자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안
심 사 보 고 서

2026. 7.

정무위원회

1. 심사경과

가. 발의일자 및 발의자 :

2024. 12. 24. 김남근·신장식·한창민의원 등 24인

나. 회부일자 : 2024. 12. 26.

다. 상정 및 의결일자 :

○ 제422회 국회(임시회)

- 제1차 전체회의(2025. 2. 18.)

상정 · 제안설명 · 검토보고 · 대체토론 · 소위회부

○ 제422회 국회(임시회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2025. 2. 20.)

상정 · 축조심사

○ 제427회 국회(임시회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2025. 7. 21.)

상정

○ 제429회 국회(정기회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2025. 11. 24.)

상정

○ 제430회 국회(임시회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2025. 12. 15.)

상정

○ 제433회 국회(임시회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2026. 3. 31.)

상정

- 제2차 법안심사제1소위원회(2026. 4. 2.)

상정 · 축조심사

○ 제435회 국회(임시회)

- 제1차 법안심사제1소위원회(2026. 5. 12.)

상정 · 축조심사 · 의결(대안반영폐기)

- 제1차 회의(2026. 5. 14.)

상정 · 소위심사보고 · 찬반토론 · 의결(대안반영폐기)

2. 제안설명의 요지

(제안설명 : 김남근·신장식·한창민의원)

기업의 인수·합병, 영업·자산의 양수도, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할 또는 분할·분할합병 등의 주요 자본거래뿐만 아니라 상장폐지, 유상증자, 전환사채 발행, 지배주주 임원에 대한 과다한 보수지급이나 성과주식 배정 등의 자본거래와 손익거래 사안에 이사, 이사회

등 기업의 지배구조가 주주 전체의 공평한 이익보다는 지배주주나 그가 지배하는 기업집단의 이익에 충실하게 운영되면서, 투자자의 신뢰가 떨어져 기업가치가 저평가되는 소위 “코리아 디스카운트” 현상이 지속되고, 외국인 투자자가 국내기업에 대한 투자를 꺼리거나 개미투자자가 대거 해외 자본시장으로 빠져나가면서 우리 자본시장 전체가 장기간 침체되고 있음. 이에 따라, 이사의 주주에 대한 충실의무와 책임강화, 이사회의 독립성 강화 등 상장회사 기업지배구조 개선과 함께 일반주주 보호를 위해 각 사안마다 주식매수청구권이나 신주배정 등의 주주보호 조치와 특정 시점의 시가가 아니라 기업의 본질적 가치를 반영하는 공정한 가격에 의한 합병비율, 주식매수가격 등을 정하는 제도 개혁이 필요함.

KB금융지주가 현대증권 지분 22.56%를 매입할 당시 지배주주 지분 인수가격은 주당 2만3,182원인 반면 소액주주에 부여된 주식매수 청구권은 주당 6,637원에 불과했고, 미래에셋증권이 대우증권의 지분 43%를 인수할 당시엔 지배주주에게는 주당 1만6,518원, 소액주주엔 그 반값에 해당하는 주당 7,999원으로 주식매수 청구권이 부여된 사례와 같이 기업인수 시 지배주주 소유의 지분은 경영권 프리미엄을 반영해 높은 가격에 매수하면서 일반주주의 주식은 헐값으로 인수하여 일반주주의 피해가 발생하는 것을 방지하기 위하여, 기업의 지배권을 인수하는 것으로 볼 수 있는 발행주식총수의 100분의 25 이상을 매수하여 보유하는 새로운 지배주주는 잔여주식 전부에 대해 최근 1년 내 거래

최고가격 등으로 공개매수를 하도록 함(안 제133조의2).

삼성물산-제일모직, 두산밥켓-두산로보틱스 사례와 같이 건실한 사업・재무구조를 가진 주식상장법인이 상대적으로 규모가 작거나 부실한 계열사와 부당한 합병비율로 합병하는 경우, 합병 계열사에 대한 지배력을 강화한 지배주주나 재벌 기업집단과 달리 장기투자하고 있던 일반주주는 예상하지 못한 피해를 입게 됨. 이에 주식상장법인의 합병비율은 특정 지배주주에게 유리한 특정 시점의 시가가 아니라 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 금액으로 정하고, 주주총회에서 지배주주를 제외한 소액주주의 과반수 결의로 합병에 찬성한 경우에는 그 합병비율은 공정한 것으로 간주하고, 합병에 반대하는 주주의 주식매수청구권 가격도 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 금액으로 하도록 함(안 제165조의4제2항, 제165조의5제3항).

미래 유망성장산업인 2차 전지사업을 물적분할하여 자회사를 설립한 후 상장하여 미래 유망성장사업을 잃은 모회사 주식가치가 떨어져 일반주주가 피해를 입은 LG화학과 SK이노베이션 사례와 같이 자회사 상장에 따른 모회사 일반주주의 피해를 방지하기 위하여, 주권상장법인의 자회사(물적분할에 의한 설립된 것 포함)를 별도 상장하는 경우 상장 주식총수의 100분의 30 이상을 모회사의 주주에게 우선적으로 배정하도록 함(안 제165조의7제4항)

내부 이익잉여금 상당히 유보되어 있고 매년 흑자를 내는 주식상장법인임에도 불구하고 기업 인수인이 주식상장법인을 자진 상장폐지하여 일반주주가 피해를 입은 신성통상 사례와 같은 상장폐지 시 일반주주의 피해를 방지하기 위하여, 주식상장법인을 인수한 자가 상장폐지 목적으로 나머지 지분을 공개매수하는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 금액으로 공개매수하도록 함(안 제141조제3항).

지나치게 낮은 할인율로 유상증자를 하면 유상증자에 참여하지 않는 일반주주는 주식가치 희석으로 피해를 입게 되므로 유상증자 전 주식 처분 등의 대응조치를 하게 되는데, 최근에는 이수페타시스 사례와 같이 일반주주가 주식을 처분하는 등의 대응 조치를 하지 못하도록 금요일 저녁에 유상증자를 공시한 후 월요일 주식시장 개장 시 주가가 폭락하여 일반주주가 피해를 입거나, 고려아연 지배권 분쟁 시 유상증자 사례처럼 경영권 분쟁 과정에서 지배주주의 지분확대 목적으로 저가로 유상증자를 시도하여 일반주주가 피해를 입는 사례도 발생하고 있음. 이에 유상증자를 하는 경우 발행가액은 대통령령으로 정하는 기준가액의 100분의 10 이내의 할인율을 적용하도록 하고, 임원의 해임이나 직무정지 등의 경영권 분쟁이 있는 기간 동안에는 유상증자를 금지하며, 유상증자 등 주요사항보고서는 거래소의 매매거래시간 종료 2시간 전까지 제출하도록 함(안 제165조의6제5항 및 제6항, 제161조제1항).

전환권이나 신주인수권의 행사가격을 주가하락 등을 이유로 최초 전환가격 보다 낮춰 행사(최대 70%까지 낮추어 행사할 수 있도록 하고 있음, 소위 refixing)할 수 있도록 하는 경우 일반주주는 주가가 희석되어 피해를 입게 됨. 이에 최대주주나 그 특수관계인이 보유하는 전환사채나 신주인수권의 경우 시가 변동에 따라 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액을 하향조정할 수 없도록 하고, 유상증자의 경우와 마찬가지로 경영권 분쟁 중에는 전환권이나 신주인수권의 행사를 할 수 없도록 금지함(안 제165조의10제3항 및 제4항).

지배주주가 임원을 담당하는 경우 과다한 보수를 지급하여 주식상장법인의 재무구조를 부실하게 함으로써 주식상장법인의 주식가치가 하락하여 일반주주의 피해가 발생하고 있음. 이에 이사의 보수를 정하고자 할 때는 보수의 원칙과 목표, 보수 산정방법, 보수지급계획 등의 “보수정책”을 수립하여 주주총회에서 결의하도록 하고 보수정책을 위반하여 초과 지급된 보수는 무효로 반환하도록 함(안 제165조의21).

위와 같은 기업 인수·합병과 신사업 물적분할 후 별도상장, 상장폐지, 유상증자, 전환권이나 신주인수권 행사, 지배주주인 임원에 대한 과다보수 등 지급 사안 외에도, 주권상장법인에서 일반주주의 피해가 발생하는 다양한 사례가 있고 위와 같은 개별 사안에 대해서만 개별적으로 일반주주 보호를 하는 경우 광범위한 사각지대가 존재하고 최대주주 등은 위 개별규정을 피하기 위한 다양한 자본거래, 손익거래 방식을 만들어 이를 회피할 것이 예상됨. 이에 주식상장법인의 자본거

래 등에서 일반주주의 피해가 발생하지 않도록 이사가 주주에 충실하도록 할 의무를 부여하여 일반주주를 보호할 수 있는 일반조항을 두도록 함(안 제165조의 22).

3. 전문위원 검토보고 요지

(수석전문위원 : 정명호)

가. 의무공개매수제도 도입

□ 개정안은 본인과 특별관계자가 매수등을 통해 보유하게 되는 주식이 발행주식총수의 25% 이상인 경우 잔여주식 전부에 대하여 현금으로 공개매수제의를 하여 공개매수(이하 “의무공개매수”)하도록 하고, 의무공개매수 이후 본인과 특별관계자의 지분이 50%에 미달하는 경우 지분을 25% 미만으로 낮추도록 하는 한편(안제133조의2 신설 등),

□ 의무공개매수에 의하지 아니하고 주식등의 매수등을 한 경우 그 주식에 대한 의결권 제한, 처분명령의 근거를 마련하고, 의무공개매수에 의하지 아니하고 주식등의 매수등을 한 자에 대하여 3년 이하의 징역 또는 1억원 이하의 벌금에 처하도록 하려는 것임(안 제145조 및 제445조제19호).

현 행	개 정 안
<신 설>	제133조의2(의무공개매수의 제의) ① 본인과 특별관계자가 매수등을 통하

현 행	개 정 안
	여 보유하게 되는 주식이 해당 회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 25 이상인 경우(본인과 특별관계자가 보유하는 주식의 합계가 해당 회사의 주식의 100분의 25 이상인 자가 그 주식의 매수등을 하는 경우를 포함한다) 의결권 없는 주식을 제외한 잔여주식 전부에 대하여 현금으로 공개매수제의를 하여야 한다. ② 제1항의 공개매수 이후 본인과 특별관계자가 보유하게 된 회사의 주식이 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 50에 미달하는 경우 본인 및 특별관계자가 보유하게 되는 주식은 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 25 미만으로 낮추어야 한다. ③ 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우는 공개매수 이외의 방법으로 매수등을 할 수 있다 1. 본인과 특별관계자가 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 50 이상을 보유하면서 추가로 매수등을 통해 주식을 보유하게 되는 경우 2. 주주총회에서 본인 및 특별관계자, 최대주주 및 특별관계자를 제외한 나머지 주주만으로 결의한 경

현 행	개 정 안
	우 3. 채권추심, 기업구조조정 등 일시적이고 불가피한 사유로 의결권 있는 주식을 보유하게 되는 경우로서 대통령령으로 정하는 사유가 있는 경우. 이 경우 해당 사유가 해소된 이후에는 제1항에 따라 공개매수를 하여야 한다. ④ 공개매수가액은 본인과 특별관계자가 최근 1년간 매수등을 한 주식의 최고가액 또는 대통령령으로 정하는 가액 이상으로 하며, 공개매수에 청약한 주주의 주식을 모두 매수하여야 한다. 그 밖에 매수 기간, 매수 방법 등 제1항의 공개매수에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.
제134조(공개매수공고 및 공개매수신고서의 제출) ① 공개매수를 하고자 하는 자는 대통령령으로 정하는 방법에 따라 다음 각 호의 사항을 공고(이하 “공개매수공고”라 한다)하여야 한다.	제134조(공개매수공고 및 공개매수신고서의 제출) ① 제133조 및 제133조의2에 따른 공개매수를----------.
1. ~ 6. (생 략)	1. ~ 6. (현행과 같음)
② ~ ⑤ (생 략)	② ~ ⑤ (현행과 같음)
제145조(의결권 제한 등) 제133조제3항 또는 제134조제1항·제2항을 위반하여 주식등의 매수등을 한 경우에는 그 날부터 그 주식(그 주식등과 관련한 권리 행사 등으로 취득한 주식	제145조(의결권 제한 등) ----------, 제133조의2제1항 또는----------

