

Value Investing Report

이소영 의원안 「주가누르기 방지법」 최대 수혜주 분석

A기업 · B기업 · C기업 · D기업 · E기업 — 5개 후보 종목 비교

작성일 2026. 08. 25

연구원 김태현 ssu-matrix-ai@naver.com

(기업명 익명 처리, 모든 수치는 공시 자료 기준의 값으로 계산했으며, 기업 특징을 막기 위해 "약"으로 반올림해 표기)

작성자: 가치투자연구소 김태현 | 작성 기준일: 2026년 8월 25일 | 시세 기준: 8월 25일

1. 이소영 의원안 「주가누르기 방지법」

1.1 어떤 문제를 해결하려는 법인가

현행법에서 상장주식의 상속·증여세는 상속개시일(증여일) 전후 각 2개월, 총 4개월간의 평균 주가를 기준으로 계산합니다. 주가가 낮을수록 세금이 줄어드는 구조입니다. 예를 들어 지분 가치가 1,000억원인 회사라도, 상속 시점의 주가가 절반 수준에 머물러 있으면 500억원 기준으로 계산되어 세금도 절반이 됩니다.

이 때문에 경영권 승계를 앞둔 기업에는 주가를 낮게 유지할 강력한 유인이 생깁니다. 이익이 늘어도 배당을 동결하고, 보유 자산의 가치를 드러내지 않으며, 계열사 간 거래·합병·분할 등으로 주가에 부담을 주는 방식이 대표적입니다. 대주주 입장에서는 주가 억제가 곧 수백억, 수천억원의 절세이기 때문입니다. 이러한 관행은 한국 증시에 PBR 1배 미만 기업이 만연하게 된 원인 중 하나로 지목되어 왔습니다.

반면 비상장주식은 시세가 없으므로 순자산가치와 순손익가치를 가중평균해 평가하고, 그 값이 순자산가치의 80%에 미달하면 80%를 하한으로 적용합니다. 같은 회사라도 상장 여부에 따라 세금이 크게 달라지는 것입니다. 이소영 의원이 2025년 5월 9일 대표발의한 「상속세 및 증여세법」 일부개정법률안은 이 비상장 평가 원칙을 최대주주의 상장주식에 확장하여, 주가와 세금의 연결고리를 끊는 것을 목표로 합니다.

1.2 법안의 내용

현행 제도와 이소영 의원안 비교

항목	현행	이소영 의원안
평가 원칙	전후 2개월 평균 시세가액	주가가 순자산가치의 80% 이상이면 시세 그대로 평가
저평가 상태일 때	(규정 없음) 낮은 주가가 그대로 과세 기준이 됨	주가가 순자산가치의 80% 미만이면 비상장주식 방식(순자산가치·순손익가치 가중평균)으로 평가하되, 하한선은 순자산가치의 80%
최대주주 할증	평가액에 20% 가산	상장사 최대주주 20% 할증 폐지
물납	상장주식 물납 원칙적 불허	최대주주 보유 상장주식의 물납 허용

자료: 이소영 의원 대표발의 「상속세 및 증여세법」 일부개정법률안 원문(2025.5)

1.3 왜 저평가 주식에 상승 압력이 생기는가

이소영 의원안이 저평가 주식의 주가를 밀어 올리는 경로는 감정이나 기대가 아니라, 대주주의 손익계산이 바뀌는 데에서 나옵니다. 다섯 단계로 나누어 보면.

- **첫째, 주가를 눌러서 얻는 것이 없어집니다.** 하한선 아래 구간에서는 주가가 얼마이든 과세 기준액이 동일하므로, 주가 억제를 통한 절세 효과가 사라집니다. 그동안 대주주는 절세가 있었기에 배당 수입 포기, 보유 재산의 저평가, 주식담보 가치 하락이라는 비용을 감수해 왔습니다. 절세가 없어지면 비용만 남는 전략을 유지할 이유가 없으며, 배당과 자본정책을 정상으로 되돌리는 것이 대주주 본인에게도 이익이 됩니다.
- **둘째, 하한선까지는 주가가 올라도 세금이 늘지 않습니다.** 예를 들어 하한선이 현재 주가의 3 배인 기업이라면, 주가가 3 배 상승하는 동안 대주주의 상속·증여세 과세 기준액은 증가하지 않습니다. 세금은 그대로, 재산만 늘어나는 구간이므로 대주주가 주가 상승을 막을 이유가 없습니다. **본 보고서의 하한선까지 배수는 바로 이 무비용 상승 구간의 크기를 나타냅니다.**

- 셋째, 심한 경우 상속 자체가 불가능해집니다. 주가가 많이 오른 기업은 상속받은 지분을 시장에 전량 매각해도 세금을 낼 수 없는 상태가 됩니다. 주가가 낮게 유지되는 한 해소되기 힘들며, 해소 수단은 배당 확대(납부 재원 마련), 유휴자산 매각·현금화, 주가 정상화, 물납 등으로 요약됩니다. 이 가운데 **대부분이 일반주주와 이해관계가 일치한다는 점**이 저의 투자 아이디어의 핵심입니다.
- 넷째, 수익성이 좋은 기업은 하한선 위로 올릴 유인까지 생깁니다. 하한선 아래에서는 순자산가치의 80%와 가중평균 평가액(순이익가치 반영) 중 큰 금액이 과세 기준이 되는데, 이익이 좋은 기업은 가중평균 평가액이 순자산의 80%를 넘어설 수 있습니다. 이런 기업의 대주주는 주가를 올려 두면 시세보다 높은 평가액으로 과세되므로, 주가를 하한선 위로 올려 시세 과세를 받는 것이 오히려 절세가 됩니다. 여기에 최대주주 20% 할증 폐지가 더해져, 주가가 정상적으로 형성된 기업의 세부담은 현행법보다 가벼워집니다. 주가 억제에는 채찍을, 주가 정상화에는 당근을 주는 구조입니다.
- 다섯째, 다만 하한선 위에서는 다시 세금이 주가를 따라 늘어납니다. 하한선을 넘어서면 시세 과세로 전환되므로, 대주주의 세금 최소화 지점은 하한선 부근이며, 승계가 완료되기 전까지는 **하한선(PBR 0.8) 부근이 사실상의 상단으로 작동할 수 있습니다**. 본 보고서가 상승 여력을 하한선까지만 계산하고 그 이상을 가정하지 않는 이유입니다. 그럼에도 PBR 0.2~0.3 배에 방치된 기업이 0.8 배 부근으로 수렴하는 것만으로 큰 폭의 재평가이며, 승계가 완료된 뒤에는 주가를 묶어 둘 유인 자체가 소멸합니다.

