

[거버넌스 - 베어허그 시리즈 2]

FCP의 에스원 지분 인수 제안 시사점

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

2026.09.11

베어허그와 닮았지만 다른 FCP의 에스원 지분 인수 제안

싱가포르 베이스 펀드 FCP (플래쉬 라이트 캐피탈)가 지난 8월 27일 삼성 SDI, 삼성생명, 삼성화재, 삼성카드 및 삼성증권 5개사에 이들이 보유한 에스원 지분 20.6%를 주당 116,000원 (9,066억원)에 인수하겠다고 제안했다. 이는 시가 대비 약 45% 프리미엄이며 역대 최고가인 2016년 115,000원 대비로도 높은 가격이다.

이번 사례는 베어허그, 즉 거절하기 어려운 가격을 제시하고 공개해서 이사회의 설명을 압박하는 전술과 조금 다른 케이스이다. 제안 받은 대상이 기업(에스원)이 아니고 해당 기업 지분을 보유한 주주 (삼성계열사 5곳)이기 때문이다.

베어허그 도입 전까지는 삼성 5개 계열사 이사회 모두 의견 표명 의무 없어

우선 FCP의 자금 조달은 검증되지 않았다. 자금 조달 계획 입증은 의무인 것은 공개매수 케이스다. 이번 건은 공개매수가 아닌 특정 주주에 대한 사적 매수 제안이라 이 규정에 걸리지 않는다. 향후 베어허그 관련 법 시행 시 인수 제안자의 자금 조달 검증에 대한 보완 조치가 있어야 할 것이다. 실체 없는 제안에 따른 시장 교란을 방지하기 위해서다.

현행법에서 이사회의 의견 표명 의무도 없다. 에스원의 이사회는 이번 거래의 당사자가 아니기 때문에 의견을 표명할 의무는 없다. 이번 거래의 당사자인 삼성 계열사 5곳 이사회도 제안에 대한 검토 결과 및 거절 사유를 공시할 의무는 현행법에 없다. FCP가 제안한 9월 23일 답변 기한을 지키지 않아도 법적 문제는 없다.

다만 변수는 주주충실 의무상 설명이 필요한지 여부

다만 이미 시행 중인 개정 상법의 이사 주주충실 의무가 변수다. 이론적으로 5곳 이사회가 매각 제안을 거절하면 해당 회사들은 주주에게 '본업과 직접 관련 없는 지분을 45% 프리미엄에 팔지 않는 것이 회사에 이익인 이유'를 설명할 수 있는지가 쟁점이 된다. 그리고 매각 거절의 이유로 '보유 지분의 미래 가치가 제안 가격보다 높다'가 될 수 있다.

에스원의 미래가치가 높다는 이유로 거절할 경우 그 다음은 기업가치 제고 계획 발표

에스원의 미래 가치가 더 높다고 판단했고 그 근거로 매각을 거절했다면 5개 계열사는 주주로서 에스원에 기업가치 제고를 요구해야 하는 위치에 놓인다. 가장 자연스러운 순서는 에스원이 먼저 나서서 기업가치 제고 계획을 발표하는 것이다. 잉여현금 활용 방안, 자사주 처리 및 성장 전략 등이다.

이번 사례가 보여주는 베어허그 법안의 보완 지점

주요 지분 보유 상장사까지
인수 제안 공시 의무 확대
할 필요

이번 사례로 최소 세 가지 보완이 필요해 보인다.

첫째, 지분을 들고 있는 회사도 공시하게 하는 것이다. 현재 발의된 법안은 인수 제안을 받은 회사 (에스원)의 공시를 상정하고 있다. 이번처럼 인수 제안이 지분을 가진 주주 (삼성 계열사 5곳)에게 가면 아무도 공시할 의무가 없다. 국내는 대주주가 개인이 아닌 상장 회사인 경우가 흔하기 때문에 이런 상황은 반복될 수 있다. 다만 모든 지분에 적용하면 공시가 너무 많아지므로 가령 5% 이상 보유하거나 최대 / 2대주주인 경우로 제한하면 된다. 이번 사례처럼 계열사 여러 곳이 나뉘고 들고 있으면 합쳐서 계산해야 한다.

둘째, 공개매수가 들어왔을 때 지분 보유 회사도 입장을 밝히게 하는 것이다. 현재 발의된 법안은 인수 대상 회사 이사회에만 찬반 의견을 내라고 한다. 그런데 공개매수에 응해서 팔지 말지는 지분을 가진 회사가 정하는 것이고 그 회사 주주 입장에서는 큰 자산을 파느냐 마느냐의 문제다. 일정 지분 이상을 가진 상장사라면 응할지 여부와 그 이유를 공시하게 할 필요가 있다. 이 부분은 시행령이 아니라 법 조문을 고쳐야 하는 상황이나 법안이 아직 상임위 심사 전이라 수정할 기회는 남아 있다.

