



ESG

충실의무 도입된 지도 거의 1년, 옥상옥 구조 해소 가능성에 주목해라

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

옥상옥 구조 때문에 저평가되어 있을 때가 매수의 기회

특정 기업집단의 상장 지주회사 상단에 옥상옥으로 존재하는 비상장 지배회사는 총수일가가 사적으로 지배력을 확대하는 수단으로 이용되는 경우가 많아, 바로 아래에 있는 상장 지주회사뿐 아니라 기업집단 내 여타 사업 자회사들의 상시적인 주가 디스카운트 요인으로 작용하곤 한다. 그러나 역으로 보면 이러한 종목들이 최상단 비상장 지배회사 때문에 저평가 되어 있는 만큼 이 옥상옥 구조가 해소되면 눌러 있던 주가가 날아오를 수 있지 않을까? 더불어, 보통 옥상옥 체제를 운영하는 기업집단들이 최상단 비상장 지배회사를 중심으로 각종 불미스러운 거버넌스 문제를 일으키곤 하는데, 옥상옥 구조의 완전한 해소까지는 아니더라도 주가 할인의 고질적 원인이었던 최상단 지배회사 관련 거버넌스 리스크가 완화된다면, 해당 기업집단 내 상장회사들이 전반적으로 리레이팅될 수 있을 것이다.

주지하다시피, 상법 개정으로 주주에 대한 충실의무가 도입되어 이러한 옥상옥 비상장 지배회사의 존재나 행위가 법률로 제한될 수 있는 토대도 마련됐다. 오너가 기업집단 최상단에 있는 비상장 가족회사를 이용해 경영권을 편법적으로 승계하거나 그 가족회사에 부를 몰아주는 것은 해당 기업집단 내 상장 지주회사 또는 사업 자회사들의 일반주주의 이해관계와 배치되기 때문이다.

충실의무에 저촉될 수 있는 옥상옥 비상장 지배회사 관련 거버넌스 리스크

상법 제382조의3에 따라 이사는 총주주의 이익을 보호하여야 하고 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 하기 때문에, 대주주와 소액주주 간 이해가 상충되는 사안에 대해 대주주 편향적인 결정을 내려서는 안 되고 소액주주의 비례적 권익까지 보호해야 한다. 이를테면 합병, 물적분할, 주식교환 등에 대한 결의가 대주주에게는 유리하고 소액주주의 권익은 침해하는 경우, 이사는 손해배상책임을 부담할 수 있고 소액주주는 이사에 대해 해당 행위 유지(留止)를 청구할 수 있다.

옥상옥 지배회사가 주도하거나 연루된 각종 거버넌스 리스크의 예시는 [표1]와 같은데, 작년 상법 개정 후 주주에 대한 충실의무가 도입됨에 따라 이같은 리스크가 완화되거나 감소할 것이고, 이에 따라 옥상옥 체제를 운영하던 기업집단 내 상장 계열회사들의 주가의 상방도 열릴 것이다.

[표1] 주주에 대한 이사의 충실의무 상법 조항

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.

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 충실의무에 저촉될 수 있는 옥상옥 비상장 지배회사 관련 거버넌스 리스크

- 옥상옥 비상장 지배회사로 일감을 몰아주거나 영업권 등 사업 관련 혜택 제공
- 옥상옥 비상장 지배회사에 총수일가 또는 계열회사가 자금을 대어해 주거나 사채를 매입해 줌
- 상장 지주회사의 개인 최대주주(대개 오너 1세 또는 회장) 지분을 옥상옥 비상장 지배회사가 시간외매매로 매입
- 옥상옥 비상장 지배회사가 계열회사의 주식을 담보로 대출을 받거나 계열회사 주식을 처분한 자금으로 상장 지주회사 지분을 매입
- 옥상옥 비상장 지배회사의 가치를 낮게 산정한 후 그 지분을 자녀에게 증여
- 상장 지주회사의 과다 배당으로 옥상옥 비상장 지배회사로 부가 이전됨
- 옥상옥 비상장 지배회사가 총수일가 개인주주들에게 과다 배당
- 계열회사 주식을 옥상옥 비상장 지배회사에 저가로 처분
- 사업 내용이 모호한 옥상옥 비상장 지배회사에 오너 2세 또는 3세가 임원으로 취임
- 옥상옥 비상장 지배회사가 자기주식을 무리하게 매입

자료: 한화투자증권 리서치센터

옥상옥 구조 해소 또는 거버넌스 리스크 완화의 전조 이벤트

다음과 같은 이벤트 발생 시 해당 기업집단의 옥상옥 구조 해소나 최상단 비상장 지배회사와 관련된 거버넌스 리스크 감소 등을 기대할 수 있다.

[표3] 주목해야 할 전조 이벤트

- 상장 지주회사에 대한 오너 1세의 잔여 지분 전부를 2세나 3세에게 이전 완료
- 오너 2세가 상장 지주회사 대표이사나 부회장으로 취임, 또는 미등기임원에서 등기임원으로 선임
- 오너 1세가 상장 지주회사의 대표이사직을 사임하고 명예회장으로만 남는 등 경영 일선에서 후퇴
- 비핵심 사업부문이나 일부 계열회사를 매각
- 형제 간 계열분리 완료
- 내부거래 비중의 유의미한 감소
- 소액주주 연대나 행동주의 펀드가 사익 편취 행위 근절을 강하게 요구하거나 사익 편취 행위로 인해 다른 상장 계열회사가 입은 손실에 대해 소송 제기
- 자산 규모 증가로 공시대상기업집단이나 상호출자제한기업집단으로 편입
- 해외 시장으로 진출하거나 해외 투자 유치를 위한 활동 개시
- 규제당국의 조사 대상으로 선정

자료: 한화투자증권 리서치센터

옥상옥 구조 해소 시나리오

옥상옥 구조를 해소하는 대표적인 방법으로는 합병, 지주회사 체제로의 편입, 지분 전량 처분 등이 있다.

[표4] 옥상옥 구조 해소 방안

- 옥상옥 비상장 지배회사와 상장 지주회사를 합병
- 현물 출자, 주식 교환 등을 통해 옥상옥 비상장 지배회사를 상장 지주회사 체제 안으로 편입
- 옥상옥 비상장 지배회사가 보유하고 있는 상장 지주회사 주식을 총수일가 또는 제3자에게 전량 매각

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 06월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (업무진행)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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.