

ESG

# 경영권 분쟁 패러다임

- 상속, 승계형

# | Contents |

---

핵심요약	03
I. 유산세 체계와 코리아 디스카운트	04
II. 상속·승계관련 지배구조 사례	11
1. 경영권 리스크 조기 식별을 위한 스크리닝 기준	11
2. 상속, 승계 지배구조 유형별 사례	12
1) 창업주 고령화·공백	12
2) 오너 사법 리스크·세대 승계 갈등형	15
3) 형제·남매/친족 간 지배구조 재편	16
(1) 형제·친족간 승계, 계열분리	
(2) 형제·친족 분쟁형	
4) 복수 오너가족 공동지배형	22
5) 행동주의·FI 개입에 따른 지배구조 재편	25
III. 기업이 많이 활용하는 지배구조 재편 메커니즘	27
1. 자사주·특수관계인 지분을 활용한 지배력 재편	27
2. 비상장 가족지주·개인회사를 통한 수직 지배구조	29
3. 공정거래법상 지주사 전환·인적분할 구조	32
4. CB·EB·자회사 IPO 등 자본시장 수단을 통한 승계·재원 조달	34
5. 공개매수·MBO·합병을 통한 지배주주 변경	37
IV. 투자전략 및 시사점	38
V. 부록. 상속·승계 관련 기업 목록	39

## 핵심요약

상속세는 피상속인 전체 재산에 먼저 과세하는 유산세 방식이어서, 상속 직전의 기업가치(PBR)와 지배구조 설계에 따라 대주주의 실질 세부담이 크게 달라지는 구조다. 이 체계에서는 지주사 전환, 자사주 매입·소각, 비핵심 자산 정리, 사전 지분 유동화 등이 상속세 절감과 지배력 유지를 동시에 겨냥한 반복적 지배구조 이벤트로 나타난다.

정부는 유산취득세 전환 방안을 제시했지만, 아직 입법이 확정되지 않아 당분간 유산세 체계가 유지된다. 이에 특히 20~100억 원 구간 상속재산을 보유한 코스닥·중견기업 오너에게는 상속세 재원 마련을 위한 블록딜, 지분 매각, 지배구조 선제 개편 압력이 구조적으로 지속될 수밖에 없다.

지배구조 측면에서 국내 상장사는 ① 창업주 고령화·공백형, ② 오너 사법 리스크·세대 승계 갈등형, ③ 형제·남매/친족 계열분리·분쟁형, ④ 복수 오너가족 공동지배형, ⑤ 행동주의·FI 개입형 등 다섯 가지 상속승계 유형으로 구분된다. 리노공업, 한국타이어·태광, 신세계·현대백화점, 한국화장품·부국증권, JB금융지주·SK이노베이션·SNT홀딩스 등 사례에서 보듯, 유형별로 리스크 요인과 밸류에이션 리레이팅 구간이 상이하다.

이러한 리스크를 조기에 식별하기 위해, 보고서는 ① 최대주주 지분율·업력·창업주 연령·가족 지배 구조·후계 구도·재무 레버리지·과거 분쟁 이력 등 구조적 특성 필터, ② EB·CB 발행, 자사주 취득·신탁, 주주제안 등 정성 지표, ③ 금감원 공시(지분 변동)와 언론·SNS 키워드 노출 등 공시·언론 모니터링을 결합한 3단계 스크리닝을 통해 사례를 살펴보았다.

기업이 실제로 활용하는 지배구조 재편 툴킷은 ① 자사주·특수관계인 지분 스왑(화승코퍼레이션), ② 비상장 가족지주·개인회사(KPX, 하이트진로, 영원무역), ③ 지주사 전환·인적분할, ④ CB·EB·자회사 IPO, ⑤ 공개매수·MBO·합병 등 다섯 가지로 정리된다. 각 수단은 승계 재원 조달, 지배력 재편, 규제 대응, 주주환원 전략과 결합되며, 설계 방식에 따라 소수주주와 이해상충이 발생할 수도, 구조적 밸류업이 촉발될 수도 있다.

투자전략 측면에서는 PBR 0.5배 미만의 구조적 저평가 지주·승계주 중에서, 상속승계 이슈와 구체적 촉매(지주사 전환, 자사주 소각, 계열분리, 행동주의·FI 유입)가 확인되고, 밸류업 계획·지배구조 보고서·정관 개정 등을 통해 개선 의지가 공시된 기업을 선별하는 접근이 유효하다. 각 기업이 ‘지분 공시 → 주주제안 수용 → 자본정책 안착 → 구조 재편 완료’ 중 어디에 있는지를 추적하는 것이 초과수익의 관건이다.

## I. 유산세 체계와 코리아 디스카운트

### 유산세와 유산취득세

우리나라 상속세는 유산세 방식을 채택해 운영 중이다. 유산 전체에 먼저 세금을 매긴 뒤 남은 재산을 배우자와 자녀에게 나누는 구조이며, 다수 유럽 국가처럼 상속인별 취득분에 과세하는 유산취득세 방식과는 출발점이 근본적으로 다르다.

유산세 방식에서는 과세표준이 '상속 개시 시점의 총 기업가치 × 지분율'이므로, 같은 세율이라도 상속 직전의 PBR 수준과 지배구조 설계에 따라 대주주의 세부담이 크게 달라진다.

### 유산세 체계

그 결과 오너에게는 상속 이전에 지주사 전환, 자사주 매입·소각, 비핵심 자산 정리 등을 통해 지배지분을 집중시키고 PBR 디스카운트를 축소할수록 유산 총액 대비 실질 상속세 부담을 낮출 수 있는 강한 동기부여가 생긴다. '승계·지배력 구조형' 기업에서 지주사 구조 재편과 주주환원 강화가 한꺼번에 나타나는 것도 이 때문이다.

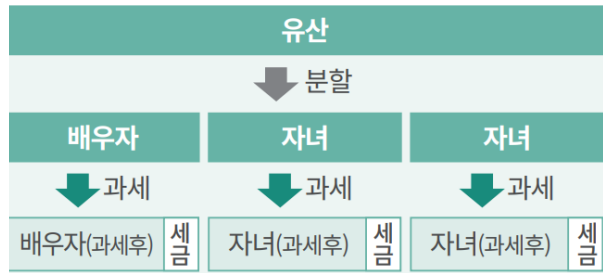
H사, T사, G사 등에서 반복되는 지주사 전환·자사주 활용·분할·합병을 통한 지배력 재편은 우리나라 상속세가 유산세 방식이라는 제도 설계와 직접 연결된 현상으로 이해할 수 있다.

[그림1] 유산세 과세방식



자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 유산취득세 과세방식



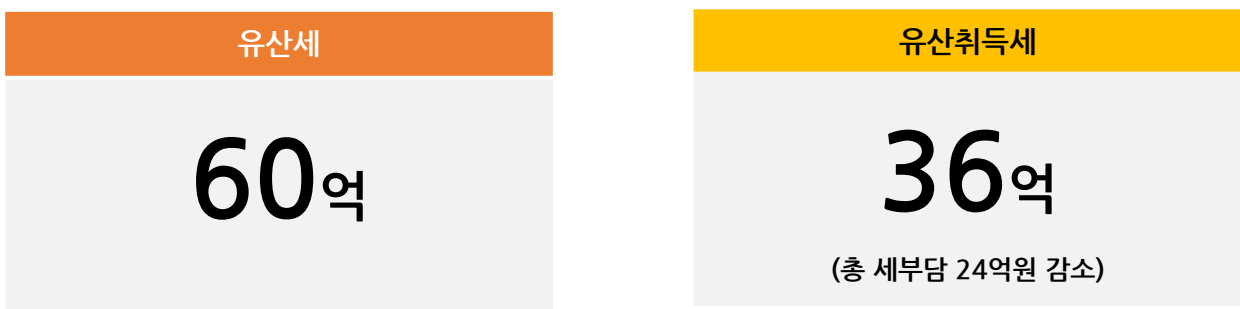
자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 유산세 방식과 유산취득세 방식

구분	유산세방식	유산취득세방식
응능부담	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 낮음</li> <li>- 상속인의 담세력과 무관</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 높음</li> <li>- 상속인 담세력에 상응</li> </ul>
부의 집중억제	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 낮음</li> <li>- 유산분할을 촉진할 유인이 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 높음</li> <li>- 상속인 수 비례에 따른 세부담 감소로 유산분할 촉진</li> </ul>
세수와의 관계	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 세수증대효과 높음</li> <li>- 유산분할과 무관한 총유산 전체 세액</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 세수증대효과 낮음</li> <li>- 유산분할이 많을수록 세액 감소</li> </ul>
세무행정 부담	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 낮음</li> <li>- 피상속인 유산만 조사·결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상대적으로 높음</li> <li>- 모든 상속인과 그 취득자산을 조사·결정</li> </ul>

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현행 유산세는 유산 총액에 대해 과세, 유산취득세로 전환 시 상속인별 분산 과세로 총세부담 40% 감소 효과가 있음



구분	유산세 (현행)	유산취득세 (개편안)	변화
과세 대상	유산 총액 120 억원	상속인별 취득분 각 30~40 억원	분산과세
최고세율	50% + 할증 20% = 60%	40% (할증 폐지)	-20%p
배우자 공제	실제상속분 (최소 5 억~최대 30 억)	10 억 이하 전액 공제, 10 억 초과 시 실제상속분 공제 (법정상속분 한도 30 억)	공제 확대
자녀 공제	5,000 만원/인	5 억원/인 (개별 적용)	10 배 증가
총 상속세	약 60 억원	약 36 억원	-40%
세부담 변화	-	약 40% 감소	-24 억원

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 과세 방식에 따른 실효세율 변화

유산취득세 전환이  
늘어지면서 코스닥  
오너들의 선제 지분  
매각은 이어질 가능성이  
큼

유산취득세 전환은 단순한 세 부담 경감 조치를 넘어, 코스닥 창업주 기업이 상속세를 줄이기 위해 주가나 지분 구조를 왜곡할 유인을 완화하는 방향의 자본시장 제도 개편으로 볼 수 있다. 현재 해당 입법이 2028년으로 재연기된 상황에서, 20~100억 원 구간 상속재산을 보유한 코스닥 오너의 사전 지분 정리 이벤트는 당분간 반복될 것이다.

[그림3-6]은 동일한 상속재산에 대해 유산세 방식과 유산취득세 방식의 실효세율이 상속인 구성에 따라 어떻게 달라지는지를 시뮬레이션한 자료이다.

첫째, 유산세 실효세율은 상속인 수와 무관하게 동일하다.

네 가지 시나리오 모두에서 500억 원 구간의 유산세 실효세율은 45.6%로 수렴한다. 유산세 방식은 상속인이 1명이든 4명이든 피상속인의 총 유산 전체에 먼저 과세한 뒤 남은 재산을 분배하는 구조이므로, 상속인 구성을 어떻게 설계하더라도 총 세부담이 달라지지 않는다. 이 구조는 오너가 가족 내 지분 분산을 통해 세 부담을 경감하려는 유인을 원천 차단한다.

둘째, 유산취득세로 전환하면 자녀 수가 많을수록 실효세율이 체감된다.

