한화투자증권

2025년 10월 14일
ESG & Transition

ESG & Transition

더 센 것들 : ③ 경영권 분쟁, 백기사가 필요해

▶Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

경영권 분쟁 관련 이벤트를 주목할 필요가 있다.

지배구조 패러다임은 주주가치 중심으로 전환 중

우리나라 자본시장이 장기적으로는 주주가치 중심으로 전환될 것이 분명하지만, 그 중간 과정에서는 일본 시장의 사례처럼 '우호적 주주 연합'을 형성하는 것이 주요한 경영권 방어 전략으로 부상할 것이다.

백기사는 은밀하고 치밀하게 진화 중

기업의 외부 공격이 증가할수록 백기사를 찾는 경향이 강해진다. 경영권 분쟁, 우호지분 구도, 기업 구조조정 시나리오에서 백기사 등장은 필연이 되었고, 이는 투자자와 주주 모두에게 기회와 리스크를 동시에 안겨주는 시장 구조적 대변화다.

최근 백기사는 전략적 지분 연합, 의결권 동조 전략, 그리고 스텔스 거버넌스(Stealth Governance) 등 복합적인 형태로 진화중이다.

LS그룹과 호반그룹

분쟁은 단순히 두 그룹 간의 문제가 아니라, LS-한진 연합과 호반-하림 연합이라는 네 개의 대기업 그룹이 얽힌 복잡한 구도를 양상을 띄고 있다. 분쟁의 핵심에는 2030년 추정 41조 원 규모의 해저 케이블 시장 패권 다툼이 있다.

호반그룹은 LS 지주사 지분을 최소 3% 이상 확보하여 주주총회 소집권, 회계장부 열람권, 이사해임 청구권 등 '법적 칼날'을 손에 쥐었다. 여기에 하림그룹까지 가세하면서 연합 압박을 가하고 있다.

LS그룹은 현금 유동성 확보와 한진그룹과의 전략적 협력을 통해 우호지분을 확보하고, 자사주 소각으로 오너 지분율을 상대적으로 끌어올리는 방어막을 구축했다.

경영권 분쟁 과정은 주가 상승의 기회로 이어질 수 있다.

백기사(White Knight)의 귀환

지배구조 패러다임이 확 바뀌기 전, 증가할 경영권 분쟁과 백기사들

우리나라 지배구조 패러다임은 과거 대주주 중심에서 주주가치 중심으로 전환 중이다.

자산총액 2조 원 이상 상장사에 한해 감사위원 선임 시 대주주 및 특수관계인의 의결권을 합산하여 3%로 제한하는 '합산 3% 룰'과 집중투표제 의무화, 주주대표소송 제기 요건에 대한 법원의 유연한 해석이 확대되면서 경영진의 책임 부담이 증가하고 있다. 이러한 변화는 기업의 전통적인 방어 수단을 무력화시키는 동시에, 적대적 M&A의 비용과 절차를 복잡하게 만들 수 있다.

우리나라 자본시장이 장기적으로는 주주가치 중심으로 전환될 것이 분명하지만, 그 중간 과정에서는 일본 시장의 사례처럼 '우호적 주주 연합'을 형성하는 것이 주요한 경영권 방어 전략으로 부상할 것이다.

자산운용사와 사모펀드 역할 또한 중요해진다. 전략적 이해관계에 있는 기업, 그리고 금융자본 연합이 새로운 백기사의 주체가 되어, 교환사채 발행, 지분 스왑 등 다양한 방식으로 경영권 방어에 참여한다. 이들은 단순히 지분을 사들이는 것을 넘어, 위임장 투표와 같은 공개적인 캠페인 또는 비공개 협상을 통해 의결권을 결집하고 경영진에게 영향력을 행사하는 동맹군 역할을 수행하게 된다.

