

[기업 거버넌스]

상법개정 통과, 한국 자본시장의 역사적 전환점

김수현 지주회사/미들스몰캡 02-709-2650 / seankim@ds-sec.co.kr

2025.03.14

‘국장 탈출은 지능 순’이라고 경시되던 한국 자본 시장의 역사적인 날

- 1) 우리가 아는 모든 상장 지주회사 (LG, SK, CJ 등)는 전부 인적 분할을 통해 탄생했다. 이들 지주회사의 탄생 배경은 오너의 지분을 확대 목적이다. 결과적으로 전 세계 유례없는 지주회사 & 자회사 중복 상장 구조가 됐다. 이후 재벌 기업의 이러한 방식을 국내 중견 기업들도 도입했다. 중견 기업에서도 중복 상장이 많아진 이유다.
- 2) LG화학은 알짜인 LG엔솔을 물적 분할 후 상장했다. 하루 아침에 LG화학의 주주들은 소유권을 침탈당했다. LG화학의 현재 주가를 보면 아직까지 이들에게 제대로 된 보상은 없었다.
- 3) PBR 10배인 매출 500억 A사와 PBR 0.5배인 매출 10조원의 B사가 시가로 합병을 시도했다. 공상과학 소설 같은 일이다. 심지어 B사는 사전에 주가 하락을 유도하기 위해 실적 가이드를 대폭 하향 조정했다.
- 4) C기업은 자사주를 꾸준히 매입한 후 을에 해당되는 회사 4곳에 자사주를 매각했다. C기업의 대주주 지분율은 5%도 되지 않는다. 사실상 자사주가 전부 백기사 지분으로 흘러 들어갔다. 정작 소각은 뒷전이였다. 그러다 해외 행동주의 펀드가 들어오면서 최근 자사주를 소각하기 시작했다.
- 5) 과거 D사 대표는 회사 주가가 형편없이 낮지만 본인의 실제 지분 가치는 현재 가격 대비 최소 100% 높다고 했다 (경영권 프리미엄을 의미). 아들이 물려 받지 않는다면 회사를 매각할 것이고 매각 전에 기업 가치를 높이면 된다고 했다. 이후 PE가 대표 지분, 즉 경영권 지분만 매입했다. 이후 주가는 1/3토막 났고 그 가격에 PE가 잔여 소액 주주 지분을 공개 매수했다. M&A 과정에서 소액주주는 과실을 누리지 못했고 오히려 염가로 축출됐다.
- 6) 최근 LS는 회사의 성장을 위해서 핵심 자회사 두 곳을 IPO하겠다고 밝혔다. 필요 자금을 자본 시장에서 구하겠다는 의미인데 정작 그들이 돈을 구하려는 자본 시장의 발전은 뒷전인 셈이다.

‘비상장 자회사가 자금이 필요하면 IPO가 아닌 지주회사 주가를 높여 유상증자를 하면 된다’

상법개정이 통과되어 비상장 자회사들이 IPO를 못하면 자금 조달이 어렵다고 한다. 이 경우 지주회사 주가를 높여 유상증자를 통해 자금을 해당 자회사로 배분하면 된다. 지주회사의 설립 목적은 그룹의 컨트롤 타워로서 성장 동력 확보 및 리소스 배분이다. 국내 지주회사 중 자회사로 리소스를 배분을 하는 경우는 극히 드물다. 대주주의 지분을 하락 우려 때문이다. 이제 압축 성장을 통한 경제 성장의 시대는 저물었다. 새로운 시대가 열렸고 ‘경영권은 경영 능력 검증과 도전의 대상이지 보호의 대상이 아니다’. 한국인이 좋아하는 해외 사례, 가까운 일본과 미국에 해답이 있다.

주주 충실 의무는 시대적 요구, 상당한 국민적 공감대 형성 전망

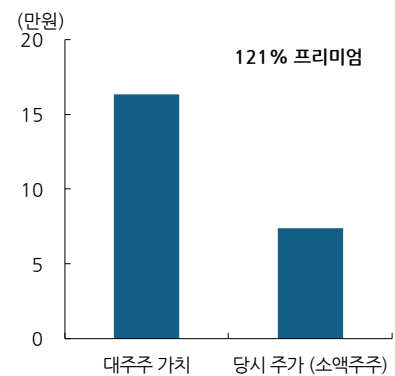
전일 국회 본회의에서 주주에 대한 이상의 충실 의무를 도입하는 상법 개정안이 통과됐다. 대통령 권한 대행은 거부권을 행사할 전망이다. 거부권 행사는 최소 1~2주 내로 예상된다. 다만 개인투자자 수가 1,500만명에 이른 만큼 상당한 국민적 공감대가 형성될 전망이다. 차기 대선 공약은 상법 개정이 채택될 전망이다. 25년 상법 개정 가능성은 그 어느 때보다 높아졌다.