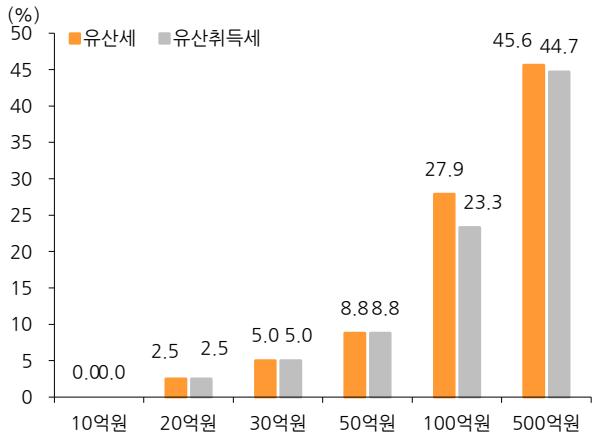
100억 원 구간에서 자녀 1명 시나리오의 유산취득세 실효세율은 23.3%인 반면, 자녀 4명 시나리오에서는 14.7%로 낮아진다. 상속인이 늘수록 1인당 과세 표준이 분산되고 낮은 누진세율 구간이 적용되기 때문이다. 상속인 수와 무관하게 45.6%로 고정되는 유산세 방식과 구조적으로 대비된다.

셋째, 감세 효과는 20~50억 원 구간에서 가장 극적으로 나타난다.

배우자와 자녀 4명 시나리오를 기준으로, 20억 원 구간에서 유산세 실효세율은 11.3%이지만 유산취득세는 0%까지 낮아진다. 30억 원 구간 역시 유산세 17.1% 대 유산취득세 0.6%로 격차가 크다. 이 상속재산 규모는 코스닥 중견 기업 창업주 오너가문에서 가장 빈번하게 관찰되는 과세 대상 구간이다. 결국 유산취득세 전환은 대기업보다 코스닥·중견기업 승계 현장에서 체감 효과가 더 크다.

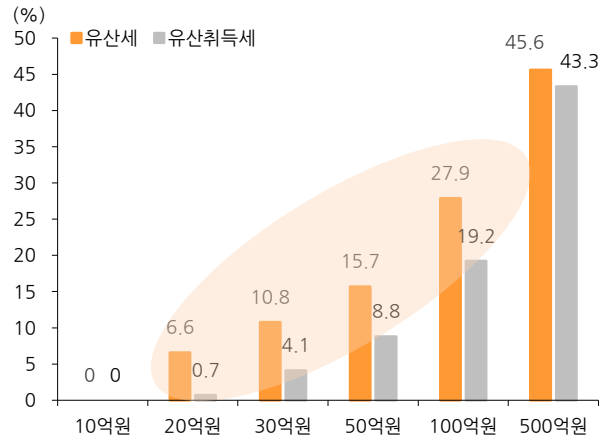
이러한 차이는 단순히 세금의 많고 적음 문제가 아니다. 현행 유산세 체제에서 코스닥 창업주 오너가 취할 수 있는 행동은 상속 직전에 ① 지주사 전환을 통한 지배지분 집중, ② 자사주 매입을 통한 지분을 방어, ③ 주가 고점 국면에서의 사전 지분 유동화 중 하나이며, 이 세 가지 패턴이 반복적으로 나타나는 경영권 분쟁과 지배구조 이벤트이다.

[그림3] 과세 방식에 따른 실효세율 변화(배우자+자녀 1명)



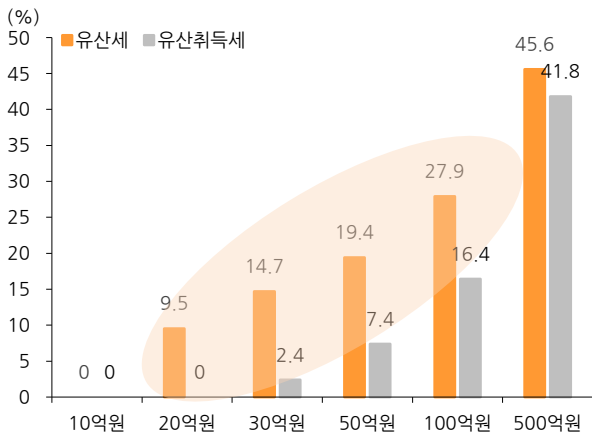
자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 과세 방식에 따른 실효세율 변화(배우자+자녀 2명)



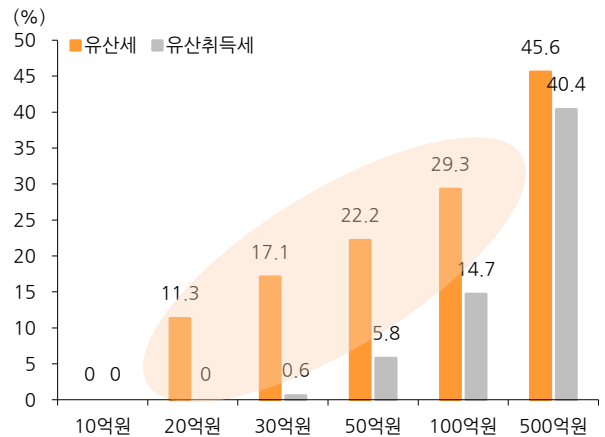
자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 과세 방식에 따른 실효세율 변화(배우자+자녀 3명)



자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 과세 방식에 따른 실효세율 변화(배우자+자녀 4명)



자료: 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

[표3] OECD 주요국 상속·유산세 제도 비교(도입 연혁·과세 방식·폐지 현황)

국가	세목명	도입 연도*	과세 여부	과세 방식	비고(폐지·대체 여부 요약)
대한민국	Inheritance & Gift Tax	1950년	과세 중	유산세(유산 기준)	최고세율 40%(2026년 개편), 증여세와 통합 운영
일본	Inheritance & Gift Tax	1905년	과세 중	유산취득세	최고세율 55%, OECD 최고 수준
미국	Federal Estate & Gift Tax	1916년	과세 중	유산세	높은 공제·특별공제, 주별 상속·유산세는 별도
영국	Estate Duty / Inheritance Tax	1894년	과세 중	유산세	공제·비과세 범위 넓어 실효세율 낮은 편
독일	Inheritance & Gift Tax	1906년	과세 중	유산취득세	수취자 기준, 연방세이나 주별 행정
프랑스	Inheritance & Gift Tax	1790년대	과세 중	유산취득세	수취자 기준, 누진세율·관계별 공제 차등
네덜란드	Inheritance & Gift Tax	1956년	과세 중	유산취득세	배우자·직계 공제 크고 세율 중간 수준
벨기에	Inheritance & Gift Tax	19세기 초	과세 중	유산취득세	수취자 기준, 주·연방 공동과세
스페인	Inheritance & Gift Tax	19세기 후반	과세 중	유산취득세	자치주별 공제·세율 차이 큼
이탈리아	Inheritance & Gift Tax	19세기 후반	과세 중	유산취득세	2001년 폐지 후 2006년 완화된 형태 재도입
핀란드	Inheritance & Gift Tax	1940년대	과세 중	유산취득세	증여와 통합 과세
그리스	Inheritance Tax	19세기 중반	과세 중	유산취득세	친족관계별 세율 구조
헝가리	Inheritance Tax	19세기 중반	과세 중	유산취득세	직계·배우자 공제 확대
아일랜드	Capital Acquisitions Tax	1975년	과세 중	유산취득세	상속·증여 통합 세제
터키	Inheritance & Gift Tax	1926년	과세 중	유산취득세	공제·세율 비교적 낮은 편
노르웨이	Inheritance Tax	1790년대	과세 없음	-	2014년 상속세 폐지, 자본이득·재산세로 보완
스웨덴	Inheritance & Gift Tax	1885년	과세 없음	-	2005년 상속·증여세 완전 폐지
오스트리아	Inheritance & Gift Tax	18세기	과세 없음	-	2008년 상속·증여세 폐지, 부동산 거래세·인지세로 대체
캐나다	Federal Estate Tax	1941년	과세 없음	-	1972년 상속세 폐지, 상속 시 미실현 이익에 양도소득세
뉴질랜드	Estate Duty	1866년	과세 없음	-	1992년 상속세 폐지, 부동산·양도소득 과세
체코	Inheritance & Gift Tax	1993년	과세 없음	-	2014년 상속·증여세 폐지, 소득세 체계에서 일부 과세
에스토니아	-	-	과세 없음	-	상속세 제도 없음, 상속재산 양도 시 소득세만 과세
이스라엘	Estate/Inheritance Tax	1949년	과세 없음	-	1980년 상속세 폐지, 자본이득세로 과세
멕시코	Inheritance & Bequest Tax	1926년	과세 없음(연방)	-	1961년 상속세 폐지, 소득·증여세 체계에서 부분 과세
스위스	Inheritance & Gift Tax	19세기	일부 칸톤 과세	유산취득세(주 단위)	연방 상속세 없음, 다수 칸톤이 과세

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 유산세 체제 지속과 상속세 재원 확보를 위한 오너 지분 매각

유산취득세 전환 연기와  
승계 압박은 지속

정부는 2025년 3월 유산세에서 유산취득세로 전환하는 방안을 발표하며 2028년 시행을 목표로 제시했지만, 2026년 5월 현재까지 관련 법 개정은 국회에서 최종 확정되지 않은 상태이다. 그 결과 당분간은 현행 유산세 체계가 유지되며, 최대주주는 피상속인 전체 유산에 대한 일괄 과세와 최대주주 할증이 반영된 높은 상속세 부담을 전제로 승계 계획을 세워야 한다. 이 과정에서 상속세 납부 재원을 마련하기 위한 현금 확보 압박이 지속되고, 단기간에 해소되기 어렵다는 점이 구조적 제약으로 작용한다.

코스닥과 중견 상장사에서는 창업주·오너의 고령화가 진행되면서 상속세 납부 재원을 염두에 둔 지분 유동화 수요가 점차 현실적인 이슈로 부상하고 있다. 현행 제도 아래에서는 상장주식이 시가를 기준으로 평가되고 최대주주 지분에 할증까지 적용되기 때문에, 승계를 준비하는 오너 입장에서는 주가가 높은 구간에서 일부 지분을 블록딜 등으로 미리 유동화하거나, 지주사 전환·분할·합병 등 지배구조를 선제적으로 재편하려는 유인이 자연스럽게 커질 수밖에 없다.

## 경영권 분쟁과 블록딜의 구조적 반복

유산취득세 전환이 지연되면서 승계 이슈는 세법 논의를 넘어 블록딜, 자사주 활용, 인적·물적분할, 지주사 전환, 우호지분 재편 등으로 이어지는 자본시장 이벤트의 형태로 나타나고 있다. 최대주주는 상속세 부담과 지배력 유지를 동시에 관리하기 위해 이러한 수단을 복합적으로 활용하고 있으며, 그 과정에서 일반주주와의 이해상충, 행동주의 펀드·연기금의 개입, 경영권 분쟁 가능성이 함께 높아지는 구조다.

유산취득세 체계에서는 상속인별 분산 과세로 인해 상속 직전 지분을 과도하게 집중시키거나 주가를 관리하려는 유인이 상대적으로 약해지지만, 현행처럼 유산세 체계가 유지되는 환경에서는 승계 직전 지배구조를 손보려는 압력이 반복적으로 발생할 소지가 크다.

실제로 국내 상장사 중 상당수가 경영권 분쟁, 행동주의·FI 개입, 상속·승계 리스크 중 하나 이상에 노출되어 있으며, 본 보고서는 이를 창업주 고령화형, 형제 분쟁형, 복수 오너 공동지배형 등 유형별로 나누어 구체 사례를 통해 점검했다.

