



[ESG] 상법 개정

지주회사가 상법 개정 수혜 업종은 맞지만, 신중하게 체크합시다: ② 중견 지주회사

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407 / RA 김예인 yein.kim@hanwha.com

대선 전후, 지주회사 시장가치의 괄목할 만한 상승

현행 상법 제382조의3은 이사에게 법령과 정관의 규정에 따라 ‘회사를 위하여’ 그 직무를 충실하게 수행하도록 하는 충실의무를 부여하고 있다. 더불어민주당은 지난해 11월, 이사의 충실의무의 대상을 회사뿐 아니라 주주로까지 확대하는 내용 등을 포함한 상법 일부개정법률안을 발의하였고, 이는 올해 3월 13일 국회 본회의를 통과하였다. 그러나 이어 4월 1일, 한덕수 대통령 권한대행 겸 국무총리가 더불어민주당의 주도 하에 국회 본회의를 통과한 상법 개정안에 대해 재의 요구권(거부권)을 행사하겠다고 밝혔고, 이 때문에 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화 등의 내용을 담은 상법 개정안은 국회로 환송되게 되었다. 이후 국회는 4월 17일 오후 본회의에 상법 개정안을 재의결 안건으로 상정하였으나 동 개정안은 재의결 정족수 200석을 넘지 못하여 부결되었다.

한편 지난 6월 3일 대선 결과, 더불어민주당이 대권을 잡게 되었다. 더불어민주당 측이 그간 자본시장 정상화와 한국 증시 부양을 위해 상법 개정이 반드시 필요하다는 입장을 지속적으로 표명해 왔기에, 대선 결과 확정 후 상법 개정 절차가 이전보다 더 신속하고 강력하게 재추진될 것이라는 기대감이 고조되었다. 실제로 이정문 의원 등 25인은 대선 직후인 6월 5일에 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화와 전자주주총회 도입을 골자로 하는 상법 개정안을 발의하였다. 대선 전후의 이 같은 상황 속에서 지주회사로 분류되는 종목들의 주가는 최근 2개월 간 가파르게 상승하였다.

[표1] 상법 개정 Timeline

2024.11.19	이정문 의원 등 18인 상법 일부개정법률안 발의
2024.11.20	법제사법위원회 회부
2024.11.26	제418회 국회(정기회) 제5차 법안심사제1소위
2025.01.22	제421회 국회(임시회) 제1차 법안심사제1소위
2025.02.24	제422회 국회(임시회) 제2차 법안심사제1소위
2025.02.27	국회 본회의 상정 유예
2025.03.13	제423회 국회(임시회) 제1차 본회의 통과
2025.04.01	정부 재의요구권(거부권) 행사
2025.04.17	제424회 국회(임시회) 제5차 본회의 부결
2025.06.03	제21대 대통령선거: 이재명 후보 당선
2025.06.05	이정문 의원 등 25인 상법 일부개정법률안 발의

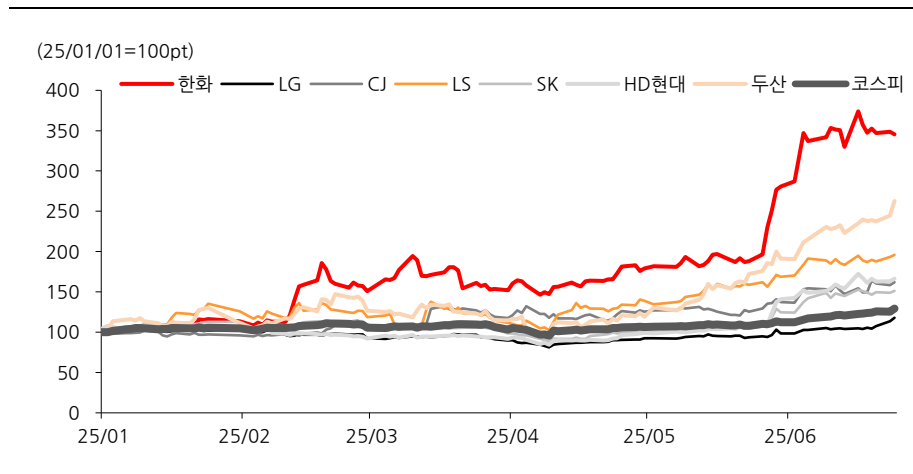
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 이정문 의원 대표발의(2025.6.5) 상법 일부개정법률안 중 이사의 충실의무 조항

현행	개정안
제 382 조의 3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. <신 설>	제 382 조의 3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.

