

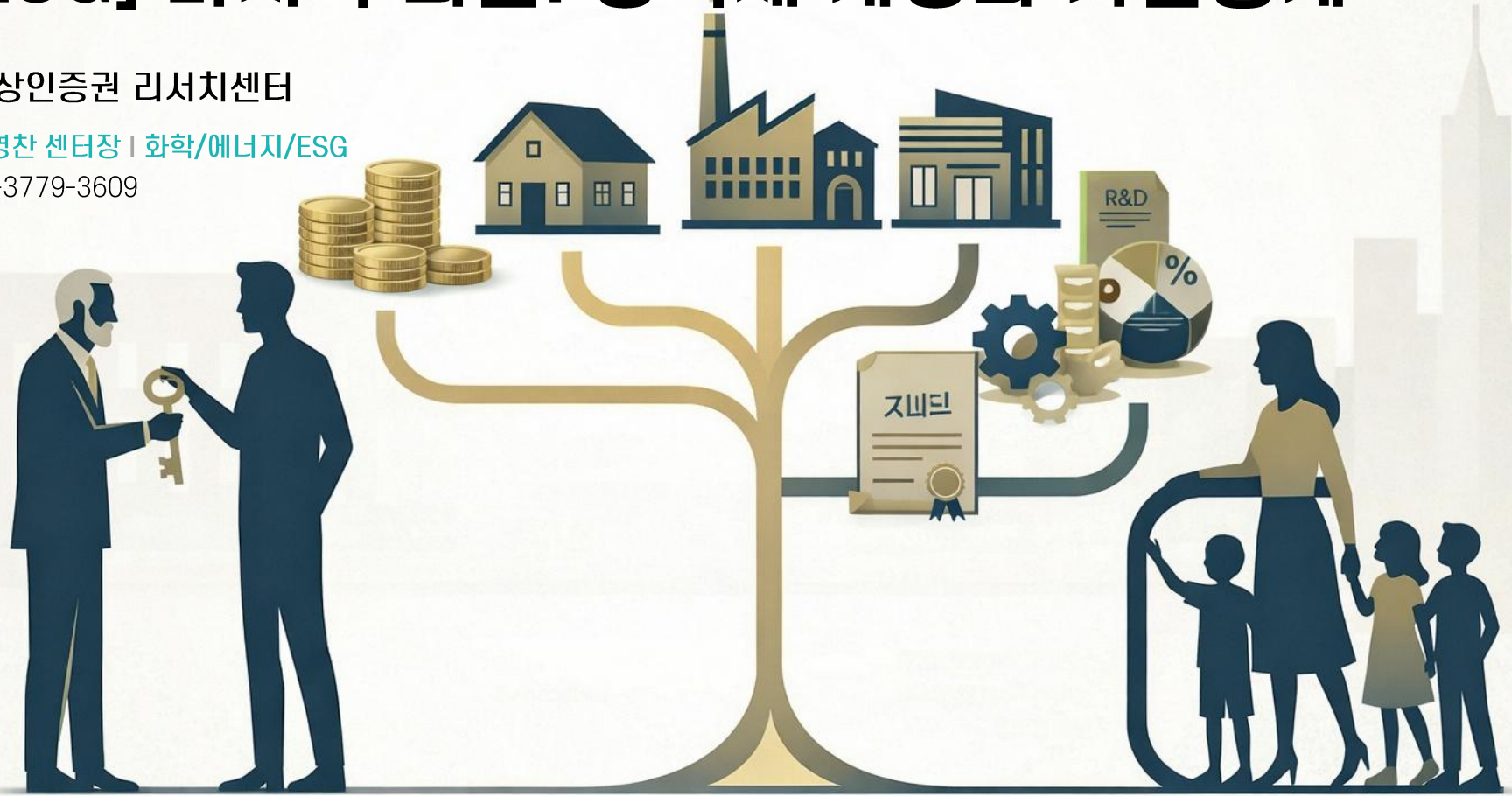
2026년 4월

[ESG] 마지막 퍼즐: 상속세 개정과 기업승계

상상인증권 리서치센터

백영찬 센터장 | 화학/에너지/ESG

02-3779-3609



한국 자본시장의 고도화를 위한 마지막 퍼즐 = 상속 및 증여세 개편

2026년 세계 증시에서 현재까지 가장 높은 수익률을 기록한 시장은 바로 한국 주식시장이다. 한국 주식시장의 상승에는 여러 가지 이유가 있지만, 상법개정 등 정부의 적극적인 자본시장 활성화 정책이 중요한 역할을 했다는 것을 부인할 수 없다. 2025년부터 상법은 세차레나 개정되었고, 다양한 자본시장 정상화 대책은 투자자의 기대를 충분히 충족하였다. 이제 남은 마지막 숙제는 **상속/증여세 개정을 통한 적극적인 가업승계 지원**이다.

1970 ~ 80년대 창업된 많은 기업들이 이제 가업승계를 앞두고 있다. 문제는 세금과 몇몇 이슈로 가업승계가 지연될 수록 한국 자본시장의 선진화는 어려워진다는 것이다. **원활한 가업승계를 통해 지배구조의 안정화 및 적극적인 신사업 투자와 차별화된 R&D 전략 등이 가능할 것이고, 이를 통해 기업가치는 자연스럽게 증가할 것이다.**

2025년 이소정 의원이 발의한 “상속/증여세법 일부개정법률안”의 입법 취지는 상속세 부담을 줄여 원활한 가업승계를 지원하는 것이다. 여기에 상장주식에 대한 물납허용을 통해 상속세 납부 부담을 더욱 낮출 계획이다. 또한 공시제도 개편과 스튜어드십 코드 강화는 기업들의 주가 부양 의지를 더욱 제고할 전망이다.