## II. 상속·승계관련 지배구조 사례

### 1. 경영권 리스크 조기 식별을 위한 스크리닝 기준

상속·승계 관련 지배구조 이벤트를 조기에 포착하기 위해, 먼저 상장사를 대상으로 구조적 특성에 기반한 1차 스크리닝을 수행했다. 최대주주 및 특수관계인 합산 지분율, 업력과 창업주 연령, 가족 중심 경영 구조, 후계 구도의 명확성, 재무 레버리지와 과거 분쟁 이력 등을 종합해, 승계 국면에서 이해상충이 표면화될 가능성이 상대적으로 높은 기업군을 걸러냈다.

이후 선별된 기업을 대상으로 EB·CB 발행, 자사주 취득·신탁, 주주제안 등 정성적 지표를 추가로 점검해, 상속세 재원 마련이나 지배구조 재편과 연계된 이벤트 징후가 있는지 분석했다. 마지막으로 금감원 공시를 통한 지분 변동, 외국인·기관 매매 동향과 언론·SNS에서의 주요 키워드 노출 빈도를 모니터링함으로써, 잠재적 상속·승계 이슈가 실제 자본시장 이벤트로 이어질 가능성을 살펴 보았다.

[그림기] 지배구조 이벤트 점검 사전 스크리닝 방법

I. 구조적 특징	낮은 최대주주 지분율	<ul style="list-style-type: none"> <li>최대주주 및 특수관계인 합산 지분율이 30% 미만일 경우, 적대적 M&amp;A나 행동주의 펀드 공격에 취약</li> <li>가족 내 지분 분산(자녀간 10~20%분산)</li> <li>사모펀드들의 조 단위 자금 공격 가능성 증가</li> </ul>
	업력 및 창업주 연령	<ul style="list-style-type: none"> <li>업력 30년 이상, 창업주 연령이 70대 이상인 기업. 창업주의 건강 문제나 유고 시 급작스러운 승계 이슈가 발생할 확률이 높음</li> </ul>
	복잡한 가족 중심 경영 구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>2~3세대로 경영권 이전 시 형제, 사촌 간 지분 분산으로 잠재적 분쟁 가능성 증가 예) 동서그룹, 고려아연</li> </ul>
	불분명한 후계 구도	<ul style="list-style-type: none"> <li>잡은 지분율 변동(±3%), 핵심 경영진의 갑작스러운 변동 패턴, 사업과 무관한 자본거래 및 특수관계자 거래</li> <li>공식 후계자 부재, 유사한 지분율의 여러 자녀가 경영 능력 경쟁. 기업의 중장기 전략 수립 방해, 경영 불확실성 증가</li> </ul>
	높은 부채비율/실적 악화	<ul style="list-style-type: none"> <li>재무구조 개선 과정(자산매각, 유상증자, 계열사 합병)에서 지분 가치 희석, 특정 주주 유리한 거래로 분쟁 촉발 가능성</li> </ul>
	과거 분쟁 이력	<ul style="list-style-type: none"> <li>롯데, 두산, 효성그룹처럼 과거 '형제의 난' 등 가족 간 분쟁 경험 기업은 갈등 불씨 잔존. 상속, 계열분리 등 계기로 재검토 가능성</li> </ul>
II. 정성 분석	EB발행	<ul style="list-style-type: none"> <li>발행 규모별 위험도 분류</li> </ul>
	자사주 취득, 신탁해지	<ul style="list-style-type: none"> <li>취득/처분 결정 추적 : 취득 규모 vs 시총 분석</li> <li>자기주식신탁계약 해지</li> </ul>
	주주제안	<ul style="list-style-type: none"> <li>주주제안 유형 분류</li> <li>주주제안 승인을 변화 패턴 추적</li> </ul>
III. 주요 언론/공시 모니터링	금감원 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>최대주주 지분율 추세적 변화, 임원 변경</li> <li>공시대상 기업집단 변동 사항 확인</li> <li>외국인/기관 투자자 지분 변동 추이</li> <li>거래량 급증 패턴 등</li> </ul>
	언론기사 (SNS, 액트 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>경영권 분쟁, 상속, 승계, 증여 등 키워드 검색</li> <li>'지분 경쟁', '형제 경영', '경영권 분쟁', '위임장 대결', '상속', '지분 증여', '재단 기부', '소송배임', '대주주 변경', '공개매수', '임시주총', '승계', '지배구조', '3세 경영', '블록딜', '자사주', 'M&amp;A' 등</li> </ul>

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 상속, 승계 지배구조 유형별 사례

### 1) 창업주 고령화 · 공백

창업주 고령화형은 지주사나 복잡한 순환출자보다 창업주 1인의 지분과 의사결정에 지배구조가 집중된 기업군이다.

코스닥 중견·제조 기업 가운데 1970~80년대 창업 후 40년 이상 오너 경영이 이어진 사례가 많고, 상당수 창업주가 이미 70~80대에 진입해 지분 유동화와 경영 연속성 이슈가 동시에 주목받고 있다.

이 유형에서는 형제 갈등보다 창업주 본인의 건강·지분 변동, 2세 또는 전문경영인으로서의 경영 연속성 확보 여부가 주가와 지배구조의 주요 변수이다.

#### >> 사례 : 리노공업(A058470)

리노공업(A058470)은 1978년 부산에서 창업된 반도체 테스트 소켓·리노핀 전문 기업이다.

2026년 4월 기준 코스닥 시가총액 상위권(약 9.5조 원 수준)에 위치하며, 영업이익률 40%대를 꾸준히 유지하는 국내 고수익 코스닥 제조 기업으로 평가된다. 주가는 2025년 말 6만 원대에서 2026년 4월 12만 원대로 약 6개월 만에 2배 수준 상승하며, 반도체 소부장 선도 그룹 내 수혜 종목으로 시장의 관심을 받아왔다.

2026년 4월 24일 장 마감 직후(15시 35분), 리노공업은 최대주주의 지분 처분 계획을 공시했다. 8거래일 연속 상승 흐름이 이어지던 가운데 공시가 이뤄졌으며, 다음 거래일인 4월 27일 주가는 장 초반 14%대 급락을 기록했다.

[표4] 리노공업 블록딜 개요

항목	내용
매각 주체	이재운 대표이사 (창업주, 1950년생)
매각 수량	보통주 700만 주 (발행주식 총수의 9.18%)
처분 방법	시간 외 대량매매(블록딜)
처분 기간	2026년 5월 26일 ~ 6월 24일
처분 단가 기준	2026년 4월 23일 종가 12만 3,300원
예상 처분 금액	약 8,631억 원
처분 후 지분율	34.66% → 25.48%
공시 목적	"보유 주식 매각을 통한 자산 운용"

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

### >> 시장이 주목한 3 가지 해석

이번 공시를 둘러싼 시장의 해석은 크게 세 가지로 수렴된다. 이하 내용은 공시 사실과 시장 해석을 바탕으로 한 내용이며, 회사 측의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

#### ① 최대주주 고령화에 따른 자산 운용 및 지분 유동화

이채운 대표이사는 70대 중반(1950년생)으로, 장기간 그룹을 이끌어온 창업주다. 한국 상속세 구조상 대주주 지분 규모가 클수록 세 부담이 상당하며, 생전 지분 유동화를 통해 자산을 정리하거나 경영 연속성을 위한 재원을 마련하는 방식은 국내 창업주 오너 가문에서 반복적으로 관찰되는 패턴이다.

회사 공시에서 처분 목적을 "보유 주식 매각을 통한 자산 운용"으로 기재했으며, 이는 공시 규정상의 표준 기재 방식에 따른 것으로, 시장에서는 자금 용도에 대해 다양한 관점이 제시됐다

#### ② 블록딜 인수 주체와의 전략적 시나리오

장내 매도가 아닌 시간 외 블록딜을 선택했다는 점은, 특정 기관 또는 투자자와 사전 협의 하에 지분 이전이 이뤄질 수 있음을 유추할 수 있다. 업계 일각에서는 인수 주체가 향후 전략적 파트너 또는 재무적투자자(FI)가 될 가능성을 언급하고 있으며, 정정 공시를 통해 인수 주체가 확인되는 시점이 향후 지배구조 방향성 판단의 핵심 분기점이 될 전망이다.

#### ③ 주가 상승 구간에서의 선제적 지분 유동화

6개월 만에 주가가 2배 수준 상승한 구간에서 최대주주의 지분 처분이 이뤄졌다는 점은, 시장 일부에서 오너의 내재가치 판단과 주가 레벨에 대한 신호로 해석되기도 했다. 다만 이는 시장 참여자들의 해석이며, 처분 목적이나 타이밍에 대한 단정은 현 시점에서 적절하지 않다.

>> 투자자 모니터링 포인트

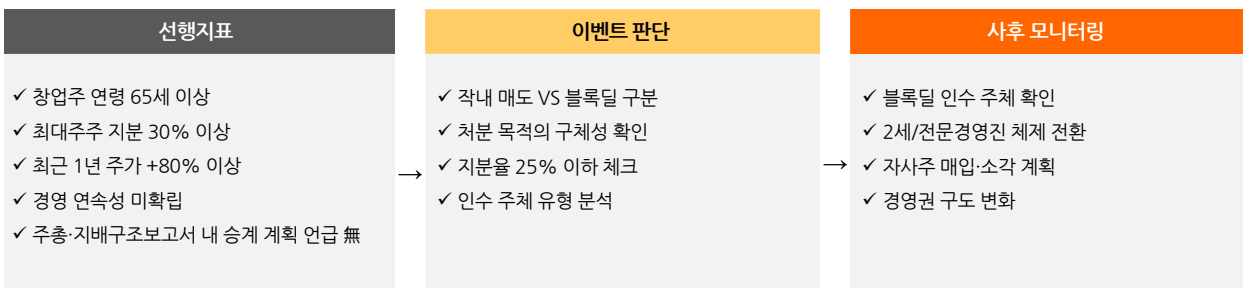
**선행 지표** 창업주 고령화형 기업을 사전에 포착하기 위한 스크리닝 기준은 다음과 같다.

창업주 연령이 65세 이상이면서 최대주주 지분율이 30% 이상인 경우, 2세 또는 전문경영인으로서의 경영 연속성 구조가 아직 확립되지 않은 경우, 주가가 1년 이내 80~100% 이상 상승한 구간에 위치한 경우, 그리고 정기 주총에서 지분 구조나 경영 연속성에 관한 공식 언급이 없는 경우가 해당한다. 이 네 가지 조건이 겹칠수록 지분 유동화 이벤트 가능성이 상대적으로 높아진다.

**이벤트 발생 시 판단 기준** 최대주주 지분 처분 공시가 나올 경우, 먼저 장내 매도와 블록딜을 구분해야 한다. 블록딜은 사전에 특정 인수 주체와 협의를 이뤄졌을 가능성이 있어 추가 확인이 필요하며, 장내 매도는 즉각적인 수급 부담 요인으로 작용한다. 다음으로 공시에 기재된 처분 목적의 구체성을 살펴봐야 한다. 자금 사용 목적이 추상적으로 기재될수록 시장의 불확실성이 확대되는 경향이 있다. 매각 후 지분율이 25% 이하로 낮아지는 경우에는 경영권 방어선과 관련한 시장 논의가 부상할 수 있으며, 블록딜 인수 주체는 정정 공시 이후 FI·PE·전략적 투자자 여부를 구분해 지배구조 변화 방향성을 판단하는 것이 바람직하다.

**사후 모니터링 포인트** 이벤트 이후는 블록딜 인수 주체가 정정 공시를 통해 확인되는 시점, 2세 또는 전문경영인 체제 전환 관련 공시 여부, 회사 차원의 자사주 매입·소각 계획 발표 등 주주 신뢰 회복 신호, 경영권 변화 가능성을 점검하는 것이 필요하다.