현 행	개 정 안
을 포함한다)에 대한 의결권을 행사할 수 없으며, 금융위원회는 6개월 이내의 기간을 정하여 그 주식등(그 주식등과 관련한 권리 행사 등으로 취득한 주식을 포함한다)의 처분을 명할 수 있다.	----------.
제445조(벌칙) 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자는 3년 이하의 징역 또는 1억원 이하의 벌금에 처한다.	제445조(벌칙) ----------.
1. ~ 18의4. (생 략)	1. ~ 18의4. (현행과 같음)
19. 제133조제3항 또는 제140조를 위반하여 공개매수에 의하지 아니하고 주식등의 매수등을 한 자	19. ----------, 제133조의2제1항 또는----------
20. ~ 48. (생 략)	20. ~ 48. (현행과 같음)

□ M&A(Mergers & Acquisitions)는 기업경영의 효율성 제고와 시너지 효과 창출 등을 위하여 외부경영자원을 활용하는 것으로 우리나라에서는 '인수합병'으로 불리고 있는데, M&A의 방식으로는 일반적으로 합병[1], 영업양수도[2], 주식양수도[3] 등이 거론됨.[4]

○ 우리나라의 M&A는 주로 주식양수도 방식으로 이루어지고 있는데, 2023년도 기준 주식양수도 방식은 전체 기업결합의 84.8%로, 영업

1) 2개 이상의 회사가 계약에 의해 청산절차를 거치지 않고 하나의 경제적·법적 실체로 합쳐지는 것
2) 특정 사업부문의 자산과 부채, 조직 및 인원, 권리와 의무 등이 포괄적으로 이전되는 것으로 사업부문의 동일성을 유지하면서 경영주체만을 교체하는 것
3) 매수대상 회사의 주식을 인수하여 지배권을 획득하는 방법
4) 한국은행, 「경제금융용어 700선」, p. 348.

양수도(13.1%)나 합병(2.1%)에 비해 큰 비중을 차지하고 있음.[5]

□ 그런데, 주식양수도 방식의 M&A의 경우 인수인이 피인수회사의 소수 지배주주로부터 주식을 인수하는 과정에서 피인수회사 일반주주의 권리가 다음과 같이 소외된다는 지적이 있음.

○ 첫째, 합병과 영업양수도 방식의 M&A는 「상법」에서 주주총회결의, 주식매수청구권 등 다양한 주주의 보호장치를 두고 있으나, 주식양수도방식은 이와 같은 장치가 상대적으로 미비하여 일반주주, 특히 해당 M&A에 반대하는 일반주주의 자금회수 기회가 보장되지 않음.

○ 둘째, 통상 주식양수도에 따라 경영권이 이전될 때 인수인은 피인수기업에게 경영권 프리미엄[6]을 지불하고 있는데, 회사의 자산인 경영권으로부터 파생되는 경영권 프리미엄은 주주평등의 원칙에 따라 모든 주주에게 비례적으로 귀속되는 것이 적절함에도 일부 지배주주에게만 귀속된다는 지적이 있음.[7]

□ 이에 주식양수도 방식의 M&A 과정에서 일반주주를 보호하기 위하여 "의무공개매수제도"를 도입해야 한다는 의견이 제기되고 있음.

○ "의무공개매수"란 인수인이 의결권 있는 주식을 일정 비율 이상

---

5) 금융위원회 제출자료
6) 기업이 경영활동을 통해 쌓아온 무형의 자산가치에 대한 할증액으로, 프리미엄에 대한 평가는 매수인의 관점에서 주관적으로 이루어질 수 있음.(출처: 박진, 「중소기업 주식취득거래의 경영권 프리미엄 현황 및 시사점」, 중소벤처기업연구원, 2021.)
7) 홍지연, "국내 의무공개매수제도 도입 논의 및 글로벌 현황", 『자본시장포커스』 2022-25호, 2022. 12. 19.

취득하여 회사의 지배권을 확보하는 경우 인수인으로 하여금 피인수회사 일반주주들에게도 특정 가격으로 인수제안을 하도록 하는 제도임.[8)]

○ 이 제도는 1972년 영국에서 처음 도입된 이래 미국을 제외한 EU, 영국, 일본 등 주요국에서 의무공개매수 제도를 도입하여 운영 중이나 제도의 구체적인 기준은 국가별로 상이함.

- EU와 영국의 경우 일정규모 이상의 주식을 취득하려는 경우 잔여주주가 보유한 주식 전체를 매수대상으로 하고 있는 반면, 일본의 경우 해당 주식 총수의 1/3을 초과 취득하려는 경우 취득하려는 주식에 대해서만, 2/3를 초과 취득하려는 경우 잔여주주가 보유한 주식 전체를 매수대상으로 하고 있어 EU와 영국에 비하여 완화된 형태의 제도를 운영 중임.

- 한편, 미국은 의무공개매수제도를 도입하지 않고 있으나, 이사회의 적극적인 역할 및 발달된 민사소송제도를 통하여 M&A 과정에서 일반주주의 이익을 보호하고 있는 것으로 알려져 있음.[9)]

○ 우리나라는 1997년 「舊증권거래법」 및 같은 법 시행령에서 본인 및 특별관계자가 회사 주식의 25% 이상을 취득하고자 하는 경우에는 원칙적으로 총 주식 수의 50%+1주를 공개매수하도록 하는 의무공개매수 제도를 도입하였으나,[10)] 기업의 구조조정 위축 우려

8) 정준혁, “의무공개매수제도의 기능과 도입 가능성에 대한 검토”, 『증권법연구』 20(2), p. 82.
9) 금융위원회, “주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안”, 2022.12.21.
10) 「舊증권거래법」

및 IMF의 폐지 요구 등으로 1998년 2월에 이 제도를 폐지하였음.

[표1] 의무공개매수제도 관련 해외사례

구분	매수 요건	매수 대상	매수 가격
미국	제도 미도입		
EU	○일정 규모 이상* 취득 * 회원국 결정사항 (독·프)30%, (이)25%	○잔여주주가 보유한 주식 전체	○경영권 프리미엄 포함
영국	○30% 이상 취득	○잔여주주가 보유한 주식 전체	○경영권 프리미엄 포함
일본	○1/3을 초과 취득	○해당 주식을 공개매수	○경영권 프리미엄 포함
	○2/3를 초과 취득	○잔여주주가 보유한 주식 전체	
舊증권거래법	○25% 이상 취득	○해당 주식을 공개매수 - 최소 50%+1주 매수	○경영권 프리미엄 포함
개정안	○25% 이상 취득	○잔여주주가 보유한 주식 전체	○경영권 프리미엄 포함

(자료: 금융위원회)

○ 한편, 현행법령은 장외에서 6개월 동안 10인 이상으로부터 주식을 매수하여 5% 이상의 지분을 취득하는 경우 공개매수 절차를 따르도록 규정[11]하고 있으나, 통상 M&A 거래과정에서는 이와 같은

제21조(공개매수의 적용대상) ② 주식등의 매수등을 하고자 하는 자는 당해 매수등을 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25 이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수의 합계가 당해 주식등의 총수의 100분의 25이상인 자가 당해 주식등의 매수등을 하는 경우를 포함한다)에는 제1항의 규정에 불구하고 대통령령이 정하는 수이상의 주식등을 공개매수하여야 한다. 다만, 그 유형 기타 사정을 감안하여 대통령령이 정하는 매수등에 관하여는 그러하지 아니하다.

제25조의2(공개매수의 조건과 방법) ② 공개매수가격은 균일하여야 하며, 제21조제2항의 경우 공개매수가격은 대통령령이 정하는 가격 이상이어야 한다.

「舊증권거래법 시행령」

제11조의2 (의무공개매수의 주식수) 법 제21조제2항 본문에서 "대통령령이 정하는 수"라 함은 주식등의 총수의 100분의 50에 1주를 더한 수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 수를 말한다.

제13조의3(의무공개매수시의 매수가격) 법 제25조의2제2항에서 "대통령령이 정하는 가격"이라 함은 다음 각호의 가격을 말한다.

1. 공개매수신고서를 제출하는 날부터 과거 1년간 공개매수자가 당해 공개매수대상 주식등의 매수등을 한 최고거래가격과 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가를 기준으로 한다)중 높은 가격
2. 공개매수자가 제1호의 기간동안 당해 공개매수대상 주식등의 매수등을 하지 아니한 경우에는 공개매수신고서를 제출하는 날의 전일에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 성립한 가격(종가를 기준으로 한다)

공개매수의 법정요건[12] 불충족으로 인하여 적용사례가 거의 없는 것으로 파악됨.[13]

□ 개정안은 본인과 특별관계자가 매수등을 통해 보유하게 되는 주식이 발행주식총수의 25% 이상인 경우 잔여주식 전부에 대하여 의무공개매수하도록 하고, 의무공개매수 이후 본인과 특별관계자의 지분이 50%에 미달하는 경우 지분을 25% 미만으로 낮추도록 하려는 것으로, 소수의 지배주주에게만 귀속되어왔던 경영권 프리미엄을 일반주주와 공유할 수 있도록 한다는 점에서 긍정적 효과가 있을 것으로 보임.[14]

□ 다만, 개정안과 관련하여서는 다음을 고려할 필요가 있음.

○ 첫째, 의무공개매수제도의 도입은 주식등의 추가 매수, 일반주주에

---

11) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」
제133조(공개매수의 적용대상) ③ 주식등을 대통령령으로 정하는 기간 동안 증권시장 밖에서 대통령령으로 정하는 수 이상의 자로부터 매수등을 하고자 하는 자는 그 매수등을 한 후에 본인과 그 특별관계자(대통령령으로 정하는 특별한 관계가 있는 자를 말한다. 이하 같다)가 보유(소유, 그 밖에 이에 준하는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우를 포함한다. 이하 이 절 및 제2절에서 같다)하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 5 이상이 되는 경우(본인과 그 특별관계자가 보유하는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100분의 5 이상인 자가 그 주식등의 매수등을 하는 경우를 포함한다)에는 공개매수를 하여야 한다. 다만, 매수등의 목적, 유형, 그 밖에 다른 주주의 권익침해 가능성 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 매수등의 경우에는 공개매수 외의 방법으로 매수등을 할 수 있다.
「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」
제140조(공개매수 상대방의 수의 산정기준) ① 법 제133조제3항 본문에서 "대통령령으로 정하는 기간"이란 해당 주식등의 매수등(법 제133조제2항에 따른 매수등을 말한다. 이하 이 절에서 같다)을 하는 날부터 과거 6개월간을 말한다.
② 법 제133조제3항 본문에서 "대통령령으로 정하는 수 이상의 자"란 해당 주식등의 매수등을 하는 상대방의 수와 제1항에 따른 기간 동안 그 주식등의 매수등을 한 상대방의 수의 합계가 10인 이상인 자를 말한다.
12) 장외에서 6개월 동안 10인 이상으로부터 주식을 매수하여 5% 이상의 지분 취득
13) 홍지연, "국내 의무공개매수제도 도입 논의 및 글로벌 현황", 『자본시장포커스』 2022-25호, 2022.12.19.
14) 그 밖에도, 일반주주의 주식가치를 증가시킴으로써 가치감소형 거래를 예방할 수 있으며, 지배주주와의 불투명한 거래를 통해 일부 지분만으로 기업을 인수하여 핵심자산을 매각하거나 기술을 유출하는 약탈적 기업인수 사례를 방지할 수 있음.

대한 경영권 프리미엄 공유 등에 따라 인수인의 인수부담을 가중시킴으로써 기업의 구조조정을 지연시키고 M&A 시장을 위축시킬 수 있다는 점을 고려하여 일반주주의 권익과 M&A 시장에 미치는 영향 등을 종합적으로 고려한 입법정책적 결정이 필요할 것으로 보임.

○ 둘째, 일반주주 권익 보호 필요성, M&A 시장 위축 가능성, 해외 입법례, 이해관계자의 의견 등을 고려하여 적정한 의무공개매수 요건과 의무공개매수의 범위를 설계할 필요가 있음.