상상인증권은 미국의 가업 승계 사례를 분석하였다. **미국 가업승계의 특징은 ‘기업 지배권’과 ‘경제적 이익권’을 분리해서 설계되었다는 것이다.** 쉽게 말해 기업 경영자와 자산 승계자를 구분하여 상속/증여가 이루어진 것이다. 장기적으로 **한국 자본시장이 고도화되면 자본시장 자율규제를 통한 자연스러운 가업승계가 정착될 전망이다.**

CONTENTS

01

한국 자본시장 활성화 대책

- 1) 상속/증여세법 개정
- 2) 공시제도 및 스튜어드십 코드 강화

02

미국 가업승계 사례 분석

- 1) 미국의 상속 및 증여세 제도
- 2) 미국의 소유와 경영 분리 역사
- 3) 사례 분석: Ford, Walmart, Rockefeller, GE

03

한국 상법개정(안) 주요 내용

- 1) 1차 ~ 3차 상법개정(안) 주요 내용 등

마지막 퍼즐: 상속세 개정과 가업승계

PART 01

한국 자본시장 활성화 대책

K-자본시장특별위원회: 한국 자본시장 활성화 정책 수립

- 주가 누르기 방지법의 세가지 방향 (3트랙)
= 상속/증여세법 개정 + 공시제도 개편 + 스튜어드십 코드 강화
- 정부 입장: “주가 누르기 방지법은 상법 개정에 이어 자본시장 활성화의 핵심 정책”
- 보완 기준 준비 중: 거래량 및 유동주식 비율 등

그림 1. 자본시장 활성화 대책(1): 주가 누르기 방지법 3트랙



자료: 언론자료, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 자본시장 활성화 대책(2): 중복상장 금지, 코스닥 승강제 등

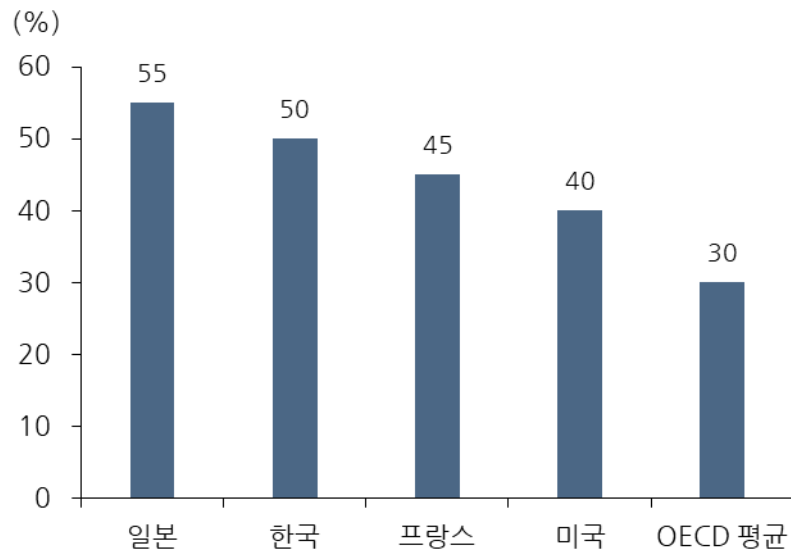


자료: 언론자료, 상상인증권 리서치센터

상속/증여세법 개정: 한국 상속세 관련 구조적인 문제점들

- OECD 기준 두번째: 일본 55%, 한국 50%, 미국 40%, OECD 평균 30%
- 최대 주주에 일률적인 할증 적용: 경영권 프리미엄 할증 (최대 20%), 실질 세율 60%
- 제한적인 공제 제도 및 납부 유예: 미국 평생 면제 한도와 증여 공제 등 500억원 가능

그림 3. 국가별 명목 상속세율 비교(일본, 한국, 프랑스, 미국, 평균)



자료: OECD, 상상인증권 리서치센터

표 1. 해외 국가별 상속/증여세 관련 공제 제도

국가	주요 공제제도
미국	1) 평생 통합 공제: 개인 1500만, 부부합산 3000만 달러 2) 배우자 공제: 무제한 공제
일본	1) 가업승계 세제 : 비상장 중소/중견기업 가업승계 시 주식에 대한 상속/증여세 80~100%까지 장기 유예
독일	1) 기본 특례 등 : 가업승계 시 영업용 자산에 대해 과세표준의 85%, 특별 요건 충족 시 100% 비과세 가능

자료: IRS, 일본재무성, 상상인증권 리서치센터

01 자본시장 활성화 대책

상속/증여세법 개정: 주가 누르기 방지법 요약

- 법안 도입 목적: 상속/증여 과정에서 인위적인 주가 저평가 유인을 차단
- 주요 내용(1): 주식가격 P/B 0.8배 미만 → 비상장주식 평가 방식 적용 (상속세 증가)
- 주요 내용(2): 최대 주주 프리미엄 20% 할증 규정 삭제
- 주요 내용(3): 상장 주식 물납 일부 허용

표 2. 주가 누르기 방지법 관련 주요 내용

구분	기존	개정안
상장주식 평가 방식	상속/증여일 전후 2개월 평균 시세	최대주주 등의 상장주식 기준 평균시세 < P/B 0.8배 미만인 경우, 비상장주식 평가방식 적용 (순자산가치, 수익가치) 다만 최저가액은 P/B 0.8배
최대주주 할증 평가	최대주주 보유 주식에 20% 가산	20% 할증 규정 삭제
상장주식 물납 허용	주로 부동산 및 비상장주식 가능	최대주주 상장주식도 물납 허용

자료: 언론자료, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 상장사 S기업의 시가총액과 P/B 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

01 자본시장 활성화 대책

상속/증여세법 개정: 주가 누르기 방지법 시뮬레이션

- A기업: 시총 500억원, P/E 5.0배, P/B 0.5배 기업 기준
- 현재 기준: 예상 상속세 150억원 (현재 시가기준, 50% 지분 상속)
- 개편 기준: 예상 상속세 400억원 (Implied P/B 1.6배 적용 가치로 상속세 납부)

그림 5. A기업의 상속/증여세 개편 전후 상속세 비교

(단위: 억원)

자산	부채	자기자본	3년 평균 당기순이익	발행주식수 (만주)	주당 가격 (원)	부채비율	ROE	P/E (배)	P/B (배)
2,000	1,000	1,000	100	2,500	2,000	100%	10.0%	5.0	0.5
EPS (주당순손익) (원)		BPS (주당순자산) (원)		시가총액 (억원)		예상 상속세 (억원)			
400		4,000		500		150	* 50% 지분 상속 가정		
개편된 상속/증여세법 적용									
주당 순자산가치 (원)		기획재정부 지정 이자율 (%)		주당 순손익가치 (원)		주당 최종가액 (원)		예상 상속세 (억원)	
4,000		5.0		8,000		6,400		400	* 50% 지분 상속 가정