1.4 정부안과의 비교

2026년 8월 초 정부가 세제개편안을 통해 발표한 "주가누르기 방지" 정부안은 접근 방식이 전혀 다릅니다.

정부안과 이소영 의원안 비교

구분	정부안	이소영 의원안
적용 요건	최근 13반기 중 12반기의 PBR이 업종 내 하위 25%(코스피)/10%(코스닥)에 해당하는 등 복수 요건 충족 시 "주가누르기"로 추정	주가가 순자산가치의 80% 미만이면 자동 적용 (단일 객관 기준, 상장사의 약 절반이 해당)
심의 절차	국세청 평가심의위원회가 심의하며, 납세자가 소명하면 적용에서 제외될 수 있음	
평가 방법	최근 주가의 1.3배와 과거 6개월~6년 6개월 기간별 평균주가 중 최대값	비상장주식 평가방법 + 순자산가치 80% 하한
유인책	없음	최대주주 20% 할증 폐지, 상장주식 물납 허용

자료: 이소영 의원 블로그 게시 비교표(2026.8.4)

이소영 의원은 정부안에 대해 네 가지를 비판했습니다. 첫째, 요건이 좁고 회피가 쉬워 실제 적용 대상이 거의 없습니다(13반기 중 2반기만 하위권을 벗어나면 적용을 피할 수 있음). 둘째, 적용되더라도 최근 주가의 1.3배 기준은 PBR 0.1배 기업을 0.13배 기준으로 과세하는 수준이라 효과가 미미합니다. 셋째, 과거 6년 반의 기간별 평균주가 중 최고액을 기준으로 삼기 때문에 오히려 장기간의 주가 억제를 유도할 수 있습니다. 넷째, 주가누르기라는 불확정 개념을 국세청 심의에 맡기는 방식은 조세법률주의 위반 소지가 있습니다.

2. 어떤 기업이 수혜를 볼까?

2.1 여섯 가지 조건

법안 통과 시 주가 재평가 압력이 가장 크게 작용할 것 같은 기업의 조건을 생각해보았습니다. 핵심은 이 법으로 인해 **최대주주의 이해관계가 주가 억제에서 주가 정상화로 뒤바뀌는 기업**입니다.

수혜 기업 판별 기준

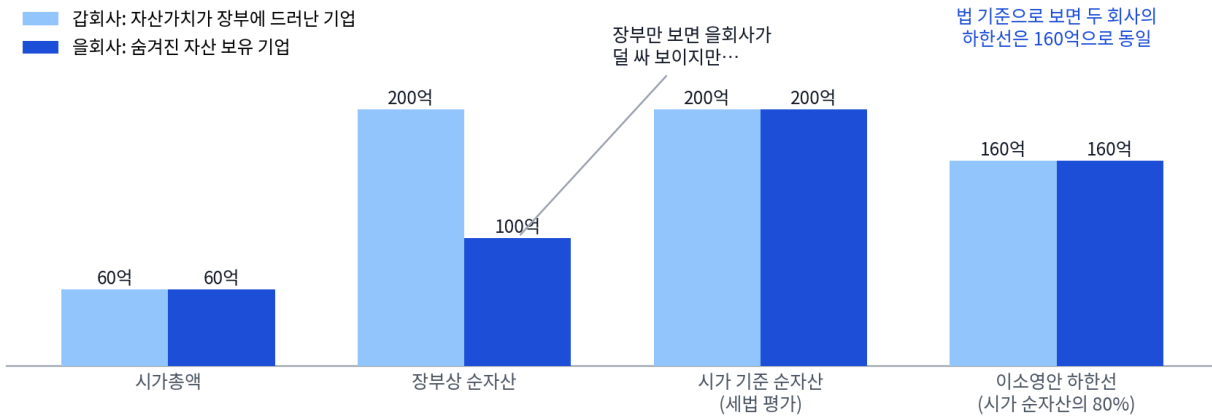
번호	조건	이유
1	PBR 0.8배 미만 (낮을수록 유리)	법 적용의 전제조건입니다. 하한선까지의 크기가 곧 이론적인 재평가 폭이 됩니다.
2	개인 오너 일가의 높은 지분율	세금 부담은 상속·증여세를 낼 주주에게 작용합니다. 오너 없는 기업 (금융지주 등)은 대상이 아닙니다.
3	승계 미완료 (고령 오너)	승계가 끝난 회사는 해당하지 않습니다. 이전 대기 지분이 남아 있어야 합니다.
4	장부에 반영되지 않은 자산	세법은 부동산·상장주식 등을 시가로 재평가하므로, 숨은 자산이 클수록 하한선이 시장의 인식보다 높은 곳에 형성됩니다.
5	주주환원 여력	안정적 현금흐름, 자기주식, 낮은 배당성향 등 개선의 재원과 여지가 있으면 더 유리하다고 생각합니다.
6	오너의 정공법 선택 가능성	법 시행 전 저가 증여·물납·블록딜 같은 우회 수단 대신 배당·소각·주가 정상화를 택할 것인지도 관건입니다.

2.2 숨겨진 자산이 왜 중요할까?

아래 그림의 두 회사를 비교하면 분명해집니다. ‘갑’ 회사는 자산가치가 장부에 전부 반영되어 있고, ‘을’ 회사는 수십 년 전 취득 당시 가격 그대로 기재된 부동산을 보유하고 있습니다. 일반적으로 조회되는 PBR은 장부가액 기준이므로 을회사는 갑회사보다 덜 저평가된 것처럼 보입니다. 그러나 **상속·증여세를 계산할 때는 부동산을 시가로 다시 평가하므로**, 두 회사의 과세 하한선은 같은 수준에서 결정됩니다. 결국 을회사의 하한선이 얼마나 높은 곳에 생기는지는 겉으로 드러나는 지표만 봐서는 알 수 없고, 사업보고서를 직접 확인한 투자자만 이 격차를 알 수 있

습니다. 초과수익의 기회는 이 지점에서 나올 수 있다고 생각합니다.

숨겨진 자산의 의미 — 같은 실질가치, 다르게 보이는 지표 (가상 예시)



2.3 과세 하한선은 어떻게 계산하는가

본 보고서에서 사용하는 과세 하한선의 계산 과정은 다음과 같습니다. 각 회사의 장부상 순자산에서, 세법이 시가로 다시 평가하는 항목(부동산 공정가치, 상장 지분 시가 등)을 더해 세법상 순자산가치를 구하고, 이를 발행주식수로 나눈 뒤 80%를 곱합니다.

A기업을 예로 들면 이렇습니다. 장부상 순자산 약 9,500억원에 투자부동산 미반영분 약 4,500억원과 보유 상장지분 미반영분 약 1,700억원을 더하면 세법상 순자산가치는 약 1조 5,700억원입니다. 이를 발행주식수 약 2,300만주로 나누면 1주당 약 6.8만원이고, 여기에 80%를 곱한 약 5.5만원이 하한선입니다.