- 개정안의 의무공개매수 요건(25%)은 「舊증권거래법」과 동일한 수준으로, 영국·독일·프랑스(30%) 등에 비하여 적용범위를 넓게 인정함으로써 상대적으로 더 많은 일반주주에게 유리하게 작용할 수 있는 반면, 인수기업에게 더 많은 비용을 부담시킬 수 있을 것으로 보임.

- 한편, 개정안에서는 의무공개매수 대상을 “잔여주식 전부”로 규정하여 모든 일반주주에게 경영권 프리미엄이 공유될 수 있도록 할 것으로 보이나, 「舊증권거래법」이나 일본에 비해서는 더 많은 물량을 의무공개매수 대상으로 규정하고 있어 인수자금의 부담에 따른 M&A 시장 위축 가능성이 상대적으로 더 커질 수 있음.

○ 셋째, 의무공개매수 후 지분이 50%에 미달하는 경우 본인 및 특별관계자의 지분을 25% 미만으로 낮추도록 하는 것은 기업의 인수

전략의 불확실성으로 작용할 여지가 있다는 점을 고려할 필요가 있다고 보임.

□ 이를 종합하면, 의무공개매수 제도의 도입 여부를 결정함에 있어서는 일반주주 보호 효과와 M&A 시장 위축 가능성 등을 종합적으로 고려하는 한편, 제도 도입 시 의무공개매수자 요건·대상에 대한 합리적인 도입 형태를 논의할 필요가 있음.

□ 참고로, 개정안에 대해 관련 기관 및 이해관계자가 각각 다음과 같은 의견을 제시하였음.

○ **금융위원회**는 의무공개매수를 하려는 자가 잔여주식 전부를 매수하도록 의무를 부과할 경우 M&A 시장이 위축되어 기존 대주주 중심의 지배구조가 고착화될 우려가 있고, 의무공개매수 후 지분이 50%에 미달하는 경우 주식 비중을 25% 미만으로 낮추는 것은 인수자의 재산권을 과도하게 제약하는 측면[15]이 있다는 입장임.

- 참고로, 금융위원회는 2022년 12월 일반주주 보호 필요성과 기업 M&A 위축 가능성을 고려하여 의무공개매수의 대상을 해당 주식 총수의 과반(50%+1주)으로 하는 내용의 「의무공개매수제도 도입 방안」을 발표한 바 있음.

○ **한국상장회사협의회**와 **대한상공회의소**는 개정안이 M&A 시장의

15) 해외 주요국 중 공개매수 이후 특정 지분율 미달시 지분을 다시 낮추도록 하는 사례는 없음 (자료: 금융위원회).

위축을 가져와 기업과 일반주주에게 모두 손해를 끼칠 수 있다는 점을 고려할 필요가 있고, 일반주주 보호를 위해 제도를 도입할 경우 의무공개매수 요건(25%) 상향, 의무공개매수 대상(잔여주식 전부) 하향 등을 합리적으로 재검토할 필요가 있다는 입장임.

○ **한국경영자총협회**는 기존 최대주주가 25% 이상의 지분을 가진 상황에서 단 1주라도 추가 매수하면 의무공개매수 대상이 되어 기업의 자율적 경영활동을 제약할 우려가 있다는 점, 의무공개매수 이후 지분이 50% 미만인 경우 지분을 25% 미만으로 줄이는 과정에서 주식시장에 대규모 매물이 발생하여 시장에 혼란을 야기할 가능성이 크다는 점, 해외 주요국에 비교할 때 의무공개매수 요건(25%)이 과도하다는 점에서 개정안에 반대하는 입장임.

나. 주요사항보고서 제출시한 설정

□ 개정안은 주권상장법인의 주요사항보고서 제출시한을 거래소의 매매거래시간 종료 2시간 전으로 규정하려는 것임(안 제161조제1항).

현 행	개 정 안
제161조(주요사항보고서의 제출) ① 사업보고서 제출대상법인은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사실이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지(제6호의 경우에는	제161조(주요사항보고서의 제출) ① -- ---------- ---------- ---------- ----------

현 행	개 정 안
그 사실이 발생한 날부터 3일 이내에) 그 내용을 기재한 보고서(이하 "주요사항보고서"라 한다)를 금융위원회에 제출하여야 한다. 이 경우 제159조제6항 및 제7항을 준용한다. <단서 신설>	----------. ----------. 다만, 주권상장법인은 대통령령이 정하는 경우를 제외하고 거래소의 매매거래시간 종료 2시간 전까지 주요사항보고서를 제출하여야 한다.
1. ~ 9. (생 략)	1. ~ 9. (현행과 같음)
② ~ ⑤ (생 략)	② ~ ⑤ (현행과 같음)

□ 주요사항보고서란 사업보고서 제출대상법인이 영업활동 등에 관하여 주요사실이 발생한 경우 일정 기간 내에 금융위원회에 제출하는 보고서임.

○ 사업보고서로 대표되는 정기공시제도는 과거 일정기간의 경영성과만을 나타내므로 현재 또는 장래의 경영, 증권의 권리내용 또는 가치변동에 관한 적절한 판단자료를 제공하는데 한계가 있기 때문에 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 중요한 사실[16]이 발생한 경우

16) **「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제161조(주요사항보고서의 제출)** ① 사업보고서 제출대상법인은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사실이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지(제6호의 경우에는 그 사실이 발생한 날부터 3일 이내에) 그 내용을 기재한 보고서(이하 "주요사항보고서"라 한다)를 금융위원회에 제출하여야 한다. 이 경우 제159조제6항 및 제7항을 준용한다.
1. 발행한 어음 또는 수표가 부도로 되거나 은행과의 당좌거래가 정지 또는 금지된 때
2. 영업활동의 전부 또는 중요한 일부가 정지되거나 그 정지에 관한 이사회 등의 결정이 있은 때
3. 「채무자 회생 및 파산에 관한 법률」에 따른 회생절차개시 또는 간이회생절차개시의 신청이 있은 때

이를 즉시 투자자에게 공시하도록 하는 수시공시제도가 운영되고 있는데, 주요사항보고서는 그 대표적 사례 중 하나임.[17]

□ 그런데, 기업의 경영・재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사실이 발생함에도 불구하고, 이에 대한 공시가 거래소의 매매거래시간 종료 후에 이루어짐에 따라, 투자자가 적시에 대응하지 못하고 피해를 입는 사례가 발생한다는 지적이 있음.

□ 이에 개정안은 주요사항보고서의 제출시한을 거래소 매매거래시간의 종료 2시간 전까지로 명시하려는 것으로, 수시공시제도의 실효성을

---

4. 이 법, 「상법」, 그 밖의 법률에 따른 해산사유가 발생한 때
5. 대통령령으로 정하는 경우에 해당하는 자본 또는 부채의 변동에 관한 이사회 등의 결정이 있은 때
6. 「상법」 제360조의2, 제360조의15, 제522조 및 제530조의2에 규정된 사실이 발생한 때
7. 대통령령으로 정하는 중요한 영업 또는 자산을 양수하거나 양도할 것을 결의한 때
8. 자기주식을 취득(자기주식의 취득을 목적으로 하는 신탁계약의 체결을 포함한다) 또는 처분(자기주식의 취득을 목적으로 하는 신탁계약의 해지를 포함한다)할 것을 결의한 때
9. 그 밖에 그 법인의 경영・재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항으로서 대통령령으로 정하는 사실이 발생한 때

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」제171조(주요사항보고서의 제출사유 등) ③ 법 제161조제1항제9호에서 "대통령령으로 정하는 사실이 발생한 때"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.

1. 「기업구조조정 촉진법」 제5조제2항 각 호의 어느 하나에 해당하는 관리절차가 개시되거나 같은 법 제19조에 따라 공동관리절차가 중단된 때
2. 제167조제1항제2호 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권에 관하여 중대한 영향을 미칠 소송이 제기된 때
3. 해외 증권시장에 주권의 상장 또는 상장폐지가 결정되거나, 상장 또는 상장폐지된 때 및 외국금융투자감독기관 또는 법 제406조제1항제2호에 따른 외국 거래소(이하 "외국 거래소"라 한다) 등으로부터 주권의 상장폐지, 매매거래정지, 그 밖의 조치를 받은 때
4. 전환사채권, 신주인수권부사채권 또는 교환사채권의 발행에 관한 결정이 있은 때. 다만, 해당 주권 관련 사채권의 발행이 증권의 모집 또는 매출에 따른 것으로서 법 제119조제1항에 따라 증권신고서를 제출하는 경우는 제외한다.
5. 다른 법인의 지분증권이나 그 밖의 자산(이하 이 호에서 "지분증권등"이라 한다)을 양수하는 자에 대하여 미리 정한 가액으로 그 지분증권등을 양도(제2항제1호・제5호에 해당하는 양수・양도로 한정한다)할 수 있는 권리를 부여하는 계약 또는 이에 상당하는 계약 체결에 관한 결정이 있은 때
6. 조건부자본증권이 주식으로 전환되는 사유가 발생하거나 그 조건부자본증권의 상환과 이자지급 의무가 감면되는 사유가 발생하였을 때
7. 그 밖에 그 법인의 경영・재산 등에 관하여 중대한 영향을 미치는 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사실이 발생한 때

17) 이상복, 『자본시장법』(제12판), 홍문사, 2022.1.

확보하고 투자자 보호에 기여할 것으로 예상된다는 점에서 취지가 타당한 것으로 보임.

○ 다만, 현실적으로 기업이 모든 경영상 주요사항의 발생시점을 통제하기 어려울 수 있다는 점을 고려하여 개정안을 논의할 필요가 있을 것으로 보임.

다. 합병가액 산정방식 변경 등 제도개선

□ 개정안 제165조의4는 ① 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 합병가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 하되, ② 주주총회에서 최대주주 본인과 특별관계자 외의 나머지 주주만으로 결의한 합병 등 안건에 대해서는 합병 등 가액이 공정한 것으로 보도록 하며, ③ 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 이사회의 의견서 작성 및 공시의무를 부과하려는 것임(안 제165조의4).

□ 한편, 개정안 제141조제3항은 상장폐지 목적으로 공개매수를 하는 경우 매수가격을 합병가액 이상으로 하도록 규정하려는 것이며, 개정안 제165조의5는 합병 등의 결의 시 주식매수청구권의 가격이 협의되지 않은 경우 이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한 금액을 매수가격으로 하도록 하려는 것임(안 제141

조제3항 및 제165조의5).

