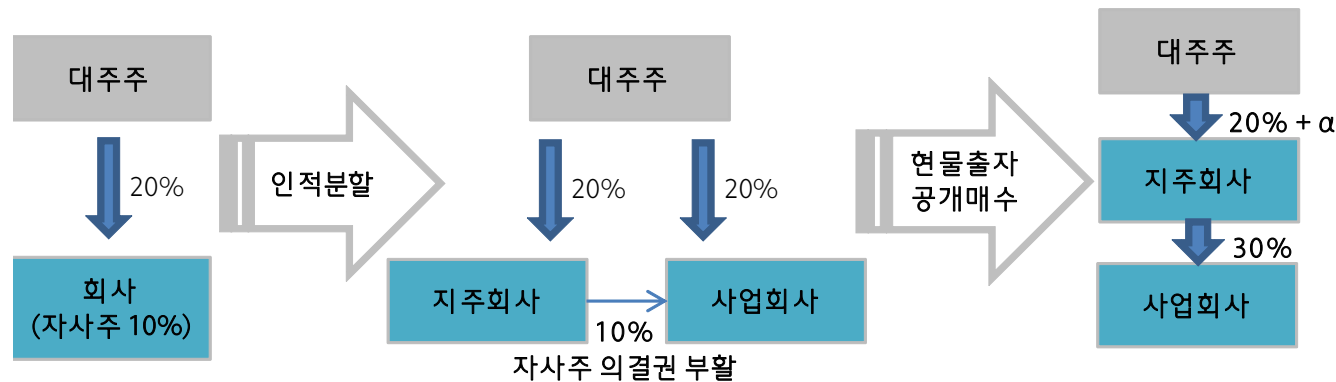
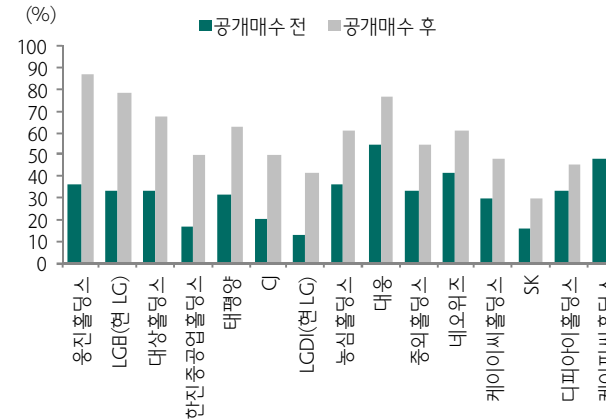
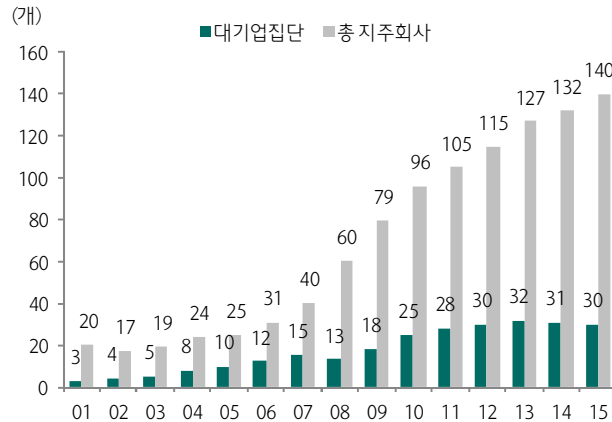
- 비영리법인, 재단에 지분 중여시 5% 이내 상속세 공제(성실공익법인 10%). 비영리법인 보유 지분 의결권은 재단 이사장 행사
- 주요 그룹사 대부분 조원대 자사주 보유. 특히 삼성그룹은 전자, 물산, 생명이 10% 이상의 자사주 보유



지주사 전환을 통한 지배력 확대의 핵심 Scheme: 자사주 활용

Fact

- 전세계적으로 뒤늦은 지주회사 도입에도 불구하고, 폭발적으로 증가하고 있는 지주회사 전환 추이
- 지주회사 전환 배경에는 대주주 지배력의 2배 이상 강화 이슈가 존재
- 대주주 지배력 확대의 스킴 중 핵심은 인적분할 이후 현물출자 및 자사주의 의결권 부활



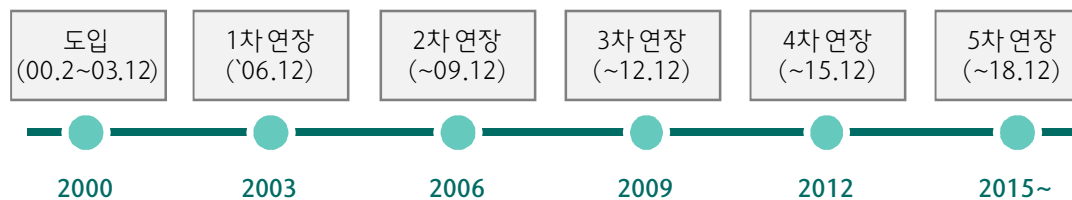
지주사 전환을 통한 지배력 확대의 핵심 Scheme: 조특법

Fact

- 지주회사 전환을 통한 지배력 확대의 2번째 핵심 스킴은 조특법상 대주주 양도차익 과세 무기한 이연
- 2000년도 한시적으로 도입된 특별법임에도 불구하고, 5차례 연장되며 근 20년간 유효
- 국민의 당에서 최근 조특법 추가 연장을 금지하는 법안 발의. 특별법의 본연 취지에 대한 지적

조세특례제한법 제38조의2 주식의 현물출자 등에 의한 주식지주회사 설립에 대한 과세특례

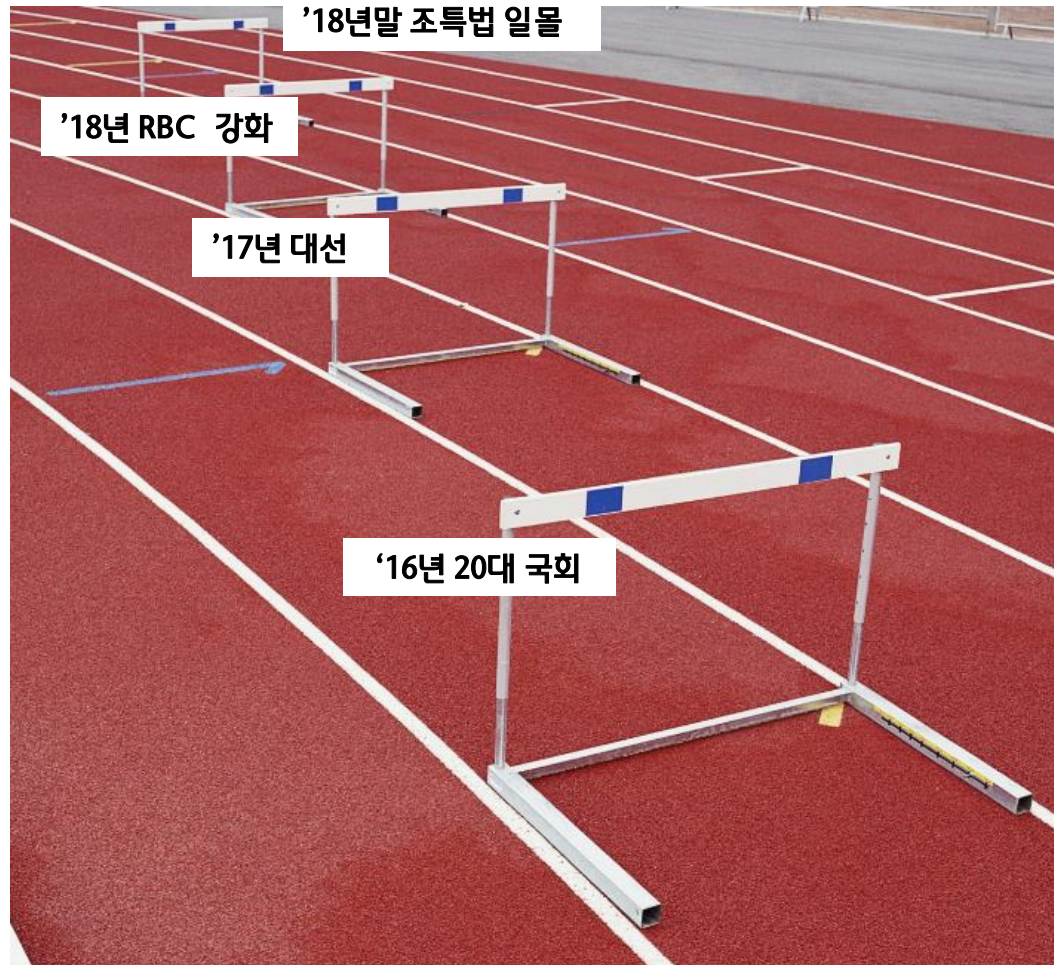
* 현물출자 방식으로 지주회사를 새로 설립하는 법인의 내국인 주주는 취득가액과 양도가액의 차액에 상당하는 양도차익에 대한 과세를 해당지주회사 주식을 처분할때까지 이연 가능
* 이 규정은 2018년 12월 31일까지 한시적 적용