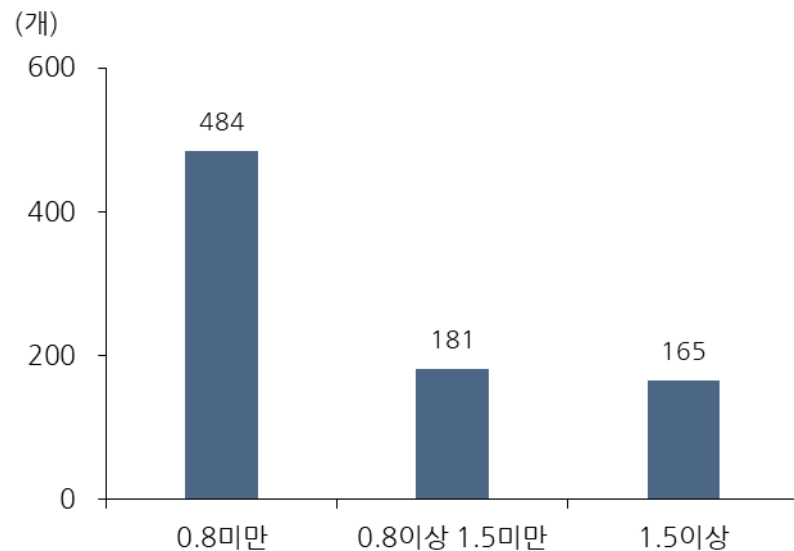
자료: 상상인증권 리서치센터

주: 상속세 계산시 기업상속공제/자녀공제 등 각종 공제 반영하지 않음

상속/증여세법 개정: 몇가지 고민할 이슈들 (1)

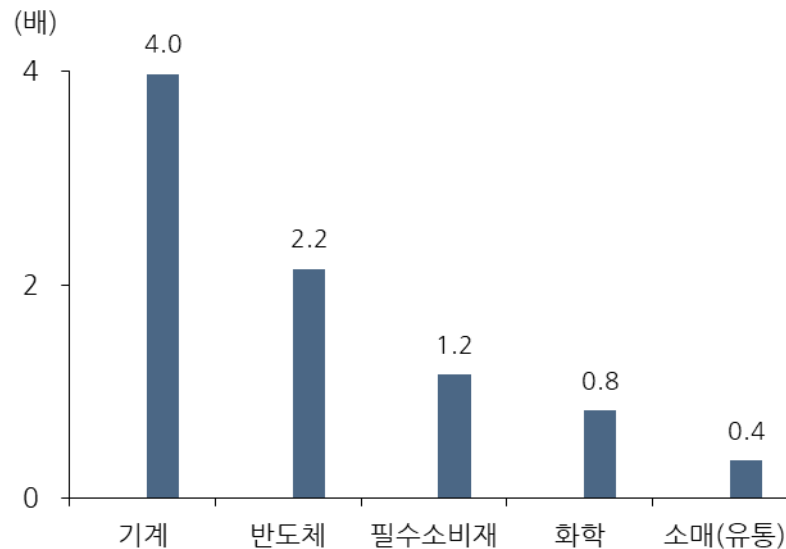
- 모 기업 IR임원: “상속세 부담 때문에 내부적으로 주가 부양의 동기가 없는 것이 현실”
- 고민할 이슈: 1) 순손익가치 평가 (과거 이익기준으로 미래 가치 산정), 2) P/B 0.8배 미만 기업의 가업 승계 지연 (과도한 세금 부담), 3) 업종별 PBR 특성 반영 필요

그림 6. KOSPI 기준 P/B 0.8배 기업비중 58.3% (2025년말)



자료: KRX정보데이터시스템, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. KOSPI 업종별 P/B 비교 (2025년말)

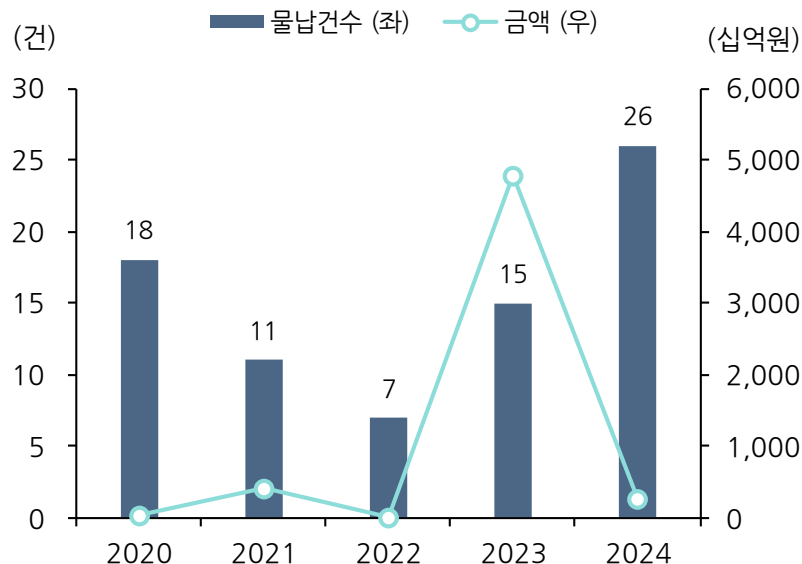


자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

상속/증여세법 개정: 몇가지 고민할 이슈들 (2)

- 조세 물납 대상: (기존) 부동산/국공채/비상장주식 → 최대주주 상장주식 물납 허용
- 긍정적 측면: 1) 최대 주주 주식 매도 지연 (주가 하락 방지), 2) 적대적 M&A 예방, 3) P/B 0.8배 미만 기업 상속세 개편에 따른 세금 부담 완화

그림 8. 한국의 상속/증여세 관련 비상장주식 물납 현황



자료: 국세청, 상장인증권 리서치센터

표 3. 해외 국가의 상장주식 물납 관련 정책

국가	상장주식 물납	주요 납부 제도 / 특례
일본	가능	현금납부 원칙 → 연부납 → 물납
미국	불가	기업 지분 상속 시 최대 14년 분할납부 가능
영국	불가	현금 납부 원칙, 문화재 및 토지 물납 가능
독일	불가	가업상속 세제 감면 (85% 또는 100% 면제)
프랑스	불가	Dutheil Pact: 기업 지분 상속세 약 75% 감면

자료: OECD(2021), 각국 세무당국 자료 종합, 상장인증권 리서치센터

주가 누르기 방지법 3트랙 (2): 공시제도 강화

- 자본시장법 개정안: PBR 1배 미만 기업에 기업가치 제고 계획 작성을 의무화
- 일본 공시제도 벤치마킹: 2022년 도쿄증권거래소 ‘3시장 체제’ 개편
- 2026년 5월, 22대 후반기 국회 정무위원회에서 처리 예정

표 4. 일본 MITSUI의 기업가치 제고 계획 공시

구분	내용
핵심 목표	ROE를 최우선 경영지표로 설정, 자본 대비 수익성의 지속적 개선이 목표
기준 지표	FCF를 기준으로 자본 배분 의사결정 수행 현금 창출력 기반으로 투자와 주주환원을 결정
자본배분 구조	창출된 현금을 성장 투자, 주주환원, 재무건전성 유지에 균형 있게 배분
주주환원	안정적 배당 유지, 필요 시 자사주 매입 병행
재무 전략	적정 수준의 레버리지를 유지, 안정성과 효율성을 동시에 고려
사업 전략	ROIC 등 자본수익성을 기준으로 투자 평가, 자본 효율성이 낮은 투자 축소 또는 철수

