DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Comment

[지주회사/거버넌스]
만년 저평가로 방치하면 이제 타겟이 된다

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

2026.03.19

M&A를 통한 저성과 기업 퇴출 유도 - 한국판 베어허그 (Bear Hug) 도입하나?

이번 자본 시장 체질 개선 방안 (2단계)에서 M&A 관련 규제가 사실상 베어허그를 용이하게 하는 방향으로 설계된다. 기존엔 이사회가 지배주주 편에서 M&A 제안을 무조건 막는 것이 관행이었다면 향후 이사회가 전체 주주 이익 관점에서 판단해야 한다. 극심한 저 PBR 회사에 거절할 수 없는 높은 가격으로 인수 제안이 올 경우 1) 인수 제안 내용, 2) 매수 가격 공정성 검토 결과 및 이사회 입장에 대해 일반 주주에게 알려야 한다. 저 PBR로 낙인 된 기업들이 저평가 상태를 방치할 경우 자연스럽게 M&A 타겟이 되는 구조다.

저PBR 기업 Naming & Shaming 도입

동일 업종 내 두 반기 연속 하위 20% PBR 기업은 KRX 밸류업 홈페이지에 명단이 공개되고 종목명에 저 PBR 태그가 붙는다. 단, 기업가치 제고 계획을 공시하면 일정 기간 면제된다. 이들 기업들 중 일부가 기관 투자자 스튜어드십 코드 강화와 맞물리면서 주주행동 타깃이 될 가능성이 높다. 극심한 저평가의 동국홀딩스를 포함한 중소형 지주사와 중소형 기업이 상당히 많이 포진되어 있다.

원가로 숨겨진 자산가치, 투자자에게 알려야 한다

상장사 약 95%가 보유 자산을 시가가 아닌 원가법으로 반영해 기업가치가 실제보다 낮게 왜곡되어 왔다. 이번 방안은 우선 토지부터 공시지가 기준 장부가치와 공정가치 차이를 재무제표 주석에 의무 공시하도록 하며 향후 대상 자산군을 확대한다. 대표적으로 중소형 지주사 중 하림지주의 양재동 부지가 여기에 해당된다. 향후 대상 자산군 확대 시 CJ의 올리브영 가치가 원가법 550억원으로 반영된 것도 여기에 해당될 수 있다.

불공정한 계열사간 합병 못한다 -> 동양생명 잔여지분, 공정가액 의무화 첫 시험대 오를 것

기존엔 계열사 간 합병 시 상장사 합병 가액을 주가 기준으로만 산정했다. 대주주가 언제든지 합병 시기를 조율해 주가를 의도적으로 누른 뒤 헐 값에 합병하는 구조가 가능했다. 이제는 계열사간 합병 / 주식 교환을 하려면 주가, 자산가치, 수익가치를 종합한 공정가액 기준이며 외부 평가도 받아야 한다. 대표적으로 동양생명이 여기에 해당된다. 경영권을 주당 1만 562원에 산 우리금융은 향후 동양생명 잔여지분을 인수하게 된다. 계열사 편입 이후 동양생명 주가가 크게 하락한 후 최근 반등했고 (전일 종가 8,650원) 과거처럼 주가만을 기준으로 헐값에 잔여 지분 흡수는 어렵게 되었다.

만년 저 PBR 우량 기업들의 중장기적 Re-rating 전망

대주주가 주가를 누를수록 손해 보는 구조가 법제화됐다. 저PBR 낙인이 M&A 타깃이 되고 대주주 입장에서 주가를 낮게 유지할 인센티브도 낮아진다. 자산 재평가 공시까지 더해지면 숨겨진 장부가치도 드러난다. 적극적인 주주환원도 병행하게 된다. 중장기적으로 만년 저PBR 우량 기업들의 Re-rating이 예상된다.

표1 자본시장 체질개선 방안 주요 내용 정리

제도명	현행	개선
중복상장 원칙금지	중복상장 비중 해외대비 높은 편 중복상장이 핵심사업 분리, 대주주 지배력 강화로 이어짐	중복상장 원칙 금지 (일반주주 동의 등 예외만 허용) 자회사 중복상장 시 모회사 이사에 주주충실의무 부여(해외 상장시에도 동일)
M&A 시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화	합병가액이 시가로 결정돼 합병가액 조정 가능	합병 추진 시 공정가액 산정 및 외부평가 의무화 공정가액은 주가, 자산가치, 수익가치 종합 고려
저 PBR 기업가치 제고 노력 유도	대주주 이익을 위해 저 PBR 방치	KRX 벨류업 홈페이지에 상시 공표 종목명에 저PBR 태그 (naming & shaming) 기업가치 제고 계획 공시 수행한 경우 일정기간 태그표출 면제
재평가 기준 자산가치 공시 도입	일부 기업들 자산가치 시가로 재평가 하지 않음	자산재평가 후 장부가치-공정가치 차이 재무제표 주석에 공시 의무화