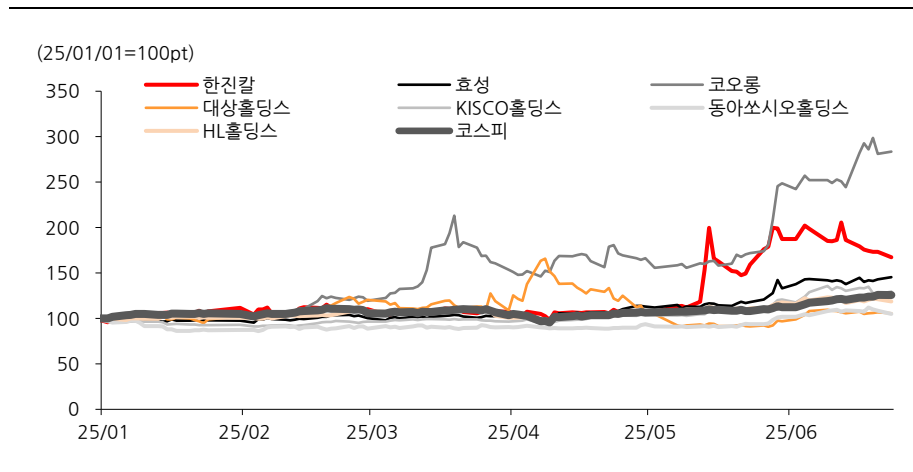
자료: 국회의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 대형 지주회사 시장가치 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 중견 지주회사 시장가치 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

그러나, 자회사 중복상장 및 매각 가능성은 신중하게 체크해야...

만일 특정 지주회사가 비상장 자회사에 대하여 재무적 투자자(FI)와 특정 기한까지 상장을 약속하였거나, 과거에 자회사 상장을 추진했다가 철회 또는 중단한 이력이 있거나, 실적 부진 장기화 또는 대규모 투자 등으로 인해 자금 조달이 시급한 상황에 처해 있다면, 그 지주회사는 비상장 자회사를 상장시키거나 매각할 유인이 크다고 판단할 수 있다. 비상장 자회사를 상장시키거나 매각하게 되면 지주회사 시장가치에 영향을 주기 때문에 상장 지주회사에 투자하기 전, 비상장 자회사들의 향후 거취에 대해 검토해 보는 것이 바람직하다.

지난 6월 11일 보고서에서 순자산 기준 대형 지주회사들 중 상장 또는 매각 가능성이 있는 비상장 자회사를 보유한 사례를 정리하였는데, 금번 보고서에서는 순자산 기준 중견 지주회사들 중 상장 또는 매각 가능성이 있는 비상장 자회사를 보유한 사례를 살펴본다.