20대 국회 이후 '17년 대선, '18년 조특법 일몰과 보험업 개정 예정

Fact

- '16년 20대 국회에서 발의된 경제 민주화 법안의 통과가 안된다는 가정을 하더라도 '17년 대선 예정
- '12년 대선시 경제 민주화 법안 제시 활발했던 기억. '17년 대선 정책 제시 강도는 더욱 고조될 가능성
- '17년 대선 이후에는 '18년 RBC 강화와 '18년말 조특법 일몰 역시 대기. '산 넘어 산'



개정 RBC 도입시 생명-전자 지분 구도 지속 불가능

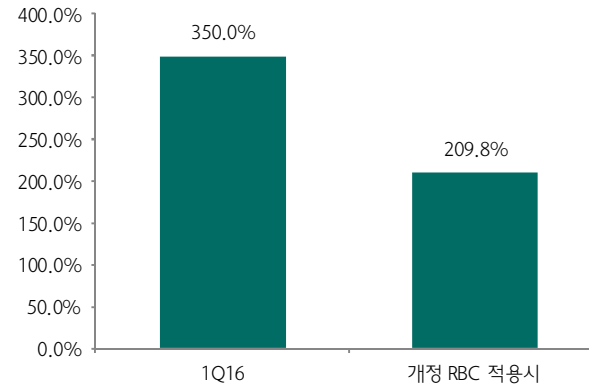
Fact

- 2020년 보험업계 IFRS4 2단계 도입 예정. 이에 앞선 2018년 유럽의 Solvency 2와 유사한 개념으로 RBC 강화 예정
- 보험사 보유 주식에 대한 RBC 상 위험액 평가가 기존 대비 최대 4배수 강화
- 삼성생명 보유 전자 지분 유지시 RBC 40% 이상 하락 가능. IFRS4 2단계 도입 고려시 전자 지분 유지 불가능

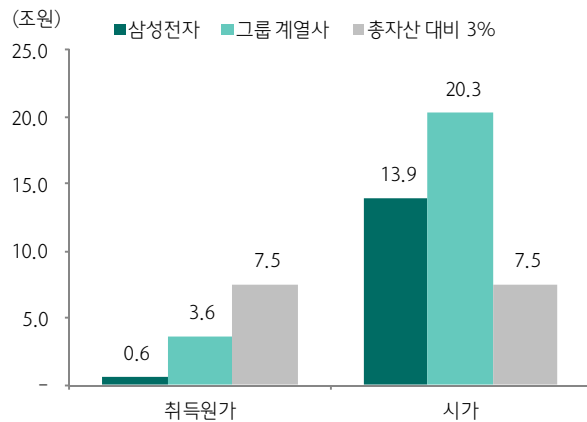
보험업법 자산운용 규제: 총자산 대비 3% 이상 주식 취득 불가

금융업종	한도비율	평가기준
보험	일반계정-자기자본 60% & 총자산 3% 특별계정-특별계정 자산의 3%	취득원가
은행	자기자본 1%	시가
저축은행	자기자본 5%	시가
금융투자	자기자본 8%	시가

2018년 개정 RBC 도입시 삼성생명 RBC 급락 예상



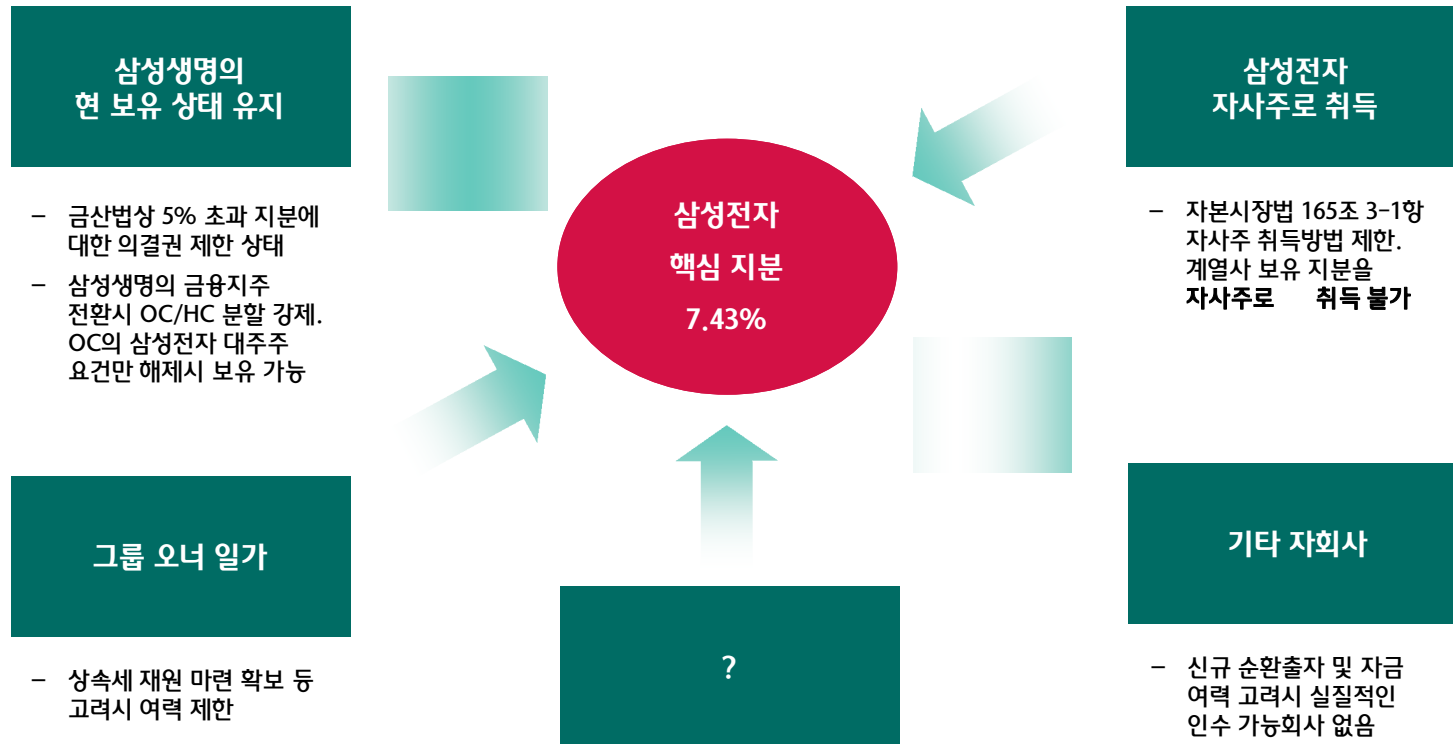
삼성생명은 취득원가 평가를 통해 자산운용 규제 우회



보험업계 규제 변경에 따른 예상 이슈 요약

도입제도	특징	영향
솔벤시 II (유럽 지급역력 제도)	보유 주식에 대한 요구자본 기준 최대 4배 강화	요구자본 6~7조원 증가
IFRS4 2단계 (보험사 국제회계 기준)	보험 부채의 시가 평가	책임준비금(부채) 20조원 이상 증가
IFRS9 (국제회계 금융상품 기준)	계열사 주식 처분 이익에 대한 손익 인식 금지	무수익 자산 투자 논란 예상