자료: Mitsui, 상상인증권 리서치센터

표 5. 도쿄증권거래소 3시장 체제 개편 요약

구분	Prime	Standard	Growth
시장 포지션	글로벌 기관투자 대상	중견 안정형	고성장 스타트업
유통비율	0.35	0.25	0.25
유통 시가총액	100억엔	10억엔	5억엔
실적 요건	2년 누적이익 25억엔 or 매출 백억엔 + 시총 천억엔	이익 1억엔	없음
지배구조	강화 CG Code	기본 CG	최소 적용
특징	글로벌 투자 유니버스	중간 시장	성장/벤처 시장

자료: JPX, 상상인증권 리서치센터

주가 누르기 방지법 3트랙 (3): 스튜어드십 코드 강화

- 기관투자자의 책임투자 강화: 자산운용사가 기업에 주가 정상화를 요구
- 국민연금 등 자산운용사 선정 시 스튜어드십 코드 이행 관련 배점 강화
- 2026년 관계 법령 강화, 2027년부터 적용 목표

표 6. 스튜어드십 코드 12개 이행 항목 리스트 (1)

원칙	항목 번호	이행점검 항목
1. 수탁자책임 정책 마련·공개	①	수탁자책임 정책 마련·공개 - 정책, 비채택 사유, 책임자·담당자, 공시 여부 등
	②	이해상충 관리 정책 마련·공개 - 이해상충 유형, 관리 및 대응방안 포함
2. 이해상충 관리 마련·공개	③	이해상충 관리 내역 공개 - 실제 발생한 주요 이해상충 사례 및 대응
	④	수탁자책임 이행지침 마련·공개 - 기업과의 대화, 주기적 점검 포함
3. 투자대상회사 주기적 점검	⑤	주주 관여활동 공개 - 관여활동 건수 및 주요 사례
4. 수탁자책임 활동 관련 세부 이행지침	⑥	기업가치 제고 관여활동 공개 - 밸류업 관련 활동 및 사례

자료: 한국ESG기준원, 상상인증권 리서치센터

표 7. 스튜어드십 코드 12개 이행 항목 리스트 (2)

원칙	항목 번호	이행점검 항목
5. 의결권 행사 정책 및 행사 내역 공개	⑦	의결권 행사 정책 마련·공개 - 의결권 가이드라인, 행사 기준
	⑧	의결권 행사 내역 공개 - 행사 결과 및 찬반 사유
6. 수탁자책임 활동 주기적 보고	⑨	이행보고서 작성·공개 - 연 1회 이상 보고서 작성 및 공개
	⑩	조직 및 인력 구축·공개 - 수행 조직, 담당 인력, 전문성 체계
7. 수탁자책임 이행 전문성 확보	⑪	전문성 확보 노력 - 교육, 역량 강화 활동
	⑫	위탁운용사 관리 - 운용사 선정 및 사후관리 체계

자료: 한국ESG기준원, 상상인증권 리서치센터

주가 누르기 방지법 3트랙 (3): 스튜어드십 코드 강화

- 금융위와 한국ESG기준원, 스튜어드십 코드 개정 및 기관투자자의 점검/공개 체계 도입
- 기대효과(1): 기관투자자의 책임투자 범위 확대 → 적극적인 주주환원 정책 요구 (배당 등)
- 기대효과(2): 기존 단순 주주권 행사 → 투자 판단의 근거와 과정 모두 설명 (주주행동주의)
- 기대효과(3): 연기금의 과도한 주주권 행사 업무 부담 해소 → 합리적인 주주권 행사

표 8. 스튜어드십 코드 해외 사례: 이행점검 및 결과 공시 관련

구분	영국	유럽	일본
이행점검 방식	내부 점검 + 보고서 기반 검증	법(SRD2) 준수 여부 점검	자체점검 후 설명
점검 주체	기관 내부 + 감독기관	감독당국 + 시장참여자	기관 내부 + 시장 (간접 점검)
점검 방식	원칙별 체계적 점검 (Principle 1~12 구조)	법 조항별 준수 여부 점검	원칙 준수 여부 + 미준수 사유 설명
핵심 점검 대상	ESG 통합, engagement, 의결권, 조직구조	proxy advisor 공시, 이해상충, 정보 전달	스튜어드십 정책, 의결권
이행점검 특징	활동과 결과를 연결해서 점검	제도 준수 여부 중심	공시를 통한 시장 평가 구조
결과 공시 방식	연간 Stewardship Report	법적 공시 (정책 + 정보 공개)	연간 보고서 + 웹 공시
공시 내용	결과 중심 공시 (Outcome 강조)	규제 중심 공시 (Compliance 중심)	활동 중심 공시 (설명 중심)
의결권 공시	보고서 내 포함	proxy advisor 공시 의무	의결권 행사 결과 공시
이해상충 공시	원칙 내 포함	별도 규정으로 강하게 요구	정책 공개 (의무)