[표3] 각 지주회사별 향후 상장 또는 매각 가능성이 있는 비상장 자회사

지주회사 ^{주1}	비상장 자회사	상장 또는 매각 가능성
에코프로 (086520)	에코프로이노베이션	· 에코프로씨엔지와의 합병 후 1~2년 내 상장 추진 가능성 있음 - 리튬 정광에서 수산화리튬을 생산하는 것이 주력 사업 - 2023년 7월 Pre-IPO로 4,000억원 규모의 제3자 배정 유상증자를 진행했고, 3조원의 기업가치를 인정 받음 - 유상증자에 참여한 사모펀드들과의 주주간 계약에 IPO와 관련한 조건이 포함돼, 일정 기간 안에 에코프로이노베이션이 IPO하지 못하면 투자자들이 에코프로를 상대로 풋옵션을 행사할 수 있음 - 2023년 11월 에코프로머티 상장 당시 향후 에코프로이노베이션도 IPO를 추진할 것이라는 예상 있었음 - 2025년 6월 현재 에코프로이노베이션과 에코프로씨엔지 간 합병 추진 중
	에코프로씨엔지	· 에코프로이노베이션과의 합병 후 1~2년 내 상장 추진 가능성 있음 - 폐배터리에서 유가금속을 회수하는 사업 영위 - 2027년 하반기까지 생산 Capa를 현재의 연 12,000톤 수준에서 61,000톤으로 확대할 계획이며, 향후 미국·유럽 등 해외 생산 거점 구축도 계획하고 있음 - 2023년 11월 에코프로머티 상장 당시 향후 에코프로씨엔지도 IPO를 추진할 것이라는 예상 있었음 - 2025년 6월 현재 에코프로이노베이션과 에코프로씨엔지 간 합병 추진 중
한진칼 (180640)	토파스여행정보	· 팬데믹 종식으로 여행·관광업이 부활하면서 3~4년 내 상장 추진 가능성 있다고 판단됨 - 한진칼이 94.35%의 지분을 보유한 항공/호텔/렌터카 예약발권시스템 운영 업체 - 2019년 초, KCGI는 토파스여행정보의 IPO를 주장한 바 있음. 토파스여행정보는 영업이익률이 매우 높은 회사로, 자산가치가 낮지만 이익률이 높아 IPO를 통해 가치 재평가가 가능하다는 것이 근거였음 - 고정비 부담이 적은 기술 기반 사업으로 COVID-19 이전에는 40%대의 영업이익률을 냄 - 2005년에는 한국거래소가 뽑은 10대그룹 우량 비상장 계열회사에 List up되며 상장을 제안받기도 함
효성 (004800)	효성티앤에스	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - 현금자동입·출금기(ATM) 등 금융자동화 기기 제조·판매 업체 - 2019년에 IPO를 추진하다가 중단함. 이후 2020년 10월에도 상장을 준비한다는 소식이 있었으나 성사되지 못하였고 아직까지 구체적인 계획은 알려지지 않음
코오롱 (002020)	코오롱베니트	· 사업 확대를 위해 3~4년 내 상장 추진 가능성 있다고 판단됨 - 코오롱그룹의 IT 서비스 업체. 기존 SI 사업뿐 아니라 최근 AI·클라우드·반도체 IT 솔루션 등 사업 다각화 추진 중. 그러나 삼성 SDS나 LG CNS와 같은 대기업 경쟁업체 대비 시장 내 입지나 매출 규모 면에서 열위에 있음 - 코오롱베니트가 공식적으로 IPO 추진 여부를 밝히지는 않았으나, 지난 2월 LG CNS가 상장을 통해 대규모 자금을 조달한 것처럼 코오롱베니트도 향후 사업 확대를 위해 IPO를 추진할 수 있다는 예상에 힘이 실리고 있음 - 유동부채 규모가 2021년 1,322억원에서 2023년 1,515억원으로 늘어났으나 자본총계는 2021년 605억원에서 2023년 574억원으로 감소하여, 재무건전성 강화를 위한 조치가 필요하다는 지적이 나오고 있음 - 관계자는 "가능성을 달아둔 것은 아니지만 단기적으로 IPO 추진 계획은 없고 외부 투자나 추가 자금 조달 계획도 검토되지 않고 있다. 현재는 자체 재원을 활용해 사업 확장을 추진할 예정이며 올해는 데이터 기반 솔루션 공급과 마케팅을 통해 시장 내 입지를 넓히는 데 집중할 것"이라고 말함
	코오롱스페이스웍스	· 유형자산 투자를 위한 자금 조달과 사업 확대를 위해 3~4년 내 상장 추진 가능성 있다고 판단됨 - 2001년 11월 1일 항공기부품 등의 제조·판매와 연구 및 개발업을 사업 목적으로 설립