[그림8] 창업주 고령화형 지배구조 이벤트 점검 사항



자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2) 오너 사법 리스크·세대 승계 갈등형

오너 사법 리스크·세대 승계 갈등형은 오너의 형사·규제 이슈가 경영 공백을 초래하는 동시에, 그 공백을 틈타 세대 승계 구조가 빠르게 설계·실행되는 유형이다. 사법 리스크가 지속되는 기간에는 지배구조 불확실성으로 밸류에이션 디스카운트가 심화되지만, 승계 구조가 가시화되고 후계자가 경영 전면에 부상하는 시점에서는 리레이팅 가능성이 동시에 열리는 특성을 가진다.

T그룹은 이 유형의 전형적 사례다. 창업 2세 오너가 과거 사법 이슈를 거친 이후, 그룹의 승계 구조는 지주사(T1)·IT투자 플랫폼(T2)·사모운용사(T3·PE)를 삼각 축으로 하는 복층 설계로 정비됐다. 2018년 주요 계열사 3곳을 합병해 설립된 T1은 '오너 일가 → T1 → 핵심 제조·화학사 → 계열사의 수직 지배구조 정점에 위치하며, 3세 후계자는 T1과 T2 지분을 병행 보유하면서 의사결정 중심으로 부상하고 있다.

T2는 매출 상당 부분이 그룹 내부거래에서 발생하는 IT·투자 플랫폼으로, 그룹 M&A와 승계 관련 투자 의사결정의 실무 창구 역할을 수행한다. 2024년 말 설립된 T3(PE)는 T사·T2가 각각 41%, 오너 3·4세가 각 9%씩 출자한 구조로, 2025년 A사 인수 추진을 통해 승계와 외부 M&A를 연결하는 매개로 기능하고 있다. 공시 및 IB 업계 분석에 따르면 해당 인수는 T사가 T3 측 재무적투자자(FI)에게 풋옵션 등 강한 하방 보호 장치를 제공하는 구조로 설계됐으며, 오너 일가 지분율이 높은 운용사의 재무 리스크를 방어하면서 3세에게 대형 딜 경험을 축적시키는 구조로 평가된다.

투자자 시각에서는 과거 사법 이슈 이력, 내부거래 비중, T3를 매개로 한 대형 인수의 성패가 향후 그룹 밸류에이션에 미치는 영향을 주시할 필요가 있다. 사법 리스크 해소 여부, T1·T2·T3 간 자금·지분 흐름, 추가 딜 구조가 이 유형의 핵심 모니터링 포인트다.

### 3) 형제·남매/친족 간 지배구조 재편

#### (1) 형제·친족간 승계, 계열분리

형제·남매 계열분리는 1세 창업주가 보유하던 지분을 자녀에게 분산하는 과정에서, 지분 이전과 사업 영역 분리가 함께 진행되는 승계 유형이다. 단순한 현금 증여와 달리, 특정 계열사 지분을 각각 다른 자녀에게 이전하면서 사업 포트폴리오의 물리적 경계가 재확정된다는 점이 특징이다.

분리 이전에는 형제·남매가 동일 지주사 또는 동일 그룹 체제 안에서 공동 경영을 유지하지만, 분리 이후에는 각자가 지배하는 핵심 계열사를 중심으로 독립된 의사결정 구조가 구축된다.

국내에서 이 유형이 주목받는 이유는 계열분리 과정에서 인적·물적분할, 공개매수, 지분 교환 등 자본시장 이벤트가 연쇄적으로 수반되며, 지배구조 재편 전후로 밸류에이션 재평가 기회가 발생하기 때문이다.

신세계와 현대백화점그룹 사례는 형제·남매 계열분리가 어떤 경로로 현실화될 수 있는지 대조적으로 보여준다.

신세계는 이명희 회장이 직접 지분 이전을 집행하며 분리를 본격화했다.

이마트 지분은 아들 정용진 회장에게 매도, (주)신세계 지분은 딸 정유경 회장에게 증여하는 방식으로, 두 거래를 약 5개월 간격 안에 완료해 1세 퇴장과 사업 영역 양분이 사실상 동시에 진행됐다.

지분 이전 직후 어느 자녀가 어느 계열사를 지배하는지가 명확히 드러났고, 향후 공정위 계열분리 심사라는 다음 일정도 가시권에 들어왔다.

현대백화점그룹은 경로가 다르다. 정지선 회장과 정교선 부회장은 우선 현대지애프홀딩스를 정점으로 하는 단일 지주사 체제를 완성한 뒤, 향후 계열분리 여부를 선택할 수 있는 구조를 마련하는 전략을 택했다.

2026년 2월 현대홈쇼핑을 포괄적 주식교환 방식으로 현대지애프홀딩스의 100% 자회사로 편입하면서, 중간지주 겸 역할을 하던 현대홈쇼핑이 지주사 직속 자회사로 정리되고 그룹 수직 구조가 단순화됐다.

다만 현대백화점은 2023년 인적분할을 통한 지주사 전환 안건이 주주총회에서 부결된 이후, 동일 방식의 지주사 전환 계획은 없다고 공식화한 바 있어, 현 단계에서는 형제 간 계열분리보다는 단일 지주사 체제 아래에서의 역할 재분배가 보다 현실적인 시나리오로 평가된다.

### >> 사례 ① : 신세계

신세계그룹의 남매 계열분리는 이명희 총괄회장이 20여 년간 순차 증여와 지분 교환을 통해 아들 정용진 회장(이마트 계열)과 딸 정유경 회장(㈜신세계 계열)으로 사업 영역을 양분하는 방향으로 설계됐다. 계열분리는 2024년 10월 공식 방침 발표 이후 급속히 진전됐다.

먼저 2025년 1월, 이명희 총괄회장이 보유하던 이마트 지분 10%를 아들 정용진 회장에게 매도 방식으로 처분했다. 이어 3개월 뒤인 2025년 4월 30일, (주)신세계 지분 10.21% 전량을 딸 정유경 회장에게 증여하기로 공시했으며, 증여 실행일은 2025년 5월 30일로 확정됐다. 이번 증여로 정유경 회장의 (주)신세계 지분율은 기존 18.95%에서 29.16%로 상승하며, 이명희 총괄회장이 보유하던 이마트·신세계 양사 지분이 모두 정리됐다.

두 거래 방식의 차이가 있다. 이마트 지분 매도는 이명희 총괄회장이 현금을 확보하는 동시에 매각 차익에 대한 세금을 정리하는 구조이며, 신세계 지분 증여는 딸이 증여세를 부담하는 방식이다. 각 자녀의 자산 구조와 책임경영 역할을 감안해 설계된 거래로 해석할 수 있다.

공정위의 계열분리 인정을 위해서는 상장사 기준 상호 보유지분 3% 미만 등 요건을 충족해야 하므로, 이마트와 (주)신세계 간 교차 지분 정리가 남은 과제다. 현재 SSG닷컴·신세계의정부역사 등의 공동 보유 지분이 계열분리 마무리를 위한 남은 핵심 과제로 남아 있으며, 이 처리 방식이 확정되는 시점에 공정위 계열분리 심사가 진행될 수 있다.

[표5] 신세계그룹 남매 계열분리 지분 변동

구분	거래 방식	시점	이전 규모	결과
이마트	이명희→정용진 매도	2025년 1월	약 10%	정용진 이마트 지배력 공고화
㈜신세계	이명희→정유경 증여	2025년 5/30	10.21%	정유경 지분 18.95%→29.16%

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

### >> 사례 ② : 현대백화점그룹, 단일 지주사 완성

현대백화점그룹은 신세계와 달리 계열분리를 공식화하지 않은 채 단일 지주사 체제를 먼저 완성하는 방식을 택했다. 올해 2월, 중간 지주사 역할을 겸하던 현대홈쇼핑을 포괄적 주식교환을 통해 현대지에프홀딩스의 100% 완전 자회사로 편입했으며, 이로써 3년간 단계적으로 추진해 온 단일 지주사 구도가 완성됐다.

이번 지배구조 재편이 갖는 의미는 두 가지다. 첫째, 현대홈쇼핑이 보유하던 한심·현대엘앤씨·현대퓨처넷 등 손자회사들이 지주사 직속 자회사로 격상되며 지주사-자회사 2단계 수직 구조가 완성됐다.

둘째, 공정거래법상 상장 자회사 30% 이상 지분 보유 요건이 충족되며 규제 적합성도 함께 달성됐다. 구조 단순화와 규제 요건 이행이 동시에 이루어진 것으로, 중장기 거버넌스 안정성 측면에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

지분 구조는 정지선 회장 39.67%, 정교선 부회장 29.14%, 합산 약 70%로 형제 공동경영 체제를 뒷받침하고 있다. 2025년 현대지에프홀딩스에서 수령한 보수는 정지선 회장 16.5억 원, 정교선 부회장 13.6억 원으로, 지분율 비례 보상 체계가 일관되게 유지되고 있다.

한 가지 주목할 맥락이 있다. 현대백화점그룹은 2022년 9월 현대백화점의 인적분할을 통한 지주사 전환을 추진했으나, 2023년 2월 임시 주주총회에서 특별결의 요건인 찬성 2/3에 약 1.7%p 미달로 부결되면서 당시 지주사 전환 계획은 중단됐다. 당시 현대백화점은 "향후 인적분할을 통한 지주사 체제 전환을 재추진할 계획이 없다"고 공식 입장을 밝혔다. 이후 그룹은 현대지에프홀딩스를 중심으로 한 대안적 지주사 구조를 완성하는 방향으로 선회했으며, 2026년 2월의 단일 지주사 체제 완성은 그 연장선상에 있다.

**>> 투자자 모니터링 포인트**

지배구조 재편을 바라볼 때 먼저 확인해야 할 것은 '분리하겠다'는 선언이 아니라, 분리를 실제로 실행할 수 있는 구조가 갖춰져 있는지 여부다. 구조 없이 선언만 앞서면 실행 과정에서 잡음이 커지지만, 구조가 먼저 완성된 상태에서의 결단은 시장에 명확한 신호로 전달된다.

현대백화점그룹은 이미 그 조건을 충족했다. 정지선·정교선 형제의 지분율(39.67% : 29.14%)은 지주사 인적분할 시 각자의 지배 계열사를 구성할 수 있는 수준으로 차별화되어 있으며, 법적·구조적 요건도 갖춰진 상태다.

계열분리가 마무리되면 각 계열사는 그룹 전략에 맞춰야 하는 제약에서 벗어나 자체 현금흐름 기반의 배당·자사주 정책을 독립적으로 운영할 수 있다.

그간 지주사 아래 묶여 있던 자회사들도 단독 기업으로서 개별 평가를 받게 되며, 시장은 이 변화를 분리 결단 시점보다 앞서 반영하는 경향이 있다.

## (2) 형제·친족 분쟁형

형제·친족 분쟁형은 이른바 ‘형제의 난’으로 불리는 사례처럼, 형제·남매·친족 간 경영권 갈등에 더해 형사 리스크, 공정위 제재, 상속일감몰아주기 이슈 등이 중첩되면서 지배구조 디스카운트가 장기화되는 기업군이다.

이들 기업은 외부 적대적 M&A에 대한 방어력은 상대적으로 높지만, 오너 관련 리스크가 부각될 때마다 밸류에이션 할인과 행동주의 압박이 반복된다는 점이 특징이다.