한 가지 주의할 점은, 이 하한선이 흔히 조회되는 PBR 0.8배가 되는 가격과 다르다는 것입니다. 일반적으로 쓰이는 PBR은 장부상 순자산 기준이지만, **법이 보는 비율은 시가로 재평가한 순자산 기준입니다**. A기업 주가가 이 하한선에 도달하면 장부가 기준 PBR은 약 1.2배가 되지만 법의 기준으로는 0.8입니다.

종목별 과세 하한선 (자체 추정, 단위: 억원)

구분	A기업	B기업	C기업	D기업	E기업
장부상 순자산*	약 9,500	약 11,900	약 39,600	약 18,100	약 5,400
+ 부동산 미반영 가치	+약 4,500	+약 2,800	+약 8,000	+약 700	+약 640
+ 상장지분 미반영 가치	+약 1,700	-	-	-	-
= 세법상 순자산가치	약 15,700	약 14,700	약 47,700	약 18,800	약 6,000
÷ 발행주식수 (만주)	약 2,300	약 210	약 110	약 360	약 7,400
= 1주당 세법상 순자산	약 6.8만원	약 71만원	약 430만원	약 52만원	약 8,100원
× 80% = 과세 하한선	약 5.5만원	약 57만원	약 340만원	약 41만원	약 6,500원

* B기업·D기업은 지배주주 귀속 순자산 기준(비지배지분 제외), 나머지는 연결 자본총계 기준. 자료: 각사 사업보고서(2025년 결산)·반기보고서(2026.8). 주: 세법상 순자산의 세부 산정 방법은 시행령으로 정해질 예정이라 미확정이며, 자산 매각 시의 법인세 효과 등을 단순화한 이론적 추정치임

발행주식수는 자기주식을 포함한 발행주식총수 기준(보수적)이며, 소각 목적 등의 자기주식을 발행주식총수에서 제외하는 세법 해석을 적용하면 하한선은 표보다 높아짐(자사주 비중이 큰 C기업 약 450만원, B기업 약 71만원 등)

표를 보면 D기업과 E기업의 부동산 미반영 가치가 의외로 작다고 느끼실 수 있습니다. 두 회사 모두 서울 도심에 사옥을 둔 회사인데, 비싼 땅 위의 건물이 장부에는 수십 년 전 취득원가로 헐값에 잡혀 있을 테니 시가로 다시 평가하면 순자산이 크게 불어나지 않겠느냐는 부분 때문입니다.

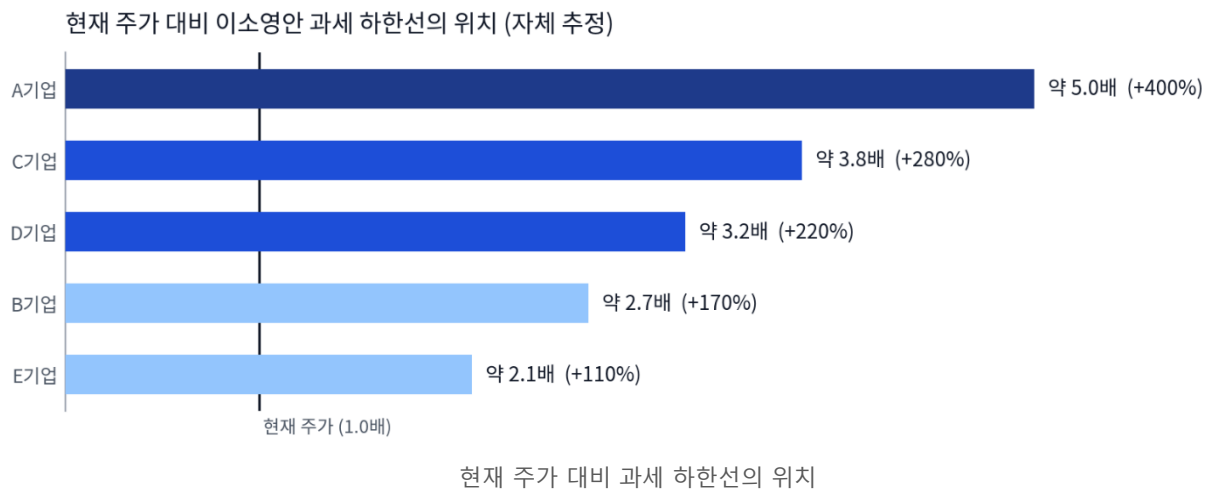
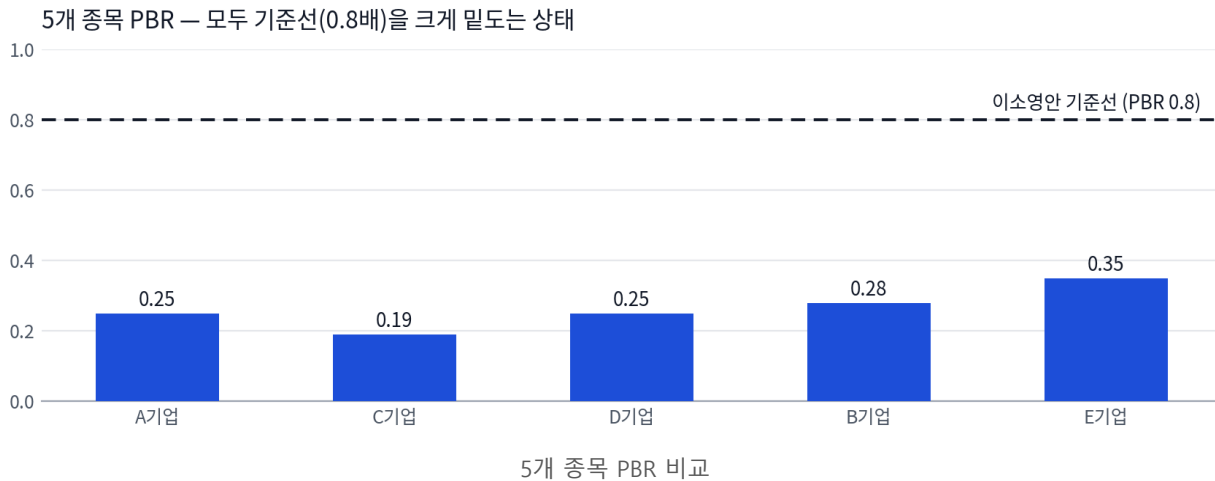
첫째, 비상장주식의 순자산을 평가할 때 세법이 말하는 재평가는 시장의 호가가 아니라 정부가 고시하는 가격 기준입니다. **상속·증여세법은 토지를 원칙적으로 공시지가로, 건물을 국세청 기준시가로 평가합니다.** 공시지가는 통상 실제 거래 시세보다 낮게 형성되므로, 이 표의 미반영 가치는 시장 기준으로 볼 때보다 작게 나올 수밖에 없습니다. E기업이 대표적입니다. 본사 토지가 장부에는 약 180억원, 공시지가는 약 830억원이라 그 차액 약 640억원을 미반영 가치로 잡았는데, 실제로 시장에 내놓으면 이보다 비싸게 팔릴 가능성이 높습니다. 그러나 상속·증여세의 기준이 되는 것은 어디까지나 공시지가이므로, 상속세 계산에 실제로 반영되는 공시지가 기준 차액만 잡은 것입니다.