		- 2024년 7월 1일 코오롱글로벌 AP^{주2} 등 관련 사업부문, 코오롱이엔피 UD TAPE^{주3} 관련 사업부문을 영업양수하여 사업영역을 확대 - 2024년 9월 3일 회사명을 종전 '코오롱테크퍼지트'에서 '코오롱스페이스웍스'로 변경 - 코오롱스페이스웍스로의 공식 출범 직후 652억원 규모의 공장 증설 계획 발표. 한편 2021년 이후 자본적지출(CAPEX)이 늘어나 2021~2023년 잉여현금흐름(FCF)이 음수였음 - 최근 유상증자: 2024년 8월 9일 결의 700억원 규모, 2025년 2월 3일 결의 200억원 규모, 2025년 3월 24일 결의 30억원 규모
SKC (011790)	SK 엔펠스	· 최근 CMP 패드 사업부를 사모펀드에 매각하였으며 잔여 사업부 중 블랭크 마스크 사업부도 매각 협상 타진 중 - SKC 반도체 소재 사업의 핵심 투자사로, 이전 사명은 'SKC 솔믹스'. 30년 이상 축적된 연구개발을 통해 반도체 분야의 파인 세라믹 소재 산업 국산화를 주도해 왔음. 2008년 SKC의 자회사로 편입된 이후부터는 CMP 패드, 블랭크 마스크 등 고부가 반도체 소재 신사업에 진출함 - 2020년 8월 SKC 솔믹스 완전자회사 편입 결정 이후 외부 지분 42.3%를 공개매수 및 포괄적 주식교환을 통해 확보. 2023년 1월에 'SK 엔펠스'로 사명 변경 - 2025년 4월, SK 엔펠스의 CMP 패드 사업부를 한앤코에 3,346억원에 매각 - 한편, 블랭크 마스크는 반도체 공정 가운데 노광 공정에 사용되는 포토마스크의 핵심 부품. SKC는 블랭크 마스크 사업부 매각을 위해 전략적투자자(SI)와 재무적투자자(FI) 모두를 대상으로 접촉 중인 것으로 파악됨. 해외로의 매각도 염두하고 있음 - SK 엔펠스의 블랭크 마스크 사업부는 2024년 약 40억원의 매출을 기록했고 5군데의 고객사를 확보하고 있음. SKC는 2030년까지 매출이 2024년의 7배 수준으로 확대되고 고객 또한 3년 내 두 배로 늘어날 수 있다는 점을 마케팅 포인트로 삼고 있음
	SK 넥실리스	· 최근 FCCL^{주4} 사업부를 매각하였으며 당분간 다른 사업부나 자회사를 매각하여 재무건전성 확보에 주력할 것으로 예상됨 - 리튬이온 이차전지의 핵심 소재인 동박과 연성인쇄회로기판의 소재인 FCCL^{주4} 생산이 주력 사업 - 전기차 캐즘으로 인해 2023년에 전년 대비 매출이 감소하고 영업손익이 적자 전환하자 2024년 희망퇴직을 단행. 이후 차입금 축소와 재무건전성 강화에 힘 쏟고 있음 - 2024년 11월, 디스플레이용 FCCL^{주4} 소재를 공급하는 박막사업을 어필마캐피탈에 매각하기로 결정. 거래 규모는 950억원이며, 거래 종결 예정일은 당초 2025년 2월 말이었으나 4월 말로 연기됨 - 한편, SKC는 지난 6월 18일 SK 넥실리스 말레이시아 법인의 일부 지분을 도요타통상에 양도하고 약 1억 1천만 달러(약 1,500억원) 규모의 투자를 유치했다고 공시 - 덧붙여, SKC가 2025년 5월 29일 발행을 결정한 교환사채 투자자인 사모펀드 한국투자PE와 헬리오스PE는 사채 발행일로부터 3년 안에 SK 넥실리스와 애플리스가 상장하는 경우 사전 동의권을 가짐. 이들 투자자가 두 회사의 상장에 동의하지 않으면 SKC는 일정 수익률을 보장해주는 조건으로 매도청구권(콜옵션) 행사 가능
	SK 피아이씨글로벌	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 매각 가능성 있음 - SK 피아이씨글로벌의 전신은 1987년에 유공과 미국 화학기업 Arco Chemical사가 합작 설립한 '유공-아코화학'임. 1991년 폴리우레탄의 원료인 PO(프로필렌 옥사이드)의 국내 최초 상업화에 성공하고, 이를 토대로 PG(프로필렌 글리콜), Polyol(폴리올)을 포함한 화학사업을 시작 - 2023년 10~11월 경 SK 피아이씨글로벌의 매각설이 제기됨
세아베스틸지주 (001430)	세아항공방산소재	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - 2022년 1월 舊세아베스틸은 이사회를 열고 존속법인 지주회사 세아베스틸지주와 신설법인 특수강 제조기업 세아베스틸로 물적분할하기로 결정. 물적분할 후 신설법인 세아베스틸 상장 계획은 없다고 밝힘 - 舊세아베스틸이 2019년 10월 세아항공방산소재(舊알코닉코리아) 인수를 결정하였을 당시 IPO 가능성이 제기되었으나 이후 COVID-19 확산으로 상장 추진 여부에 대한 이야기가 일축됨 - 세아항공방산소재는 세아그룹의 첫 비철금속 회사로, 항공기·자동차·무기 등에 사용되는 알루미늄 소재 생산 업체. 세아그룹은 세아항공방산소재 인수를 통해 특수강 제조 중심의 사업구조에서 포트폴리오 다각화를 도모함 - 관계자는 상장 여부에 대해서는 정해진 것이 없다고 밝힘
대상홀딩스 (084690)	대상정보기술	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - 대상그룹의 IT 계열회사 - 2003년 말에 "2005년 말 이후 IPO를 목표로 하고 있다"고 밝혔으나 성사되지 못하였고, 2005년 말에도 "이르면 2006년, 늦어도 2007년 코스닥 상장을 준비하고 있다"고 밝힘
KISCO 홀딩스 (001940)	환영철강공업	· 건설 경기 회복 및 철강 섹터 업황 개선 시 상장 추진 가능성 있음 - 제강공장에서 생산한 BILLET을 압연 공정으로 가열한 후 생산한 철근을 판매하는 것이 주영업 - 2010년 6월 KOSPI 상장을 추진하였으나 수요 예측 결과 부진, 증시 상황 악화, 건설 경기 불황 등 요인이 겹치며 철회 결정 - 2025년 6월 현재 장외시장에서 약 1,800억원 가치로 거래 중