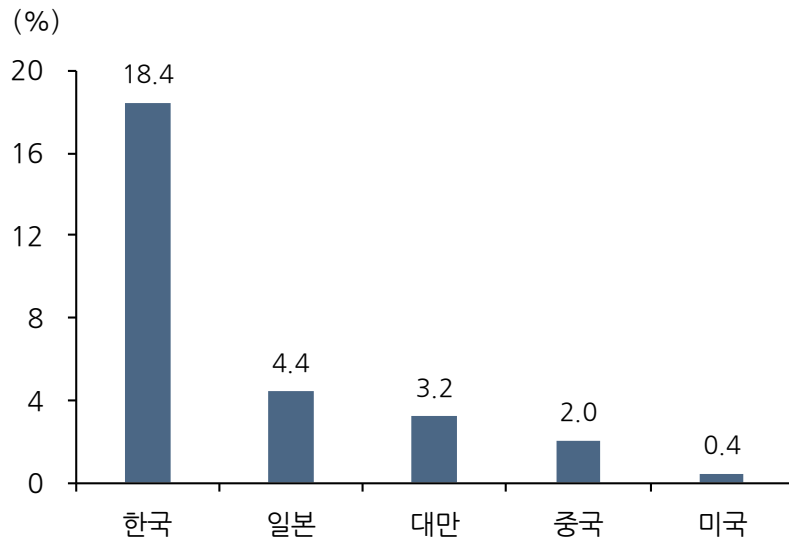
자료: 한국ESG기준원, 상상인증권 리서치센터

01 자본시장 활성화 대책

추가적인 자본시장 활성화 방안들

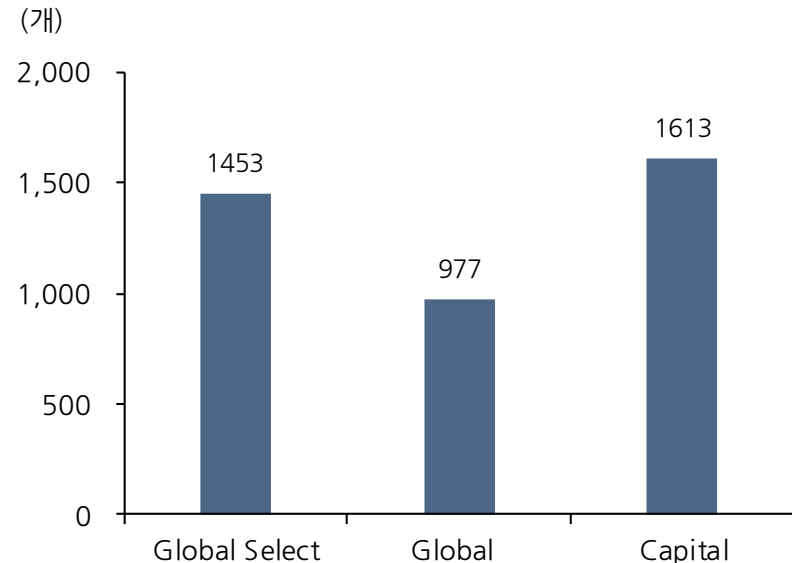
- 중복상장 금지: 일반주주 동의 및 국내 상장 필요성 등 고려, 예외적인 경우만 허용
- 코스닥 승강제: 1부 (우량 혁신 기업 170개), 2부 (스케일업 기업), 3부 (코넥스)
- MSCI 선진국 지수 편입: 환율시장 및 외국인 투자자 제도 개편 등
- M&A 활성화: M&A 제안서가 들어오면 공시 의무 & 이사회는 전체 주주입장에서 검토

그림 9. 국가별 상장기업 중복상장 비율



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 10. 미국 나스닥 시장의 구성: Global Select, Global, Capital



자료: NASDAQ, 상상인증권 리서치센터

마지막 퍼즐: 상속세 개정과 가업승계

PART 02

미국 가업승계 사례 분석

미국의 상속 및 증여세 제도

- 높은 평생 면제한도(1인 \$15백만)로 실질 상속/증여세 경감
- 연간 증여 공제(\$19,000/인)를 통해 생전 분산 이전 가능
- 결과적으로 대규모 자산 및 기업 지분의 세대 이전이 비교적 용이

표 9. 미국의 상속 및 증여세 제도

구분	내용	비고
평생 통합 면제한도 (1인)	\$15M (약 223억 원)	상속세+증여세 통합
연간 증여 공제 (수증자 1인당)	\$19,000 (약 2,800만 원)	평생 한도와 별도
배우자 간 이전	전액 비과세	
세율	최고 40%	연방 기준

자료: IRS, 상상인증권 리서치센터

표 10. 미국의 상속 및 증여세 시뮬레이션

자녀 2명, 30세 출산 80세 사망 가정 시

항목	계산
평생 통합 면제 한도 (아버지)	\$15M
평생 통합 면제 한도 (어머니)	\$15M
연간 증여 공제 (자녀 1)	\$38,000 × 50년
연간 증여 공제 (자녀 2)	\$38,000 × 50년
합계	\$33.8M(약 500억원)

자료: 상상인증권 리서치센터

02 미국 기업승계 사례 분석

미국은 어떻게 소유와 경영이 분리되었는가?

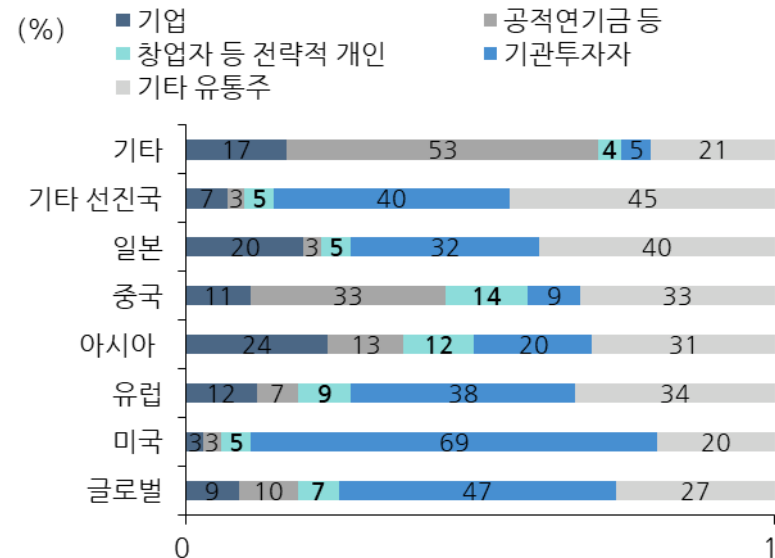
- 미국에서도 1800년대에는 대주주 중심 지배구조가 주류
- 산업화를 지나며 대량 생산 설비 확보 위해 외부자금 조달 -> 창업자 지분 희석
- 기업 규모 확대로 직접 경영의 어려움 + 이사회 압박 -> 전문경영인 체제 전환
- 이후 금산분리제도(1933), SEC설립(1934) 등 규제시스템의 진화로 주주 분산 진행

표 11. 1826년 당시 미국시장에서의 경영진의 통제력

구분	전체 기업	은행	보험·금융	제조업	도로업	기타
경영진 총 현금흐름권 비율	0.42	0.20	0.39	0.64	0.28	0.47
경영진 총 의결권 비율(A)	0.39	0.18	0.38	0.57	0.19	0.40
5% 이상 주주의 의결권 비율(B)	0.07	0.09	0.04	0.21	0.05	0.02
경영진 통제력 격차 (C)=(A)-(B)	0.32	0.10	0.34	0.36	0.14	0.38

자료: Hilt(2007), 상상인증권 리서치센터

그림 11. 주요 시장별 주주 비중



자료: OECD, 상상인증권 리서치센터

02 미국 가업승계 사례 분석

가업 승계와 자산 승계의 구분

- 소유와 경영이 분리됨에 따라 가업 승계와 자산 승계의 구분 필요
- 가업 승계: 차등의결권, 신탁 결합 등을 통해 기업 통제권 유지
- 자산 승계: 신탁 및 재단 활용, 패밀리 오피스를 통해 가문의 富 이전

표 12. 가업 승계와 자산 승계의 구분

구분	가업 승계	자산 승계
목적	기업 통제권 유지	부의 이전
핵심 자산	기업의 의결권	금융, 부동산, 지분 포함
설계 초점	의결권, 지배구조	세금, 분산, 안정
주요 수단	차등의결권, 지주, 신탁	신탁, 증여, 재단
성공 기준	경영권 유지 여부	자산 유지 여부

자료: 상상인증권 리서치센터

그림 12. 미국 가업 승계 구조 분류



자료: 상상인증권 리서치센터

포드(Ford): 재단 설립과 차등의결권으로 지켜낸 지배권

창업자 헨리 포드 사후 승계 과정에서 가문은 보유 지분 대부분을 비의결권 주식(Class A)으로 전환해 Ford Foundation에 기부하였다. 미국의 self-dealing 금지 규정상 재단 자산은 사적으로 사용할 수 없기 때문에, 이 구조는 경제적 이익과 지배력을 분리하는 효과를 가져왔다.

