



ESG

안 그래도 상폐되고 싶었는데 잘 됐다

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

통상적으로는 상장폐지를 피하고 싶어하지만 도리어 원하는 기업도 있다

지난 2월 12일 금융위원회와 한국거래소가 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안」을 발표하였고 두 차례 개정예고·의견수렴을 거친 뒤 이를 반영한 상장규정이 7월 1일부터 시행되었다. 동 개정에 따라 2026년 7월 1일부터 유가증권 상장회사는 시가총액 300억원, 코스닥 상장회사는 시총 200억원에 미달하면 상장폐지 요건에 해당되게 되었다. 2027년 1월 1일부터는 유가증권 500억원, 코스닥 300억원으로 상폐 시총 기준이 상향된다. 아울러, 주가 1,000원 미만 동전주도 상장폐지 요건으로 신설되었고, 반기 기준 완전자본잠식 여부도 상폐 실질심사 요건으로 추가되었으며, 실질심사 대상이 되는 공시 위반 요건도 종전보다 더 강화되었다.

2월 개혁방안 발표 후 7월 본격 시행 전까지 상장폐지 요건을 회피하려는 기업들의 움직임을 점검해본 결과, 2026년 주식병합 건수가 이전 2개 연도 대비 폭증했고 상장폐지 회피 목적임을 밝힌 계열회사 간 합병 사례도 발견되었다. 주식병합은 주식의 한 주당 가격을 끌어올리고, 합병 후 한 몸이 된 회사의 합병 직후 시가총액은 합병 전 각각의 회사보다 더 높을 수밖에 없다. (7월 3일 발간된 「동전주 탈출을 위한 ‘병합’, 시총 미달 회피를 위한 ‘합병’」 보고서 참고)

이같이 상장회사가 상장폐지를 피하고자 주가 또는 시가총액을 끌어올리거나 일정 수준 이상으로 유지하려고 노력하는 것은 이상할 게 없다. 그러나 특정한 이유로 주가 상승을 장기간 억누르거나 주가에 보통 악재로 작용하는 경영의사결정을 행하는 기업들도 있다. 이러한 기업들 모두가 궁극적으로는 상장폐지를 목표로 한다고 단정 짓는 것은 무리겠지만 주가 상승을 억제하거나 주가 하락을 유도해 상폐 요건에 해당되길 원하는 기업들도 있다. 이러한 기업들은 대개 [표1]에서 설명하는 상황에 처해 있거나 특정한 유인을 가지고 있다.

[표1] 주가 상승을 원치 않거나 상장폐지를 추구하는 기업들이 처한 상황 또는 가지고 있는 유인

구분	주가 상승 억제 유인	상장폐지 추구 유인
상속세 또는 증여세 절감	상속세 및 증여세법에 따라 상장주식 평가 시에는 평가기준일 이전 이후 각 2개월 간의 시세의 평균액이 기준이 되고, 심지어 최대주주에게는 20% 할증까지 적용되기 때문에, 자녀에게 지분을 상속 또는 증여하려는 상장회사 대주주 입장에서는 주가를 낮게 유지하는 것이 더 유리함	상속세 및 증여세법에 따라 비상장주식의 경우 순순익가치와 순자산가치를 가중평균한 가액으로 평가하되 평가금액이 순자산가치의 80% 미만인 경우에는 순자산가치의 80%를 하한으로 함. 상장주식에 비해 상속세 또는 증여세 절감에 유리한 평가방식이나 기준을 유연하게 적용할 수 있음
경영권 방어	안정적인 경영권 확보를 위해 지분을 확대하려고 할 때 주가가 낮을수록 매입 자금을 절감할 수 있음	공개시장에 상장되어 있지 않은 주식은 외부 세력이 적대적 인수 목적으로 지분을 대량으로 매입하는 것이 현실적으로 불가능에 가깝고, 비상장회사는 상장회사와 비교했을 때 공시 의무가 약하기 때문에 외부에서 회사의 내부 사정을 파악하기가 어려움
소액주주 간섭 탈피	주가 오르면 배당금 확대, 자기주식 매입 및 소각, 무상증자 등에 대한 소액주주의 요구가 더 거세질 수 있음	소액주주를 축출하면 대주주와 특수관계인, 우호 지분 등만 남기 때문에 경영 간섭에서 자유로워질 수 있음
공시 의무 경감	-	상장회사는 개인투자자 등을 보호하기 위해 비상장회사보다 훨씬 엄격한 공시 의무가 적용되기 때문에 공시 업무 부담을 줄이고 경영정보 공개에 따른 책임과 번거로움을 피하고자 비상장회사로의 전환을 추구할 수 있음
상장 유지 비용 절감	-	상폐가 되면 거래소에 납부해야 하는 연부과금, 외부감사인 수임료, 주주총회 개최와 IR 등 주주 관리 활동, 공시 전담 인력 채용 등 상장회사라면 부담해야 할 각종 비용을 절감할 수 있음
유리한 합병 비율 산정	현행 자본시장법상 상장회사 간 합병 비율은 과거 평균 주가를 토대로 산정됨. 이 때문에 대주주가 의도적으로 피합병회사의 주가를 낮추거나 합병 시점을 조절하여 자신에게 유리한 비율을 유도하기도 함	현행 자본시장법상 상장회사와 비상장회사 간 합병의 경우 비상장회사는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액으로 가치를 산정함. 상장회사보다 비상장회사 가치 산정 시 평가방식을 더 유연하게 적용할 수 있기 때문에 대주주의 지분율이 높은 비상장회사의 가치를 과대평가하는 방식으로 대주주에게 유리한 합병 비율을 유도할 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