[표1] 기업들은 경영권 방어를 위해 전략 변화를 모색 중

주제	내용 및 기업의 대응 예상	전체 자본시장 관점에서 발생할 문제점
1. 중복 상장 규제 (모회사 주주 우선 원칙)	IPO 추진 또는 철회, 비상장 유지를 통한 경영권 강화, 매각 상장으로 우회 시도 → 전략적 계열사 상장 기대 증가, 모회사 주주 이익구조 재편 착수	투자자 기대 미충족, 성장 자금 조달 저하, 기업가치 디스카운트 심화
2. 계열사 통합 통한 '스케일업' 전략	수익성 낮은 계열사 매각/합병 추진, 지배구조 간소화 및 오너 지배력 강화 수단 모색 → 비상장 계열사 합병 및 매각 프로세스 가속화, 주주 승인 의결 요건 강화 예상	경영 불투명화 심화, 소액주주 가치 희석 가능성, 소액주주 반대 시 지배구조 갈등 심화
3. 경영권 방어 수단 도입 요구 (차등의결권/포이즌 필 등)	차등의결권(주식 종류에 따라 의결권을 차등 부여), 포이즌 필(적대적 M&A 를 막기 위해 기존 주주에게 주식을 낮은 가격에 판매할 권리) 도입 요구 → 대규모 기업 중심의 신규 상장, 스타트업 지배구조 설계 전략 변경 필요	경영 감시 기능 약화, 소수 주주 권리 침해 가능성, 대주주 전횡 리스크
4. 자사주 활용 정책 (소각 or 유통)	자사주 소각 대신 매각 통한 지배력 강화 또는 현금화, EB 발행 통한 간접 유통 시도 → 상장기업, 1 년 간 100 조 원 이상 자사주 소각 추진, 주당순이익(EPS) 상승 예상	시장 신뢰 훼손, 자사주 매각 시 소액주주 가치 희석, 자사주 제도 오용 및 편법적 활용으로 인한 논란
5. IR 및 컴플라이언스 강화	외부(IR) 활동 강화, 공시 역량 강화 및 형식적 감시 운영 유지 가능성 → ESG 연계 보상 체계 도입, IR 강화	형식적 정보 공개 및 ESG 기준에 못 미치는 피상적 활동

자료: 법무부, 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터 재정리

백기사 전략은 은밀하고 치밀하게 진화

백기사 전략은 기존 경영진과 주주의 이해관계를 최대한 보호하면서, 기업의 장기 가치와 역량을 지키는 합리적인 방어수단이다. 기존의 백기사가 단순히 우호적인 지분을 확보하는 수동적인 역할에 그쳤다면, 새로운 백기사는 전략적 지분 연합, 의결권 동조 전략, 그리고 스텔스 거버넌스(Stealth Governance) 등 복합적인 형태로 진화중이다.

전통적인 방어 수단들이 무력화되면서, 교환사채(CB) 발행, 지분 스왑, 크로스 홀딩(Cross-holding) 등 방법들이 백기사 역할에 활용되고 있다.

① 전략적 지분 연합

단순한 자금 지원을 넘어선 전략적 동맹이라 할 수 있다. 기업들은 교환사채 발행 등을 통해 재무적 부담을 최소화하면서도 우호 지분을 확보하는 이중적 효과를 노릴 수 있다. 예를 들어, 한진그룹이 LS와 650억원 규모의 교환사채를 발행한 것은 표면적으로는 채무 상환 목적이었지만, 실제로는 호반그룹의 경영권 위협에 대비했다고도 해석할 수 있다. 단순히 재무적 관계를 넘어 상호 이익을 공유하는 장기적 파트너십으로 발전할 수 있다.

② 의결권 동조 전략

자산운용사, 기관투자자 등과 '연대'를 형성하여 의결권을 결집하는 방법이다. 개별 주주의 의결권은 미미하지만, 결집되면 큰 영향력을 발휘한다. 위임장 투표와 같은 공개적인 캠페인뿐만 아니라, 비공개 협상을 통해 경영진에게 영향력을 행사하는 동맹군 역할을 수행한다.

③ 스텔스 거버넌스 (Stealth Governance)

실질적 영향력을 가진 기관투자자들과의 비공개 협상을 통해 '보이지 않는 주주 네트워크'를 구축하는 방법이다. 실질적 영향력을 가진 기관투자자, 사모펀드(PEF), 그리고 전략적 이해관계 기업들과의 긴밀한 관계를 통해 경영권 방어뿐만 아니라 기업의 장기적 가치 증진을 위한 방향까지 논의한다. 겉으로 드러나는 경영권 분쟁보다 더욱 효과적이며, 안정적인 지배구조를 구축하는 데 기여할 수 있다.

일본 지배구조 개혁 과정에서도 M&A 급증과 기술/단기주의 딜레마

일본, M&A 급증과 구조조정의 필연성

일본의 2015년 지배구조 개혁 이후, 주주행동주의는 기업의 구조조정(Break Up) 과 자본 재배치(Capital Reallocation)를 강제하는 강력한 시장 동력으로 작용했다. 일본 2018~2025년간 542건의 주주제안 내역을 살펴보면, 구조조정(9.6%), 사업 결합 반대(9.1%)관련 안건이 높은 비중을 차지한다.(Bloomberg) 기존 경영진이 추진하지 않던 비효율적인 자산 매각, 사업분할, 자사주 매입 등을 행동주의자들이 ROE개선을 위해 주주제안을 적극 실시했음을 알 수 있다.