둘째, 회사마다 재평가 이력이 다릅니다. D기업은 과거 자산재평가를 통해 영업용 토지의 가치를 이미 장부에 올려놓은 회사입니다. 본사를 포함한 영업용 토지의 장부가액이 최근 공시지가 합계와 사실상 같습니다. 즉 D기업의 땅값은 숨어 있는 것이 아니라 장부상 순자산 약 1조 8,100억원 안에 이미 들어가 있고, 그래서 장부 밖의 미반영 가치로는 임대용 투자부동산의 차액 약 700억원만 남는 것입니다. 반대로 A기업이나 E기업처럼 재평가를 하지 않은 회사는 수십 년 전 취득원가가 장부에 그대로 있어 미반영 가치가 크게 잡힙니다.

미반영 가치가 작다는 것이 수혜가 작다는 뜻은 아닙니다. D기업은 숨은 자산을 더하지 않아도, **장부에 이미 드러난 순자산조차 시장이 4분의 1 가격(PBR 0.25배)으로 평가하고 있다는 사실 자체가 수혜가 될 수 있습니다.**

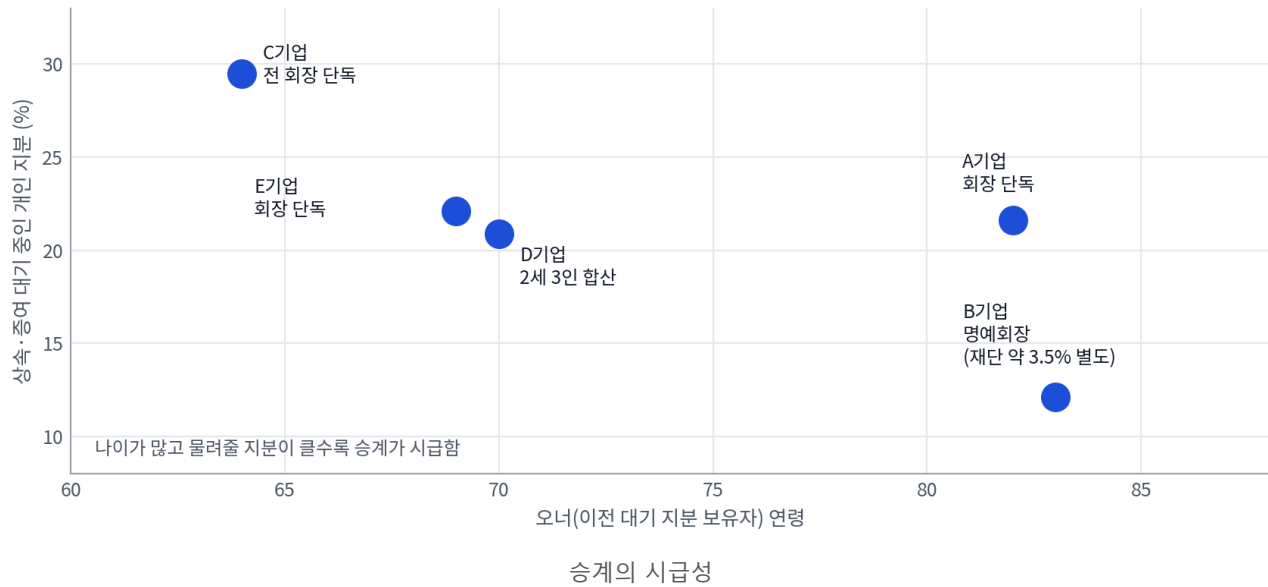
3. 5 개 후보 종목 비교

다섯 종목 모두 이소영 의원안의 기준선(PBR 0.8배)을 크게 밑돌고 있으며, 개인 오너 일가가 약 44~55%의 지분을 보유한 승계 이슈 기업입니다.



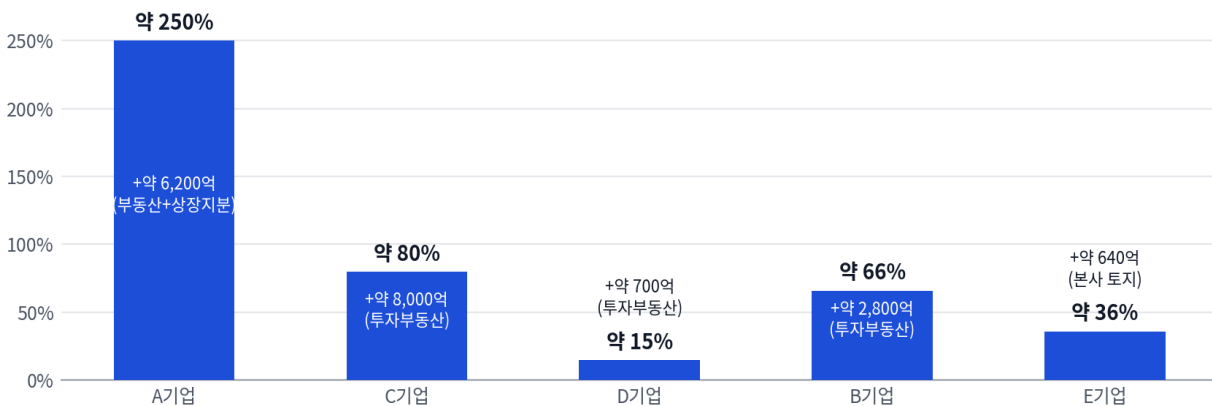
위 그림의 "하한선까지 배수"는 목표주가가 아니라, 주가가 지금보다 몇 배 오를 때까지 대주주의 세금이 그대로 인지를 나타내는 숫자입니다. 주가가 하한선에 도달할 때까지 대주주의 세금은 전혀 늘지 않으므로, 이 구간에서는 대주주가 주가 상승을 막을 이유가 없습니다. A기업은 그 구간이 현재 주가의 약 5배에 이르러 다섯 종목 중 가장 길습니다.