현 행	개 정 안
제141조(공개매수의 조건과 방법) ① · ② (생 략) <신 설>	제141조(공개매수의 조건과 방법) ① · ② (현행과 같음) ③ 공개매수자가 상장폐지를 목적으로 공개매수를 하는 경우 공개매수 가격은 제165조의4제2항에 따른 가액 이상으로 하여야 한다.
제165조의4(합병 등의 특례) ① (생략) ② 주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 외부의 전문평가기관(이하 이 조 및 제165조의18에서 "외부평가기관"이라 한다)으로부터 합병 등의 가액, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항에 관한 평가를 받아야 한다. <단서 신설>	제165조의4(합병 등의 특례) ① (현행과 같음) ② 주권상장법인이----------그 가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하여야-----. 다만, 주권상장법인의 주주총회에서 최대주주 본인과 특별관계자가 의결권을 행사하지 않고 나머지 주주만으로 결의한 합병 등 안건에 대해서는 합병 등 가액이 공정한 것으로 본다.
③ 금융위원회는 외부평가기관의 합병 등에 관한 평가가 현저히 부실한 경우, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 제2항에 따른 평가 업무를 제한할 수 있다.	③ 주권상장법인의 이사회는------등을 결의하는 경우 대통령령이 정하는 바에 따라 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에------의견서를 작성하여 공시하여야 한다.
④ 외부평가기관의 범위, 제3항에 따른 평가 업무 제한의 방법 등에 대하여는 대통령령으로 정한다.	④ 주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 위하여----------정하는

현 행	개 정 안
	바에 따라 외부의 전문평가기관(이하 이 조 및 제165조의18에서 “외부평가기관”이라 한다)으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시해야 한다.
<신 설>	⑤ 금융위원회는 외부평가기관의 합병 등에 관한 평가가 현저히 부실한 경우, 그 밖에 투자자 보호 또는 건전한 거래질서를 해할 우려가 있는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 제5항에 따른 평가 업무를 제한할 수 있다.
<신 설>	⑥ 외부평가기관의 범위, 제6항에 따른 평가 업무 제한의 방법 등에 대하여는 대통령령으로 정한다.
제165조의5(주식매수청구권의 특례) ① · ② (생 략)	제165조의5(주식매수청구권의 특례) ① · ② (현행과 같음)
③ 제2항에 따른 주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정한다. 다만, 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 매수가격은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 하며, 해당 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가격에 대하여도 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다.	③ ----------. ----------이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한----------.
④ · ⑤ (생 략)	④ · ⑤ (현행과 같음)
제165조의18(주권상장법인에 대한 조	제165조의18(주권상장법인에 대한 조

현 행	개 정 안
치) 금융위원회는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 주권상장법인에 대하여 이유를 제시한 후 그 사실을 공고하고 정정을 명할 수 있으며, 필요하면 그 법인의 주주총회에 대한 임원의 해임 권고, 일정기간 증권의 발행 제한, 그 밖에 대통령령으로 정하는 조치를 할 수 있다. 이 경우 그 조치에 필요한 절차 및 조치기준은 총리령으로 정한다.	치) ----------. ----------.
1.·2. (생 략)	1.·2. (현행과 같음)
3. 제165조의4제1항을 위반하여 같은 항 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 한 경우	3. 제165조의4제1항·제2항을----------제1항----------
4. 제165조의4제2항을 위반하여 외부평가기관으로부터 평가를 받지 아니한 경우	4. 제165조의4제5항을----------
5. ~ 25. (생 략)	5. ~ 25. (현행과 같음)

□ 합병이란 둘 이상의 회사가 청산절차를 거치지 않고 합쳐지면서, 소멸하는 회사의 모든 권리의무가 존속회사 또는 신설회사에 포괄적으로 승계되는 법률사실을 말함.[18]

○ 이 경우 소멸회사의 주주들은 기업가치의 평가액인 합병가액을 기초로 한 합병비율[19]에 따라 존속회사의 주식을 받게 되므로, 합병

18) 「상법」
제174조(회사의 합병) ① 회사는 합병을 할 수 있다.
제235조(합병의 효과) 합병후 존속한 회사 또는 합병으로 인하여 설립된 회사는 합병으로 인하여 소멸된 회사의 권리의무를 승계한다.

가액의 산정방식은 주주들의 이해관계에 직접적인 영향을 미치는 요소임.

□ 현행 「상법」에는 합병가액 산정방식에 대한 규정은 없으나, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 "자본시장법")」과 같은 법 시행령은 상장법인과 계열회사인 법인과의 합병가액 산정에 대해 다음과 같이 규정하고 있음.[20]

○ 먼저 계열회사인 상장법인과의 합병의 경우, 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로

---

19) 존속회사의 주식과 소멸회사의 주식의 교환비율임. 예를 들어, 존속회사와 소멸회사의 합병비율이 1:0.5인 경우 존속회사의 1주와 소멸회사의 0.5주가 같은 가치라는 의미이며, 이에 따라 소멸회사의 주식을 2주 가지고 있는 주주는 존속회사의 주식 1주를 받을 수 있게 됨.

20) **「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」**

제176조의5(합병의 요건·방법 등) ① 주권상장법인(기업인수목적회사는 제외한다)이 그 계열회사(계열회사가 아닌 법인 중 합병을 위한 이사회 결의일부터 최근 1년 이내에 계열회사의 관계에 있었던 법인을 포함한다. 이하 이 조에서 같다)와 합병하려는 경우 또는 주권상장법인인 기업인수목적회사가 다른 법인과 합병하려는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라 산정한 합병가액에 따라야 한다. 이 경우 주권상장법인이 제1호 또는 제2호가목 본문에 따른 가격을 산정할 수 없는 경우에는 제2호나목에 따른 가격으로 하여야 한다.

1. 주권상장법인 간 합병의 경우에는 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 다음 각 목의 종가(증권시장에서 성립된 최종가격을 말한다. 이하 이 항에서 같다)를 산술평균한 가액(이하 이 조에서 "기준시가"라 한다)을 기준으로 100분의 10(주권상장법인인 기업인수목적회사가 다른 법인과 합병하는 경우에는 100분의 30)의 범위에서 할인 또는 할증한 가액. 이 경우 가목 및 나목의 평균종가는 종가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다.
   가. 최근 1개월간 평균종가. 다만, 산정대상기간 중에 배당락 또는 권리락이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있은 날부터 기산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간의 평균종가로 한다.
   나. 최근 1주일간 평균종가
   다. 최근일의 종가
2. 주권상장법인(코넥스시장에 주권이 상장된 법인은 제외한다. 이하 이 호 및 제4항에서 같다)과 주권비상장법인 간 합병의 경우에는 다음 각 목의 기준에 따른 가격
   가. 주권상장법인의 경우에는 제1호의 가격. 다만, 제1호의 가격이 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치로 할 수 있다.
   나. 주권비상장법인의 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액

② 제1항제2호나목에 따른 가격으로 산정하는 경우에는 금융위원회가 정하여 고시하는 방법에 따라 산정한 유사한 업종을 영위하는 법인의 가치(이하 이 항에서 "상대가치"라 한다)를 비교하여 공시하여야 하며, 같은 호 각 목에 따른 자산가치·수익가치 및 그 가중산술평균방법과 상대가치의 공시방법은 금융위원회가 정하여 고시한다.

하여 ① 최근 1개월간 평균종가, ② 최근 1주일간 평균종가, ③ 최근일의 종가를 산술평균한 가액(기준시가)을 기준으로 10%의 범위에서 할인 또는 할증하여 합병가액을 산정함.

○ 계열회사인 비상장법인과의 합병의 경우, 상장법인은 기준시가를 기준으로 하되 기준시가가 자산가치에 미달하는 경우에는 자산가치를 기준으로 합병가액을 산정할 수 있으며, 비상장법인의 경우에는 공개된 시장가격이 없으므로 금융위원회 고시인 「증권의 발행 및 공시에 관한 규정」에 근거하여 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액을 합병가액으로 산정하고 유사한 법인의 가치(상대가치)를 함께 공시하도록 하고 있음.[21]

□ 한편, 「자본시장법」은 합병 외에 중요한 영업·자산의 양수도, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할 또는 분할합병을 "합병 등"으로 정의[22]하

---

21) 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」
제5-13조(합병가액의 산정기준) ① 영 제176조의5제2항에 따른 자산가치·수익가치 및 그 가중산술평균방법과 상대가치의 산출방법·공시방법에 대하여 이 조에서 달리 정하지 않는 사항은 감독원장이 정한다.

「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙」
제4조(합병가액의 산정방법) 규정 제5-13조에 따른 자산가치·수익가치의 가중산술평균방법은 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중산술평균하는 것을 말한다.
제5조(자산가치) ① 규정 제5-13조에 따른 자산가치는 분석기준일 현재의 평가대상회사의 주당 순자산가액으로서 다음 산식에 의하여 산정한다. 이 경우에 발행주식의 총수는 분석기준일 현재의 총발행주식수로 한다. 단, 분석기준일 현재 전환주식, 전환사채, 신주인수권부사채 등 향후 자본금을 증가시킬 수 있는 증권의 권리가 행사될 가능성이 확실한 경우에는 권리 행사를 가정하여 이를 순자산 및 발행주식의 총수에 반영한다.
자산가치 = 순자산 / 발행주식의 총수
② 제1항의 순자산은 법 제161조제1항에 따라 제출하는 주요사항보고서(이하 이 장에서 "주요사항보고서"라 한다)를 제출하는 날이 속하는 사업연도의 직전사업연도(직전사업연도가 없는 경우에는 최근 감사보고서 작성대상시점으로 한다. 이하 "최근사업연도"라 한다)말의 재무상태표상의 자본총계에서 다음 각호의 방법에 따라 산정한다. (각호 생략)
제6조(수익가치) 규정 제5-13조에 따른 수익가치는 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.

22) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

고 있는데, 합병 등의 가액의 산정방식 역시 합병가액과 마찬가지로 주주들의 이해관계에 유사한 영향을 미치는 요소이며, 현행법 시행령에서도 포괄적 교환·이전, 분할합병 등에 관하여 합병가액 산정방식을 준용[23]하고 있음.[24]

□ 국내 상장사 간 합병은 대부분 계열회사 관계에 있는 기업 간에 이루어지는데,[25] 계열회사 간의 합병은 합병을 추진하는 기업뿐만 아니라 합병의 대상이 되는 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있는 교차주주(cross-shareholders)의 존재로 이해상충의 여지가 있으며, 이로 인해 소수주주의 이익이 훼손될 우려가 있음.

○ 교차주주는 합병을 앞둔 시점에 합병기업과 피합병기업의 지분을 동시에 보유하고 있는 주주로서, 최대주주가 교차주주인 경우 지

제165조의4(합병 등의 특례) ① 주권상장법인은 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위(이하 이 조에서 "합병 등"이라 한다)를 하려면 대통령령으로 정하는 요건·방법 등의 기준에 따라야 한다.

1. 다른 법인과의 합병
2. 대통령령으로 정하는 중요한 영업 또는 자산의 양수 또는 양도
3. 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전
4. 분할 또는 분할합병

23) **「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」**
제176조의6(영업양수·양도 등의 요건·방법 등) ② 법 제165조의4제1항제3호에 따른 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전과 같은 항 제4호에 따른 분할합병에 관하여는 제176조의5제1항(분할되는 법인의 합병대상이 되는 부분의 합병가액 산정에 관하여는 같은 항 제2호나목)을 준용한다. 다만, 주식의 포괄적 이전으로서 그 주권상장법인이 단독으로 완전자회사가 되는 경우에는 그러하지 아니하다.

24) 이를 고려하여, 이하에서는 편의상 "합병 등의 비율"과 "합병 등의 가액"을 각각 "합병비율"과 "합병가액"으로 약칭함.

25) 1999~2016년 사이 국내 상장사 간의 합병은 총 106건에 달하는데, 이 중 합병기업과 피합병기업이 서로 독립적인 경우는 9.4%인 10건에 불과하였음(최순영·김종민, 「기업 소유구조가 국내 상장사 간 합병에 미치는 영향 분석」, 자본시장연구원 연구보고서 18-02, 2018.2.). 또한, 최근 5년(2018~2022년) 사이 상장사 간의 합병은 총 16건이었는데, 모두 계열사 간의 합병으로 독립적인 당사자에 의한 합병인 비계열사 간의 합병은 전무하였음(황현영·정수민, 「상장법인 합병가액 산정기준의 문제점과 개선방안」, 자본시장연구원 이슈보고서 23-15, 2023.8.).

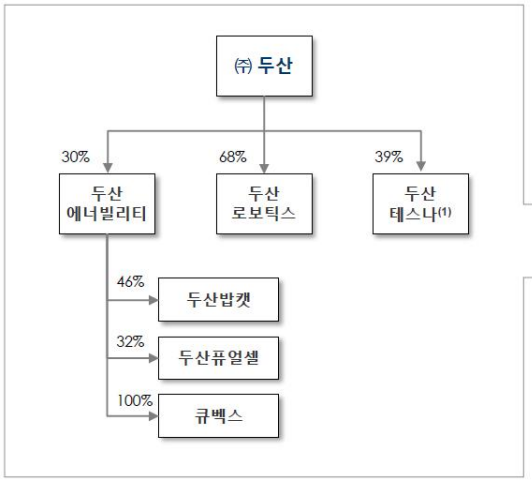
배력 강화를 위해 비효율적인 합병을 추진할 가능성이 있고, 합병 비율 결정 시에도 소수주주와 상충되는 이해관계를 바탕으로 소수주주에게 불리한 합병비율을 유도할 유인이 존재함.