일본 기업의 혁명은 자본 효율성 제고와 가치 재평가를 촉진시켰다는 긍정적인 평가를 받지만, 동시에 핵심 기술 유출 위험 및 단기적인 현금 환원 압력에 따른 장기 성장 동력 훼손 우려를 낳는 양날의 검으로 평가받는다.

'기술 유출 방어'와 '전략적 연합' 사이

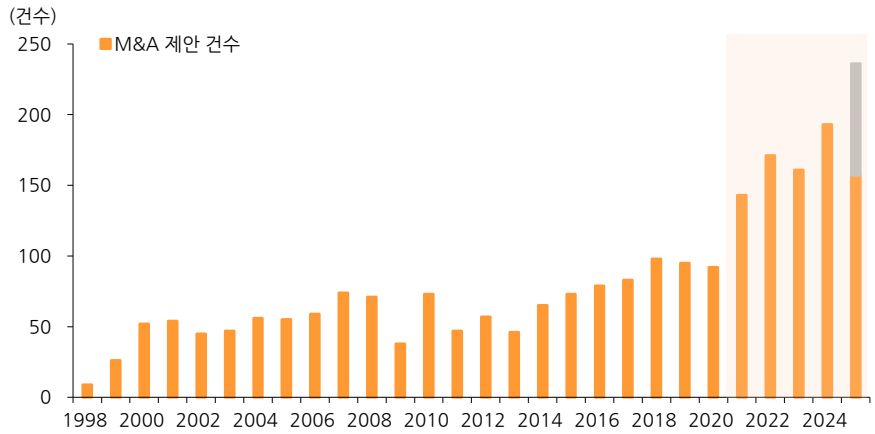
시바우라-야게오 사례

최근 일본에서 발생하는 M&A는 국가 핵심 기술 통제권 문제로 비화되고 있기도 하다.

대만의 야게오가 일본 시바우라의 우수한 온도 센서 기술 등 차세대 핵심 부품 기술력을 인수하려는 시도는 상징적이다. 야게오는 인수 논리로 '경영 독립성 보장', '비용 절감 아닌 공동 성장', '글로벌 판로 개척'을 표방하였다. 기존의 경영권 방어 논리(단순 지분 싸움)와 달리, 인수자 측이 주주 가치 극대화와 글로벌 경쟁력 강화라는 전략적 비전을 제시해야 성공할 수 있는 새로운 트렌드를 반영한다.

우리나라는 일본보다 최대주주의 의결권 제한의 상한선(3%)을 두는 법적 강제성이 강하기 때문에 시바우라-야게오 사례와 같은 외부의 M&A 공격에 대한 노출도이 심해질 수 있다. 일본이 자사주, 파워뱅쿠라(은행 우호 지분) 등 전통적인 네트워크 방어가 강했던 반면, 우리나라는 내부 방어수단이 한계에 부딪히고 있어 외부 금융자본(PEF), 전략적 투자자(SI)와의 연합형 백기사가 경영권 안정화의 필수 전략이 되고 있다.

[그림1] 외국 기업의 일본 기업 인수·합병 제안은 장기적으로 증가 추세를 보임



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

LS 그룹 vs 호반그룹 : 경영권 분쟁

이론이 현실로 구현된 사례가 바로 LS그룹과 호반그룹의 대결이다. 분쟁은 단순히 두 그룹 간의 문제가 아니라, LS-한진 연합과 호반-하림 연합이라는 네 개의 대기업 그룹이 얽힌 복잡한 구도를 양상을 띄고 있다.

분쟁의 핵심에는 2030년 추정 41조 원 규모의 해저 케이블 시장 패권 다툼이 있다. 상법상 주주 권리를 활용하고, 우호 지분을 통한 경영권 방어를 전개 중이다.

호반그룹의 지분확보: 3%룰

호반그룹은 LS 지주사 지분을 최소 3% 이상 확보하여 주주총회 소집권, 회계장부 열람권, 이사해임 청구권 등 '법적 칼날'을 손에 쥐었다. 여기에 하림그룹까지 가세하면서 연합 압박을 가하고 있다.