형제·친족 분쟁형 기업군의 평균 PBR은 KOSPI200 평균 대비 의미 있는 디스카운트 구간에 머무는 경우가 많으며, 시장에서는 ‘형사·공정위 제재·형제 갈등 → PBR 디스카운트 심화 → 행동주의·연기금의 압박 → 지주사·자사주·분할·합병 등 구조 개편’으로 이어지는 반복 패턴이 관찰된다.

한국타이어앤테크놀로지, 태광산업, KCC 등은 각각 형제 간 견해 차이, 3세 승계 설계, 3세 지분 배분 미완 등 상이한 경로를 보이고 있으나, 모두 지배구조 재편의 과도가 국면에 위치해 있다는 점이 공통점이다.

KCC(PBR 0.27배)는 3세 간 지분 배분 구조가 아직 최종 정리되지 않은 상황에서, 유형 내 최저 수준의 밸류에이션을 기록하고 있다.

한국타이어앤테크놀로지는 조현식·조현범 형제 간 갈등이 완화된 이후 승계 구조 재정비가 진행 중이지만, 조현범 회장 관련 형사 사건과 재판 경과에 따라 ‘3차 갈등’ 재점화 가능성이 시장에서 일부 거론된다.

이 유형에서는 대표이사 교체, 자사주 소각·블록딜 공시, 지주사 지분 구조 변화 등 분쟁 합의에 근접한 시그널이 나타날 경우, 단기적으로 밸류에이션 조정이 가장 크게 나타나는 구간으로 관찰된다.

### >> 사례 : 한국타이어애펀테크놀로지

한국타이어애펀테크놀로지는 한국엔컴퍼니그룹의 핵심 상장사로, 2025년 기준 매출 21조 2,022억 원, 영업이익 1조 8,425억 원을 기록하며 타이어 부문 매출 10조 원을 처음으로 돌파했다.

조현범 회장과 관련된 형사 재판 진행 경과, 과거 주식 담보 구조, 형제 간 지배구조 조정 논의 등은 현재 한국타이어애펀테크놀로지의 지배구조를 평가할 때 시장이 주의 깊게 살펴보는 거버넌스 요인이다.

법원 1심은 작년 5월 조현범 회장에게 일부 횡령·배임 혐의에 대해 징역 3년을 선고했고, 2심에서는 일부 무죄 판단으로 형량이 징역 2년으로 감경됐다.

협력사 무담보 대여 등 일부 쟁점은 무죄로 판단됐으나, 회계처리 위반·계열사 부당지원 혐의 등은 유죄로 인정된 바 있다. 2026년 2월 기준, 재판 진행 중인 상황에서도 이사회 내 역할 분담과 경영 연속성에 대한 시장의 관심이 지속되고 있다.

지분 담보 측면에서는 완화 요인도 존재한다. 올해 4월 기준 한국엔컴퍼니 오퍼 일가의 주식 담보 비중은 약 41.8%에서 27.9% 수준으로 축소됐다.

조현범 회장이 대출금 약 1,200억 원을 상환하면서 담보로 제공됐던 한국엔컴퍼니 주식은 2,331만 주에서 1,590만 주로, 한국타이어애펀테크놀로지 주식은 332만 주에서 195만 주로 줄었다. 이는 단순 담보 해소를 넘어, 레버리지·마진 콜 리스크 완화라는 측면에서 지배구조 안정성에 긍정적으로 평가될 수 있는 변화다.

형제 관계 측면에서는, 한국엔컴퍼니를 둘러싼 이른바 형제 간 지배구조 조정 논의가 일단락된 이후에도, 조현식 전 고문의 역할과 향후 경영 참여 여부가 여전히 변수로 남아 있다.

2025년 3월 주총에서 이수일·박종호·표현명 공동대표이사가 일괄 사임했고, 같은 해 6월 지배구조 보고서 공시 이후에도 지주사 지분 구조 경직성과 이사회 내 견제와 균형 문제는 시장에서 지속적으로 거론되고 있다.

향후 대법원 확정 판결과 함께, 조현범 회장의 대표이사직 유지 여부, 조현식 전 고문의 재진입 방식, 자사주 및 우호지분 활용 전략이 주가와 지배구조 방향성을 결정짓는 핵심 변수로 판단된다.

#### 4) 복수 오너가족 공동지배형

복수 오너가족 공동지배형은 2세대 이상이 경영에 참여하고, 두 개 이상 오너 가문(또는 형제 집단)이 비슷한 수준의 지분 블록을 나눠 보유하며, 자사주 비중이 높은 가운데 3세 세대의 경영·지분 참여가 함께 진행되고 있는 구조를 의미한다.

이 유형은 단기적으로는 외부 M&A에 대한 방어력이 강하지만, 장기적으로 가족 간 이해 조정이 원활하지 않을 경우에는 가족 간 의견 차이와 지배구조 관련 불확실성으로 이어질 수 있는 패턴을 보인다.

구조적 특징과 전개 단계      복수 오너가문 공동지배형은 과거 사례를 일반화하면 대략 5단계를 거치는 경향이 있다.

[표6] 복수 오너가족 공동지배형의 특징과 지배구조 개편 전개 과정

구분		시기별 지배구조 개편 단계	내용
1 단계	분쟁전	공동창업가족 간 신뢰 기반 (분쟁 전)	• 창업자 또는 1 세대가 두 자녀·사위에게 각각 주요 계열을 맡기며 지분을 나눠 주고, 상호 신뢰를 바탕으로 공동 경영이 이뤄지는 단계
	↓		
2 단계	잠복기	2세 공동경영·지분 균등	• 실질 경영은 한쪽에 기울지만, 명목 지분과 직함은 '동등'하게 유지
	↓		
3 단계	긴장기	1세 고령화·3세 등장	• 1세대 고령화와 함께 3세의 지분 매입·임원 진출이 시작되고, 각 가문이 후계 구도를 둘러싸고 입장을 정리하는 과정에서 긴장이 높아질 수 있음
	↓		
4 단계	분출기	배당·자사주·이사회 안건 충돌	• 자사주 소각, 배당 정책, 특정 지회사 매각 등 주요 의사결정을 둘러싸고 각 가문의 견해 차이가 이사회·주총 안건으로 표면화
	↓		
5 단계	정리	계열분리 또는 단일 지배구조 정착	• 계열·자산을 나눠 갖는 형태의 계열분리나, 한쪽이 우호지분을 모아 단일 지배구조를 구축하는 방향으로 정리가 이뤄지는 경우가 많음

자료: 한화투자증권 리서치센터

### » 사례 : 한국화장품, 부국증권

한국화장품,  
두 집안 경영

한국화장품(A123690)은 그룹 최상단의 한국화장품제조·한국화장품을 임충한·김숙자 두 2세 회장 가문이 나눠 보유하는 구조다. 실질 경영은 김숙자 회장 측에 무게 중심이 실려 있는 것으로 평가되지만, 명목 지분은 양측이 비슷한 수준을 유지하고 있어 두 가문이 공동 경영 체제를 이어가고 있다.

1세·2세 경영진의 고령화와 2·3세 세대의 등장으로, 중장기적으로는 지분 정리·계열 분라·경영 참여 구도 조정 등 지배구조 변화 이벤트가 나타날 수 있는 전형적인 복수 가문 공동지배 사례로 볼 수 있다.

부국증권,  
형제+3세+자사주 40%  
'잠복형' 구조

부국증권(A001270)은 오너 2세 형제(김중건·김중광)가 비슷한 수준의 지분을 보유하고 있고, 자사주 비중이 40%를 상회하는 구조다.

과거 2대주주 리딩투자증권과의 경영권 관련 갈등 경험이 있으며, 최근에는 3세 세대(김상운 등)가 장내에서 지분을 매입하면서 2세·3세 간 지배력 배분 구도에도 변화 가능성이 열려 있다. 현재 낮은 PBR과 상대적으로 보수적인 주주 환원 정책을 감안할 때, 향후 시장·정책 환경 변화에 따라 행동주의 투자자 개입 가능성이 커질 수 있는 구조로 평가된다.

### » 향후 전개 가능 시나리오

두 회사 모두 향후 세 가지 축에서 지배구조 이벤트가 전개될 가능성이 크다.

#### » 시나리오 ① 우호지분 정리 후 '한 가문' 중심 재편

1) 우호지분 정리 : 1세·2세 고령화 단계에서 실질 경영을 담당하는 측을 중심으로 의결권 위임·블록달·지분 교환이 이뤄지며, 특정 가문으로 지배력이 점진적으로 집중될 수 있다.

2) 지주·사업 분리 : 브랜드·제조·유통·부동산 자산을 구분해, 한 가문은 제조·브랜드, 다른 가문은 유통·부동산을 중심으로 가져가는 '소프트 계열분리'가 현실적인 선택지로 검토될 수 있다.

3) 비상장 신지주 설립 : 승계 자원 마련과 지배력 고착을 위해 비상장 개인회사 또는 지주사를 설립해 상장사 위에 올리는 구조가 등장할 가능성도 있다.

이 시나리오에서는 외부 행동주의 개입은 제한적인 편이며, 가족 간 합의에 따른 단계적 구조조정을 통해 밸류업이 점진적으로 진행될 가능성이 높다. 다만 브랜드·부동산 등 자산의 가치 배분 비율은 협의 과정에서 쟁점이 될 수 있다.

### » 시나리오 ② 가족 간 공개 충돌 및 계열분리

1) 배당·이사 선임 갈등 : 브랜드 재투자와 배당 확대 사이에서 두 가문의 입장이 다를 경우, 정기·임시 주주총회에서 사내이사·사외이사 선임, 배당정책 승인 등을 둘러싼 공개 표 대결로 이어질 가능성이 있다.

2) 감사·소송전 확대 : 한쪽 가문이 상대 측이 지배하는 자회사 또는 특수관계인 거래에 문제를 제기할 경우, 감사 선임, 주주대표소송, 가처분 신청 등 법적 절차로 확산될 소지도 있다.

3) 강제 계열분리 : 최종적으로 제조·브랜드·부동산 등 주요 자산을 나눠 갖는 형태의 계열분리와, 일부 상장·비상장사의 상장폐지·MBO 시나리오까지도 검토 대상이 될 수 있다.

이 경우 단기 주가 변동성은 확대되지만, 계열분리 완료 이후 각 측의 경영 효율·자본배분 원칙이 명확해지면서 오히려 밸류에이션 재평가 여지가 커질 수 있다.

### » 시나리오 ③ 3 세·외부 투자자를 매개로 한 ‘신지주 체제’ 재편

#### 1) 3세 및 외부 FI·행동주의와의 3자 구조 재편

형제·3세 중 한 측이 밸류업 의지가 강한 외부 재무적투자자(FI)·행동주의와 연합해 고배당·자사주 소각·비핵심 자산 매각 등을 추진할 수 있다. 증권업 규제 변화와 밸류업 정책 강화에 따라 WM·IB·자산운용 등을 묶은 지주·사업 분할 시나리오가 등장하고, 이 과정에서 지분 스왑·현물출자 등을 통해 지배구조가 재편될 수 있다.

이 경우 ‘가족-행동주의 연합’이 등장하면, 분쟁이 잘 관리된다는 전제 하에 ROE·PBR 개선 기대가 시장에서 프리미엄으로 반영될 여지도 있다.

#### 2) 3세 중심 신지주 체제

각 집안의 3세 일부가 연합해 ‘3세 지주사’를 세우고, 상장사 지분을 이 신지주 아래로 모으는 시나리오도 상정할 수 있다.

1·2세는 배당·부동산·비핵심 자산 등으로 보상받고 경영 일선에서 단계적으로 물러나며, 3세가 지주·상장사 이사회에서 실질 책임을 지는 구조가 될 수 있다.