□ 실제로, 최근 두산그룹이 두산에너빌리티와 두산로보틱스 간의 분할·합병, 두산로보틱스와 두산밥캣 간의 포괄적 주식교환에 의한 사업적 결합을 통한 사업구조 개편 과정에서 우량 기업인 두산밥캣의 가치가 충분히 반영되지 못하여 주식의 교환비율이 불공정하게 결정되었다는 논란이 제기된 바 있음.

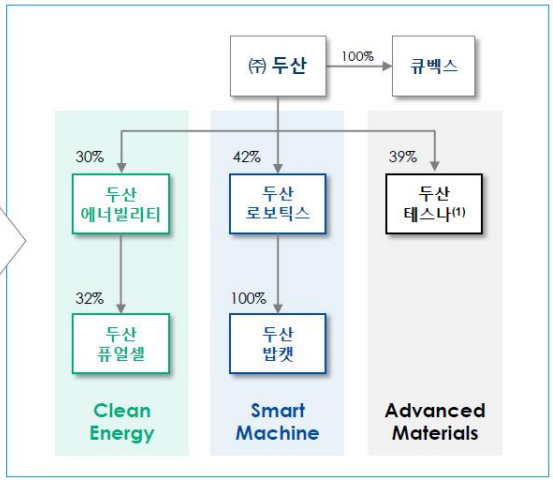
○ 두산그룹은 2024년 7월 사업구조를 클린에너지 부문, 스마트머신 부문, 첨단소재 부문으로 재편하겠다는 계획을 발표하였음.

[표2] 두산그룹 사업구조 개편 방향성

<개편 전>



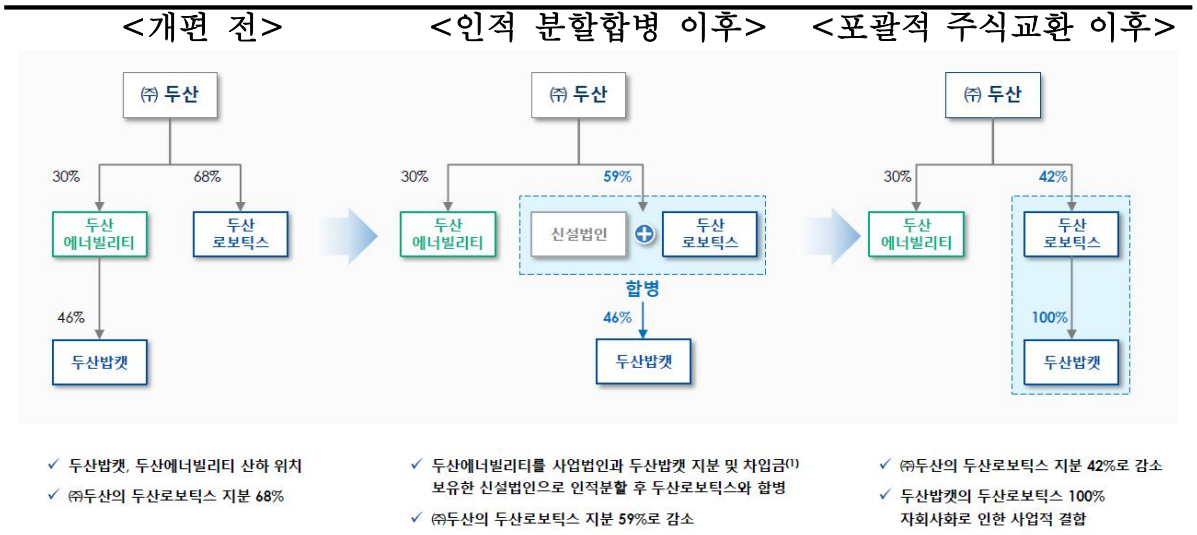
<개편 후>



주: 지분율의 경우 의결 기준 적용, 주식매수청구권 미발생 가정
주1) Financing Vehicle인 두산포트폴리오홀딩스는 표기 생략함.
(자료: 두산, 「두산로보틱스/두산밥캣 사업구조 개편 및 성장전략」, 2024.7.)

○ 두산그룹 사업 개편은 크게 3단계로 추진될 예정이었는데, ① 두산에너빌리티가 두산밥캣 주식을 보유한 투자부문을 인적분할하고, ② 두산로보틱스가 신설 투자법인을 흡수합병하여 두산밥캣 주식을 승계하며, ③ 두산로보틱스는 두산밥캣 잔여지분(54%)에 대한 포괄적 주식교환을 통해 두산밥캣을 완전자회사로 편입할 계획이었음.

[표3] 두산그룹 인적분할합병 및 포괄적 주식교환 절차



주: 지분율의 경우 주식매수청구권 미발생 가정
주1) 세무상 적격기준(Tax 미발생)을 위해 과거 두산에너빌리티가 두산밥캣 인적분할합병 과정에서 두산밥캣 취득을 위해 부담한 차입금 중 Refinancing 등을 통해 유지되고 있는 금액 (약 7,200억원)을 함께 분할

(자료: 두산, 「두산로보틱스/두산밥캣 사업구조 개편 및 성장전략」, 2024.7.)

○ 그런데, 두산그룹의 입장에서는 이번 사업구조 개편을 통해 우량기업인 두산밥캣[26]에 대한 간접 지분율을 확대(14%→42%)하여 지배주주의 지배력을 강화할 수 있게 되는 반면, 기존 두산밥캣 주주 입장에서는 두산로보틱스와 두산밥캣의 주식 교환비율[27]에 우량기업인 두산밥캣의 기업가치가 충분히 반영되지 못해 불리한

26) 2023년 기준 두산밥캣은 매출 9조 7,589억원, 영업이익 1조 3,899억원을 기록한 반면, 두산로보틱스는 매출 530억원, 영업손실 192억원을 기록하였음(출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)).
27) 두산밥캣 주식 1주당 두산로보틱스 0.6317462주

결과가 초래될 우려가 있다는 지적이 제기되었음.[28)]

□ 이러한 문제는 2015년 제일모직과 삼성물산 간의 합병, 2022년 동원산업과 동원엔터프라이즈 간의 합병 과정 등에서와 같이 꾸준히 발생되어 왔는데, 이처럼 합병 대상회사가 계열회사와 같은 지배종속 관계에 있는 경우에는 합병조건이 지배주주의 지배력 강화에 유리한 방향으로 설정될 유인이 있으므로 주가 외에 기업의 내재가치를 반영할 수 있도록 합병가액 산정방식을 개선할 필요가 있다는 의견이 있음.

□ 이에 개정안은 ① 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 합병가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 하되(안 제165조의4제2항 본문), ② 주주총회에서 최대주주 본인과 특별관계자 외의 나머지 주주만으로 결의한 합병 등 안건에 대해서는 합병 등 가액이 공정한 것으로 보도록 하며(안 제165조의4제2항 단서), ③ 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 이사회의 의견서 작성 및 공시의무를 부과하고(안 제165조의4제3항), ④ 상장폐지 목적으로 공개매수를 하는 경우 매수가격을 합병가액 이상으로 하도록 하며(안 제141조제3항), ⑤ 합병 등의 결의 시 주식매수청구권의 가격이 협의되지 않은 경우 이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한 금액을 매수가격으로 하도록 하려는 것임(안 제165조의5제3항).

---

28) 이에 두산로보틱스-두산밥캣 간 주식의 포괄적 교환을 철회하기로 결정(2024. 8. 29)하였으며, 이후 두산에너빌리티-두산로보틱스의 분할합병 철회 결정(2024. 12. 10.)

□ 먼저, 개정안 제165조의4제2항 본문은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정한 가액으로 합병가액을 결정하도록 하여 주가 외에 기업의 가치가 합병가액에 반영될 수 있도록 하려는 취지임.

○ 이와 같은 합병가액 결정방식의 변경은 종전 시장의 주식가격에 의존한 획일적 산정방식의 한계를 해소하여 시장주가 외에 다양한 요소를 고려할 수 있도록 하게 됨.

- 법령에서 합병가액의 산정기준을 일률적으로 규정하고 있는 현행 제도는 합병가액 산정의 신속성과 비용부담 절감에 기여하고[29], 예측가능성을 제고[30]하였다는 긍정적 평가도 있으나, 투자자에게 부정적인 영향을 미친다는 문제도 지적되고 있음.

- 구체적으로, ① 시장주가만을 기준으로 합병가액을 산정할 경우 합병으로 인한 시너지 효과 등 무형의 자산이 고려될 수 없고,[31] ② 지배주주가 지배구조 강화에 유리한 시점을 선택할 수 있어 일반주주에게 불리한 시기에 합병이 이루어질 수 있으며,[32] ③ 합병가액의 산정을 시장주가에 의존하는 것이 오히려 시장주가의 왜곡을 불러올 수 있다는 점[33] 등을 고려할 때, 개정안은 이러한 현행

29) 김희준, “상장법인 간 합병에 적용되는 합병비율 산정방식 검토 - 삼성물산과 제일모직의 합병사례를 중심으로, 「상사법연구」, 2015.
30) 김홍기, “현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 ‘공정한 가액’에 관한 연구”, 「상사법연구」, 2011.
31) 미국과 일본의 경우 기업별로 다양하게 합병가액 산정이 이루어지고 있으며, 특히 시가총액이 낮은 기업의 경우 시장주가 외에도 다양한 요소가 고려되고 있음(황현영·정수민, 「상장법인 합병가액 산정기준의 문제점과 개선방안」, 자본시장연구원 이슈보고서 23-15, 2023. 8.).
32) 대법원은 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 승인 이사회 직전 삼성물산 주가는 회사의 적정가치를 표시하지 못한다고 판단하면서, 주식매수가격의 기준시점을 합병일이 아닌 제일모직의 상장 전일로 하여 주가를 산정하도록 결정한 바 있음(대법원 2022. 4. 14. 자 2016마5394 결정).
33) 노혁준, “합병비율의 불공정성과 소수주주 보호 - 유기적 제도설계를 향하여 -”, 「경영법

제도의 문제점 개선에 기여할 수 있을 것으로 판단됨.

○ 또한, 미국·일본·EU 등 해외 주요국의 경우 합병가액의 산정방식 등 합병가액에 관한 직접적인 법적 규제를 두고 있지 않다는 점을 고려할 때, 개정안은 기업이 자율적으로 합병가액을 상정하도록 하고 있는 글로벌 스탠다드와의 정합성을 제고할 수 있을 것으로 보임.

○ 다만, 개정안에 대하여 **한국상장회사협의회**와 **대한상공회의소**는 변경된 합병가액 산정방식이 불명확하여 문제가 제기될 우려가 있다는 의견을 제시하고 있으므로, 개정안 논의과정에서 이를 고려할 필요가 있음.

□ 다음으로, 개정안 제165조의4제2항 단서는 주주총회에서 최대주주를 제외한 나머지 주주만으로 결의한 합병 등 안건에 대해서는 그 합병가액이 공정한 것으로 보도록 하려는 것임.

○ 이는 기업이 합병가액의 공정성 여부에 대한 정당성을 확보할 수 있도록 하여 합병 등에 관한 법적 위험을 감소시킬 수 있고, 상장법인이 합병 등의 과정에서 일반주주의 이익을 고려할 유인을 제공할 수 있을 것으로 보인다는 점에서 입법취지의 타당성이 인정되는 것으로 보임.

○ 다만, 개정안에 대하여 **한국상장회사협의회**와 **대한상공회의소**는

률」, 2016.

기업의 의사결정이 지연될 우려가 있고, 소액주주 간의 이해관계가 상충할 가능성이 있으며, 해외의 경우 개정안과 유사한 입법례가 없다는 입장이므로, 향후 개정안 심사 시 이를 고려한 논의가 필요하다고 보임.

□ 다음으로, 개정안 제165조의4제3항은 이사회에게 합병 등에 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서의 작성·공시 의무를 부여하려는 것임.

○ 현행 「자본시장법 시행령」 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 상장법인이 다른 법인과 합병을 하려는 경우 이사회 의견서를 작성·공시하도록 규정하고 있음.[34)]

○ 개정안은 하위법령에서 규정하고 있는 이사회의 의견서 작성·공시 의무를 법률로 상향하려는 것으로, 법리상 특별한 문제가 없는 것으로 보임.