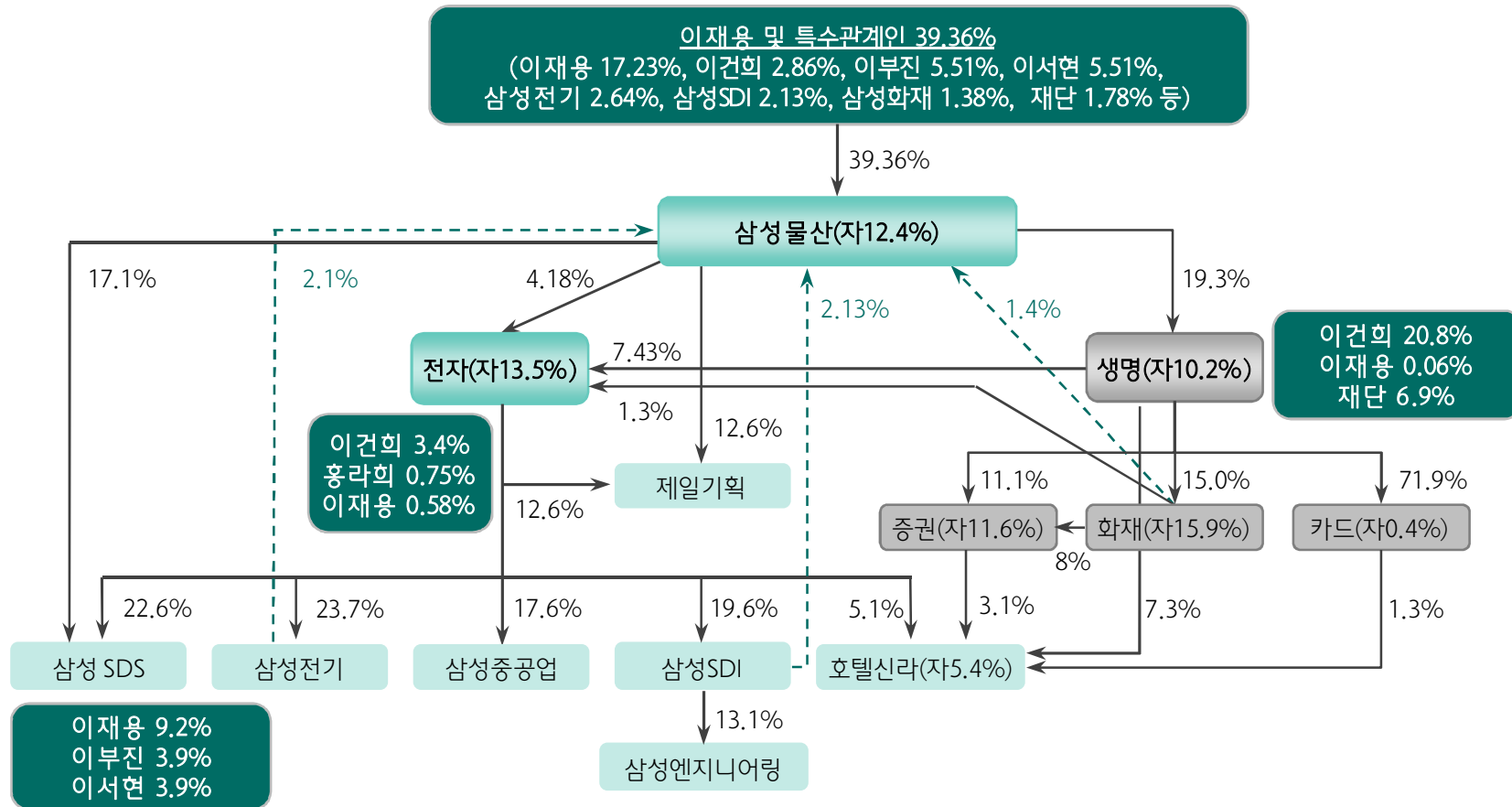
문제의 핵심은 생명 보유 전자 매각시 매수 가능 주체 부재



삼성그룹 지배구조 현황

Fact

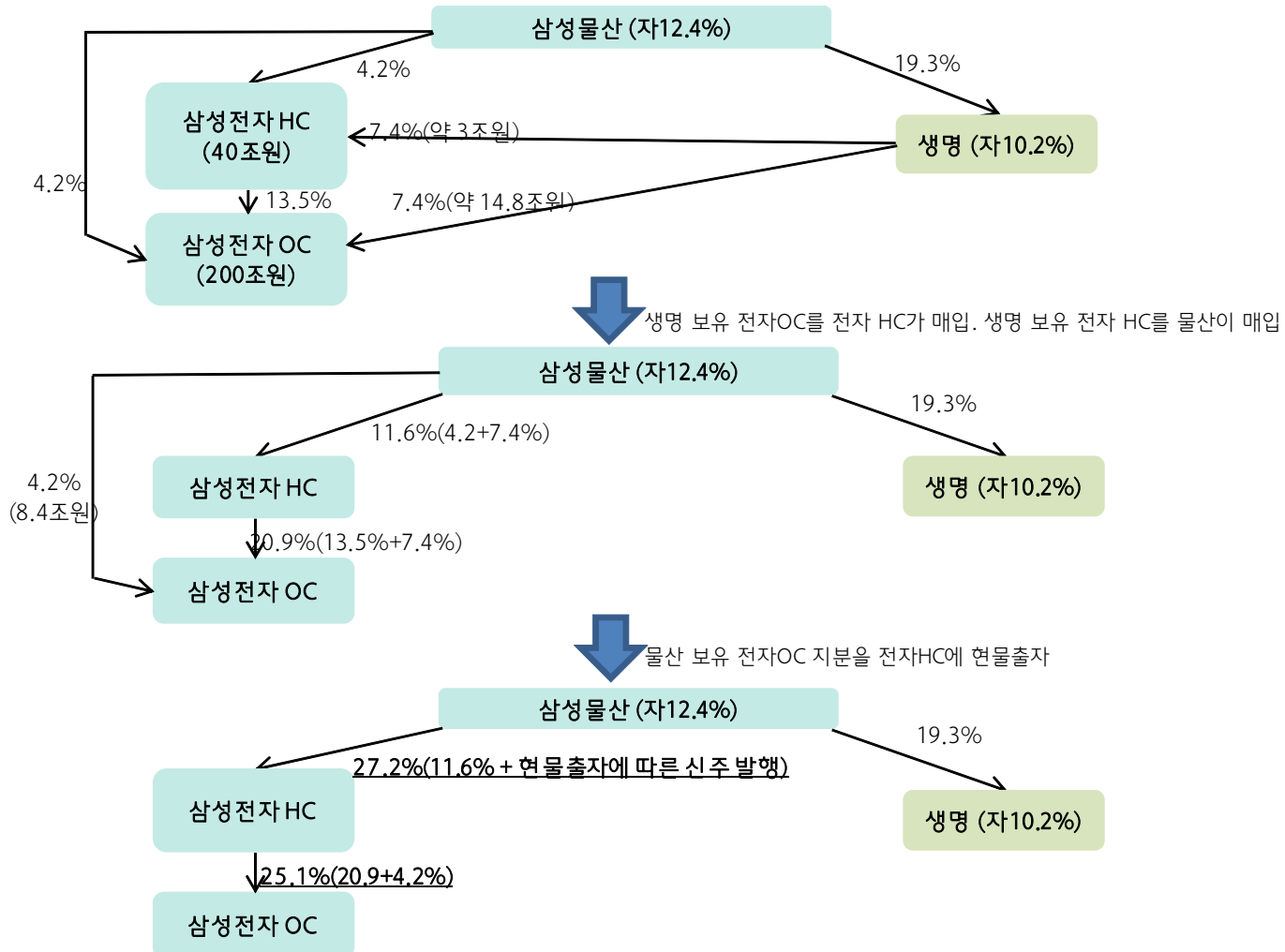
- 삼성물산의 분할을 가정하면 제조/금융간 별도 지주회사 설립이 어렵지 않음
- 중간금융지주 허용 관련 공정거래법 개정이 삼성그룹 지주회사 전환에 있어 필수 선결 조건이 아님