이 시나리오는 ESG·세대교체 측면에서는 긍정적이지만, 3세들의 실제 경영 역량과 지분 규모가 이를 뒷받침할 수 있는지가 중요하다.

## 5) 행동주의 · FI 개입에 따른 지배구조 재편

**유형특징** 행동주의 펀드·재무적 투자자(FI)의 개입에 따른 지배구조 재편은 외부 주주가 지분 취득·주주제안·표 대결 등을 통해 기업의 배당 정책, 이사회 구성, 자본 배분 방식을 변화시키는 유형이다. 이 유형은 크게 두 가지 특징이 있다.

하나는 행동주의 펀드가 직접 지분을 축적해 주주환원 확대와 거버넌스 개선을 요구하는 주주행동주의형이고, 다른 하나는 FI·전략적 투자자가 지분을 인수해 경영권 접근 가능성을 내포하는 FI 개입형이다. 두 가지 모두 기업이 기존 지배구조 관행을 유지하려는 경영진과 변화를 요구하는 외부 주주 사이의 긴장 구도를 형성한다는 점에서 공통적이다.

### >> 사례 ① : JB 금융지주(A175330)

JB금융지주는 2022년 얼라인파트너스가 약 14% 지분을 취득해 2대 주주로 올라선 이후, 배당 정책·이사회 구성을 둘러싸고 경영진과의 의견 조율 과정이 지속돼 온 대표적 사례이다.

올해 정기주총에서는 주당 660원 현금배당(2025년 기준 총주주환원율 약 45%)이 가결됐고, 이사의 충실의무와 총주주 이익 보호 원칙을 명문화하는 정관 변경안도 원안대로 통과됐다.

2023~2024년 주총에서는 배당 수준·이사회 구성안을 두고 표 대결 양상이 드러났으나, 2026년 주총에서는 경영진과 주주 측 간 공감대가 상당 부분 형성된 것으로 평가된다.

JB금융은 기존 목표였던 2026년 총주주환원율 45%를 조기 달성하는 성과를 거뒀고, 2026년 목표치를 50%로 상향했으며, 보통주자본비율(CET1)이 13%를 초과할 경우 50% 환원율을 적극 검토하겠다는 방침을 밝혔다. PBR 1배 달성 시 추가적인 환원 정책 재정비에도 나설 계획이다.

### >> 사례 ② : SK 이노베이션(A096770)

SK이노베이션은 배터리 자회사 SK온의 물적분할 이후 기존 주주의 가치 희석 우려가 불거지면서, 주주환원 정책 강화와 자사주 활용 방안을 지속적으로 보완해 왔다.

SK온은 FI로부터 2026년 상장을 조건으로 3조원대 자금을 유치했으나, SK이노베이션이 FI 보유 전환우선주(CPS) 전량을 상환하기로 결정함에 따라 2026년 상장 의무가 해제됐다.

이후 SK온은 SK트레이딩인터내셔널·SK엔텀·SK엔무브와의 합병을 순차적으로 완료했으며, 2025년 7월 기준 SK온·SK엔무브 합병법인에 대한 IPO 계획은 현재 없다는 것이 회사의 공식 입장이다. 향후 IPO 재추진 여부는 합병법인의 실적 회복과 시장 상황에 따라 재검토될 예정이며, 구조 재편 과정에서 국내외 주주의 추가적인 의견 개진 가능성은 열려 있다.

### >> 투자자 모니터링 포인트

행동주의·FI 개입 유형은 배당·지배구조를 둘러싼 이해관계 조율 과정을 통해 기업가치 재평가의 경로가 열리는지 여부가 중요하다.

투자자는 각 기업이 ‘지분 공시 → 주주제안 수용 → 자본정책 안착 → 구조 재편 완료’라는 4단계 사이 어디에 위치하는지와 이 과정이 대립이 아닌 제도화된 주주환원·이사회 책임 강화로 이어지는지에 따라 업사이드와 변동성을 구분해서 해석할 필요가 있다.

[표기] 행동주의·FI 개입 유형에 따른 모니터링 포인트

단계	트리거	업사이드 방향
행동주의 진입 초기	대형 외부 주주의 5% 초과 지분 공시	배당·자사주 기대감 → 단기 주가 반응
주주제안 수용	배당 확대·정관 개정 가결	주주환원을 상향 → P/B 리레이팅 가능성
경영진·주주 수렴 완성	공감대 형성 후 자본 정책 안착	코리아 디스카운트 해소 국면 진입
구조 재편 완료	물적분할 해소·FI 관계 정리	지주사 할인 축소, 모회사 가치 재평가

자료: 한화투자증권 리서치센터

### III. 기업이 많이 활용하는 지배구조 재편 메커니즘

#### 1. 자사주·특수관계인 지분을 활용한 지배력 재편

자사주는 과거 현금 유보·M&A 방어 수단 성격이 강했으나, 올해 3월 개정 상법(제3차 개정)으로 취득 후 1년 내 소각이 원칙으로 도입되면서, 보유·처분 자체가 이사회와 주주총회 의사결정의 핵심 이슈로 부상했다.

새 제도 하에서 자사주는 장기 보유 자산이 아니라, 소각·상장사 간 지분 교환·임직원 보상 등 ‘용도와 기한이 명확한 자본 수단’으로 재정의되고 있으며, 오너 일가 입장에서는 자사주를 활용한 지배력 정비·승계 구조 재편이 한층 중요해지는 환경으로 전환되고 있다.

#### >> 사례 : 화승코퍼레이션(A013520)

사례 화승코퍼레이션(A013520)은 오너 3세 현지호 총괄부회장이 ‘현지호 → 화승코퍼레이션 → 화승알앤에이’로 이어지는 수직 지배구조를 정비하는 과정에서 자사주와 계열사 지분 교환을 병행한 전형적 사례이다.

올해 3월 현지호 총괄부회장은 자신이 보유하던 화승알앤에이 지분 21.53% (4,087,583주)를 화승코퍼레이션에 현물로 이전하고, 그 대가로 화승코퍼레이션이 보유한 자사주 250만 주(4.99%)를 장외에서 취득했다. 주당 취득단가는 1,793원으로, 당시 종가(1,630원) 대비 약 10% 할증된 수준이었고, 총 거래 금액은 약 44.8억 원이다.

이 거래로 현지호 총괄부회장의 화승코퍼레이션 지분율은 35.44%에서 40.43%로 상승했고, 화승코퍼레이션의 화승알앤에이 지분율은 11.27%에서 32.79%로 높아져, 모회사·자회사 간 지배력이 동시에 강화되는 구조가 완성됐다.

회사는 공시에서 이번 자사주 처분 목적을 “재무구조 개선 및 종속회사 지배력 강화를 위한 주식취득 교환 대가”라고 설명해, 단기 주가 부양보다는 중장기 지배구조 정비 차원이라는 점을 명시했다.

이후 현지호 총괄부회장은 자신이 보유한 화승코퍼레이션 지분 중 5.01%(251만 주)를 아들 현재모 씨에게 증여해 4세대 지분 이전을 병행했다.

이로써 ‘3세(현지호) → 4세(현재모)’로 이어지는 후계 구도가 상장 지주격 회사인 화승코퍼레이션 지분을 축으로 선제적으로 설계됐다는 평가가 가능하다.

업계에서는 화승코퍼레이션(자동차부품·소재 축)과 화승인더스트리(신발 ODM·정밀화학 축)를 각각 담당하는 현지호·현석호 형제가 중장기적으로 계열분리를 선택할 가능성에 주목하고 있다.

특히 화승인더스트리가 보유한 화승코퍼레이션 지분(9.26%)과 양사 간 상호 보유 지분을 맞교환(스왑)하는 시나리오가 유력한 옵션으로 거론되고 있으며, 실제 실행 시 화승코퍼레이션은 현지호 총괄부회장 중심의 독립 지배 구조를 한층 명확히 할 수 있다.

#### >> 투자자 모니터링 포인트

자사주를 활용한 지배력 재편 유형에서는 ① 자사주 취득·처분 공시의 목적과 가격(할증/할인율), ② 자사주와 계열사 지분 간 교환 구조, ③ 이후 증여·계열분리 이벤트와의 연계를 동시에 추적하는 것이 중요하다.

연이은 상법 개정으로 상법 개정으로 자사주를 오래 쌓아두기 어려워진 만큼, 앞으로 자사주를 소각해 주주에게 돌려주느냐, 오너 지분 정리에 활용하느냐에 따라 기업 평가와 지배구조 평가는 크게 달라질 것이다. 저PBR 지주·승계주에 서는 이 선택에 따라 밸류에이션 할인 해소 여지가 크게 달라진다.

## 2. 비상장 가족지주·개인회사를 통한 수직 지배구조

**유형 특징** 비상장 개인회사를 상장 지주사 위에 두는 구조는, 오너 일가가 공개시장의 지분 변동 리스크를 최소화하면서 그룹 전반의 의사결정권을 집중시키는 대표적 승계·지배구조 설계 방식이다.

상장사 의결권과 배당 흐름을 비상장 정점회사로 모으는 동시에 증여·상속 과정에서 세 부담과 지분 이전을 장기 분산할 수 있어, 코스닥·코스피 중견 그룹에서 반복적으로 관찰되는 패턴으로 자리 잡았다.

### >> 사례 ① : KPX 홀딩스(A092230)

KPX홀딩스(A092230) 2세 양준영 회장은 본인이 지배하는 비상장 개인회사 씨케이엔터프라이즈를 통해 KPX홀딩스 지분을 장기간에 걸쳐 장내 매수해 왔다.

2017년 말 10.39%에 불과했던 씨케이엔터프라이즈의 KPX홀딩스 지분율은 2025년 3분기 말 기준 28.89%까지 확대됐으며, 양 회장 개인 지분(12.19%)을 합산할 경우 실질 지배력은 41.08% 수준이다. 2026년 4월 기준 특별관계자 포함 지분율은 약 48.50%로, 그룹 내 의결권이 정점 비상장사와 오너 개인에게 안정적으로 집중된 상태다.

언론 보도에 따르면 씨케이엔터프라이즈는 KPX 계열사와의 내부거래 비중이 높은 구조로, 과거 공정거래위원회가 이른바 ‘통행세’ 의혹과 부당지원 여부에 대해 조사를 진행한 바 있다. 다만 공정위 제재 수위와 회사 측 소명 내용을 종합적으로 볼 필요가 있어, 투자자는 지배구조와 내부거래 공시를 함께 모니터링하는 접근이 요구된다.

### >> 사례 ② : 하이트진로(A000080)

하이트진로(A000080)는 박문덕 회장의 두 아들인 박태영 사장(서영이엔티 지분 58.44%)·박재홍 부사장(21.62%)이 비상장사 서영이엔티를 통해 그룹 승계의 핵심 고리를 형성해 온 구조다.

박태영 사장은 2007년 서영이엔티 지분 100%를 인수한 이후, 서영이엔티를 그룹 내 신사업 M&A와 투자 플랫폼으로 활용해 왔으며, 이후 일부 지분을 동생에게 양도하는 방식으로 형제 간 지배력 균형을 조정했다.

2024년 4월 대법원은 서영이엔티에 대한 내부거래 과정이 공정거래법상 부당 지원에 해당한다고 보고, 박 사장에게 징역 1년 3개월에 집행유예 2년을 선고한 원심을 확정함으로써, 승계 과정에서의 일감몰아주기 리스크가 현실화된 대표 사례로 기록됐다.