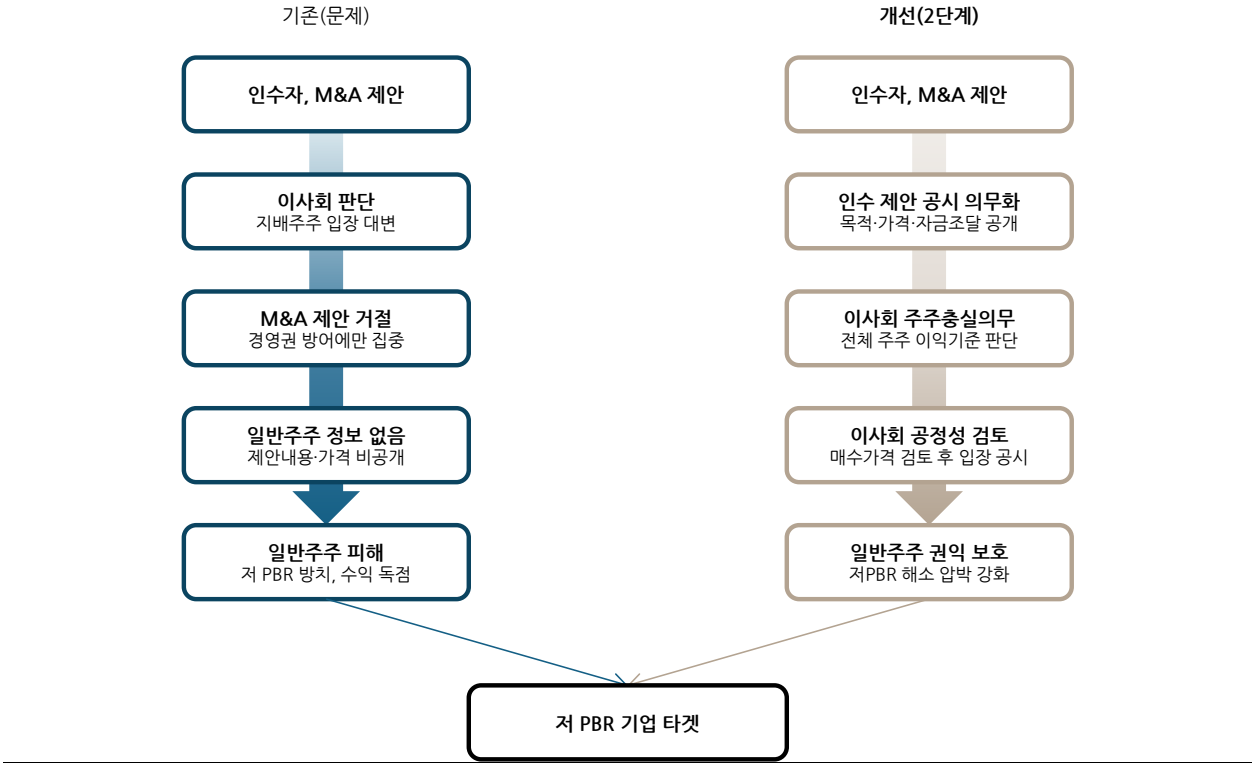
자료: 금융위원회, DS투자증권 리서치센터

한국판 베어허그 (Bear Hug) 도입하나?

지배주주를 방패막이로 M&A 차단하는 것 자체가 주주충실의무 위반 간주

이번 자본시장 체질개선 방안(2단계)에서 M&A 관련 규제가 사실상 베어허그(적대적 인수 제안)를 용이하게 하는 방향으로 설계됐다. 제도 개선의 핵심은 세 가지다. 인수 제안 즉시 목적·가격·자금조달을 공시해야 하고 이사회는 지배주주가 아닌 전체 주주 이익 기준으로 판단해야 한다. 매수가격 공정성 검토 후 입장을 일반주주들에게 공시해야 한다. 기존엔 이사회가 지배주주를 방패막이로 M&A를 무조건 차단했지만 이제는 그 자체가 주주충실의무 위반으로 간주된다.