승계 시급성 지도 — 오너 연령과 이전 대기 지분



A기업(회장 82세, 개인 약 22%)과 B기업(명예회장 83세, 개인 약 12%)은 **80대 오너의 지분이 남아 있어 시급성이 가장 높습니다**. C기업은 전 회장이 64세로 상대적으로 젊지만 개인 지분 규모(약 29%)가 압도적이어서, 시급성보다 세금의 절대 규모가 특징입니다. D기업은 2세 3인의 지분 합산 약 21%, E기업은 69세 오너의 약 22%가 이전 대기 상태입니다.

장부에 반영되지 않은 자산가치 (시가총액 대비 비율)



장부에 반영되지 않은 자산가치. 자료: 각사 사업보고서 주석(투자부동산 공정가치·공시지가), 상장지분은 최근 매각 단가 기준 자체 추정

A기업의 미반영 가치는 두 부분입니다. 먼저 부동산입니다. 임대 등에 활용 중인 투자부동산이 장부에는 약 2,700

억원으로 기재되어 있으나, 회사가 사업보고서 주석에서 밝힌 감정평가 기준 공정가치는 약 7,200억원으로 그 차이가 약 4,500억원에 달합니다. 다음은 보유 중인 코스닥 상장사 지분입니다. 성장 산업에 속한 이 회사의 지분 약 21%를 과거 수십억원에 취득했는데, 최근 해당 산업의 성장과 함께 시가 약 2,000억원 규모로 늘어났습니다(장부가액은 약 270억원). 실제로 A기업은 최근 이 지분 일부를 약 300억원에 매각하여 가치를 현금으로 입증한 바 있습니다. 두 항목을 합친 미반영 가치는 약 6,200억원으로, A기업 시가총액(약 2,500억원)의 약 2.5배에 해당합니다.

C기업도 구조는 같습니다. 투자부동산이 장부에는 약 2,300억원으로 기재되어 있으나 수년 전 독립 평가인의 감정 기준 공정가치는 약 1조원으로, 미반영분 약 8,000억원은 5개 종목 중 절대 금액으로 가장 큼니다. 다만 C기업은 시가총액(약 1조원)이 커서 시총 대비 비율로는 80% 수준이며, 비율 기준 1위는 A기업(약 250%)입니다. 위 수치들은 외부의 추측이 아닌, 각 회사가 스스로 공시한 사업보고서 주석에 근거합니다.

지분 현재가치와 예상 상속세

이 법이 오너에게 어떤 상황을 만드는지는 상속세를 직접 계산해 보면 가장 분명해질 것입니다. 다섯 종목 모두, 이소영 의원안이 시행되면 **오너가 지분을 시장에 전량 매각해도 예상 상속세를 납부할 수 없는 상태가 됩니다**. 물려줄 주식을 전부 팔아도 그 주식에 붙는 세금을 못 내는 것입니다. 이 간극이 클수록 대주주가 배당 확대, 자산 매각, 주가 정상화 같은 행동에 나설 수밖에 없는 이유도 강해질 수 있다고 생각합니다.

오너 개인 지분의 시장가치와 예상 상속세 비교 (자체 추정, 단위: 억원)

구분	A기업 회장	C기업 전 회장	D기업 명예회 장	B기업 명예회 장	E기업 회장
보유 지분율	약 22%	약 29%	약 9%	약 12%	약 22%
지분의 현재 시장가치	약 540	약 2,900	약 440	약 520	약 390
이소영 의원안 기준 평가액	약 2,700	약 11,200	약 1,400	약 1,400	약 820
예상 상속세 (50% 단순 가정)	약 1,350	약 5,600	약 700	약 710	약 410
세금 ÷ 지분 시장가치	2.5배	1.9배	1.6배	1.4배	1.0배

주: 평가액 = 보유주식수 × 과세 하한선. 상속세율 50%는 상속세 최고세율로, 과세표준 30억원 초과분에 적용됩니다. 위 평가액은 모두 수백

본 자료는 숭실대학교 AI융합가치투자연구소가 정보 제공을 목적으로 작성한 것으로, 특정 종목의 매수-매도를 권유하지 않습니다.

억원대 이상이라 사실상 전액이 최고세율 구간에 해당하므로 50%를 일괄 적용했습니다. 각종 공제와 누진구조를 생략한 단순 추정치로 실제 세액과는 차이가 있습니다. 시장가치는 2026.8.25 주가 기준

4. 종목별 분석

4.1 A 기업

주가 / 시가총액	오너·승계	주주환원	이소영 의원안 하한선
약 1.1만원 / 약 2,500억원 PBR 0.25배	회장(82세) 개인 약 22% 미이전 특수관계인 약 52%	배당수익률 약 4% 최근 주 당배당금 2배 증액 자기주 식 약 5%	약 5.5만원 (현재 주가의 5.0배)

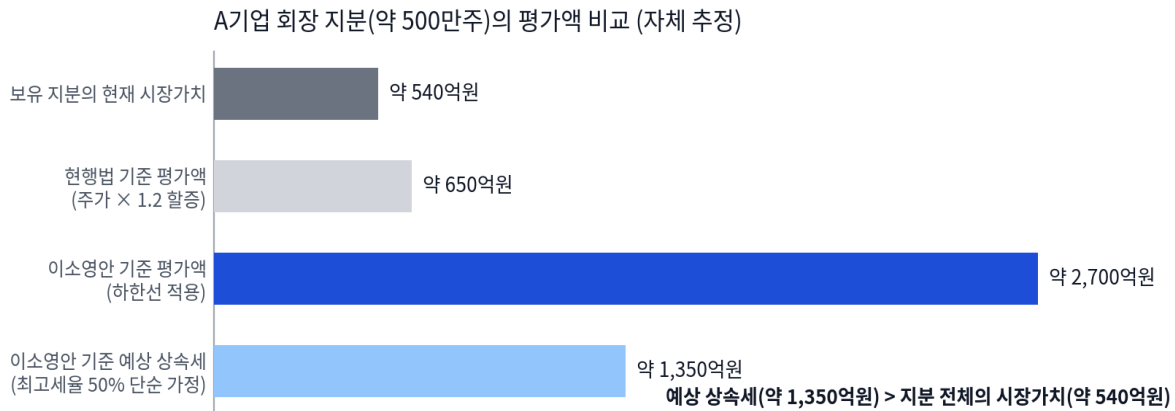
자료: DART 반기보고서(2026.8)

A기업은 섬유 소재를 생산하는 전통 제조업체로, 80대의 회장이 50년 가까이 회사를 이끌고 있습니다. 다만 오늘날 이 회사의 실질 가치는 본업보다 오랜 업력 동안 쌓인 자산에 있습니다. 임대로 운용하는 투자부동산과, 성장 산업에 속한 코스닥 상장사 지분 약 21%가 그것입니다.