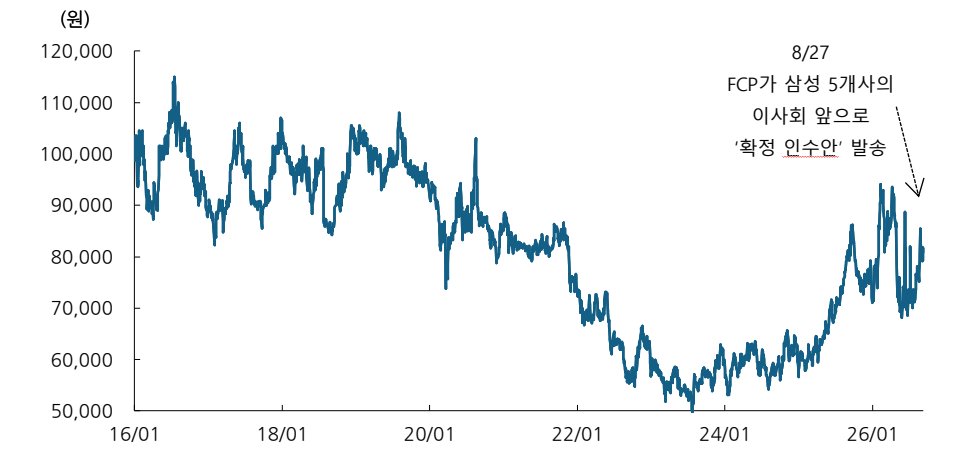
셋째, 인수 제안자의 요건이다. ‘진지한 인수 제안’의 요건에 자금조달 증빙을 포함해야 하고 요건을 충족하지 못한 인수 제안은 공시 대상에서 제외하는 방식이다. 허위 제안으로 주가 상승을 통한 시장 교란 및 주가 조작 등의 부작용을 방지하기 위해서다.

표1 FCP가 삼성 5개사에 보낸 인수 제안 내용

구분	내용
인수 대상	삼성 계열 5개사가 보유한 에스원 지분 전량
대상 회사	삼성SDI·삼성생명·삼성카드·삼성증권·삼성화재
대상 주식	7,815,656주
대상 지분율	20.60%
제안 가격	주당 116,000원
총 인수대금	9,066억원
지급 방식	전액 현금
당시 에스원 주가	2026년 8월 26일 종가 79,900원
프리미엄	45.20%
에스원 100% 환산가치	약 4.4조원
답변 요구기한	2026년 09월 23일

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

그림1 에스원 주가 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

표2 에스원 주요 주주구성

주주	보유주식수	지분율	비고
SECOM Co., Ltd.	9,747,383	25.65%	최대주주
정해린 대표	3,500	0.01%	
SECOM 및 최대주주등 합계	9,750,883	25.66%	2026년 5월 이후 기준
삼성SDI	4,190,681	11.03%	
삼성생명	2,030,476	5.34%	
삼성카드	725,060	1.91%	FCP 인수제안 대상
삼성증권	501,506	1.32%	
삼성화재	367,933	0.97%	
삼성 5개사 합계	7,815,656	20.57%	FCP가 사겠다고 제안한 정확한 물량
삼성생명 특별계정	11,599	0.03%	고객자산 성격, FCP 제안 대상에서 제외
삼성 관련 공시상 합계	7,827,255	20.60%	특별계정 포함 기준
자기주식	4,188,939	11.02%	의결권 없음
국민연금공단	약 245만주	6.45%	
Brandes Investment Partners	2,289,856	6.03%	
Fidelity Management & Research 외	1,944,996	5.12%	
기타주주	잔여	약 25.1%	FCP 포함 5% 미만 주주 등

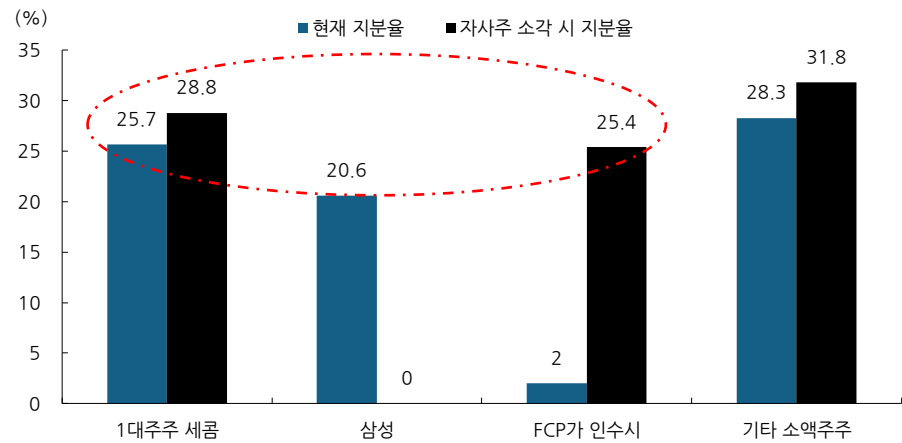
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표3 삼성 5개사의 자기자본 대비 매각 대금 비중

회사	매각 대금 (억원)	자기자본 (억원, 2Q26)	자기자본 대비 비중
삼성SDI	4,861.2	268,362.2	1.81%
삼성생명	2,355.4	1,469,565.9	0.16%
삼성카드	841.1	89,045.0	0.94%
삼성증권	581.7	86,562.0	0.67%
삼성화재	426.8	362,111.4	0.12%
합계	9,066.2	-	-

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림2 자사주 소각 시 세콤과 FCP의 지분율 변화



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 당사에 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.
-