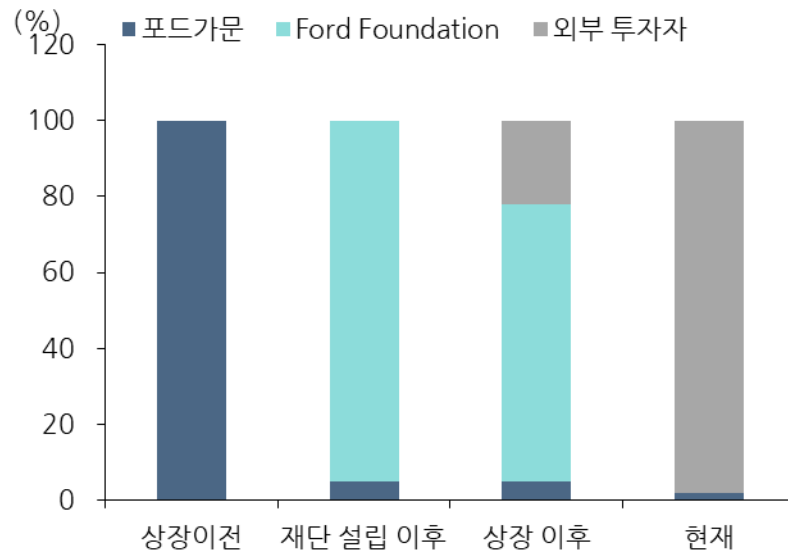
반면 의결권이 부여된 Class B 주식은 가문이 계속 보유함으로써 실질적인 지배권을 유지하였다. 이후 재단은 보유 지분을 장기간에 걸쳐 점진적으로 매각하였고, 1956년 상장 과정에서는 Class B 주식의 투표권을 강화하는 정관이 마련되었다. 이 과정에서 포드는 자본시장으로부터 자금을 조달하면서도, 가문의 지배력이 희석되지 않도록 제도적 장치를 함께 구축하였다.

현재 포드 가문은 전체 지분의 약 2% 미만을 보유하고 있지만, Class B 주식을 통해 약 40% 수준의 의결권을 행사하며 중심적 역할을 수행하고 있다. 반면 경제적 이익(배당 및 자본이익)의 대부분은 재단으로 귀속되면서, 가문은 통제권을 유지하는 대신 경제적 수익을 일부 포기하는 구조를 선택하였다. 이는 경제적 지분과 의결권을 분리함으로써, 고율 과세 환경에서도 지배력 유지는 가능하지만 그 대가로 경제적 이익의 일부를 희생해야 함을 보여주는 사례이다.

포드(Ford): 재단 설립과 차등의결권으로 지켜낸 지배권

- 포드 가문은 재단에 지분을 기부해 주가 상승과 배당 등 경제적 이익은 포기
- 그러나 차등의결권 구조를 통해 기업 통제권은 유지
- 핵심은 경제적 지분(economic ownership)과 의결권(voting power)이 다르다는 것

그림 13. 포드가문의 지분율 추이



자료: Ford, Ford Foundation, 상상인증권 리서치센터

표 13. 차등의결권을 활용하는 미국의 주요 기업

기업명	창업자	지분	의결권 비율
Alphabet	Larry Page, Sergey Brin	합계 약 11%	약 51%
Ford	Ford 가문	약 2%	약 40%
Comcast	Brian Roberts	약 0.3%	약 33%
Meta	Mark Zuckerberg	약 13%	약 57%
New York Times	Sulzberger 가문	약 3%	약 90%

자료: 각사, 언론종합, 상상인증권 리서치센터

02 미국 가업승계 사례 분석

포드의 장기 주가 추이

- 차등의결권은 소액주주 관점에서 지배구조 할인 요인으로 작용
- 반면 헨리 포드 가문은 기업 지배권을 유지하면서 장기 투자 전략을 일관되게 수행
- 기업의 장기적 안정성 (적대적 M&A 어려움 등)에는 긍정적으로 작용

그림 14. Ford 주가 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

월마트(Walmart): 가족 지주회사와 신탁 구조의 결합

샘 월튼은 월마트를 창당한 이후에도 가문의 장기적 기업 지배권이 유지되도록 소유 구조를 설계하였다. 이후 지주회사인 월튼 엔터프라이즈(Walton Enterprises LLC)를 설립, 가족 구성원들의 지분과 의결권을 하나로 묶어 두었다. 1992년 샘 월튼 사망 당시 그의 재산은 부인과 자녀들에게 전략적으로 분배되었으나, 가문은 지주회사를 통한 공동 의결권 행사 원칙을 유지함으로써 지배력 약화를 방지하였다.

이와 함께 월튼 가문은 GRAT(수익자보유연금신탁) 등 다양한 승계 수단을 활용해 월마트 주식의 가치 상승분을 다음 세대로 이전해 왔다. 이러한 구조는 단순한 상속을 넘어, 가문의 부를 이전하면서도 기업 통제력을 유지하는 장기 승계 체계라는 점에서 의미가 있다.

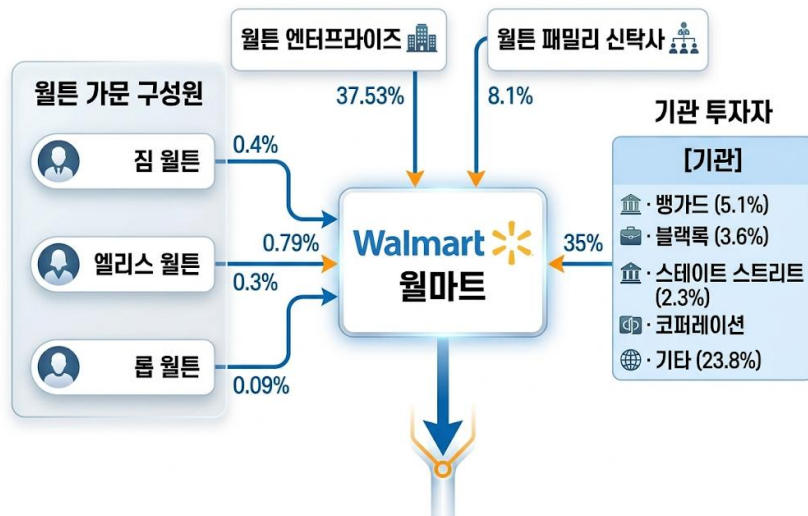
현재 월튼 가문은 월마트 지분의 약 47%를 보유하고 있으며, 현재도 샘 월튼의 사위, 장남, 차남이 이사회에 진입하여 주요 전략적 의사결정에 영향력을 행사하고 있다. 월마트 사례는 가족 지주회사와 신탁 구조를 결합해 가문의 부를 이전하는 동시에, 상장 이후에도 안정적으로 기업 지배권을 유지한 대표적 가업승계 사례이다.