생명 보유 전자 지분 매각은 결국 삼성전자 분할로 귀결

Solution

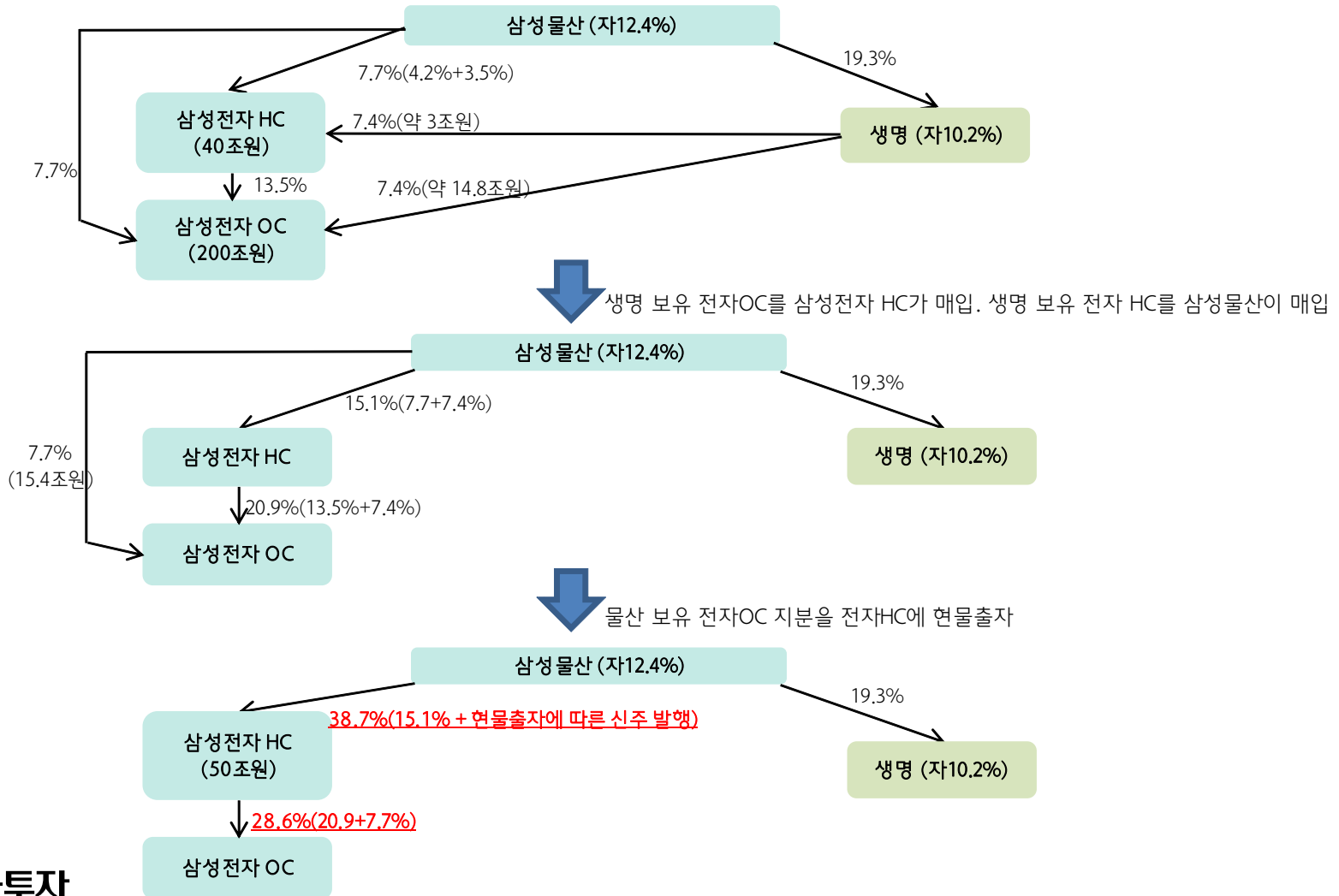
- 삼성전자 분할시 전자 OC 지분을 삼성생명이 취득 가능. 생명보유 전자 HC 지분은 물산이 취득 가능
- 삼성물산 보유 전자 HC 지분은 27.2%, 전자HC 보유 전자OC 지분은 25.1%까지 상승



이건희 회장 보유 전자 지분의 법인증여시 지배력 급증

Solution

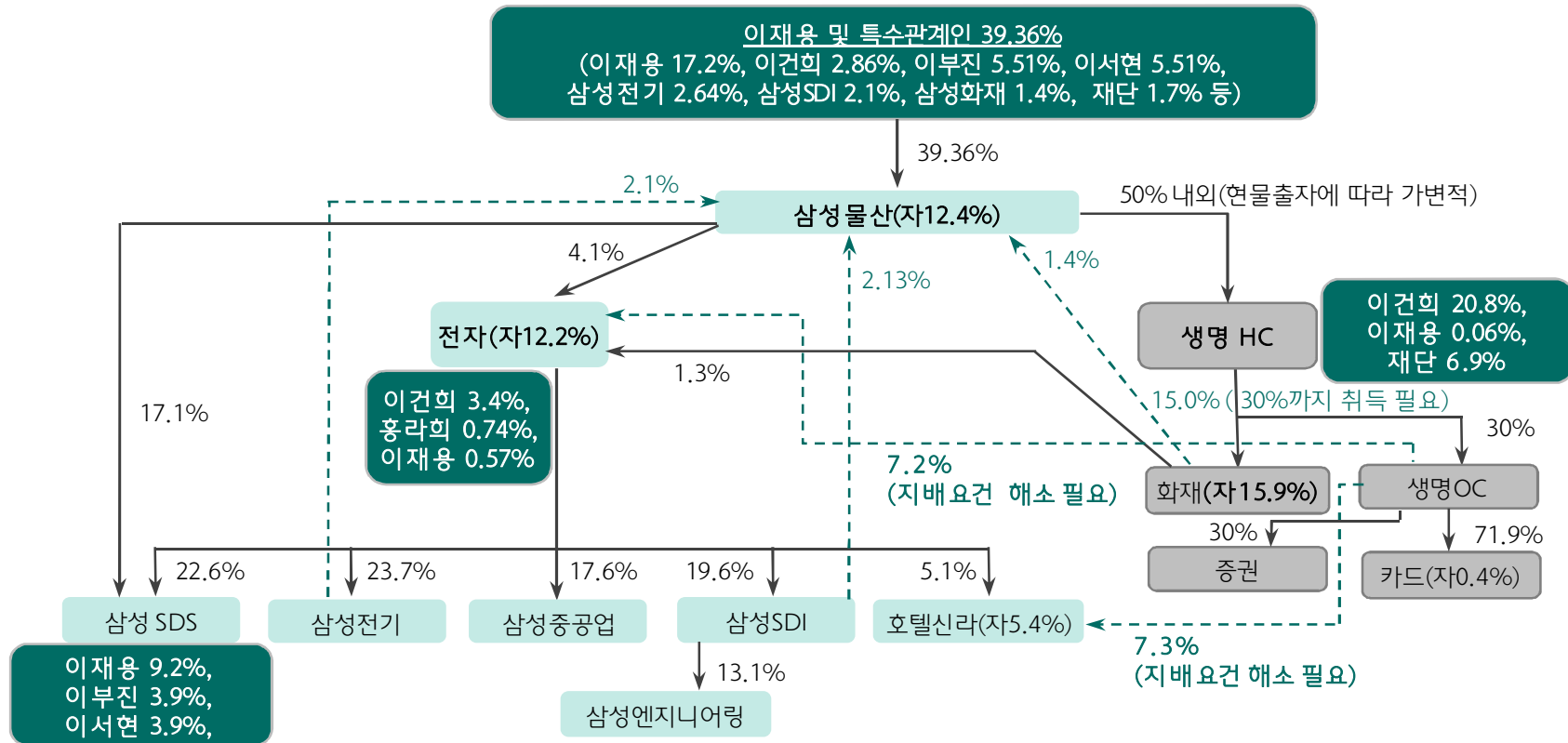
- 이걸희 회장 지분 사전 증여 혹은 상속 방법에 있어 이재용 부회장 직접 상속보다는 물산에 대한 법인 증여 가능성에 주목
- 법인 증여시 상속세 60%이상 감면 혹은 삼성물산 법인세로 부과. 또한 삼성물산 지분가치 상승 및 전자 지배력 역시 확대