1) 지분 공시 우회 : 호반그룹은 계열사(호반건설, ㈜호반 등)를 통해 지분을 5% 미만으로 분산 보유하고 있다. 이로 인해 5% 보유 시 발생하는 의무 공시에서 제외되어, 개별 기업 단위의 경영권 분쟁 상황을 시시각각 파악하기 어렵다는 문제가 발생한다.

2) 전략적 우군 확보 : 하림그룹의 계열사 팬오션이 LS지분 0.24%를 단순투자 목적으로 취득하면서 호반그룹의 전략적 동맹이 강화되었다.

3) 한진칼 지분 압박 : 호반그룹은 한진그룹 지주사인 한진칼의 지분도 18.46%까지 확대하며, 최대주주 일가 20.02%(조원태 회장 5.78%)과 근소한 차이를 보인다.

LS그룹의 방어 : 현금 조달과 전략적 동맹

LS그룹은 현금 유동성 확보와 한진그룹과의 전략적 협력을 통해 우호지분을 확보하고, 자사주 소각으로 오너 지분율을 상대적으로 끌어올리는 방어막을 구축했다.

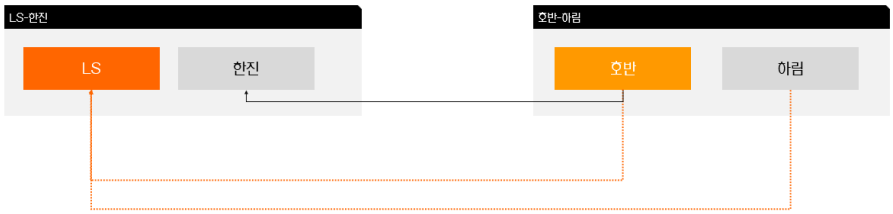
1) 자금 확보 및 주가 방어 : 구자은 회장 등 오너 일가 6명이 LS에코에너지 지분 약 677억 원을 시간외매매로 처분하여 경영권 방어 자금을 마련했다. 또한 1,712억 원 규모의 자사주를 소각하여 주가 부양과 의결권 희석 방어를 전개 중이다.

2) 우호 지분 확보 : 대한항공이 650억 원 규모의 교환사채(EB)를 인수함으로써, 향후 ㈜LS 지분 최대 1.2%를 확보할 수 있는 우군(백기사) 역할을 수행하게 되었다.

3) LIG그룹과 전략적 제휴: LS그룹은 올해 3월, LIG그룹과 전략적 제휴 및 포괄적 협력에 관한 MOU를 체결했다. 방위산업, 첨단 소재 등 사업 시너지를 넘어, 유사시 의결권을 결집할 수 있는 경영권 방어 동맹의 성격도 있다.

과거 한진칼 경영권 분쟁 시 호반그룹이 한진칼 지분 18.46%를 보유했던 경험은 LS-한진 연합 형성에 촉진제로 작용한 것으로 보인다. 백기사의 전형적인 모습이다.

[그림2] LS-한전 Vs 호반-하림

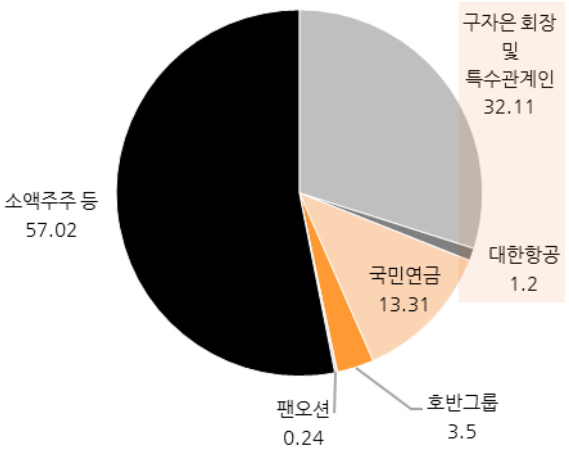


자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] LS 주요 계열사

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] LS 지분구조



주: 대한항공은 교환사채로 보유
자료: 한화투자증권 리서치센터

시사점

백기사 역할을 하는 사모펀드들의 전략적 성장 가능성도 주목해야 할 포인트다.

ESG와 주주가치 제고를 통해 명분을 확보하면서도, 정교한 연합 네트워크로 실익을 추구하는 기업들만이 살아남을 수 있다.

경영권 분쟁 관련 이벤트를 주목할 필요가 있다.

[Compliance Notice]

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.