A기업이 최대 수혜주인 첫 번째 이유는, 법이 만드는 과세 하한선이 현재 주가보다 다섯 배 높은 곳에 생기기 때문입니다. 투자부동산은 장부에 약 2,700억원으로 적혀 있지만 공시된 감정평가 공정가치는 약 7,200억원이고, 보유 상장지분은 장부에 약 270억원이지만 시가는 약 2,000억원입니다. 두 항목의 미반영 가치만 약 6,200억원으로, 시가총액 약 2,500억원의 2.5배에 달합니다. 상속·증여세법은 부동산과 상장주식을 시가로 다시 평가하므로 이 가치를 그대로 잡아내고, 그 결과 세법상 순자산은 1주당 약 6.8만원, 그 80%인 과세 하한선은 약 5.5만원이 됩니다. 현재 주가(약 1.1만원)의 약 5배로 다섯 종목 중 가장 높으며, 주가가 거기까지 오르는 동안 대주주의 세금은 늘지 않습니다.

두 번째 이유는 오너의 상황입니다. 회장은 82세에 개인 명의로 약 22%(약 500만주)를 그대로 들고 있고, 승계는 사실상 시작하지 않았습니다. 이소영 의원안이 시행되면 이 지분은 시장가치 약 540억원이 아니라 하한선 기준 약 2,700억원으로 평가되어, **예상 상속세만 약 1,350억원에 이릅니다**. 지분을 전량 팔아도 세금의 40%밖에 마련하지 못합니다. 상속을 피할 수도 미룰 수도 없는 나이에 **세금이 재산의 2.5배인 상황이며, 이 간극이 다섯 종목 중 가**

장 큼니다. 남은 선택지는 배당을 늘려 납부 재원을 만들고, 자산을 현금화하고, 주가 정상화를 받아들이는 것뿐인데, 셋 모두 일반주주에게 이로운 방향입니다.



A기업 회장 지분의 평가액 비교 (자체 추정)

세 번째 이유는 그 움직임이 이미 시작되었다는 것입니다. 최근 보유 상장지분 일부를 약 300억원에 매각해 현금을 확보했고(공시된 처분 목적은 유동성 및 신사업 투자 재원 확보), 주당배당금을 2배로 늘렸습니다. **자산 현금화와 배당 확대는 법이 시행되면 대주주가 할 수 있는 유력한 행동입니다.** 여기에 배당수익률이 약 4%라서 입법이 늦어지는 동안에도 기다림의 보상이 있습니다. 하한선까지의 거리가 가장 멀면서 배당까지 갖춘 종목은 다섯 중 A기업뿐입니다.

유의점: 공동대표가 직계가 아닌 친인척으로 기재되어 있어 누가 물려받을지 불투명하고, 작년 자기주식 약 3%를 소각이 아닌 매각으로 처분해 주주환원 의지에 물음표가 남은 전례가 있습니다. 숨은 자산의 약 4분의 1이 변동성 큰 보유 상장지분의 주가에 연동되며, 본업의 수익성이 낮다는 점(별도 기준 일부 연도 적자)도 감안해야 합니다.

4.2 B 기업

주가 / 시가총액	오너·승계	주주환원	이소영 의원안 하한선
약 21만원 / 약 4,300억원 PBR 0.28배	3세 회장 약 15% 명예회장(83세) 약 12% 미 이전	배당수익률 약 2.7% 꾸준 한 증액, 자기주식 약 21% 보유·매년 소각	약 57만원 (현재 주가의 2.7 배)

자료: DART 사업보고서(2026.3)

B기업은 두 곳의 상장 자회사(각각 지분 약 57%, 약 52%)를 둔 지주회사입니다. 두 개의 내수 소재 산업을 거느리고 있으며, 경영권은 창업주 3세인 회장에게 이미 넘어가 있습니다. 지주회사이므로 이 회사의 가치는 사실상 두 자회사 지분과 보유 부동산의 가치로 결정됩니다.

B기업이 수혜주인 첫 번째 이유는, 과세 하한선이 현재 주가의 약 2.7배 높이에 생기기 때문입니다. 출발점은 이 회사의 저평가입니다. 두 상장 자회사 지분의 시가만 합쳐도 약 4,000억원으로 시가총액(약 4,300억원)의 90%를 넘어, 지금 주가는 자회사 주식 값만 쳐주고 나머지 자산에는 거의 값을 매기지 않은 수준입니다. 하지만 나머지 자산도 있습니다. 임대 등에 쓰는 투자부동산이 장부에는 약 590억원으로 적혀 있지만 회사가 공시한 공정가치(공시지가·기준시가 기반)는 약 3,400억원으로, 약 2,800억원이 장부 밖에 존재합니다. 세법은 이 가치를 그대로 잡아 내므로 세법상 순자산은 약 1조 4,700억원, 1주당 약 71만원이 되고, **그 80%인 하한선은 약 57만원으로 현재 주가(약 21만원)의 약 2.7배입니다.**

두 번째 이유는 오너의 상황입니다. 경영권은 3세에게 넘어갔지만 재산은 아직 다 넘어가지 않았습니다. 명예회장이 83세로 다섯 종목의 오너 가운데 최고령인데, 개인 지분 약 12%와 그가 이사장으로 있는 학교법인 지분 약 3.5%가 이전되지 않은 채 남아 있습니다. 이소영 의원안이 시행되면 명예회장 지분은 시장가치 약 520억원이 아니라 하한선 기준 약 1,400억원으로 평가되어 **예상 상속세만 약 710억원입니다.** 지분을 전부 팔아도 세금을 못 내는 구조가 여기서도 성립하며, 오너가 고령인 만큼 이 문제와 마주할 시점도 다섯 종목 중 가장 가까울 수 있습니다.

세 번째 이유는 실행력이 이미 검증되어 있다는 것입니다. 이 보고서의 논리는 "법이 시행되면 대주주가 배당과 주주환원을 늘리는 쪽으로 움직인다"는 것인데, **B기업은 법이 등장하기 전에 이미 배당을 늘리고 자기주식을 소각하는 방향으로 움직여 온 회사입니다.** 주당배당금을 계속해서 늘리고 있고, 자기주식 약 21%를 보유하면서 매년 일부를 소각하고 있습니다.

유의점: 첫째, 본업이 경기를 탑니다. 주력 업종이 건설 경기에 민감해 연결 순이익이 3년 연속 크게 줄었고, 부진이 길어지면 배당과 소각을 뒷받침할 이익이 얇아집니다. 둘째, 공익법인에 기부하는 주식은 일정 한도까지 상속세가 부과되지 않으므로, 오너가 이사장인 학교법인이 승계의 우회로로 쓰일 여지가 있습니다. 셋째, 이소영 의원안 원안이 적용되는 것은 지주회사인 B기업뿐입니다. 자회사들의 최대주주는 개인이 아니라 법인(B기업)이라 자회사 주가에는 재평가 유인이 생기지 않는데, 여당 이훈기 의원안의 자회사·손자회사 확대 조항이 채택되면 자회사 재평가가 지주 가치를 함께 끌어올리는 이중 효과도 가능해집니다.