02 미국 가업승계 사례 분석

월마트(Walmart): 가족 지주회사와 신탁구조의 결합

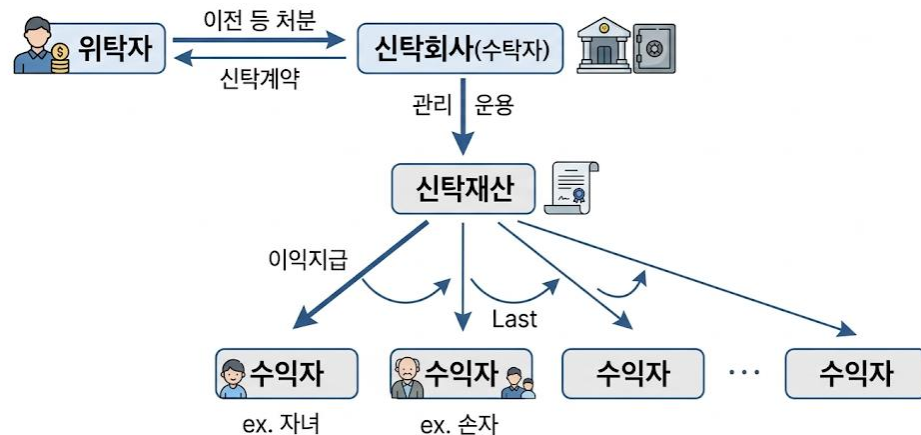
- 가족 지주회사와 신탁 구조를 결합해 자산승계와 가업승계를 성공시킨 대표적 사례
- 가족 지주회사를 통해 지분과 의결권을 통합 관리, 상장 후에도 안정적인 통제권을 유지
(# 신탁: 자산의 법적 소유권을 수탁자에게 이전, 수익은 지정된 수익자에게 귀속시키는 승계 설계 장치)
- 샘 월튼을 위탁자, 가족 중심 수탁자가 의결권을 행사, 손자 세대를 수익자로 구조 설계

그림 15. 현재 월마트의 지배구조



자료: 르데스크, 상상인증권 리서치센터

그림 16. 신탁의 구조



자료: 언론 종합, 상상인증권 리서치센터

02 미국 기업승계 사례 분석

월마트의 주가 추이

- Walmart의 가족 지배 구조 역시 지배구조 할인 요인으로 일부 작용
- 그러나 안정적 지배권은 전략 일관성과 실적 가시성을 높여, 방어적 프리미엄 형성
- 월마트 주가는 분산 소유 대형 유통사 대비 변동성이 낮고, 장기적인 상승세 시현

그림 17. Walmart와 Target의 주가 추이 비교



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

록펠러(Rockefeller): 신탁 구조 활용을 통한 자산 승계

록펠러 가문은 기업 경영권을 승계하기보다 자산을 중심으로 부를 이전한 대표적인 자산승계 사례이다. 1911년 스탠다드 오일이 반독점 판결로 34개 기업으로 분할되었지만, 존 D. 록펠러는 각 분할 기업 지분을 약 20~25% 수준으로 보유하였다. 이후 석유 수요 확대와 함께 분할 기업들의 가치가 상승하면서 그의 자산 규모도 크게 증가하였다.

그러나 록펠러 가문은 지분을 통해 경영권을 행사하기보다 대형 장기 투자자로서의 역할을 선택하였다. 전문경영체제 속에서 가문은 직접 경영에 관여하지 않고 주주로서 배당과 자본이익을 중심으로 자산을 운용하였다.

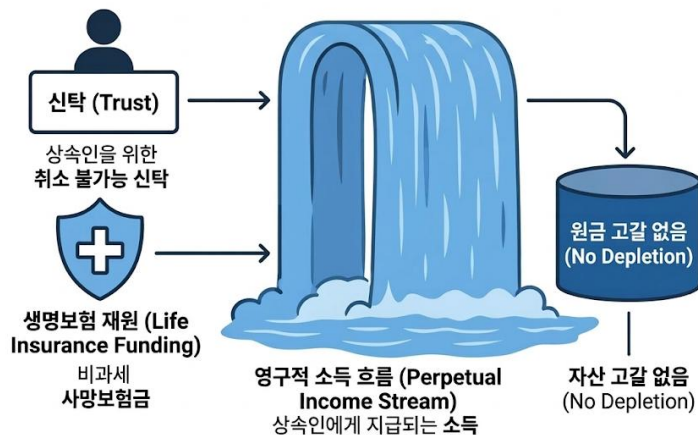
이후 가문은 가문 헌장과 취소 불가능 신탁(irrevocable trust)을 중심으로 한 이른바 ‘록펠러 방식’을 구축하였다. 1934년과 1952년 가족 신탁을 기반으로 자산을 개인이 아닌 신탁이 보유하도록 설계하였고, 각 세대 구성원이 사망할 때 생명보험 수익금을 신탁에 편입해 자산이 지속적으로 축적되도록 하였다. 이러한 구조는 상속세 부담을 완화하면서 자산을 장기적으로 유지하는 대표적인 다세대 자산 승계 모델로 평가된다.

02 미국 가업승계 사례 분석

록펠러(Rockefeller): 지배권 대신 부를 선택한 승계 전략

- 기업 통제권을 직접 승계하기보다 취소 불가능 신탁과 생명보험 구조를 통해 자산을 다음 세대로 이전한 '자산승계형 모델'의 대표 사례
- 1911년 반독점 판결로 스탠다드 오일 분할. 록펠러는 경영자에서 장기 투자자로 전환

그림 18. 록펠러 Waterfall 시스템 – 신탁 기반 부의 분배 모델



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 19. 1911년 스탠다드오일 분할과 지배구조 변화



자료: 상상인증권 리서치센터

GE: 지분 희석에 따른 창업자 퇴출과 전문경영 체제 정착

토머스 에디슨은 General Electric의 기틀을 만든 창업자였지만, 대규모 전력 인프라 투자 과정에서 외부 자본에 의해 지분이 크게 희석되었다. 그 결과 1892년 합병 당시 에디슨의 지분은 약 10% 수준에 불과했고, 이는 경영권을 방어하기에는 부족한 수준이었다. 결국 최대 투자자였던 J. P. 모건은 수익성과 조직 효율을 이유로 에디슨을 배제했고, 경영권을 사실상 박탈했다. 이는 기술 중심 창업자가 자본 중심 구조 속에서 통제권을 상실한 대표적 사례이다.