---

34) **「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」**
제176조의5(합병의 요건·방법 등) ⑥ 주권상장법인이 다른 법인과 합병을 하려는 경우에는 합병에 관한 이사회 결의 이전에 다음 각 호의 사항에 관한 이사회 의견서를 작성해야 한다. 이 경우 이사회 의견서에 이사 전원이 기명날인 또는 서명해야 한다.
1. 합병의 목적 및 기대효과
2. 합병가액의 적정성
3. 합병비율 등 거래조건의 적정성
4. 합병에 반대하는 이사가 있는 경우 합병에 반대하는 사유
5. 그 밖에 합병과 관련된 사항으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 사항

「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」
제2-9조(합병의 증권신고서의 기재사항 및 첨부서류) ② 제1항의 신고서에는 다음 각 호의 서류를 첨부하여야 한다.
14. 영 제176조의5제6항에 따른 이사회 의견서

제4-5조(주요사항보고서 첨부서류 등) ② 영 제171조제4항제8호에서 "금융위원회가 정하는 서류"란 다음 각 호와 같다.
7. 법 제161조제1항제6호 및 제7호의 경우 영 제176조의5제6항에 따른 이사회 의견서

□ 다음으로, 개정안 제141조제3항은 상장폐지 목적으로 공개매수를 하는 경우 매수가격을 합병가액 이상으로 하도록 하려는 것임.

○ 지배주주가 유리한 시점을 선택하여 상장폐지 목적의 공개매수를 추진할 수 있다는 점을 고려할 때, 일반주주의 보호를 위해 매수가격의 산정방식을 합병가액과 동일한 공정한 가액으로 설정하는 것은 타당한 입법조치로 보임.

- 참고로, 2024년 신성통상이 자진 상장폐지 목적으로 일반주주의 지분(22.02%)에 대하여 전일 종가(2,030원)보다 높은 가격(2,300원)으로 공개매수를 추진한 사례가 있었는데, 당시의 주당 순자산가치는 공개매수가격보다 높은 3,136원이었음.[35]

○ 다만, 개정안에 대하여 **한국상장회사협의회**와 **대한상공회의소**는 변경된 합병가액 산정방식이 불명확하고, 시가가 아닌 산정기준을 과도하게 반영하는 것은 불확실성을 증대할 우려가 있으며, 현재 자진 상장폐지를 위한 공개매수에서 공개매수가격을 시가보다 높은 가격으로 할증하여 산정[36]하고 있다는 입장을 제시하였음.

□ 마지막으로, 개정안 제165조의5제3항은 합병 등을 하려는 경우 주식매수청구권의 가격이 협의되지 않은 경우 매수가격을 이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한 금액으로

35) 신성통상은 공개매수 실패 등으로 상장폐지 추진을 중단하였음.
36) 2009년부터 2024년 9월말까지 연도별 상장폐지를 전제로 한 공개매수를 정리한 결과 공개매수가격은 주식가격보다 할증되어 산정됨.(자료: 대한상공회의소, “자본시장법 개정안에 대한 경제계 의견”, 2025.)

하려는 것임.

○ 현행 「자본시장법」은 합병 등에 대한 반대주주에 대한 주식매수청구권을 규정하면서, 매수가격은 주주와 법인 간의 협의로 결정하되, 협의되지 않은 경우 주가를 기준으로 산정하도록 규정하고 있음.

○ 개정안은 합병가액 산정방식의 변경사항을 반영하여 매수가격에 대해서도 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려하도록 하려는 취지임.

라. 유상증자 가액 및 시기 제한

□ 개정안은 유상증자 시 발행가액을 기준가액의 10% 이내의 할인율을 적용하도록 하고, 임원 해임, 직무정지 등 경영권 분쟁이 있는 기간 동안에는 제3자배정, 일반공모 유상증자를 금지하려는 것임(안 제165조의6제5항 및 제6항 신설).

현 행	개 정 안
제165조의6(주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① ~ ④ (생 략) <신 설>	제165조의6(주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① ~ ④ (현행과 같음) ⑤ 주권상장법인이 제1항에 따른 유상증자를 하는 경우 발행가액은 대통령령으로 정하는 기준가액의 100분의 10 이내에서 주권상장법인이

현 행	개 정 안
	정하는 할인율을 적용하여 산정한다. 다만, 제1항제2호·제3호에 따른 배정의 경우 100분의 10 이내에서 대통령령으로 정하는 할인율을 적용한다.
<신 설>	⑥ 주권상장법인은 다음 각 호의 기간 중에는 제165조의6제1항제1호 이외의 방법으로 주식을 발행할 수 없다. 1. 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제33조에 따른 소수주주(이하 이 조에서 "소수주주"라 한다)가 해당 주권상장법인의 임원의 해임을 위하여 주주총회의 소집을 청구하거나 법원에 그 소집의 허가를 청구한 때에는 청구시부터 해당 임원의 해임여부가 결정될 때까지의 기간 2. 소수주주가 법원에 해당 주권상장법인의 임원의 직무집행의 정지를 청구하거나 주주총회결의의 무효·취소 등의 소를 제기하는 등 해당 주권상장법인의 경영과 관련된 분쟁으로 소송이 진행중인 기간 3. 제1호 및 제2호에 준하는 해당 주권상장법인의 경영권분쟁 사실이 신고·공시된 후 그 절차가 진행중인 기간

□ 현행 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제5-18조[37]는 유상증

자의 발액가액 산정방식을 다음과 같이 규정하고 있음.

[표4] 유상증자 발행가액

구분	주주배정방식		제3자배정방식		공모방식
	실권주 미발행	실권주 발행	일반	의무보유하는 경우	
발행 가액	발행가액 자율결정	기준주가에서 40% 이내로 할인된 금액	기준주가에서 10% 이내로 할인된 금액		기준주가에서 30% 이내로 할인된 금액
기준 주가		가중산술 평균주가	가중산술 평균주가	Min(①,②) ① (1개월 가중산술평균주가 + 1주일 가중산술평균주가 + 최근일 가중산술평균주가)/3 ② 최근일 가중산술평균주가	가중산술 평균주가
가산일		청약일 전 제3거래일부터 제5거래일	이사회 결의일 전일		청약일 전 제3거래일부터 제5거래일

(자료: 한국상장회사협의회, 상장회사실무해설집 Ⅱ, 2024.)

□ 그런데, 지나치게 낮은 가격으로 유상증자를 하게 될 경우 유상증자에 참여하지 않은 일반주주는 주식가치의 희석으로 피해를 입을 수 있고,

37) 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」
제5-18조(유상증자의 발행가액 결정) ① 주권상장법인이 일반공모증자방식 및 제3자배정증자방식으로 유상증자를 하는 경우 그 발행가액은 청약일전 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가를 기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는 할인율을 적용하여 산정한다. 다만, 일반공모증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 30 이내로 정하여야 하며, 제3자배정증자방식의 경우에는 그 할인율을 100분의 10 이내로 정하여야 한다.

② 제1항 본문에 불구하고 제3자배정증자방식의 경우 신주 전체에 대하여 제2-2조제2항제1호 전단의 규정에 따른 조치 이행을 조건으로 하는 때에는 유상증자를 위한 이사회결의일(발행가액을 결정한 이사회결의가 이미 있는 경우에는 그 이사회결의일로 할 수 있다) 전일을 기산일로 하여 과거 1개월간의 가중산술평균주가, 1주일간의 가중산술평균주가 및 최근일 가중산술평균주가를 산술평균한 가격과 최근일 가중산술평균주가 중 낮은 가격을 기준주가로 하여 주권상장법인이 정하는 할인율을 적용하여 산정할 수 있다.

③ 제1항 및 제2항에 따라 기준주가를 산정하는 경우 주권상장법인이 증권시장에서 시가가 형성되어 있지 않은 종목의 주식을 발행하고자 하는 경우에는 권리내용이 유사한 다른 주권상장법인의 주식의 시가(동 시가가 없는 경우에는 적용하지 아니한다) 및 시장상황 등을 고려하여 이를 산정한다.

최근 고려아연 지배권 분쟁과정에서의 유상증자 사례와 같이 경영권 분쟁 과정에서 지배주주의 지분확대 목적으로 저가의 유상증자 시도가 있을 경우에도 마찬가지로 일반주주에게 피해가 발생할 수 있음.

□ 이에 개정안은 유상증자 발행가액의 할인율을 10%로 제한하고, 경영권 분쟁 기간 유상증자를 금지하도록 하려는 것으로, 최대주주 등이 지배력을 확대하는 과정에서 기존 주주에게 피해를 발생시킬 수 있는 문제를 해소하려는 취지임.

□ 다만, 개정안에 대하여는 다음을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 첫째, 할인율의 제한과 관련하여, 신용도가 낮은 중소기업의 경우 유상증자를 통한 자금조달 비중이 높은 것으로 파악[38]되는바, 개정안이 중소기업의 경영에 미칠 영향을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 둘째, 경영권 분쟁시 유상증자 금지와 관련하여, 경영권 방어목적으로 오용될 가능성이 큰 제3자배정 유상증자 제한의 필요성은 인정될 수 있으나, 일반공모 유상증자의 경우 경영권 방어목적으로 오용될 가능성이 낮다는 점을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

□ 참고로, 개정안에 대해 **한국상장회사협의회, 대한상공회의소, 한국경영자총협회**는 현재에도 제3자배정 방식의 시가 기준 발행가액 규

38) 금융위원회에 따르면, 최근 4년(2021. ~ 2024. 11.) 중소기업의 유상증자 발행금액(약 7.2조원)은 회사채 발행금액(약 0.6조원)의 12배 수준으로, 같은 기간 대기업(6배)에 비해 유상증자 의존도가 높은 수준임.

제가 마련되어 있고, 유상증자의 과도한 규제가 회사의 긴급한 자금조달을 제약할 수 있다는 입장임.

마. 전환사채등의 가액 및 시기 제한

□ 개정안은 최대주주나 특별관계인이 보유하는 전환사채나 신주인수권부사채(이하 “전환사채등”)의 경우 시가의 변동에 따른 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액 하향조정을 금지하고, 임원 해임, 직무정지 등 경영권 분쟁이 있는 기간 동안에는 전환사채등을 보유한 자의 권리행사를 금지하려는 것임(안 제165조의6제7항·제165조의10제3항 및 제4항 신설).

현 행	개 정 안
제165조의6(주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① ~ ④ (생 략) <신 설> <신 설>	제165조의6(주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① ~ ④ (현행과 같음) ⑤·⑥ (생 략) ⑦ 주권상장법인이 제6항 각 호의 사유에 해당하는 경우 의결권이 있는 주식으로 전환할 수 있는 주식을 보유한 주주는 전환권을 행사할 수 없다.
제165조의10(사채의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① · ② (생 략) <신 설>	제165조의10(사채의 발행 및 배정 등에 관한 특례) ① · ② (현행과 같음) ③ 「상법」제513조 및 제516조의2에 따른 사채 및 신주인수권을 보유

현 행	개 정 안
<신 설>	한 자는 주권상장법인이 제165조의6 제6항 각 호의 사유에 해당하는 경우 전환권과 신주인수권을 행사할 수 없다. ④ 주권상장법인의 최대주주 및 특별관계인이 「상법」 제513조 및 제516조의2에 따른 사채 또는 신주인수권을 보유하는 경우(제165조의6제1항제1호 이외의 방법으로 발행된 경우에 한한다) 시가의 변동에 따라 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액을 하향조정할 수 없다.

□ 전환사채(CB, Convertible Bond)는 일정한 조건에 따라 채권을 발행한 회사의 주식으로 전환할 수 있는 권리(전환권)가 부여된 채권이며, 신주인수권부사채(BW, Bond with Warrant)는 미리 정해진 가격으로 일정액의 신주를 인수할 수 있는 권리(신주인수권)가 부여된 채권을 의미함.