표1 주요 지주회사 인적분할 사례 정리

지주회사	중복 상장자회사
LG	LG화학, LG전자
CJ	CJ제일제당
SK	SK이노베이션
아모레G	아모레퍼시픽
코오롱	코오롱인더
롯데지주	롯데웰푸드
효성	효성티앤씨, 효성첨단소재, 효성화학, 효성중공업
DL	대림산업
SK스퀘어	SK텔레콤
현대지에프홀딩스	현대그린푸드
OCI홀딩스	OCI
동국홀딩스	동국제강

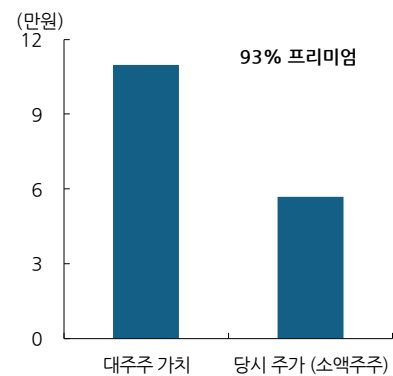
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림1 지누스 M&A 가격과 시장 가격 비교



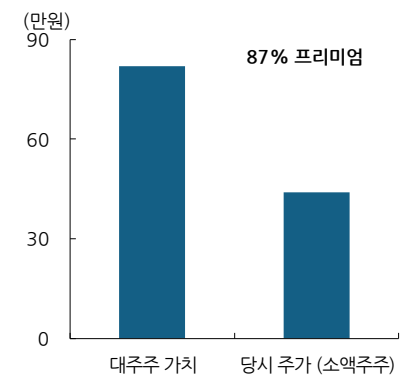
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 일진머티리얼즈 M&A 가격과 시장 가격 비교



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 남양유업 M&A 가격과 시장 가격 비교



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림4 상법 일부개정법률안 주요 내용 발췌

법률 제 호

상법 일부개정법률안

상법 일부를 다음과 같이 개정한다.

제382조의3(이사의 충실의무 등)

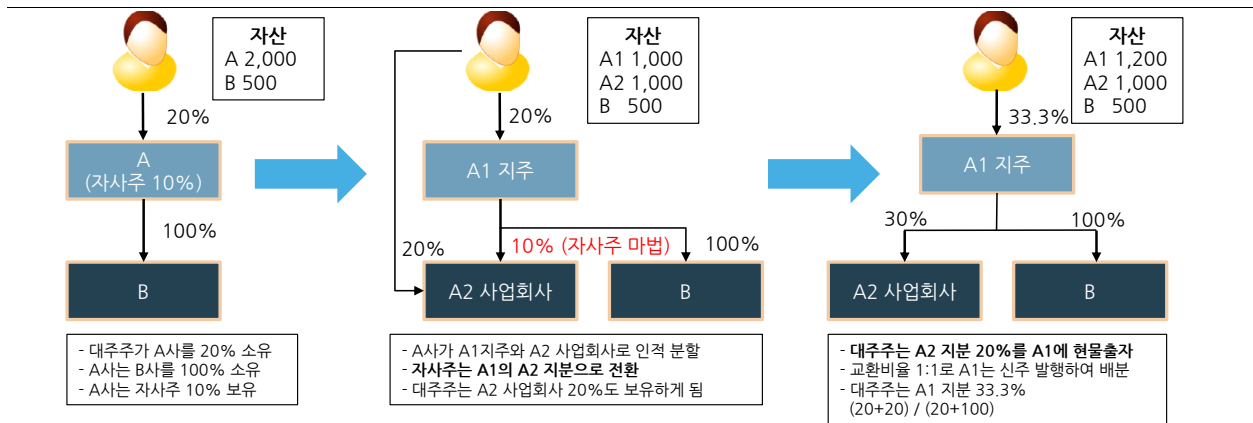
- ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.
- ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.

부 칙

이 법은 공포 후 1년이 경과한 날부터 시행한다.

자료: 국회, DS투자증권 리서치센터

그림5 인적 분할, 자사주를 통한 지주회사 지배력 극대화



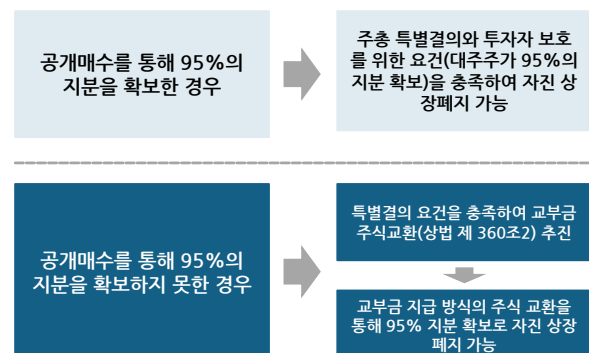
자료: DS투자증권 리서치센터

그림6 락앤락 주가 추이 및 공개 매수 시점



자료: Qunatiwise, DS투자증권 리서치센터

그림7 주가 누른 후 다양한 소액주주 축출 방식



자료: DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-