현재 시장의 관심은 박문덕 회장이 보유한 하이트진로홀딩스 지분(29.49%)의 향후 이전 방식에 집중돼 있으며, IB 업계에서는 ① 단순 증여·매각, ② 장남·차남의 직접 인수, ③ 서영이엔티-홀딩스 합병 등 여러 시나리오를 검토하고 있다.

서영이엔티는 2024년 비앤비코리아(화장품 ODM)를 인수하는 등 그룹 외부 매출을 확대하고 독자적인 사업 포트폴리오를 구축하려는 움직임도 병행하고 있어, 규제 이후 승계 구조의 투명성과 사업 실체를 강화하려는 시도로 해석된다.

### >> 사례 ③ : 영원무역(A111770)

영원무역(A111770)은 성기학 회장이 2023년 3월 비상장 법인 YMSA 지분 50.1%를 차녀 성래은 부회장에게 증여하면서, 'YMSA → 영원무역홀딩스(지분 약 29%) → 영원무역'으로 이어지는 수직 지배구조 정점에 차녀가 서게 된 대표적 승계 사례이다. YMSA는 상장 지주사인 영원무역홀딩스의 최대주주로, 지주사 위에 추가 지배회사가 위치하는 다층 구조라는 점이 이 그룹 지배구조의 특징으로 언론과 업계에서 자주 언급된다.

언론 보도에 따르면 성래은 부회장이 부담한 증여세는 약 850억 원 수준이며, 대부분을 YMSA로부터 차입하는 방식으로 납부한 것으로 파악된다. YMSA는 재원 마련을 위해 보유 중이던 대구 소재 건물을 약 580억 원대에 영원무역에 매각했고, 이 거래와 관련해 공정거래위원회가 관련 법규 위반 여부를 검토하기 위한 조사를 진행했다. 해당 차입금은 2024년 중 상당 부분 상환된 것으로 공시·보도가 이뤄져, 단기적인 재무 레버리지 부담은 완화된 상태로 평가된다.

한편 올해 2월 공정위는 성기학 회장이 2021~2023년 사이 자산 합계 약 3조 2,400억 원 규모의 계열사 82개를 공시대상기업집단 지정 자료에서 누락한 혐의가 있다고 보고, 공정거래법 위반 여부에 대한 판단을 위해 검찰에 고발했다. 해당 기간이 YMSA 지분 증여 시기와 겹친다는 점을 언급하며, 승계 과정과 공시 체계 간 정합성에 문제 소지가 있었다는 의견을 제시했다.

보수 측면에서 성래은 부회장이 공시 대상 상장사인 영원무역홀딩스와 영원무역에서 수령한 연간 보수는 2023년 약 80억 원대에서 2024년 100억 원대 중반 수준으로 증가한 것으로 공시됐다. 비상장사인 YMSA는 임원 개별 보수가 공시되지 않지만, 업계 보도에 따르면 YMSA 전체 임직원 급여는 2023년 약 30억 원대에서 2024년 100억 원 안팎으로 증가한 것으로 전해진다. 일각에서는 증여세 관련 차입금 상환 과정에서의 현금 창출 수단일 수 있다는 해석과, 성 부회장이 주도한 글로벌 사업 확대와 실적 기여에 대한 성과 보상이라는 시각이 병존하는 등, 현재까지 시장에서는 다양한 평가가 제기되고 있다.

**>> 투자자 모니터링 포인트**

비상장 정점회사를 활용한 수직 지주화 구조에서는 ① 정점 비상장사의 지분 변동·증여 이벤트, ② 상장 계열사와의 내부거래 및 배당·대여금 흐름, ③ 공정위·국세청 등 규제 당국의 조사 및 제도 변화가 밸류에이션과 리스크 프리미엄을 결정짓는다.

특히 KPX홀딩스·하이트진로·영원무역 사례처럼, 개인회사-지주사-사업회사로 이어지는 수직 구조는 승계 안정성 측면에서 장점이 있는 반면, 내부거래·세무 이슈가 부각될 경우 규제 리스크와 ESG 평가 부담이 함께 커질 수 있어, 투자자는 지배구조 안정성과 규제 노출 정도를 함께 감안한 디스카운트/프리미엄 수준을 점검할 필요가 있다.

### 3. 공정거래법상 지주사 전환·인적분할 구조

인적분할을 활용한 지주사 전환은 한국 대기업·중견기업 승계 구조 재편에서 가장 검증된 방법이다. 분할 이전에는 오너가 사업회사 지분을 직접 보유하지만, 분할 이후에는 오너 → 지주사 → 사업회사의 수직 구조가 형성되며, 오너가 최소 지분으로 전체 그룹을 지배하는 레버리지 효과와 함께 승계·배당·자산 배분의 유연성이 동시에 확보된다.

#### >> 사례 : 한일홀딩스(A003300)

1단계 : 인적분할  
한일시멘트(舊 법인)는 2018년 7월 1일을 분할기일로 투자사업부문인 한일홀딩스(존속회사)와 시멘트·레미콘·레미탈 사업부문인 한일시멘트(신설회사)로 인적분할됐다. 분할비율은 한일홀딩스 0.45 : 한일시멘트 0.55로 책정됐다. 인적분할 직후 한일홀딩스는 자사주 형태로 한일시멘트 지분 8.06%만을 보유하고 있어, 자회사 편입 요건인 20% 이상을 충족하지 못한 상태였다.

2단계 : 공개매수(현물출차)  
한일홀딩스는 2018년 10/17~11/5까지 한일시멘트 주주를 대상으로 주식 현물 출자 방식의 공개매수를 실시했다. 한일시멘트 주주가 보유 지분을 한일홀딩스에 현물로 출자하면 한일홀딩스가 신주를 배정하는 방식으로, 지주사 전환 취지에 부합하는 표준적 절차였다. 허기호 회장은 본인이 보유한 한일시멘트 지분 10.11% 전량을 공개매수에 응하며 구조 재편에 참여했으며, 공개매수 결과 한일시멘트에 대한 한일홀딩스의 지분율은 8.06%에서 34.63%로 높아져 자회사 편입 요건이 충족됐다.

3단계 : 지배구조 공고화  
공개매수 이후 허기호 회장의 한일홀딩스 지분율은 22.91%로 확정됐고, 이후 장내 추가 매수를 통해 지분을 꾸준히 늘리며 2026년 3월 기준 31%대(약 963만 주)까지 확대했다. 특수관계인을 포함한 오너 일가 합산 지배력은 약 70% 수준으로, 지주사 체제 출범 이후에도 안정적인 지배구조가 유지되고 있다.

공개매수 완료 이후에도 허 회장의 개인 지분이 22.91%에서 31%대로 상승한 점은, 지주사 전환 이후에도 최대주주가 시장에서 지분을 추가 매입하며 지주사 체제에 대한 신뢰를 보여준 것으로 해석할 수 있다.

이러한 지분 확대 흐름은 지주사 체제의 구조적 안정성을 확인하는 지표로 작용하며, 투자자 관점에서도 긍정적인 신호로 평가될 수 있다.

### >> 투자자 모니터링 포인트

이 지배구조 개편의 특징은 오너가 보유하던 사업회사(한일시멘트) 지분을 지주사(한일홀딩스) 신주와 교환함으로써, 단일 계층 직접 지배에서 이중 계층 간접 지배로 전환한 데 있다. 분할 이전에는 오너가 시멘트 사업회사 지분을 직접 보유했지만, 전환 이후에는 지주사를 통해 시멘트·레미콘·환경·레저 등 복수 사업회사를 통합 지배하는 구조가 완성됐다.

지주사 최대주주 지위(31%대)를 유지하는 한 그룹 전체 의사결정권이 안정적으로 보장되며, 향후 사업부문 분리·합병·매각 등 구조 재편 시에도 지주사를 매개로 한 유연한 대응이 가능하다.

주주환원 측면에서 한일홀딩스의 배당 이력은 투자자 관점에서 긍정적인 신호로 평가된다. 1969년 상장 이래 50년 이상 연속 배당을 유지하고 있고, 건설 경기 둔화로 수익성이 부담을 받은 2025년에도 주당 배당금을 전년 대비 7.5%(930원 → 1,000원) 증액했다. 2021~2025년 연평균 배당 증가율(CAGR) 18%대는 지주사 전환 이후에도 주주와의 이익 공유 기조가 일관되게 유지되고 있음을 보여준다.

4세 승계 지주사 구조의 특성은 지분 이전 효율성 측면에서도 확인된다. 허기호 회장의 장녀 허지수 씨는 2020년부터 한일홀딩스 주식을 취득하기 시작해 2024년 기준 약 15만 4,200주(약 0.5%) 수준까지 보유 지분을 확대한 것으로 공시됐다.

주식배당과 장내 매수를 병행하는 방식으로 지분을 단계적으로 늘려온 점이 확인되며, 지주사 특성상 지주사 지분의 변동이 하위 계열사 전체의 지배력 구도와 연결된다는 점에서, 향후 허지수 씨의 지분 변동 추이는 한일홀딩스 지배구조 변화를 모니터링하는 관점에서 주목할 변수 중 하나로 볼 수 있다.

주주권 모니터링 포인트 주주권 관점에서 허 회장의 주식담보대출 규모도 모니터링 포인트로 볼 수 있는데, 언론 보도에 따르면 허 회장은 합산 약 180억 원 규모의 주식담보대출을 보유하고 있어, 주가 하락 시 담보 비율 관리가 체크 포인트가 될 수 있다. 다만 오너 일가 합산 지배력(약 70%)과 연속 배당 이력, 보수적인 재무구조를 감안할 때, 현 시점에서 경영권 안정성이 단기간에 훼손될 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

법적 측면에서는 2020년 HLK홀딩스 흡수합병 관련 소송에서 2025년 12월 항소심이 주요 혐의를 무죄로 판단했으며, 공시 관련 일부 사항에만 벌금형이 확정됐다. 이번 항소심 판결로 주요 형사 리스크는 상당 부분 완화됐으며, 잔여 법적 불확실성도 관리 가능한 수준으로 축소됐다고 평가된다.

#### 4. CB·EB·자회사 IPO 등 자본시장 수단을 통한 승계·재원 조달

CB(전환사채), EB(교환사채), 자회사 IPO는 오너 일가가 지배력을 유지·조정하면서도 상속증여세 등 승계 재원과 성장 투자자금을 동시에 확보하기 위해 활용하는 대표적인 수단이다.

이 메커니즘의 공통된 특징은 기존 지분 구조만으로는 대응하기 어려운 재원 수요를, 증권 발행·상장이라는 시장형 거래를 통해 조달하면서 지배구조까지 함께 설계한다는 점이다.

첫째, CB·EB 구조에서는 모회사 또는 자회사가 보유한 자사주·자회사 지분을 기초자산으로 삼고, 외부 재무적투자자(FI)가 사채를 인수하는 형태로 자금이 유입된다. 이때 전환·교환 가격, 만기, 금리, 리픽싱 여부, 풋옵션 구조 등에 따라 향후 회석 부담, FI의 엑시트 경로, 오너 측 지배력 변화가 크게 달라진다.

둘째, 자회사 IPO 구조에서는 비상장 자회사를 상장시켜 회사오너 일가가 현금 유입을 확보하는 동시에, 지배력을 일부 시장에 분산시키는 대신 모회사·주주의 지분율과 우호지분 구조를 설계해 경영권을 유지하는 방식이 일반적이다. 이 경우 모회사의 상장 자회사 지분 평가이익과 배당수입이 늘어나는 반면, 자회사의 독립적 배당·투자정책과 소수주주 견제 강화가 새로운 지배구조 변수로 등장한다.