삼성생명 금융지주회사 전환 가능

Fact

- 금융지주회사법상 금융지주는 순수지주회사만이 가능하고, 제조회사 지분을 전혀 보유할 수 없음
- 금융지주회사의 자회사는 지배목적이 아닌 제조회사 지분 보유 가능. 지배요건은 1대주주 요건을 의미
- 생명 사업사의 전자 7.2% 지분 2년 내 매각 이슈 발생. 대주주 요건 해소 필요
- 삼성전자의 HC/OC 분할시 자사주 12.2% 의결권 부활로 인해 삼성전자 대주주는 삼성전자 홀딩스로 변화

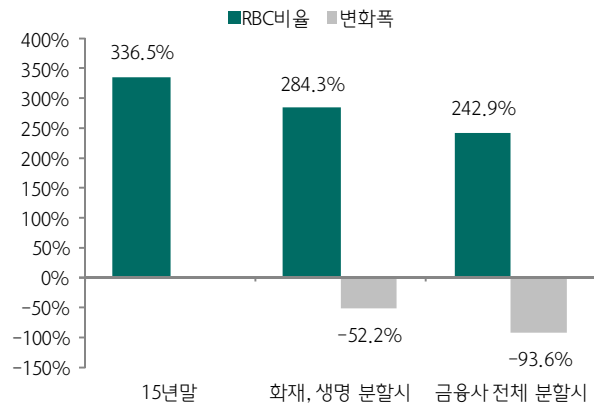


삼성생명 금융지주 전환 관련 소액주주 수혜는 삼성카드

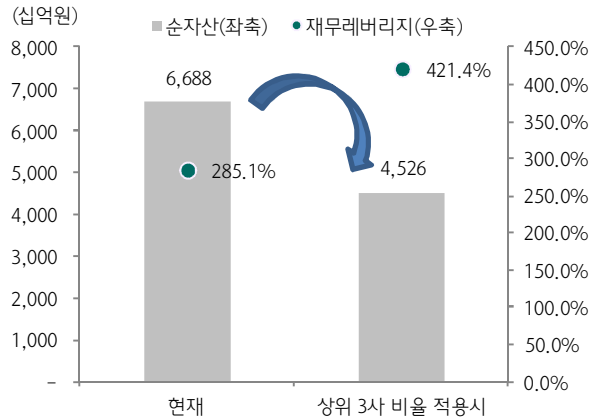
Fact

- 삼성생명 인적분할시 RBC 비율은 200%대 중반까지 하락. 생명 보유 전자 지분 효과 고려시 200% 하회 가능성
- '20년 IFRS4 2단계 도입 고려시 자본 보강 필수적. 최근 잇따른 부동산 매각과 계열사 매각 가능성 고조 역시 같은 맥락
- 반면, 삼성카드는 재무레버리지 고려시 2~3조원대 유허자본 존재. 분할/합병, 특별배당 가능성 잠재

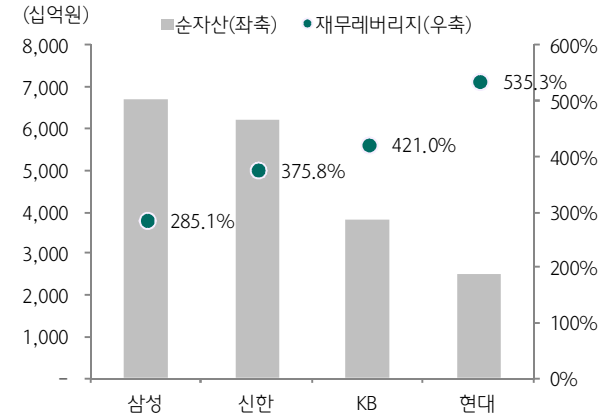
삼성생명 인적분할시 RBC비율 변화 추정



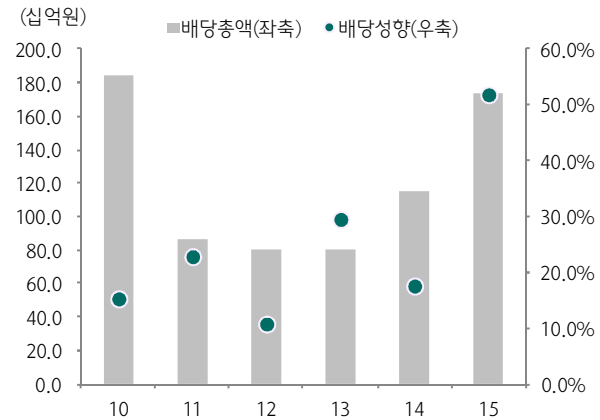
2~3조원대 유허자본 활용 가능한 삼성카드



주요 카드사 재무 레버리지 현황 비교(2015년말 기준)