○ 한편, 현재 일반적으로 사채권자의 권리를 보호하기 위하여 주가가 하락하는 경우 전환가액 등을 하향조정(리픽싱)할 수 있는데, 현행 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 전환가액 등의 최저한도를 발행당시 전환가액 등의 70%로 규정하고 있음.[39]

39) 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」
제5-23조(전환가액의 하향조정) 주권상장법인이 전환가액을 하향하여 조정할 수 있는 전환사채를 발행하는 경우에는 다음 각 호의 방법에 따라야 한다.
1. 전환사채의 발행을 위한 이사회에서 다음 각 목의 사항(나목의 사항은 공모발행방식으로 발

□ 그런데, 전환권이나 신주인수권의 행사는 신주 발행과 유사한 효과를 발생시키기 때문에 이 과정에서 기존 주주의 권리가 희석될 수 있고, 특히 주가하락 등을 이유로 전환가액을 최초 가액보다 할인하여 행사하는 경우 일반주주가 피해를 입을 수 있음.

□ 이에 개정안은 최대주주나 특별관계인이 보유하는 전환사채등의 경우 시가의 변동에 따른 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액 하향조정을 금지하고, 경영권 분쟁 기간동안전환사채등을 보유한 자의 권리 행사를 금지하려는 것으로, 최대주주 등이 지배력을 확대하기 위하여 전환가액 등의 과도한 하향 조정을 유도[40]하여 기존 주주에게 피해를 발생시킬 수 있는 문제를 방지하는 데에 기여하려는 입법취지가 타당한 것으로 보임.

행하는 경우에는 적용하지 아니한다)을 정하여야 한다.

가. 증자·주식배당 또는 시가변동 등 전환가액을 하향조정 하고자 하는 각 사유별로 전환가액을 조정할 수 있다는 내용, 전환가액을 조정하는 기준이 되는 날(이하 "조정일"이라 한다) 및 구체적인 조정방법

나. 시가변동에 따라 전환가액을 하향조정할 수 있다는 내용을 정한 경우 하향조정 이후 다시 시가가 상승하면 가목에 따른 조정일에 전환가액을 상향조정 해야한다는 내용 및 구체적인 조정방법

2. 시가하락에 따른 전환가액의 조정시 조정 후 전환가액은 다음 각 목의 가액 이상으로 하여야 한다.

가. 발행당시의 전환가액(조정일 전에 신주의 할인발행 등 또는 감자 등의 사유로 전환가액을 이미 하향 또는 상향 조정한 경우에는 이를 감안하여 산정한 가액)의 100분의 70에 해당하는 가액. 다만, 정관의 규정으로 전환가액의 조정에 관한 사항을 주주총회의 특별결의로 정하도록 하고 해당 전환사채 발행시 주주총회에서 조정 후 전환가액의 최저한도(이하 "최저조정가액"이라 한다) 및 해당 사채의 금액을 구체적으로 정한 경우에는 정관 또는 주주총회에서 정한 최저조정가액

나. 조정일 전일을 기산일로 하여 제5-22조제1항 본문의 규정에 의하여 산정(제3호는 제외한다)한 가액

제5-24조(신주인수권부사채의 발행) ① 제5-21조, 제5-22조제1항, 제5-23조 및 제5-23조의2의 규정은 신주인수권부사채의 발행에 관하여 이를 준용한다.

40) 미공개정보 이용, 지분매각 등으로 인위적 주가하락을 유도하여 전환가액 등을 하향조정한 후, 전환권 등의 행사를 통해 대규모 전환차익을 실현하고 보유주식을 확대

□ 다만, 개정안에 대하여는 다음을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 첫째, 리픽싱은 전환권을 전제로 일반사채에 비해 상대적으로 낮은 이자율을 적용하는 전환사채등의 수익률을 보장하기 위하여 활용되는 제도라는 점을 고려하여 개정안을 검토할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 둘째, 개정안은 경영권 분쟁 시 전환사채등의 "모든 보유자"가 권리를 행사할 수 없도록 규정하고 있는바, 이는 전환사채등 보유자의 재산권을 과도하게 제약할 우려가 있다는 점을 감안할 필요가 있을 것으로 생각됨.

□ 참고로, 개정안에 대해 **한국상장회사협의회, 대한상공회의소, 한국경영자총협회**는 개정안이 사채권자의 권리를 과도하게 제한하고, 회사의 자금조달을 제약할 우려가 있다는 입장임.

바. 자회사 상장시 모회사 일반주주에 대한 신주 우선배정

□ 개정안은 주권상장법인의 자회사(물적분할에 의해 설립된 법인 포함)가 증권시장에 상장하려는 경우 모회사 일반주주에게 30% 이상의 공모주식을 우선적으로 배정할 수 있는 근거를 신설하려는 것임(안 제165조의7제4항 신설).

현 행	개 정 안
제165조의7(우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① ~ ③ (생 략) ④ 금융위원회는 제1항에 따른 우리사주조합원에 대한 주식의 배정과 그 주식의 처분 등에 필요한 기준을 정하여 고시할 수 있다.	제165조의7(우리사주조합원 등에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① ~ ③ (현행과 같음) ④ 주권상장법인의 자회사(「상법」 제342조의2에------자회사를 말하며, 같은 법 제530조의12에 따른 물적분할에 의해 설립된 법인을 포함한다)가 대통령령으로 정하는 증권시장에 주권을 상장하려는 경우 「상법」 제418조에도 불구하고 상장하기 위해 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100분의 30 이상을 주권상장법인의 주주(대주주는 제외한다. 다만, 「금융회사의 지배구조에 관한 법률」 제2조제6호나목1)의 대주주는 예외로 한다)에게 해당 주식을 우선적으로 배정한다.
<신 설>	⑤ 금융위원회는 제1항에 따른 우리사주조합원 및 제4항에 따른 주권상장법인의 주주에 대한 주식의 배정과 그 주식의 처분 등에 필요한 기준을 정하여 고시할 수 있다.

□ 최근 자회사가 증권시장에 상장하는 과정에서 모회사 주주의 권익이 침해되고, 일반주주의 가치가 훼손된다는 지적이 제기되는바, 특히 모회사를 물적분할하여 신설되는 자회사(이하 “분할신설법인”)를 상장하는 과정에서 이러한 문제가 발생한다는 비판이 있음.

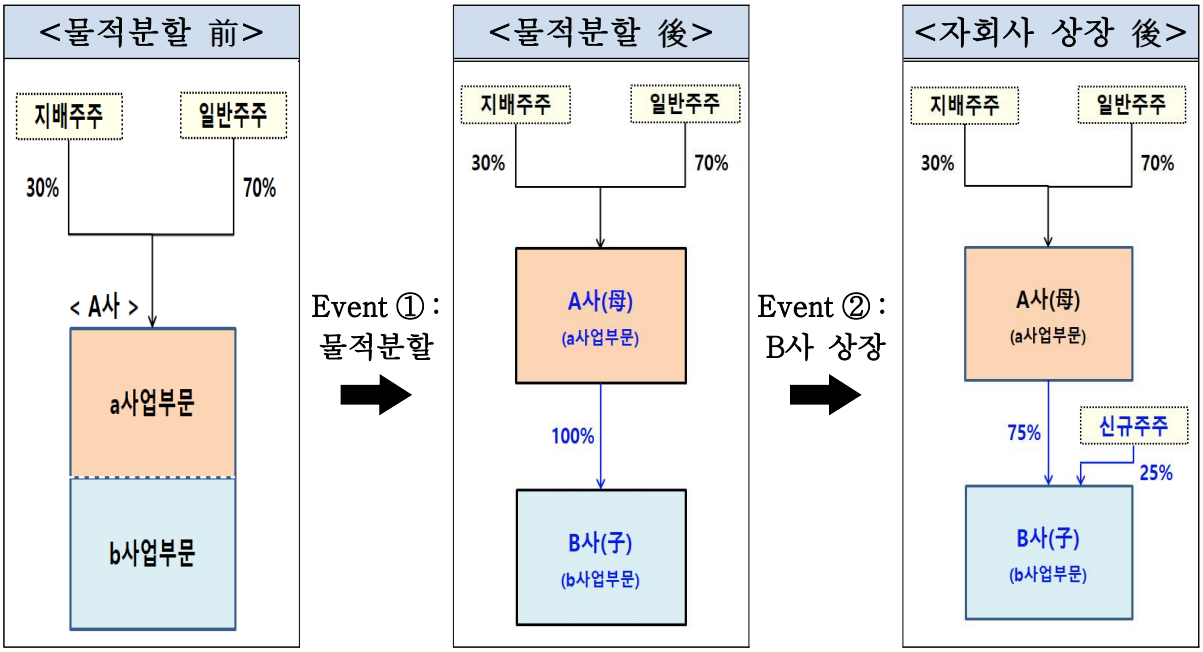
○ “물적분할”이란 「상법」에 따른 회사분할의 일종으로 분할되는 회사(모회사)가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사(자회사)의 주식을 100% 소유하는 것을 의미함.[41]

○ 물적분할 시 모회사는 자회사에 대한 지배력을 유지한 상태에서 자회사의 유상증자, IPO(Initial Public Offering, 기업공개) 등으로 자금을 조달할 수 있다는 장점이 있으나, 물적분할을 통하여 모회사의 핵심사업 부문이 자회사로 분리·상장될 경우 모회사의 주주권리가 침해되고 모회사 주가가 하락하는 등 소액주주의 피해가 발생한다는 비판이 제기되고 있음.

- 예를 들어 LG화학은 2020년 9월 핵심 사업부문인 2차전지 관련 사업의 물적분할 계획을 공시하고 LG에너지솔루션을 분할 설립한 후 2022년 1월 27일 유가증권시장에 상장하였는데, LG에너지솔루션의 상장 과정에서 모회사인 LG화학의 주가가 하락함에 따라 모회사 주주권리가 침해된다는 지적이 제기되었음.

41) 「상법」
제530조의12(물적 분할) 이 절의 규정은 분할되는 회사가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사의 주식의 총수를 취득하는 경우에 이를 준용한다.

[표5] 물적분할 후 자회사 상장 시 주주 구성 변화



(자료: 금융위원회 보도자료, "물적분할 등 기업 소유구조 변경시 주주보호가 강화됩니다.", 2022.3.7.)

[표6] LG화학 물적분할 및 자회사 상장에 따른 주가 변화

일자	내 용	주가(종가)
2020. 9. 17.	• 2차전지 관련 사업부문 물적분할 공시	645,000원 (전일대비△6.1%)
2020. 9. 24.	(물적분할 공시 일주일 후)	611,000원 (일주일간△5.3%)
2020. 12. 1.	• LG에너지솔루션 설립	809,000원
2021. 12. 7.	• LG에너지솔루션의 일반공모를 통한 유상증자 결정 공시	711,000원
2022. 1. 27.	• LG에너지솔루션 유가증권시장 상장	610,000원

(자료: 금융위원회)

□ 이에 개정안은 주권상장법인의 자회사(물적분할에 의해 설립된 법인 포함)가 증권시장에 상장하려는 경우 모회사 일반주주에게 30% 이상의 공모주식을 의무적으로 우선 배정하도록 하여, 기존 회사의 주주들이 모회사 주주로서의 지위를 유지할 수 있도록 하려는 것임.

○ 참고로, 현재 비상장법인의 주식시장 상장 시 신주배정 방식은 「자본시장법」, 「근로복지기본법」 및 금융투자협회 규정인 「증권 인수업무 등에 관한 규정」 등에서 정하고 있음.[42)]

---

42) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

제165조의7(우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① 대통령령으로 정하는 주권상장법인 또는 주권을 대통령령으로 정하는 증권시장*에 상장하려는 법인(이하 이 조에서 "해당 법인"이라 한다)이 주식을 모집하거나 매출하는 경우 「상법」 제418조에도 불구하고 해당 법인의 우리사주조합원(「근로복지기본법」에 따른 우리사주조합원을 말한다. 이하 같다)에 대하여 모집하거나 매출하는 주식총수의 100분의 20을 배정하여야 한다. 다만, 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.(*유가증권시장)

1.·2. (생 략)

② 우리사주조합원이 소유하는 주식수가 신규로 발행되는 주식과 이미 발행된 주식의 총수의 100분의 20을 초과하는 경우에는 제1항을 적용하지 아니한다.