대웅 (003090)	대웅바이오	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - Ursodeoxycholic Acid 등 원료의약품의 제조·판매 영위 - 2024년 매출액 약 5,800억원, 영업이익 약 800억원. 연 매출 기준 비상장 제약회사 중 업계 2위 수준, 상장회사를 포함해도 15위 안팎에 해당됨 - 2018년 이후 다수의 제약회사들이 기업공개에 나서며 대웅바이오의 상장 가능성도 제기됨
솔브레인홀딩스 (036830)	진켄	· 과거 상장을 추진한 이력 있으며, 해외 시장 진출 등을 위해 추후 상장 추진 가능성 있음 - 1997년 설립된 1세대 바이오벤처 기업으로 모유 올리고당 성분인 시알릴락토스 상용화 기술을 보유하고 있으며 2018년에 이 시알릴락토스에 대해 미국 FDA GRAS ^{주5} 인증을 받음 - 시알릴락토스는 두뇌 발달, 인지력 개선, 세균 감염 예방, 장내면역 활성화 등에 효능이 있는 것으로 알려져 있음 - 2019년 9월 대신증권을 IPO 대표 주관사로 선정하고 코스닥 상장을 추진하였으나 최종 성사되지는 못함
원익홀딩스 (030530)	원익로보틱스	· 글로벌 빅테크 기업과의 협업이 진행 중이며, 해외 시장 진출 등을 위해 추후 상장 추진 가능성 있음 - 2024년 11월, 원익로보틱스와 미국 빅테크 기업 메타(Meta)가 '알레그로 핸드(Allegro Hand)' 개발을 위해 협업하고 있다는 소식이 알려짐 - 알레그로 핸드는 촉각 센서를 탑재한 손 모양 로봇으로, 연구기관과 대학의 로봇공학 연구자들이 수행할 실험을 돕는 것을 목표로 메타의 'Meta Digit Plexus' 플랫폼을 활용해 개발됨. 2025년 중 출시를 목표로 하고 있으며 원익로보틱스가 알레그로 핸드의 제조와 유통을 담당 - 2025년 5월에는 '알레그로 핸드 V5'가 유럽연합(EU) 통합 규격 인증 마크인 CE ^{주6} 인증을 획득함. CE ^{주6} 인증은 EU 시장에 제품을 수출하기 위해 요구되는 인증으로, EU 안전 지침을 충족했음을 공식적으로 인정받은 것임
이지홀딩스 (035810)	이지팜스	· 과거에 상장 가능성이 언급된 적 있음 - 동물용 사료 및 조제식품 제조업 수행 - 舊이지바이오는 2020년 5월 1일을 분할기일로 하여 인적분할의 방법으로 분할신설회사인 이지바이오를 설립하고, 분할존속회사는 이지홀딩스로 상호를 변경 - 2018년 10월 舊이지바이오의 자회사인 옴티팜이 코스닥에 상장할 당시 업계 관계자가 "이지바이오그룹은 옴티팜 다음 차례로 이지바이오 자회사인 이지팜스와 이앤인베스트의 상장에 나설 것이 유력하다"고 말함
동아쏘시오홀딩스 (000640)	동아제약	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - 국내 비상장 제약회사 중 매출 규모 1위: 2023년 매출액 6,310억원, 2024년 매출 6,787억원 - 상장회사를 포함하더라도 매출 규모가 10위 내외