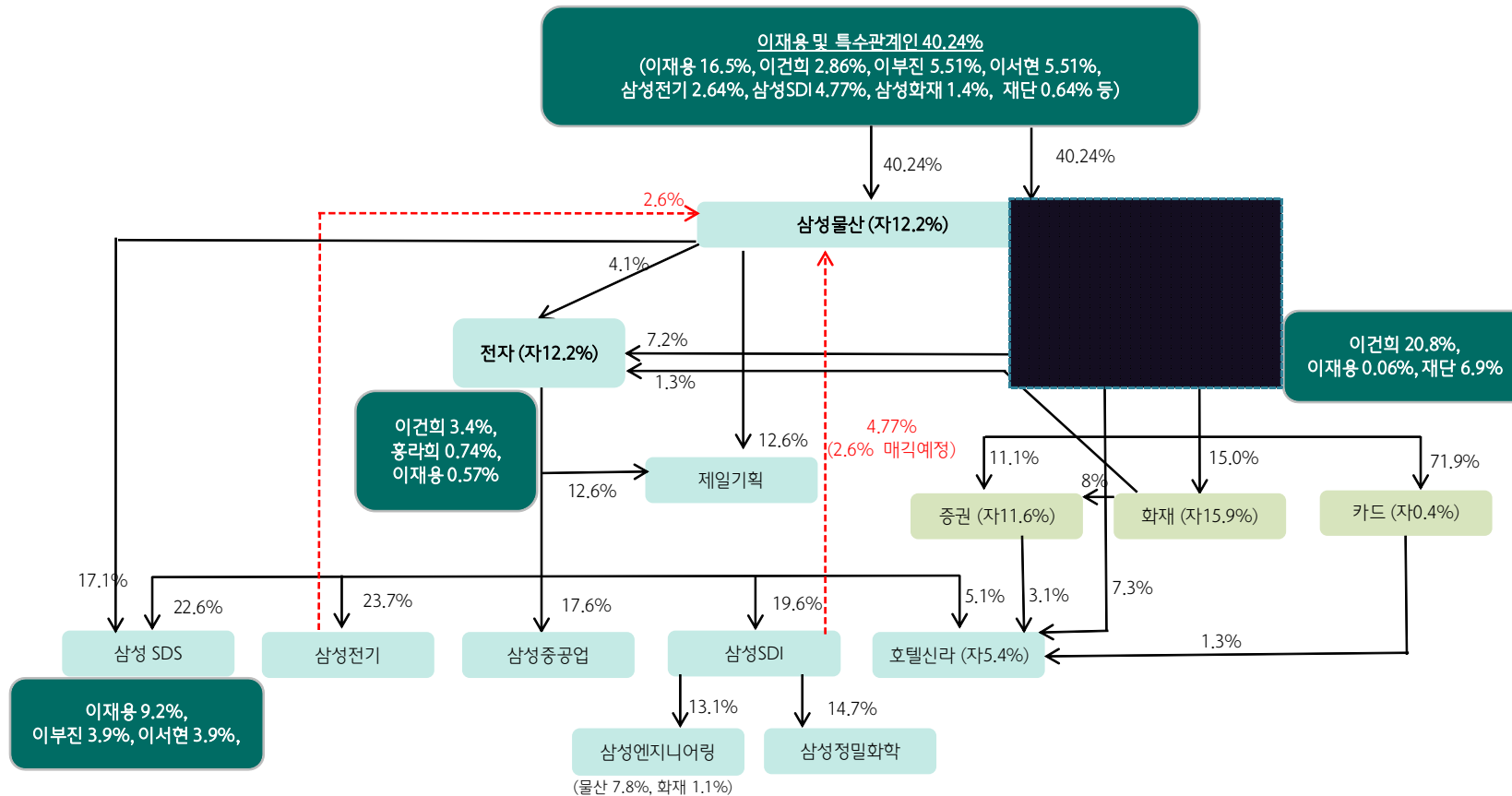
삼성카드 연도별 배당총액과 배당성향 추이



지주사 전환은 생명 금융지주 전환 없이도 가능

Fact

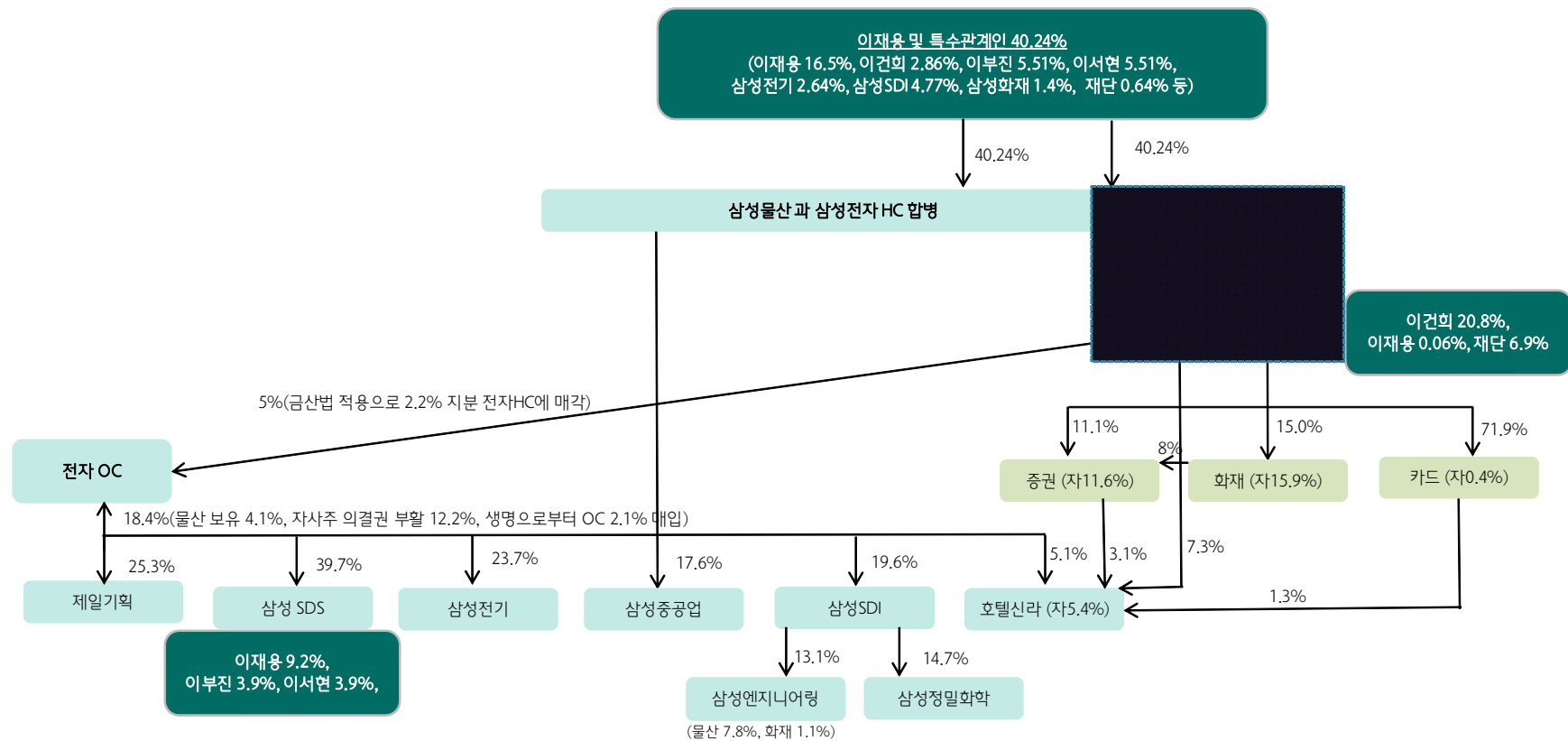
- 삼성물산 1:9 분할. 생명 보유 HC와 전자 지분 및 사업기능 보유 잔여회사로 분할
- 생명 보유 HC는 생명과 합병해 삼성생명 존속. 우리금융과 우리은행 합병을 통해 우리은행 존속법인과 동일
- 생명 보유 전자 지분 관련 강제 매각 등 이슈 발생 없음
- 잔여 삼성물산과 삼성전자 분할후 삼성전자 홀딩스와의 합병을 통해 지주회사 설립 가능



최종 지주사는 물산/전자 HC, 생명 영업사 혹은 금융지주 형태

Fact

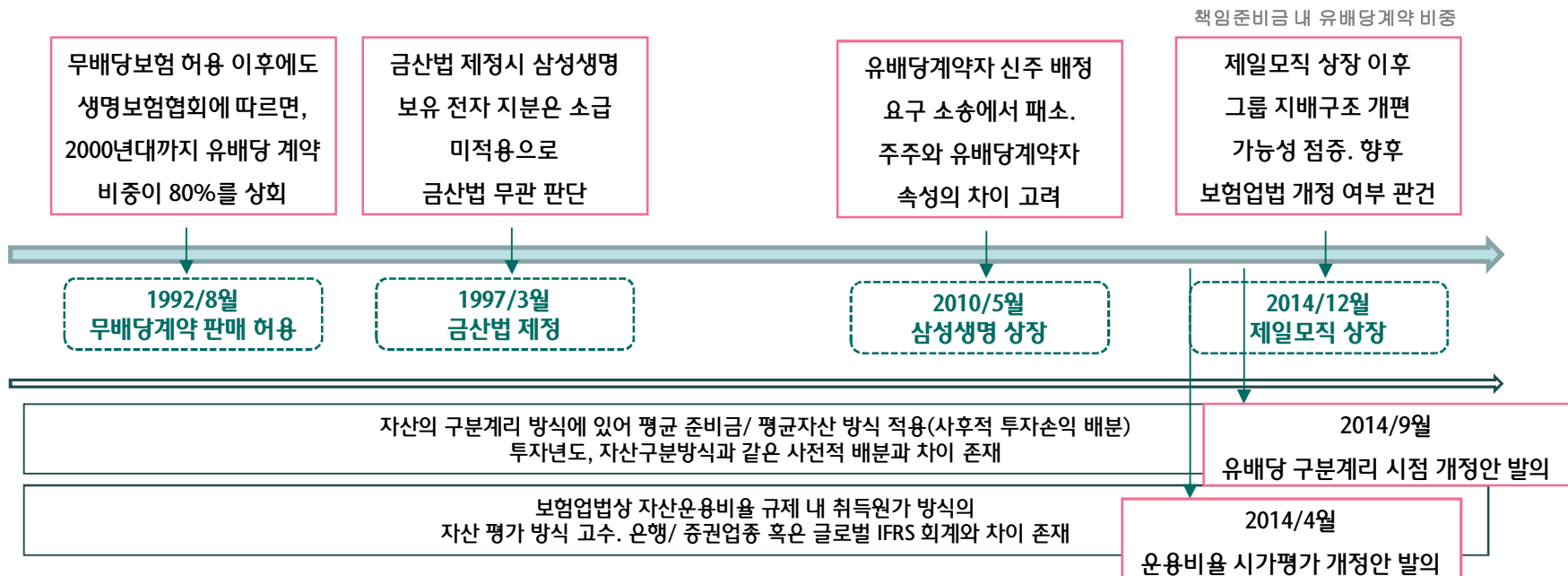
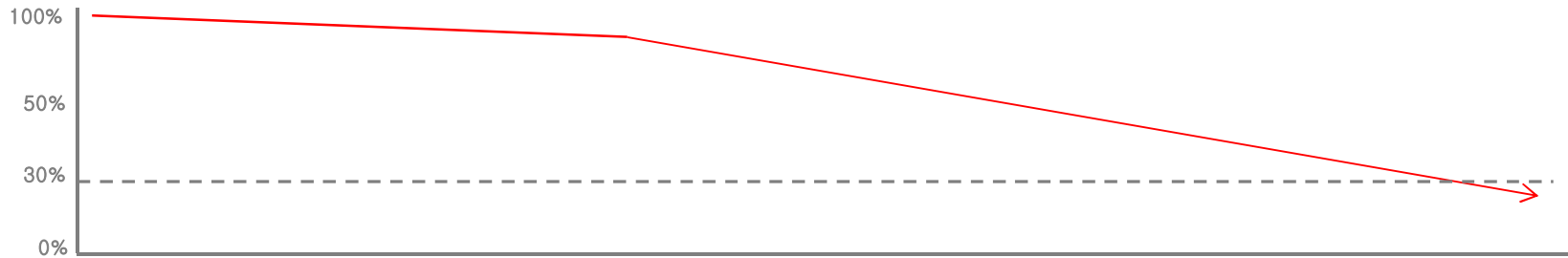
- 삼성전자 분할 후 삼성전자HC와 삼성물산 합병을 통해 제조 지주회사 출범
- 생명 보유 전자 지분은 HC 7.2%, OC 7.2%로 분할. HC는 합병 과정에서 자연스럽게 지분 희석 발생
- 생명 보유 전자 OC 지분은 5%이하로 줄여야하는 금산법 24조 이슈 발생. 전자 HC가 매입 필요
- 합병 지주는 전자 OC를 최소 18.4% 지분 취득. 공정거래법상 20% 이상 취득 필요