그림1 M&A 인수 제안 받을 경우 공시 의무화



자료: DS투자증권 리서치센터 추정

원가로 숨겨진 자산가치, 투자자에게 알려야 한다

토지부터 공시지가 기준으로 (장부가치 - 공정가치)를 재무제표 주석 의무 공시 → 향후 자산군 확대

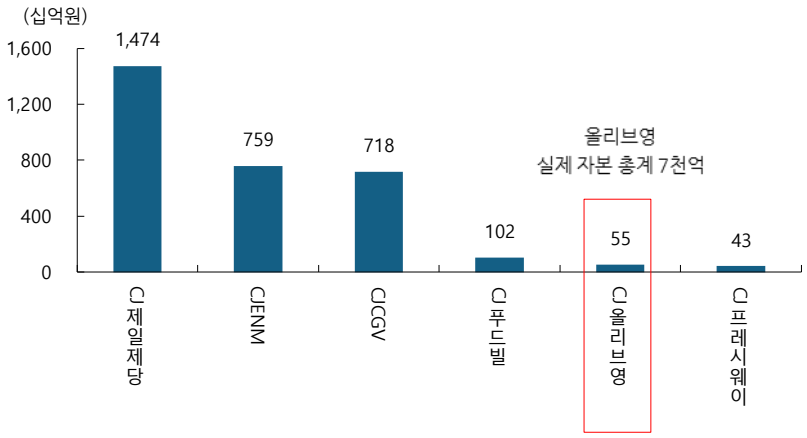
상장사 대부분(약 95%)이 보유 자산을 원가법으로 장부에 기록해 기업가치가 실제보다 낮게 왜곡되어 왔다. 이번 방안은 토지부터 공시지가 기준으로 장부가치와 공정가치 차이를 재무제표 주석에 의무 공시하도록 했으며 향후 대상 자산군을 확대한다. 자회사 지분의 경우 유가증권으로 분류되는데 K-IFRS상 종속기업 투자주식은 원가법 또는 지분법으로 평가하는 구조다. 다만 비상장 자회사를 원가로 묻어두는 것이 모회사 저PBR의 핵심 원인 중 하나인 만큼 제도 취지상 자회사 공정가치 공시까지 이어질 가능성을 배제하기 어렵다. 토지 자산 재평가는 대표적으로 중소형 지주회사 중 **하림지주의 양재동 부지**가 여기에 해당된다. 또한 당사가 커버하는 **CJ의 올리브영 가치가 원가법 550억원**으로 반영된 것도 여기에 해당된다.

표2 하림 보유 양재동 부지 주요 내용

구분	내용
주소/규모	서초구 양재동 225번지 일대 약 86,000㎡(26,015평)
최초매입가/매입시점	4,525억원/ 2016년
장부가액	4,955억원
예상 평가액	1조 6천억원 이상

자료: DS투자증권 리서치센터

그림2 24년말 기준 CJ 연결 자본에 반영된 주요 자회사 가치



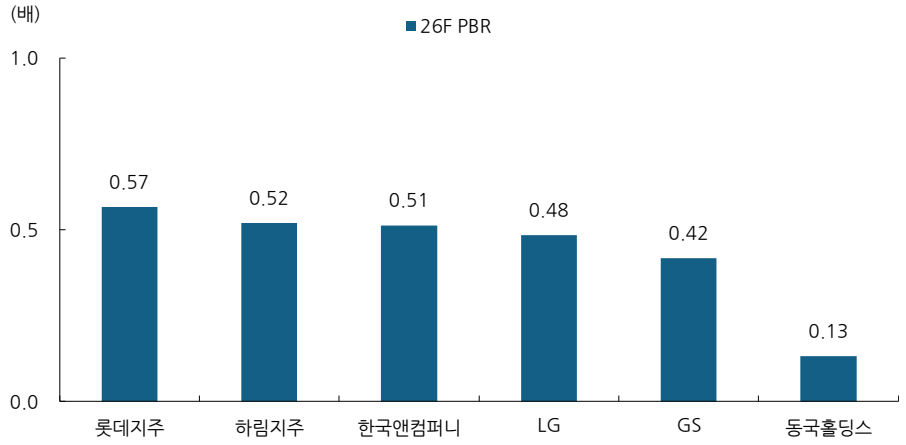
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

저PBR 기업 Naming & Shaming 도입

동일 업종 내 두 반기 연속 하위 20% PBR 기업에 '저PBR' 태그

동일 업종 내 두 반기 연속 하위 20% PBR 기업은 KRX 밸류업 홈페이지에 명단이 공개되고 종목명에 저PBR 태그가 붙는다. 단, 기업가치 제고 계획을 공시하면 일정 기간 면제된다. 이들 기업들 중 일부가 기관 투자자 스튜어드쉽 코드 강화와 맞물리면서 주주행동 타깃이 될 가능성이 높다. 극심한 저평가의 **동국홀딩스를 포함한 중소형 지주사와 중소형 기업**이 상당히 많이 포진되어 있다.