	에스티젠바이오	· 1~2년 내 상장 추진 가능성 있다고 판단됨. 설립 이래 지속적으로 적자였으나 작년에 최초로 흑자 전환하였으며 해외 주요 대응, 공장 증설 등을 위해 자금 조달이 필요한 상황 - 에스티젠바이오는 2015년 4월 1일을 기일로 지주회사 동아쏘시오홀딩스로부터 물적분할된 위탁생산(CMO ^{주7}) 업체로, 2015년 설립 이래 매년 영업손실을 내며 그룹 내 아픈 손가락으로 꼽혀옴. 그러나 2024년 처음으로 17억원의 영업이익을 기록해 흑자 전환에 성공, 올해 920억원 이상의 최대 매출 달성 전망됨 - 에스티젠바이오는 2025년 7월 안으로 미국에 스텔라라 바이오시밀러 '이물도사'(성분명 우스테키누맵) 판매를 개시하고, 유럽권 판매 지역도 확대할 계획. 미국 시장의 경우 동아에스티의 현지 협업사인 인타스를 통해 판매가 시작될 예정이고, 유럽 국가 중 독일·아일랜드·영국 등에서는 판매를 개시한 상태이며 연내 프랑스·스페인·이탈리아 등으로 판매 지역을 넓힐 계획 - 현재 인천 송도에 에스티젠바이오의 바이오의약품 생산시설이 가동 중이나, 해외 수요 증가에 대응하고자 35kL 규모의 2공장 건설 등도 검토 중 - 생산시설 확충을 위한 대규모 자금 확보가 필요한 만큼, 업계에선 IPO 추진 가능성을 거론함. 관계자는 "IPO 계획에 대해서 단정적으로 말하기 어렵다"면서도 "회사의 장기적 성장을 위해 고려할 수 있는 대안 중 하나로 인식하고 있다"고 전함
일진홀딩스 (015860)	알피니언메디칼시스템	· 3~4년 내 상장 추진 가능성 있다고 판단됨 - 초음파영상진단기 생산 업체로 일진홀딩스의 지분율 94.3% - 이전 사명은 '바이메디시스템'이며, 일진홀딩스가 2008년에 102억원을 들여 지분 78.59%를 인수 - 2016년 8월 전환사채(CB)를 발행하면서 투자자인 스틱인베스트먼트에 2020년까지 IPO를 추진하겠다고 약속한 바 있음 - 일진홀딩스의 주요 종속회사가 대부분 상장되어 있기에, 투자은행 업계는 향후 알피니언의 기업공개 가능성을 높게 보고 있음 - 허정석 부회장이 영입한 김태윤 일진홀딩스 전무는 이런 가능성에 무게를 싣고 있음. 알피니언의 등기임원도 겸직하는 김 전무는 과거 애경그룹 재직 당시 제주항공 IPO를 주도했던 인물로 알려져 있음
HL 홀딩스 (060980)	에이엠티엔지니어링	· 가까운 미래는 아니더라도 추후 상장 추진 가능성 있음 - 의료용 레이저 기기 제조 업체 - 2016년 8월 HL 홀딩스가 에이엠티엔지니어링의 지분 22.22% 취득 - 2008년 당시 2010년 코스닥 상장을 목표로 삼은 바 있음

주1: 공정거래위원회 지정 지주회사 중 선정

주2: Automotive Parts

주3: 연속섬유 강화 복합소재인 Uni-Directional Tape를 의미

주4: Flexible Copper Clad Laminate, 연성 동박 적층판

주5: Generally Recognized As Safe, 먹을 수 있는 안전한 물질이라는 의미로 이를 활용한 상업적 판매가 가능하다는 인증

주6: Conformité Européenne, '유럽 적합성'을 뜻하는 프랑스어

주7: Contract Manufacturing Organization

자료: 공정거래위원회, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 6월 25일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (임수진, 김예인)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.