



# [ESG] 지배구조 규제

## 상법 개정안 통과 전 자진상폐하는 기업들

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

### 배경

더불어민주당이 7월 4일 전 상법 개정안을 처리하겠다고 예고하였다.

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 권한 대행 겸 국무총리가 더불어민주당의 주도 하에 국회 본회의를 통과한 상법 개정안에 대해 재의요구권(거부권)을 행사하겠다고 밝혔고, 이 때문에 주주에 대한 이사의 충실의무 명문화 등의 내용을 담은 상법 개정안은 국회로 환송되게 되었다. 이후 국회는 4월 17일 본회의에 상법 개정안을 재의결 안건으로 상정하였으나 동 개정안은 재의결 정족수 200석을 넘지 못하여 부결되었다.

지난 6월 3일 대선 결과, 더불어민주당이 대권을 잡게 되었다. 더불어민주당 측은 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. 이를 6월 12일에 처리하려 하였으나 본회의가 철회되면서 미루어졌고, 더불어민주당은 6월 임시국회 회기가 끝나는 7월 4일까지 상법 개정안을 처리할 계획이라고 입장을 밝힌 상태이다.

[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: 더불어민주당 이재명 후보 당선 |
| 2025.06.05   | 이정문 의원 등 25인 상법 일부개정법률안 발의   |
| 2025.06.12   | 본회의 상정 예정이었으나 철회             |
| ~ 2025.07.04 | 본회의 상정 및 처리 예정               |

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 상법 개정안 통과 전 자진상폐하는 기업들

지난 3월 13일 보고서에서 ‘개정안이 통과가 되더라도 즉시 시행되기 보다는 공포 후 시행까지 특정 기간(예: 1년)을 둘 수 있다. 이 기간에 상장 지주회사들이 비상장 자회사의 상장을 조속하게 추진할 수 있어, 해당 기간에는 지주회사 투자에 유의해야 할 것이다’라는 Comment를 낸 바 있다. 사실 개정 상법 시행 후 이사의 책임을 묻는 소송, 외부 자본으로부터의 경영권 공격, 소액주주 관여활동 등이 증가할 수 있어, 기업 입장에서는 규제 강화 전 사업구조 개편, 자금 조달, 신사업 추진 등 굵직한 경영 사안들을 서둘러 처리하는 것이 효율적이고, 심지어 합리적인 판단일 수 있다.

대선 이틀 뒤 재발의된 상법 개정안은 ‘공포 즉시’ 시행을 목표로 하고 있다. 상법 개정안 통과가 목전에 다가오면서 개정 상법 시행 전 분할·자진상폐 등 지배구조를 서둘러 개편하려는 기업들의 움직임이 분주하다. 지배구조 개편의 대표적인 예시는 분할과 합병 등이지만 이는 비교적 흔하게 일어나는 일인 반면, 상장폐지는 기업이 존속하는 기간 동안 웬만해서는 보기 드문 일이다. 그런데 올해 들어 벌써 4개사가 자진 상장폐지를 위한 공개매수를 진행하였거나 진행 중에 있다. 한솔피엔에스, 텔코웨어, 비올, 신성통상이 바로 그 4개사이다.

[표2] 자진상폐를 위해 공개매수 진행 완료 또는 예정인 기업

| 종목코드   | 기업명    | 공개매수 기간                 | 공개매수 가격 (원) | 공개매수 시작 직전일 증가 (원) | 공개매수자             | 공개매수 전 최대주주 및 특수관계인 지분율 | 매수 목표 지분율 및 매수 결과        |
|--------|--------|-------------------------|-------------|--------------------|-------------------|-------------------------|--------------------------|
| 005390 | 신성통상   | 2025.06.09 ~ 2025.07.09 | 4,100       | 3,020              | 가나안, 에이션패션        | 83.87%                  | 목표: 16.13% <sup>주2</sup> |
| 335890 | 비올     | 2025.06.18 ~ 2025.07.07 | 12,500      | 11,200             | 비엔나투자목적회사         | 34.76%                  | 목표: 64.09% <sup>주2</sup> |
| 078000 | 텔코웨어   | 2025.05.19 ~ 2025.06.10 | 13,000      | 9,810              | 금한태 <sup>주1</sup> | 30.64%                  | 목표: 25.24%<br>결과: 10.44% |
| 010420 | 한솔피엔에스 | 2025.03.31 ~ 2025.04.30 | 1,900       | 1,199              | 한솔홀딩스             | 46.07%                  | 목표: 53.93%<br>결과: 38.07% |
|        |        | 2025.05.12 ~ 2025.06.02 | 1,900       | 1,883              | 한솔홀딩스             | 84.14%                  | 목표: 15.86%<br>결과: 4.22%  |

주1: 최대주주 본인이자 대표이사

주2: 공개매수 진행 중

자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

참고로, 유가증권시장 상장규정에 따르면, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 95% 이상이면 자진상폐 요건에 해당된다.