셋째, ‘1. 자사주·특수관계인 지분 활용’ 유형이 기존 의결권 자산의 재배치에 초점을 맞추고 있다면, ‘4. CB·EB·자회사 IPO 등 자본시장 수단을 통한 승계·재원 조달’ 유형은 증권 발행·IPO라는 자본시장 트랜잭션 자체가 핵심이라는 점에서 구별된다.

또한 5장에서 다룰 공개매수·MBO가 지배주주 변경·프라이빗화에 초점을 두는 반면, 이 메커니즘은 지배주주를 유지한 채 재원 조달과 승계 준비를 병행하는 구조 설계에 가깝다.

### » 사례 : SNT 홀딩스-IMM 크레딧 EB

SNT그룹은 2025~2026년 사이 IMM크레딧앤솔루션(ICS)을 상대로 약 2,000억 원 규모 EB·CB 패키지 투자를 유치했다.

공시 및 언론 보도에 따르면, SNT다이내믹스 보유 자사주를 기초자산으로 한 EB, SNT홀딩스가 보유한 SNT에너지 지분 대상 EB, SNT홀딩스 보유 자사주 대상 EB 및 CB 등으로 구성된 패키지 딜로, 자사주·자회사 지분이 복수의 사채에 기초자산으로 활용됐다.

표면이자율 0%, 만기이자율 1% 수준의 저금리 구조와 리픽싱 조항 부재 등은 그룹 입장에서는 재무구조 개선과 설비투자·R&D 자금 확보를, FI 입장에서는 방산·에너지 중심 사업 포트폴리오의 성장성에 대한 레버리지 투자 기회를 제공하는 구조로 설계됐다.

지배구조 관점에서 보면, 직접적인 경영권 매각 없이 외부 FI 자금을 유입해 투자 재원을 확보하고, 전환·교환 시점까지 오너 일가의 지분율·의결권 구조를 관리할 수 있는 중간 단계형 자본시장 활용 승계·투자 모델로 평가할 수 있다.

### » 투자자 관점의 모니터링 포인트

첫째로 살펴볼 측은 지배력·희석 구조다. CB·EB가 발행될 경우 전환·교환 가격과 리픽싱 조항의 유무가 중요하다. 주가 하락 시 전환가가 조정되는 구조라면 오너 일가의 실질 지분율이 예상보다 큰 폭으로 희석될 수 있으며, 리픽싱이 없더라도 전환·교환 시 최대 희석 가능 주식 수를 사전에 산출해 이후 오너 일가·FI·일반 주주 간 지분 구도 변화를 가늠해야 한다. 나아가 CB·EB를 인수한 FI가 장기 우호 투자자인지, 아니면 향후 행동주의 또는 M&A 전략과 연계될 여지가 있는지도 지배구조 안정성 판단의 중요한 고려 사항이다.

둘째로는 자금 사용처와 승계 연계성을 확인해야 한다. 조달 자금이 상장사·자회사의 CAPEX, R&D, M&A 등 성장 투자에 사용되는지, 아니면 지주사 재무구조 개선·지분 담보 해소·상속세 자원 마련 등 승계 관련 목적에 활용되는지에 따라 기업 가치에 미치는 영향이 달라진다. 공시된 자금 사용 계획을 지주사·비상장 신지주 설립 방향, 자사주 활용 계획과 함께 교차 점검해 중장기 지배구조 로드맵과의 정합성을 확인하는 것이 바람직하다.

셋째로는 구조적 안정성과 투자 기회 사이의 균형을 살펴볼 필요가 있다. 콜옵션·풋옵션·조기 상환 조항 등 FI 권리 구조가 기존 주주와 이해상충을 일으키는 지 여부가 첫 번째 체크포인트다.

자회사 IPO의 경우에는 상장 후 모회사 할인(NAV 디스카운트)과 자회사 프리미엄(성장 스토리) 사이에서 밸류에이션이 어떻게 배분되는지, 그리고 그 결과가 기존 모회사 주주에게 유리하게 설계되어 있는지 확인이 필요하다. 더불어 밸류업 정책과 상속세·PBR 규제 환경 아래에서 해당 구조가 장기적으로 ROE 제고와 지배구조 투명성 개선에 실질적으로 기여하는지, 아니면 단기 재원 조달에 그치는지도 판단 기준이 된다.

종합하면, CB·EB·자회사 IPO 메커니즘은 오너 입장에서는 지배력 유지, 재원 조달, 승계 준비를 병행할 수 있는 수단이다. 투자자 입장에서는 발행 조건과 자금 사용 계획, 승계 로드맵과의 정합성을 복합적으로 점검하는 과정에서 오히려 기업 가치의 변화를 조기에 포착할 수 있는 사건으로 접근하는 것이 합리적이다.

## 5. 공개매수·MBO·합병을 통한 지배주주 변경

공개매수·MBO·합병을 통한 지배구조 재편은 앞서 살펴본 지주사 전환, CB·EB 등의 메커니즘과 달리, 지배주주 또는 지배구조의 실질적 중심이 바뀌는 이벤 트형 트랜잭션을 의미한다. 상장사 지분을 대량 매수하거나, 오너·특수관계인이 설립한 SPV(특수목적회사)를 활용해 지분을 전량 또는 부분 취득하고, 필요에 따라 합병을 병행함으로써 지배구조를 재정렬하는 방식이다.

이 메커니즘은 크게 세 가지 형태로 구분할 수 있다.

첫 번째는 특수관계인·PEF·3세 지주사가 주도하는 공개매수다. 지배주주 또는 신규 우호집단이 공개매수(TOB)를 통해 기존 주주의 지분을 대량 매입함으로써 지배력을 확보하거나 강화하는 구조로, 시장에 공개된 가격 조건과 매수 목적이 투자자 판단의 핵심 변수가 된다.

두 번째는 오너·특수관계인이 SPV를 설립해 상장사 지분을 매입하는 MBO 구조다. 상장사를 사실상 비상장화(프라이빗화)하거나, 지배주주 변경 후 구조 재편을 거쳐 재상장하는 시나리오까지 포함한다. 이 경우 레버리지 수준과 자금 조달 조건, 그리고 소수주주 보호 장치의 충분성이 핵심 쟁점으로 부각된다.

세 번째는 승계 또는 분쟁 정리를 목적으로 한 합병이다. 형제 간 계열분리 이후 특정 계열사를 흡수합병하거나, 중복 상장을 해소하는 합병을 통해 지배구조를 단순화하는 사례가 여기에 해당한다. 이 경우 합병비율의 적정성과 소수주주 이익 보호 여부가 시장과 규제 당국의 주요 검토 대상이 된다.

앞서 '3. 공정거래법상 지주사 전환·인적분할 구조'에서 다룬 내용은 지배주주를 유지한 상태에서 지배구조를 수직화·단순화하는 작업이라면, '5. 공개매수·MBO·합병을 통한 지배주주 변경' 유형은 지배주주 교체 또는 프라이빗화까지 포함하는 보다 강도 높은 구조 재편 수단이라는 점에서 성격이 구분된다. 그만큼 소수주주·시장·규제 당국의 주목도가 높고, 거래 조건과 절차의 투명성이 사후 추가 흐름과 지배구조 평가에 직결되는 유형이다.

## IV. 투자전략 및 시사점

밸류업 지표를 충족하는 기업으로 구성된 ‘코리아 밸류업 인덱스(KVI)’는 출시 이후 KOSPI 200 대비 30%포인트 이상 초과수익을 기록하고 있어, 지배구조·주주환원 개선이 실제 초과수익으로 이어지고 있다.

국민연금 역시 스투어드십 코드와 책임투자 원칙에 따라 배당정책·이사회 구조·위험관리 관행을 중점 점검하고 있으며, 의결권 행사·주주제안을 통해 거버넌스 리스크가 높은 기업에 대해 지속적으로 개선 압력을 가하고 있다.

이 보고서가 분류한 다섯 가지 경영권 분쟁·승계 유형(자사주 활용형, 수직 지주화형, 형제·남매 계열분리형, 행동주의·FI 개입형, 가족 승계·형제 갈등형)은 각기 다른 리스크·업사이드 구조를 갖지만, 공통적으로 ‘① 규제·세제 환경, ② 오너 리스크와 지배구조 투명성, ③ 주주환원·자본정책의 제도화 수준’ 세 축으로 투자 전략을 수립할 수 있다. 첫째, 상속세·상법·밸류업 프로그램 등 외부 제도 변화에 의해 구조 개편이 ‘강제될’ 가능성이 높을수록, 단기 변동성은 크지만 중장기 리레이팅 잠재력은 확대되는 경향이 있다. 둘째, 동일 유형 내에서도 행사·공정위 제재, 세무 조사, 내부 갈등 여부에 따라 디스카운트 수준과 회복 속도가 크게 다르므로, 사건 자체보다 사후 개선 계획과 이행 속도에 초점을 맞출 필요가 있다. 셋째, 배당성향·자사주 소각·이사회 독립성 등 거버넌스 지표가 이미 제도적으로 정착된 기업은 밸류업 프로그램의 직접 대상은 아닐 수 있으나, 글로벌 자본 유입과 ‘코리아 프리미엄’ 논의의 수혜를 선제적으로 누릴 가능성이 크다.

포트폴리오 차원에서 투자자는 ① PBR 0.5배 미만의 구조적 저평가 지주·승계주 중, ② 자사주·계열분리·행동주의·FI 개입 등 구체적 촉매가 확인되고, ③ 밸류업 계획·지배구조 보고서·정관 개정 등을 통해 개선 의지가 공시된 기업을 우선 선별하는 전략이 유효하다. 이때 각 기업이 ‘지분 공시 → 주주제안 수용 → 자본정책 안착 → 구조 재편 완료’ 어느 단계에 있는지, 그리고 자사주·승계 합병 이벤트가 단기 오너 이익이 아니라 상장사 가치 제고와 어떻게 연결되는지를 체크리스트 형태로 관리하는 것이 중요하다.

우리는 체계적으로 이런 변화를 추적한다면, 국내 시장의 ‘거버넌스 리스크’는 피해야 할 위험이 아니라 규제 변화와 지배구조 전환 측면에서 추가 수익을 노릴 수 있는 지속적인 투자 테마로 볼 수 있다.







▶ 상속승계 지배구조 이벤트 후보 기업 및 주요 특징 (계속)

No	기업코드	기업명	비즈니스 분야	이벤트유형	상속/승계유형	주요 특징
88	4027530	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
89	4027570	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
90	4028410	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
91	4028900	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
92	4021000	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
93	4021170	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
94	4021200	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
95	4024900	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
96	4025010	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
97	4025020	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
98	4025030	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
99	4025040	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
100	4025050	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
101	4025060	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
102	4025070	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
103	4025080	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양

No	기업코드	기업명	비즈니스 분야	이벤트유형	상속/승계유형	주요 특징
104	4025090	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
105	4025100	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
106	4025110	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
107	4025120	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
108	4025130	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
109	4025140	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
110	4025150	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
111	4025160	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
112	4025170	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
113	4025180	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
114	4025190	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
115	4025200	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
116	4025210	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
117	4025220	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
118	4025230	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
119	4025240	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
120	4025250	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
121	4025260	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
122	4025270	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
123	4025280	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
124	4025290	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양
125	4025300	대기업	2	주주 소송, 지배, 경영권 이양	주주 소송	주주 소송 제기, 경영권 이양

자료: 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2026년 5월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연, 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.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]**

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%