그림3 주요 지주회사 중 저PBR 기업의 PBR 비교



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터 추정
주: 0.6배 미만 주요 지주회사 정리/ 컨센서스 미존재 기업은 추정치 활용

우리금융의 동양생명 잔여지분, 공정가액 의무화 첫 시험대 오를 것

계열사간 합병/주식교환 시 주가, 자산가치, 수익가치를 종합한 공정가액 기준

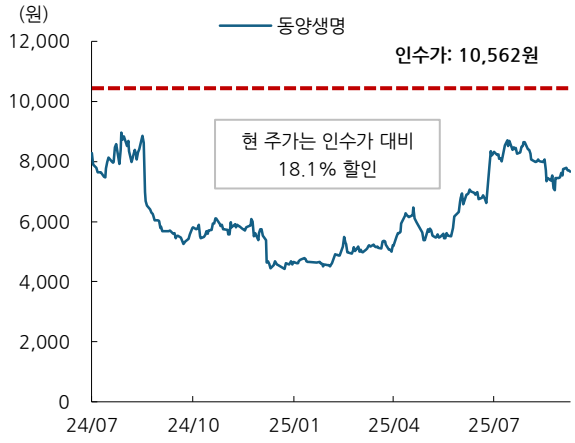
기존엔 계열사 간 합병 시 상장사 합병 가액을 주가 기준으로만 산정했다. 대주주가 언제든지 합병 시기를 조율해 주가를 의도적으로 누른 뒤 헐 값에 합병하는 구조가 가능했다. 이제는 계열사간 합병 / 주식 교환을 하려면 주가, 자산가치, 수익가치를 종합한 공정가액 기준이며 외부 평가도 받아야 한다. **대표적으로 동양생명이 여기에 해당된다.** 경영권을 주당 1만 562원에 산 우리금융은 향후 동양생명 잔여지분을 인수하게 된다. 계열사 편입 이후 동양생명 주가가 크게 하락한 후 최근 반등했고 (전일 종가 8,650원) 과거처럼 주가만을 기준으로 헐값에 잔여 지분 흡수는 어렵게 되었다.

그림4 우리금융의 동양생명 인수 개요

구분	내용
인수 금액	1조 2,840억원
주당 단가	10,562원
취득 지분율	75.34%
프리미엄	53.5%

자료: DS투자증권 리서치센터

그림5 동양생명 인수가와 현재 주가 비교



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

중복상장은 모회사 주주 동의 없이 이제 불가능

상장심사 단계에서 중복상장을 원칙적으로 금지

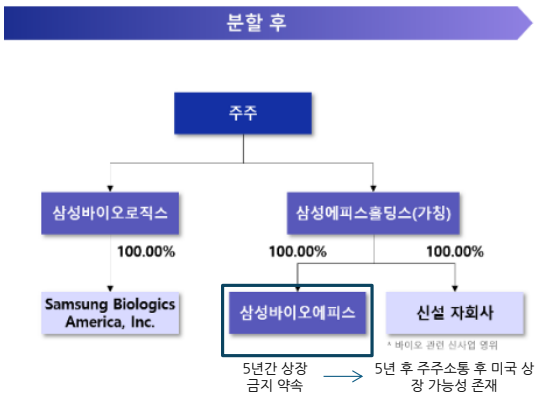
한국의 중복상장 비율은 18.4%로 미국 0.4%, 일본 4.4%에 비해 압도적으로 높다. 모회사가 상장된 상태에서 좋은 자회사를 따로 상장시키는 구조는 핵심사업 분리와 대주주 지배력 강화 수단으로 활용되어 왔다. 그 피해는 모회사 일반주주에게 돌아갔다. 이번 방안은 한국거래소 상장심사 단계에서 중복상장을 원칙적으로 금지하고 예외적인 경우에만 일반주주 동의를 전제로 허용한다. 자회사를 해외거래소에 상장시키는 우회로도 이사회 주주충실의무를 통해 차단한다. 결국 알짜 자회사를 쪼개 따로 상장함으로써 모회사 주주를 희석시키던 관행은 제도적으로 종료된다.

5년 후 해외 상장 가능성 있는 삼성바이오 에피스는 흥미로운 관찰 대상

에피스홀딩스 주주 입장에서는 미국 상장을 통한 가치를 인정받는 것을 선호할 수 있음

5년이 지난 시점에서 삼성 바이오 에피스가 해외 상장을 노릴 경우엔 국내 상장심사는 피할 수 있지만 이사회 주주충실의무 조항이 해외 중복상장에도 적용되도록 설계됐기 때문에 모회사 이사회가 에피스홀딩스 주주 관점에서 부정적 영향 평가를 공시해야 하는 구조가 된다. 다만 에피스홀딩스 주주 입장에서는 자회사 에피스의 가치가 장부에 원가로 묶인 채 디스카운트되는 것 보다는 미국 상장을 통해 상당한 가치를 인정 받는 것을 선호할 수 있다.

그림6 삼성바이오에피스 지배구조 및 향후 상장 가능성



자료: 삼성바이오로직스, 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.