삼성생명 유배당 계약자 이슈에 대한 단상

Fact

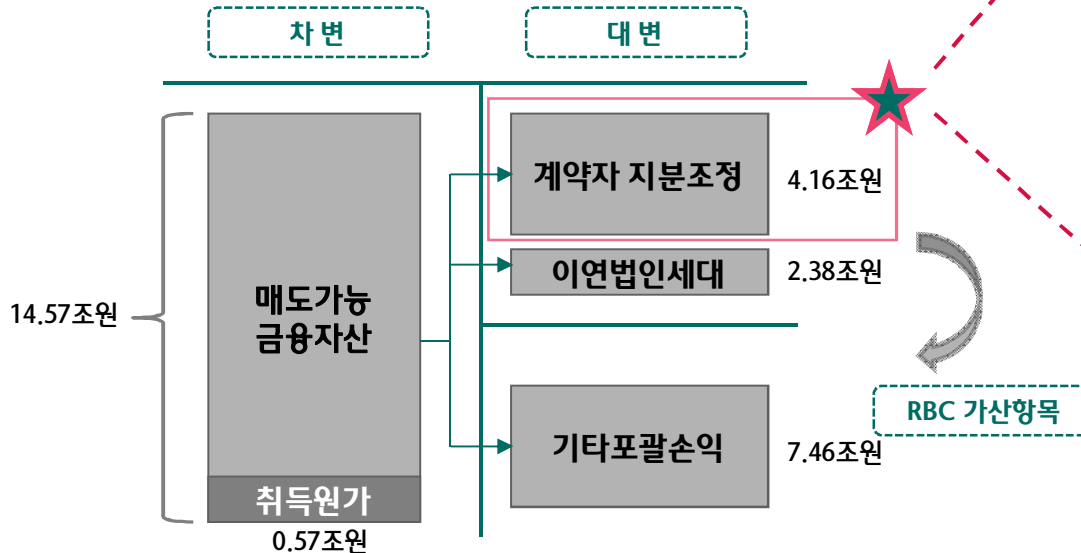
- 국내 생명보험산업 초기 유배당 계약 중심의 보험 판매
- '74년 한국반도체 인수 이후 삼성전자 투여자금의 원천은 유계약자 보험계약
- 삼성생명 상장시 유배당계약자 약 3천명 집단소송. 결과는 패소
- 현행 보험업법상 유배당 계약자 지분매각차익 현실화시 처분시점 기준 배당



삼성생명의 전자 지분 평가익에 대한 구분 계리 현황

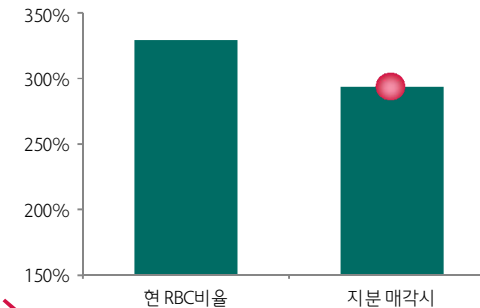
Fact

- 보유지분의 평가손익은 자본과 계약자 지분조정으로 구분 계리
- 약 30% 계약자 지분조정 뒀. 연평균 1.0% 대 하락. 동 비율만큼 자본 이전
- 현 RBC 비율 산정상 계약자 지분조정은 자본으로 평가
- 삼성생명 2013년말 RBC 비율은 329.5%(150% 이상 유지 권고)



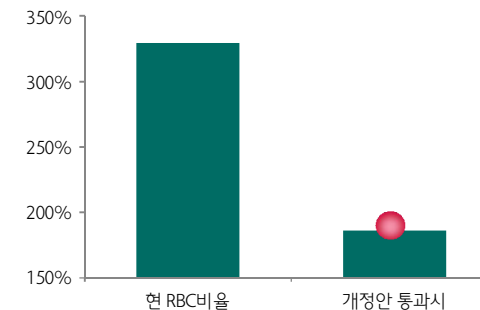
현 보험업법상

전자 지분 매각시 계약자 지분조정액 지급 RBC 하락 예상



개정안 통과시

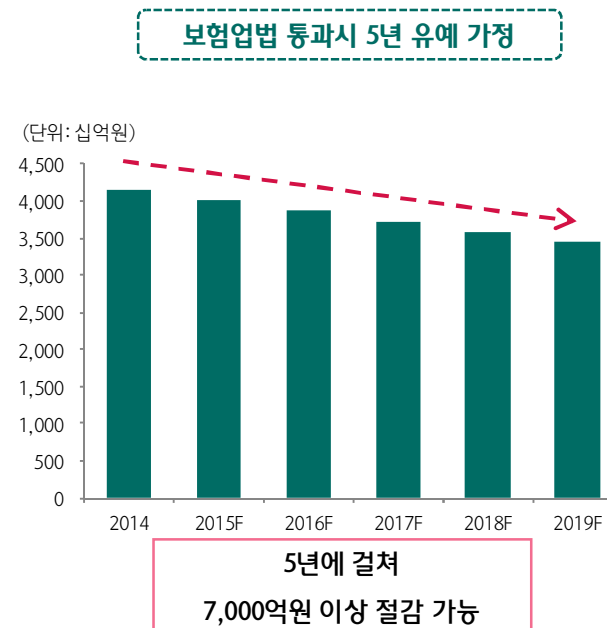
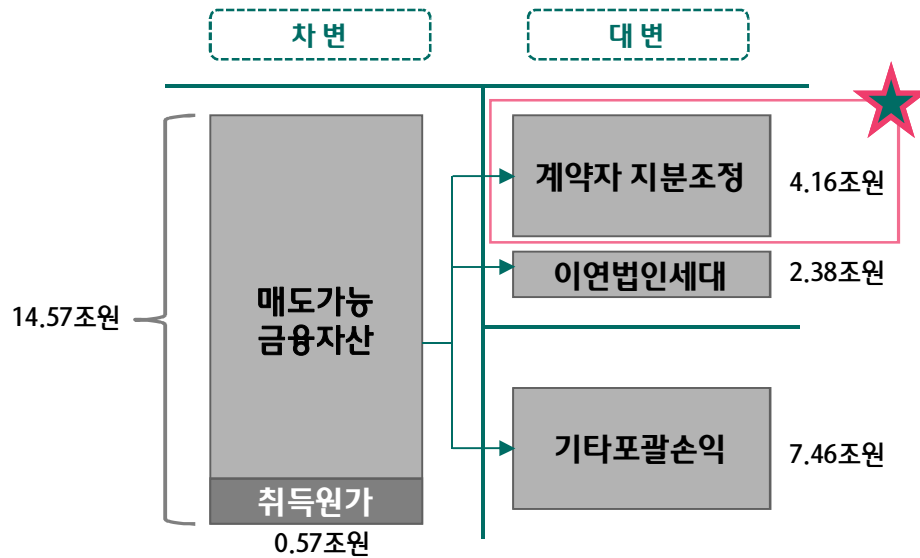
전자 지분 매각시 계약자 지분조정액 지급 RBC 급락 예상



생명 보유 전자 지분 매각 Solution #1. 시간이 약!