상장폐지 개혁방안을 ‘속으로는 환영할’ 기업 식별하기

대주주나 오너 일가의 속마음을 정확하게 파악하는 것은 불가능하다. 그럼에도 불구하고 주가 상승을 희망하지 않거나 극단적으로는 상장폐지를 목표로 한다고 짐작할 수 있는 경영의사결정이나 정황은 다음 [표2]와 같다.

[표2] 주가 상승을 원치 않거나 상장폐지를 추구한다고 의심할 수 있는 사례

- 수 년 간 당기순손익이 흑자였으나 해당 기간동안 배당금 지급, 자기주식 소각 등을 전혀 이행하지 않은 기업
- 일정 비율(예: 5%) 이상의 자기주식을 매입한 후 장기간 처분이나 소각을 하지 않고 보유만 하고 있는 기업
- 총자산이나 시가총액 대비 현금및현금성자산의 비중이 매우 높지만 신규 투자나 주주환원에 소극적인 기업
- 계열회사에 통상적인 거래조건보다 유리한 조건으로 제품, 서비스 등을 판매하며 지속적인 손실을 부담하는 기업
- 자금 사정이 악화된 계열회사에 반복적으로 자금을 대여해 주거나 무이자무담보로 자금을 대여해 주는 기업
- 전환사채 발행 규모 및 빈도가 높은 기업
- 주가가 신저가 수준으로 하락하자 대주주의 지분 매입이 급증하는 기업
- 경영실적이나 재무상태가 실제보다 저조해 보이도록 하는 ‘역분식회계’를 행한 것으로 의심되는 기업

자료: 한화투자증권 리서치센터

다시 말해, 재원 여력이 있음에도 불구하고 주주환원에 매우 소극적이거나, 계열회사로 부를 이전해 정작 자신의 기업이 치는 값아먹거나, 오버행 부담을 키워 주가 하락의 뇌관을 심어놓거나, 심지어 실적이나 재무건전성을 실제보다 더 ‘안 좋아 보이게’ 왜곡하여 주가의 발목을 붙잡는 등의 정황이 감지된다면 투자 대상으로 적합하지 않을 것이다. 유가증권시장 상장회사의 경우 최대주주 및 특수관계인이 자기주식을 제외한 발행주식총수의 95% 이상을 확보해야 상장폐지 신청이 가능한데, (공개매수 선언 전) 최대주주 및 특수관계인이 유통 중인 주식을 공격적으로 매입하거나 특정 회사가 자기주식을 대거 매입하기 시작했다면 자진 상폐 추진의 신호로 볼 수 있다.

만일 저평가 상태를 의도적으로 유지·유도했거나 상폐를 원했던 기업들이 있다면, 7월부터 시행된 상장폐지 개혁방안상 상향된 시총 기준과 신설된 동전주 요건 덕분에 종전보다 수월하게 그리고 자연스럽게 상장시장에서 발을 뺄 수 있게 되었다.

[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.