이후 GE는 창업자 중심 기업에서 벗어나 전문경영 체제로 전환되었다. 혈연이 아닌 능력 중심의 승계 시스템이 자리 잡으면서 조직 안정성과 장기 성장이 가능해졌고, 특히 잭 웰치 시기에는 성과 중심 경영과 체계적인 후계자 선발을 통해 세계적 기업으로 도약했다.

그러나 창업자 관점으로 본다면 에디슨은 회사를 성장시키는 데는 성공했지만, 지분을 유지하지 못해 통제권을 상실했고, 그 결과 기업을 가문에 남기거나 자산을 후대에 이전할 기반도 만들지 못했다. 따라서 GE사례는 기업은 존속했지만 창업자 입장에서 가업 승계와 자산 승계가 동시에 단절된 사례로 해석할 수 있다.

시사점 및 이슈 분석: 미국과 한국 가업승계의 구조적 차이

- 미국은 신탁, 증여, 재단, 규제 등이 결합된 구조 속에서 가업승계가 이루어짐
- 법적 금지보다 시장 규율을 통해 승계 과정이 통제. 신탁 및 차등의결권 등을 활용, 기업 지배권과 경제적 이익권 (자산) 분리하여 설계 가능
- 반면 한국은 지분이 곧 지배력인 구조로 인해, 승계 시 과도한 세금 부담 존재
- 장기적으로 한국 자본시장의 고도화 → 자본시장 자율규제를 통한 가업승계 정착

표 14. 한국과 미국의 가업승계 구조 비교

구분	미국	한국
지배력	신탁 및 재단 등 구조적 설계	지분 상속/증여로 국한
승계 시점	사전 설계	사후 이전
시장 역할	매우 중요한 역할	제한적 역할
경영 체제	전문경영 중심	오너 중심
시장 평가	지배 구조 및 성과 모두 평가	지배구조 관련 리스크 상존

자료: 상상인증권 리서치센터

마지막 퍼즐: 상속세 개정과 기업승계

PART 03

한국 상법개정(안) 주요 내용

03 한국 상법개정(안) 주요 내용

1차 상법개정(안) 주요 내용 (25년 7월 22일 공포)

- ① 이사의 충실의무 대상을 '회사' 에서 '회사 및 주주'로 확대
- ② 사외이사의 명칭 변경 및 의무 선임비율 1/3로 상향
- ③ 감사 위원 선출 시 합산 3%를 적용
- ④ 자산규모 고려하여 전자주주총회 개최 의무

표 15. 1차 상법개정안 주요 내용

항목	기존	개정안	시행시기
이사의 충실의무	내용 없음	〈신설〉② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 <u>총주주의 이익을 보호하기 위하여 노력하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다</u>	즉시
사외이사 명칭 변경 및 의무 선임 비율 상향	자산 2조원 이상 상장사: 1/3 이상 자산 2조원 이하 상장사: 1/4 이상	사외이사 -> <u>독립이사</u> 로 명칭 변경 자산 2조원 이상 상장기업: 1/3 이상 <u>자산 2조원 이하 상장기업: 1/3 이상</u>	2027-01-01
감사위원 선출 시 합산 3%를 적용	대주주 및 특수관계인 각각 3% 인정	대주주+특수관계인의 의결권 3%만 인정	공포 후 1년
전자주주총회	상장회사는 ... 전자주주총회를 개최할 수 있다	상장회사는 ... 총회를 개최할 수 있다. 〈신설〉② <u>자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다.</u>	공포 후 1년

자료: 의안정보시스템, 상상인증권 리서치센터

2차 상법개정(안) 주요 내용 (25년 9월 9일 공포)

- 2차 상법 개정안은 이사회 독립성과 기업 지배구조 투명성을 강화
: 집중투표제 배제 제한과 감사위원 분리선임 확대
- 이를 통해 소액주주 권한 확대 및 기업 지배구조 개선을 유도하는 것이 주요 목적

표 16. 2차 상법개정안 주요 내용

항목	기존	개정안	시행시기
집중투표제 의무화	상장회사도 정관으로 집중투표제 배제 가능 다만, 지분 3% 이상 주주의 청구 시 실시	대규모 상장회사(자산 2조원 이상): 정관으로 집중투표 배제 불가	법 시행 이후 최초 이사 선임 위한 주주총회
감사위원 분리선임 수 2인으로 확대	감사위원 중 1명을 다른 이사와 분리하여 선임 정관으로 2명 초과도 가능	대규모 상장회사(자산 2조원 이상): 감사위원 중 2명 을 분리선임 의무화 정관으로 2명 초과도 가능	공포 후 1년

자료: 의안정보시스템, 상상인증권 리서치센터

03 한국 상법개정(안) 주요 내용

3차 상법개정(안) 주요 내용 (26년 3월 6일 공포)

- 3차 상법 개정안은 기업의 자사주 활용 방식에 대한 규율 강화
- 자사주 취득 후 원칙적으로 1년 내 소각 의무를 부과, 미이행 시 제재 가능
- 의결권 등 권리 제한을 명확히 하여 자사주를 활용한 지배력 유지 수단을 제한

표 17. 3차 상법개정안 주요 내용

항목	기존	개정안	시행시기
자기주식 소각 의무	자기주식 소각 의무 규정 없음 회사가 자사주를 보유하는 것이 가능	회사가 자기주식을 취득한 경우 → <u>취득일로부터 1년 이내 이사회 결의로 소각 의무</u> 단, 자기주식보유처분계획을 작성하고 주주총회 승인 시 보유, 처분 가능	공포한 날
자기주식 소각 의무 위반 시 제재	별도 규정 없음	다음 경우 <u>5천만원 이하 과태료</u> <u>승인 없이 1년 내 소각하지 않은 경우</u> 승인된 자기주식보유처분계획 위반한 경우	공포한 날
자기주식의 권리 제한 명문화	명시적 권리 제한 규정 불명확	자기주식은 다음 <u>권리 행사 불가</u> : 의결권, 신주인수권, 주식·배당 받을 권리 등 자기주식으로 교환, 상환하는 사채 발행, 질권 설정 금지	공포한 날

자료: 의안정보시스템, 상상인증권 리서치센터



Q & A

감사합니다