4.3 C 기업

주가 / 시가총액	오너·승계	주주환원	이소영 의원안 하한선
약 90만원 / 약 1조원 PBR 0.19배	전 회장(64세) 개인 약 29% 미이전 특수관계인 약 55%	배당수익률 약 0.2% 배당성향 약 2% 자기주식 약 24% (소각 계획 없음)	약 340만원 (현재 주가의 3.8배)

자료: DART 반기보고서(2026.8)

C기업은 기초 소재를 생산하는 제조업체로, 소속 그룹의 모기업 격인 회사입니다. 1970년대에 상장된 오래된 기업이며, 전 회장이 개인 명의로 약 29%를 보유한 최대주주입니다.

C기업이 수혜주인 첫 번째 이유는, **저평가의 정도가 다섯 종목 중에서도 가장 크기에** 하한선까지의 거리가 그만큼 큼니다. 최근 결산 기준 순현금이 약 1조 5,000억원으로 시가총액(약 1조원)보다 큼니다. 회사가 가진 현금만으

로 시가총액 전체를 사고도 수천억원이 남고, 부동산과 사업의 가치는 계산에 넣지도 않은 수치입니다. 여기에 투자부동산이 장부에는 약 2,300억원으로 적혀 있지만 감정평가 공정가치는 약 1조원으로, 미반영분 약 8,000억원은 다섯 종목 중 절대 금액으로 가장 큼니다. 이를 반영한 세법상 순자산은 약 4조 7,700억원, 1주당 약 430만원이고, 그 80%인 과세 하한선은 약 340만원으로 현재 주가(약 90만원)의 약 3.8배입니다.

두 번째 이유는 걸려 있는 세금의 절대 규모입니다. 전 회장의 지분 약 29%는 이소영 의원안 기준으로 약 1조 1,200억원으로 평가되어 **예상 상속세만 약 5,600억원, 다섯 종목 중 압도적 1위입니다**. 지분의 현재 시장가치(약 2,900억원)의 약 1.9배에 달하는 세금이라, 지분을 전부 팔아도 절반밖에 마련하지 못합니다. 이 정도 규모의 세금은 배당 확대와 자산 현금화가 필요해 보이므로, 법이 통과될 경우 이 회사에 요구되는 변화의 총량 역시 다섯 종목 중 가장 클 것으로 생각됩니다. 무배당에 가까운 배당정책(배당성향 약 2%, 수익률 약 0.2%)이 뒤집혀야 하는 회사이기 때문입니다.

유의점: 다섯 종목 중 자발적으로 개선할 가능성은 가장 낮습니다. 회사는 최근 공시에서 자기주식을 소각하지 않고 인수합병 재원으로 활용하겠다는 방침을 명시했고, "자사주 매입·소각 등 배당 외 주주환원 정책은 현재 구체적인 계획 없음"이라고 밝혔습니다. 과거 행동주의 성향 운용사와의 주주제안·가처분 분쟁 이력까지 더하면, **사실상 법이 통과되어야 움직이는 종목이라 법안 통과에 대한 의존이 강합니다**. 전 회장이 64세로 상속이 임박하지 않아 장기간 버티기가 가능하다는 점, 과거 한 해 기록한 연결 기준 순손실과 오너의 사법 리스크 이력도 감안해야 합니다.

4.4 D 기업

주가 / 시가총액	오너·승계	주주환원	이소영 의원안 하한선
약 13만원 / 약 4,700억원 PBR 0.25배	2세 3인(70세·67세·70세) 합산 약 21% 미이전	배당수익률 약 2.3% 십수년 동결·3월 자기주식 약 10% 이익소각 단행	약 41만원 (현재 주가의 3.2배)

자료: DART 반기보고서(2026.8)

D기업은 두 창업 가문이 수십 년간 공동경영해 온 도시가스 사업자입니다. 도시가스는 요금이 규제되는 대신 수요가 안정적인 사업이어서, 경기가 좋은 나쁜 건 꾸준히 이익이 나오는 회사입니다.

D기업이 수혜주인 첫 번째 이유는, 저평가이기 때문입니다. 장부에 나와있는 지배주주 순자산이 약 1조 8,100억원인데 시가총액은 약 4,700억원으로, **시장에서는 장부 가격의 4분의 1에 거래되고 있습니다**. D기업은 과거 자산재평가를 통해 영업용 토지의 가치를 이미 장부에 올려놓은 회사라 다른 종목들 같은 큰 숨은 자산은 없지만(임대용 투자부동산 차액 약 +700억원뿐), 드러난 순자산만으로도 하한선은 충분히 높은 곳에 생깁니다. 세법상 순자산은 약 1조 8,800억원, 1주당 약 52만원이고, **그 80%인 과세 하한선은 약 41만원으로 현재 주가(약 13만원)의 약 3.2배입니다**.

두 번째 이유는 승계가 절반만 끝나 있다는 것입니다. 한 가문은 몇 해 전 주가가 저점에 머물던 시기에 자녀에게 지분 약 8%를 증여하며 3세 이전을 상당 부분 마쳤습니다. 낮은 주가에서 증여해 세금을 줄이는, 이소영 의원안이 겨냥하는 방식의 승계였습니다. 반면 다른 가문은 명예회장(70세)의 지분 약 9%가 그대로 남아 있고, **2세들의 보유분을 합치면 약 21%가 아직 상속·증여를 앞두고 있습니다**. 이소영 의원안이 시행되면 명예회장 지분은 시장가치 약 440억원이 아니라 약 1,400억원으로 평가되어 **예상 상속세만 약 700억원**, 지분을 전부 팔아도 세금을 못 내는 구조가 남은 승계에 그대로 걸립니다.

유의점: 과거 대규모 시세조종 사건의 대상 종목이었고(당시 주가가 기업가치와 무관하게 수 배 급등 후 폭락), 유통주식이 적어 수급 왜곡에 취약합니다. 요금 규제 산업 특성상 국회 심사에서 "정상적 저평가 업종" 예외 논의가 나올 경우 수혜 강도가 약해질 수 있습니다. 또한 배당은 여전히 십수 년째 동결 상태라, 소각이 일회성 이벤트로 끝나는지 배당 증액으로 이어지는지 후속 행보를 확인할 필요가 있다고 생각합니다.