Solution

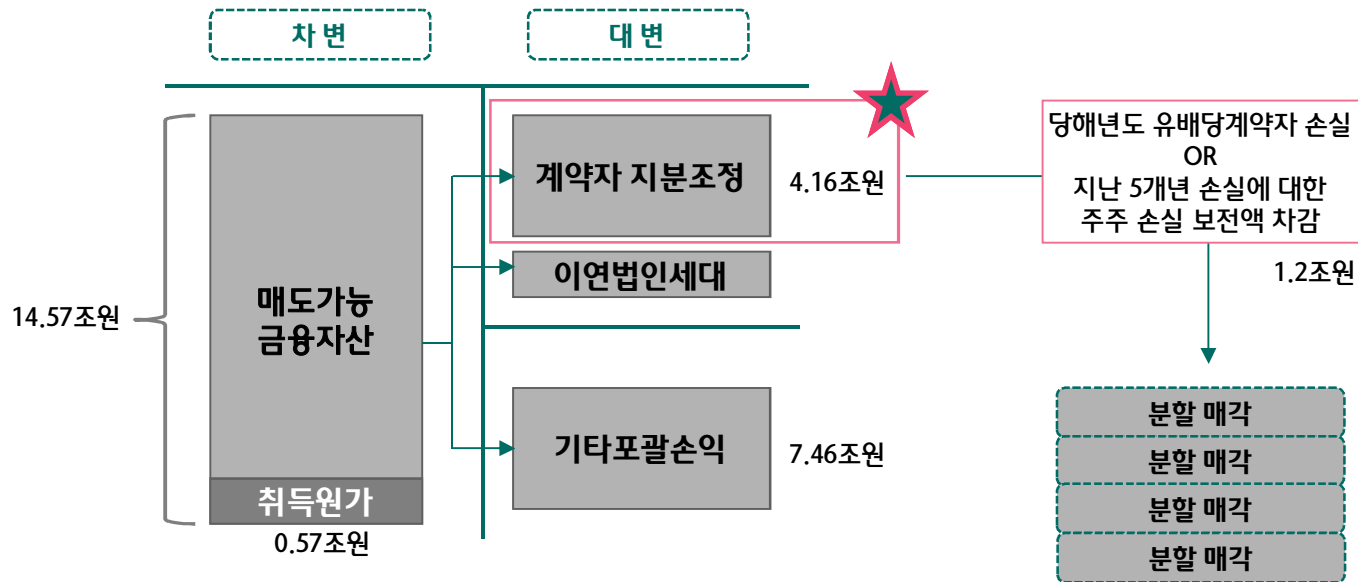
- 상장시 33.3%에서 14년말 29%대로 하락. 연평균 1%대 계약자 지분조정 감소
- 시가 고정시 연평균 1,400억원 내외의 자본증가 반영. 일반회사와는 다른 순자산 가치 증가 발생
- 향후 RBC 비율 강화 및 IFRS Phase II 부채 시가평가로 자본비율 강화 예정
- 현 상태로 최대한 시간을 끄는 것이 삼성그룹 측에서 유리



생명 보유 전자 지분 매각 Solution #2. 분할 매각

Solution

- 지분 매각시 유배당계약 손실보전금액(당해년도 혹은 지난 5년간 주주 부담금액) 차감후 배당
- 연평균 5천억원 내외 손실 발생 감안시 전자 보유 지분의 분할 매각을 통해 Cash Out 최소화 가능
- 8년에 걸쳐 8차례 분할 매각 가정시 사실상 삼성생명의 자본 감소 효과 없음
- 그러나 사회적 반감 고려시 사실상 전개되기 어려운 시나리오(과거 유배당 계약자와의 소송 등)



Appendix

보험업법 시행령 제 64조 배당보험계약의 구분 계리 등

보험업법 시행령

제 64조 배당보험계약의 구분 계리 등

제 1항. 매 결산기 말 배당보험계약의 손익과 무배당보험계약의 손익 구분하여 계리하고(법 제121조 제 1항),

배당보험계약 이익의 계약자지분 중 일부는 금융위원회가 정한 범위에서 배당보험계약의 손실 보전을 위한 준비금으로 적립 가능

제 2항. 배당시

- 이익 발생에 대한 기여도와 보험회사의 재무건전성 등을 고려하여 계약자지분과 주주지분 계리(법 제121조 제2항)

제 3항. 배당 가능 자원

① 해당 회계연도에 배당보험계약에서 발생한 계약자지분

(제 1항의 준비금 적립으로만 사용 가능)

② 해당 회계연도 이전에 발생한 계약자지분 중 배당에 지급되지 않고 총액으로 적립된 금액

③ 주주지분 (① , ② 의 재원으로 부족한 경우)

제 4항. 손실 발생시

- 제 1항의 준비금 우선 사용

- 손실이 남는 경우, 총리령으로 정하는 방법

제 5항. 계약자지분

- 계약자배당을 위한 자원과 배당보험계약의 손실을 보전하기 위한 목적 외에 다른 용도로 사용 불가

제 6항. 제1항부터 제5항까지에서 규정한 사항 외에 배당보험계약의 계약자배당에 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시

Appendix

보험업법 시행규칙 제30조의 2 배당보험계약의 이익배분기준 등

보험업법 시행규칙

제 30조의 2 배당보험계약의 이익배분기준 등

제 1항. 배당보험계약에서 발생하는 이익의 100분의 10 이하는 주주지분, 나머지는 계약자지분으로 계리(영 제64조 제2항)

제 2항. 손실 보전

- 발생한 손실은 영 제64조 1항에 따른 준비금으로 보전하고, 손실이 남는 경우 주주지분으로 보전
- 주주지분으로 보전한 손실을 주주지분의 결손이나 배당보험계약의 이월결손으로 계리 가능

제 3항. 이월결손

- 발생한 해당 사업연도 종료일부터 5년 이내에 신규 적립되는 배당보험계약 손실보전준비금으로 보전 또는,
- 주주지분의 결손으로 계리

Appendix

보험업감독규정 제6-13조의 2 배당보험손실보전준비금 적립 등

보험업감독규정

제 6-13조의 2 배당보험손실보전준비금 적립 등

제 1항. 배당보험이의 계약자지분의 100분의 30이내에서 배당보험손실보전준비금 적립 가능(영 제64조 제1항)

제 2항. 배당보험손실보전준비금

- 적립한 회계연도 종료일부터 5년내의 회계연도에 배당보험계약의 손실 보전(영 제64조 제4항)
- 보전 후 잔액은 개별계약자에 대한 계약자배당재원으로 사용

제7-80조 손익분석

제 1항. 계약자지분, 주주지분의 산출 및 계약자배당의 기초자료로 활용하기 위해 상품별 손익 분석(영 제64조 제6항, 영 제64조의 2제3항)

제 2항. 손익 구분

- 계정별(일반계정, 각 특별계정)로 구분
- 연결재무제표를 작성하는 보험회사의 경우 계정별로 종속기업 구분

제 3항. 계정별 손익

- 유배당보험손익, 무배당보험손익, 자본계정운용손익, 계약자이익배당준비금과 배당보험손실보전준비금에 해당하는 투자손익으로 구분

제 4항. 투자손익 배분방법

- 평균책임준비금 구성비 방식 또는,
- 투자년도별 투자자원 구성비 방식 중 보험회사 선택 적용

(단, 보험계약자 보호를 위해 총 자산 규모 및 매도가능금융자산과 관계,종속기업투자주식의 평가손익등을 고려하여

감독원장이 정하는 기준에 해당되는 보험회사는 제외)