[표3] 유가증권시장 상장규정상 자진 상장폐지 관련 규정

**제7조(신청에 따른 상장폐지)** ① 상장법인은 상장증권의 종목별로 거래소에 상장폐지를 신청할 수 있다. 다만, 다음 각 호의 증권을 상장한 법인은 상장폐지를 신청할 수 없다.

1. 기업인수목적회사주권
2. 상장지수펀드증권과 외국상장지수펀드증권
3. 환매 청구가 금지되는 투자회사주권과 수익증권

② 제 1 항에도 불구하고 주식워런트증권 또는 상장지수증권은 다음 각 호에 해당하는 경우에만 상장폐지를 신청할 수 있다.

1. 주식워런트증권: 발행인 또는 유동성공급자가 해당 증권을 전부 보유한 경우
2. 상장지수증권: 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우
  - 가. 발행인 또는 유동성공급자가 해당 증권을 전부 보유한 경우
  - 나. 해당 증권이 상장기간이 1년을 경과한 경우로서 발행인 또는 유동성공급자가 해당 증권총수의 100분의 95 이상을 보유한 경우

자료: 한국거래소, 한화투자증권 리서치센터

## Comment

앞서 언급한 바와 같이 개정 상법의 적용을 받기 전에 주주의 입김으로부터 자유로워지고자 자발적으로 상장폐지를 추진하는 것이 기업 입장에서 합리적인 선택일 수 있다. 규제 강화 때문이 아니더라도, 평시에 주가 관리와 IR 활동, 공시 의무 등이 부담스러워 상장폐지를 택하는 경우도 있다. 그러나 어떤 이유로 자진상폐를 추진하건, 상폐를 원치 않는 소액주주에게 충분한 대가를 지급해야 마땅하다. 자진상폐를 위한 공개매수 시, 개별 주주가 매입한 단가에 특정 비율을 할증하여 프리미엄까지 없어 지급하는 것은 꿈 같은 이야기일까?

2022년 12월부터 시행된 자본시장법 시행령에서 보장하는 물적분할 반대 주주 주식매수청구권, 현재 자본시장법 개정안으로 발의된 상태인 M&A 의무공개매수제도 등도 지배구조 개편 시 소액주주가 적절한 가격으로 주식을 매도할 기회를 제공하려는 목적으로 도입되었거나 도입 타진 중인 제도들이다. 자진상폐 시 공개매수 단가에 대해서도 어느 정도는 규제의 손길이 뻗쳐야 하는 것이 아닌가 생각한다.

## [별첨] 최대주주 및 특수관계인 지분율이 높은 기업

자진상폐 계획을 발표한 것은 아니더라도, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 유독 높은 기업은 참고해 놓는 게 좋다.

[표4] 최대주주 및 특수관계인 지분율 80% 이상인 상장회사 (24 개사)

| 종목코드   | 기업명     | 최대주주 (지분율)                         | 종목코드   | 기업명       | 최대주주 (지분율)             |
|--------|---------|------------------------------------|--------|-----------|------------------------|
| 000500 | 가온전선    | LS 전선 (81.62%)                     | 030610 | 교보증권      | 교보생명보험 외 1 인 (84.74%)  |
| 000650 | 천일고속    | 박도현 외 2 인 (85.74%)                 | 031210 | 서울보증보험    | 예금보험공사 (83.85%)        |
| 000680 | LS 네트워크 | E1 외 1 인 (81.8%)                   | 058650 | 세아홀딩스     | 이태성 외 14 인 (80.68%)    |
| 001020 | 페이퍼코리아  | 유암코기업리바운스제철차기업재무안정사모투자합자회사 (86.6%) | 078130 | 국일제지      | 삼라마이더스 (89.14%)        |
| 005390 | 신성통상    | 가나안 외 6 인 (83.87%)                 | 111710 | 남화산업      | 남화토건 외 8 인 (85.12%)    |
| 006040 | 동원산업    | 김남경 외 15 인 (87.89%)                | 127980 | 화인씨키트     | 유수권 외 2 인 (83.34%)     |
| 007700 | F&F 홀딩스 | 김창수 외 9 인 (91.71%)                 | 219750 | 한국비티비     | 한국비엔씨 외 3 인 (81.13%)   |
| 009620 | 삼보산업    | 이태용 외 3 인 (100%)                   | 373220 | LG 에너지솔루션 | LG 화학 (81.84%)         |
| 010580 | 에스엠백셀   | 에스엠하이플러스 외 2 인 (86.09%)            | 408920 | 메세이상      | 이상네트웍스 외 20 인 (82.79%) |
| 014820 | 동원시스템즈  | 동원산업 외 5 인 (83.38%)                | 435570 | 에르코스      | 김슬기 외 6 인 (83.21%)     |
| 023760 | 한국캐피탈   | 군인공제회 (80.41%)                     | 462520 | 조선내화      | 시알홀딩스 외 12 인 (80.18%)  |
| 027970 | 한국제지    | 해성산업 (84.69%)                      | 478560 | 블랙야크아이앤씨  | 강준석 외 1 인 (81.02%)     |

자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 6월 27일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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.