4.5 E기업

E기업 핵심 지표

주가 / 시가총액	오너·승계	주주환원	이소영 의원안 하한선
약 3,100원 / 약 1,800억원 (보통주) PBR 0.35배	회장(69세) 개인 약 22% 미 이전 자녀들이 장내매수로 지분 확대 중	배당수익률 약 7.1% 배당 성향 약 96% 자기주식 보 통주 약 19%	약 6,500원 (현재 주가의 약 2.1배)

자료: DART 반기보고서(2026.8)

E기업은 서울에 본사를 둔 소형 증권사로, 회장 개인 약 22%를 포함해 오너 일가가 합산 약 49%를 보유한 가족 지배 회사입니다. 영업 규모가 작은 대신 재산이 많은 자산형 회사로, 총자산의 절반이 넘는 약 4,100억원이 주식·채권 등 금융자산입니다.

E기업이 수혜주인 첫 번째 이유는, 순자산의 신뢰도가 다섯 종목 중 가장 높은데도 시장에서 3분의 1 가격으로 평가받고 있기 때문입니다. 순자산 약 5,400억원의 대부분이 부동산이나 공장이 아니라 현금과 시가 평가된 유가증권이라, 장부상 숫자가 실제 가치와 가장 가깝습니다. 여기에 본사 토지가 더해집니다. 장부에는 약 180억원으로 기재되어 있으나 공시지가는 약 830억원으로 4.6배이며, 상속·증여세법이 토지를 공시지가로 평가하므로 **이 차액 약 640억원은 숨은 자산이 됩니다**. 이를 반영한 세법상 순자산은 약 6,000억원, 1주당 약 8,100원이고, **그 80%인 과세 하한선은 약 6,500원으로 현재 주가(약 3,100원)의 약 2.1배입니다**.

두 번째 이유는 승계가 이미 진행형이라는 것입니다. 회장이 69세에 지분 약 22%를 미이전 상태로 들고 있고, 자녀들(약 7% 등)이 장내매수로 지분을 늘려가는 중이어서 승계를 의식한 움직임이 공시로 확인됩니다. 이소영 의원안이 시행되면 회장 지분은 시장가치 약 390억원이 아니라 약 820억원으로 평가되어 **예상 상속세가 약 410억 원, 지분 전체의 가치와 세금이 거의 같아집니다**. 여기서도 지분을 팔아 세금을 내는 방법은 사실상 어렵기에, 남은 승계는 배당과 주가 정상화 쪽으로 기울 수 있는 구조입니다.

세 번째 이유는 기다림의 보상이 있습니다. **배당수익률 약 7%(연말 종가 기준으로 약 8%)로 다섯 종목 중 압도적 1위이고, 배당성향 약 96%**가 보여 주듯 버는 이익의 대부분을 이미 주주에게 돌려주고 있습니다. 입법이 늦어 지더라도 매년 7% 안팎의 배당을 받으며 기다릴 수 있으므로, 법안 통과 여부가 불확실한 국면에서 포트폴리오의 방어 축이 될 수 있습니다. 자기주식도 보통주 기준 약 19%에 달하며, 자기주식 소각 의무화 상법에 따른 활용 방안을 검토 중이라고 공시하여 소각으로 결론 날 경우 별도의 촉매가 잠재해 있습니다.

유의점: ROE가 1%대에 머무는 구조적 저수익 회사라, 자산은 많아도 그 자산을 불러가는 힘은 다섯 종목 중 가장 약합니다. 배당성향이 이미 약 96%에 달해 추가 확대 여력이 제한적이고, 하한선까지의 거리도 약 2.1배로 가장 작습니다. 국회 심사에서 증권업이 업종 예외 논의의 대상이 될 가능성, 우선주와 오너 일가의 공익재단이 얽힌 복잡한 지분 구조도 변수입니다.

5. 위험 요인

위험 요인	내용
① 입법 불확실성	본 보고서의 결론은 이소영 의원안 입법을 전제로 합니다. 정부안 방식으로 회귀하거나, 하한선이 도입되더라도 업종 예외(규제산업·금융업 등)가 붙으면 수혜 강도가 약해집니다. 시행 시기가 늦어질수록 주가 재평가가 시작되는 시점도 지연됩니다.
② 저가 증여	법 시행 전, 주가가 낮은 시점을 골라 서둘러 증여하는 방식입니다. 증여가 끝나기 전까지는 오너에게 주가를 눌러 둘 유인이 오히려 강해질 수 있습니다.
③ 블록딜·물납 물량 출회	증여·상속세 재원 마련을 위해 대주주가 지분을 할인가에 대량 매각(블록딜)하거나, 개정안이 허용하는 물납으로 국가 보유 물량이 시장에 대량 나올 수 있습니다.
④ 수급·시세조종	자산주는 유통주식이 적어 수급 왜곡에 취약하며, 법안 관련 보도에 따라 급등락이 반복될 수 있습니다. D기업은 과거 시세조종 사건의 대상이 된 전력도 있습니다.
⑤ 추정의 한계	하한선·기대수익률 등 수치는 공개 자료 기반의 단순화된 가정에 따른 이론값이며 목표주가가 아닙니다.

블록딜 예시

이 보고서의 기대 시나리오는 "오너가 상속세 낼 돈이 필요해지면 배당을 늘리고 주가 정상화를 받아들인다"는 것입니다. 그런데 세금 낼 돈을 마련하는 다른 길이 하나 있습니다. 오너의 지분 일부분을 시장가보다 싸게 파는 블록딜입니다. 오너에게는 가장 빠르고 간단한 방법이지만, 그 순간 시장에는 수백억원어치 할인 매물이 쏟아집니다. 상속세 때문에 주가가 오를 것을 기대하였지만 반대로 상속세 때문에 주가가 먼저 하락하는 상황이 생길 수 있는 것입니다.

쿠쿠그룹의 승계 과정이 이 흐름을 그대로 보여줍니다. 2021년 6월 구자선 쿠쿠그룹 회장은 블록딜로 쿠쿠홀딩스·쿠쿠홈시스 지분 약 445억원어치를 할인 매각했고, **당일 두 종목은 각각 4.5%, 6.3% 하락했습니다**. 이후 2022년 8월, 두 회사 주가가 1년 최고점 대비 60% 이상 하락한 시점에 장남에게 지분을 증여했습니다(증여세 400억원 이상 추정). 증여를 앞둔 오너에게는 주가가 낮을수록 세금이 줄어드니, **증여가 끝날 때까지는 주가가 낮게 유지되는 것이 오히려 오너에게 유리했던 것**입니다.

본 자료는 숭실대학교 AI융합가치투자연구소가 정보 제공을 목적으로 작성한 것으로, 특정 종목의 매수·매도를 권유하지 않습니다.