「근로복지기본법」

제38조(우리사주조합원에 대한 우선배정의 범위) ① 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제9조제15항제3호에 따른 주권상장법인으로서 대통령령으로 정하는 주권상장법인 또는 주권을 대통령령으로 정하는 증권시장*에 상장하려는 법인이 같은 법에 따라 주권을 모집 또는 매출하는 경우에 우리사주조합원은 같은 법 제165조의7제1항에 따라 모집 또는 매출하는 주식 총수의 100분의 20의 범위에서 우선적으로 배정받을 권리가 있다.(*유가증권시장)

② 제1항의 법인 외의 법인이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따라 모집 또는 매출하거나 유상증자를 하는 경우 그 모집 등을 하는 주식 총수의 100분의 20의 범위에서 「상법」 제418조에도 불구하고 우리사주조합원에게 해당 주식을 우선적으로 배정할 수 있다.

「증권 인수업무 등에 관한 규정」(금융투자협회 규정)

제9조(주식의 배정) ① 기업공개를 위한 대표주관회사는 공모주식을 다음 각 호에서 정하는 바에 따라 해당 청약자 유형군에 배정하여야 한다.

1. 유가증권시장 상장을 위한 기업공개(외국법인등의 기업공개는 제외한다)의 경우 우리사주조합원에게 「근로복지기본법」 제38조제1항에 따라 공모주식의 20%를 배정한다. 다만, 법 제165조의7제1항 단서의 경우에는 그러하지 아니하다.
2. 코스닥시장 또는 코넥스시장 상장을 위한 기업공개의 경우 우리사주 조합원에게 「근로복지기본법」 제38조제2항에 따라 공모주식의 20%를 배정할 수 있다.
3. 일반청약자에게 공모주식의 25% 이상을 배정한다.
4. 고위험고수익투자신탁등[고위험고수익채권투자신탁의 경우에는 「상법」제469조제2항제3호에 따른 사채로서 법 제4조제7항제1호에 해당하는 증권(이하 이 조에서 "파생결합사채"라 한다)을 제외한 고위험고수익채권의 평균보유비율이 조세특례제한법 시행령 제93조제1항제1호 각 목의 비율 이상인 경우에 한하며, 고위험고수익투자신탁의 경우에는 파생결합사채를 제외한 비우량채권과 코넥스 상장주식을 합산한 평균보유비율이 100분의 45 이상인 경우에 한한다. 이하 이 조에서 같다]에 공모주식의 5% 이상을 배정한다. 다만, 코스닥시장 상장을 위한 기업공개의 경우에는 10% 이상을 배정한다.
5. 코스닥시장 상장을 위한 기업공개의 경우 벤처기업투자신탁(사모의 방법으로 설정된 벤처기업투자신탁의 경우 최초 설정일로부터 1년 6개월 이상의 기간 동안 환매가 금지된 벤처기업투자신탁을 말한다)에 공모주식의 25% 이상을 배정한다.
6. 제1호 또는 제2호에도 불구하고 우리사주 조합원이 공모주식의 20% 미만을 청약하는 경우 공모주식의 20%에서 우리사주 조합원의 청약수량을 제외한 주식(이하 "우리사주 잔여주식"이라 한다)을 공모주식의 5% 이내에서 일반청약자에게 배정할 수 있다. 이 경우 우리사주 조합원이 공모주식의 20% 미만을 청약한 사유 등을 감안하여 발행인과 협의하여야 한다.
7. 제1호부터 제6호에 따른 배정 후 잔여주식은 기관투자자에게 배정한다.

[표7] 유가증권시장·코스닥시장별 IPO 공모주식 배정물량

구분		유가증권시장		코스닥시장	
		비율	규정	비율	규정
우리사주조합		20%	자본시장법 §165의7① 근로복지기본법 §38① 증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(1)	20% 이내 (자율)	근로복지기본법 §38① 증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(2)
일반청약자		25% 이상	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(3)	25% 이상	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(3)
(우리사주 잔여주식 발생 시 자율)		(+5% 이내)	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(6)	(+5% 이내)	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(6)
기관투자자	고위험고수익 투자신탁 (하이일드)	5% 이상	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(4)	10% 이상	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(4)
	벤처기업 투자신탁	-	-	25% 이상	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(5)
	기관자율	잔여 주식	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(7)	잔여 주식	증권 인수업무 등에 관한 규정 §9①(7)

○ 구체적으로, ① 유가증권시장에 상장하려는 경우 우리사주조합[43] 20%, 일반청약자에 25%, 고위험수익투자신탁 5% 이상 등 50%를 의무적으로 배정하여야 하며, ② 코스닥시장에 상장하려는 경우 일반청약자 25%, 고위험고수익투자신탁 10%, 벤처기업투자신탁 25% 등 60%를 의무적으로 배정하여야야 하고, 우리사주조합에도 20% 이내에서 자율로 배정할 수 있음. 배정 후 잔여주식은 기관투자자에게 배정하도록 규정하고 있음.

□ 개정안은 모회사 일반주주에게 물적분할 후 상장된 유망 사업부문의 가치를 향유할 수 있는 기회를 제공하고, 물적분할·상장을 통한 핵심 사업 부문의 분리 등으로 그 동안 기존 모회사 일반주주 권익이 침해

43) 주식회사의 소속 근로자가 그 주식회사의 주식을 취득·관리하기 위하여 「근로복지기본법」에서 정하는 요건을 갖추어 설립한 단체

되었던 문제를 해소하는 데에 기여할 수 있다는 점에서 입법취지가 타당한 것으로 보임.

□ 다만, 개정안에 대하여 다음과 같은 검토가 필요할 것으로 보임.

○ 첫째, 분할신설회사는 모회사와는 다른 독립된 법인격이라는 점을 고려할 때, 자회사 신주를 모회사 주주에게 우선 배정할 수 있는 근거를 마련하는 것은 적절하지 않다는 지적이 제기될 수 있을 것으로 보임.

- 자회사의 주주이면서 기업과 밀접한 관련이 있는 우리사주조합원에게 부여하는 우선 배정의 근거를 법인격이 다른 모회사의 주주에게도 부여하는 것이 적절한지에 대한 이견이 있을 수 있으며, 해외에도 이와 유사한 입법례는 없는 것으로 파악됨.

- 다만, 개정안은 우리나라 기업 지배구조의 특수성에 기인하는 점, 앞에서 언급한 바와 같이 기업이 물적분할·상장을 통하여 일반주주의 권익을 침해하는 사례가 발생한다는 지적이 있다는 점 등을 감안할 필요가 있을 것으로 보이는바, 이를 종합적으로 고려하여 입법정책적으로 결정할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 둘째, 신주의 우선배정 대상이 되는 일반주주의 구체적인 범위에 대한 논의가 필요할 것으로 보임.

- 개정안은 모두 신주의 우선배정 대상을 분할된 법인의 일반주주로 규정하고 있으나, 어느 시점의 주주를 대상으로 하는지 명시하고

있지 않음.

- 분할된 법인의 주주는 ① 물적분할 시의 주주, ② 물적분할 이전부터 자회사 상장 시까지 계속 주식을 보유한 주주, ③ 상장 시의 주주 등으로 구분될 수 있는데, 신설분할법인이 물적분할 후 상장까지 상당한 기간이 소요되므로 신주의 우선배정 대상을 어떻게 설정할 것인지 검토할 필요가 있음.

[표8] 물적분할 후 기업공개 사례

물적분할 최초공시	분할기일	존속회사	신설회사		
			회사명	상장일	공모규모
2018. 5. 2.	2018. 7. 1.	SK케미칼	SK바이오사이언스	2021. 3. 18.	1조 1,246억원
2019. 2. 8.	2019. 4. 1.	네패스	네패스아크	2020. 11. 17.	620억원
2019. 2. 28.	2019. 4. 1.	SK이노베이션	SKIET	2021. 5. 11.	1조 6,684억원
2019. 2. 1.	2019. 6. 1.	한국조선해양	현대중공업	2021. 9. 17.	1조 800억원
2020. 9. 17.	2020. 12. 1.	LG화학	LG에너지솔루션	2022. 1. 27.	12조 7,500억원

(자료: 금융위원회)

- 이와 관련하여, ① 물적분할 시 주주가 상장 이전에 주식을 이미 매도한 경우에는 상장 시점에 더 이상 해당 기업과 이해관계가 없으므로 보호 필요성이 낮다는 점, ② 물적분할 이전부터 상장 시까지 주식을 보유한 주주를 파악하기가 현실적으로 어렵다는 점, ③ 상장 시의 주주는 물적분할 이후 주식을 취득한 주주가 포함되는데, 이러한 주주들의 경우 물적분할·상장에 따른 권리 침해 여부가 불분명한 측면이 있다는 점 등을 종합적으로 고려하여 개정안을 심사할 필요가 있을 것으로 보임.

□ 한편, 개정안과 관련하여 다음과 같은 의견이 제시되었으므로 이를 고려하여 심사할 필요가 있을 것으로 보임.

○ **금융위원회**는 모든 자회사의 신주를 모회사 일반주주에게 우선배정하는 것은 기업의 경영활동을 과도하게 위축시킬 우려가 있고, 의무배정 물량을 30% 이상으로 의무화하는 것은 개인투자자와 기관투자자 배정물량을 감소시켜 국민경제에 부작용을 초래할 우려가 있다는 입장임.

○ **한국상장회사협의회**는 분할신설법인의 신주 우선 배정의 대상이 되는 주주가 어느 시점의 주주인지 명확하지 않으므로 이를 보완할 필요가 있다는 입장임.

○ **대한상공회의소**는 개정안이 자회사의 법인격을 훼손하고, 자회사 주주의 신주인수권을 침해하는 불합리한 규제로, 다만 물적분할 자회사 상장의 경우에 한정하여 사회적 합의를 이룬 비율 내에서 기업에게 자율을 부여하는 방식으로 수정이 필요하다는 입장임.

사. Say on Pay 도입

□ 개정안은 ① 주권상장법인이 이사의 보수를 정하고자 할 때는 법인의 보수 원칙과 목표, 보수산정방법, 보수지급계획 등의 사항(이하 “보수정책”)을 포함하여 주주총회에서 결의하고, ② 이사의 보수는 주주총회에서 결의된 보수정책에 따라 지급하며, ③ 이를 위배하여 보수를 지급한 경우 이사의 연대 배상책임을 명시하고, ④ 주권상장법인은 각 이사에게 지급한 보수 내역을 보수보고서로 작성하여 공시하고 정기주주총회에서 법인에 대해 권고적 결의를 하도록 하는 “Say on Pay” 제도를 도입하려는 것임(안 제165조의21 신설).

현 행	개 정 안
<신 설>	제165조의21(이사의 보수) ① 주권상장법인이 「상법」 제388조에 따라 이사의 보수를 정하고자 할 때는 법인의 보수 원칙과 목표, 보수산정방법, 보수지급계획 등 대통령령으로 정하는 사항(이하 “보수정책”이라 한다)을 포함하여 주주총회에서 결의하여야 한다. 다만, 주주총회에서 결의된 후 3년 이내에 중요한 변경사항이 없는 경우에는, 보수정책 중 보수지급계획을 제외한 사항들은 포함하지 아니할 수 있다. ② 이사의 보수는 주주총회에서 결의된 보수정책에 따라 지급하여야 한다. 주주총회에서 승인된 보수정책

현 행	개 정 안
	이 없거나 주주총회에서 보수정책을 부결한 때에는, 가장 최근에 주주총회에서 승인된 보수정책에 따라 또는 직전 사업연도에 지급된 보수에 준하여 보수를 지급할 수 있다. ③ 제2항에 따른 보수를 초과하여 지급된 보수는 무효이다. ④ 제2항을 위배하여 보수를 지급한 경우 이사는 그로 인한 손실에 대해 연대하여 배상할 책임이 있다. ⑤ 주권상장법인은 제2항에 따라 각 이사에게 지급한 보수 내역을 대통령령으로 정하는 바에 따라 보고서(이하 “보수보고서”라 한다)로 작성하여 공시하고 정기주주총회에서 결의해야 한다. ⑥ 제5항의 결의는 법인에 대해 구속력이 없다. 다만, 정기주주총회에서 보수보고서가 부결된 경우 제1항에도 불구하고 법인은 다음 주주총회에서 이사의 보수를 결의할 때 보수정책 전부를 포함하여 결의해야 한다.

□ 현행 「상법」 제388조[44]는 이사의 보수와 관련하여 정관에서 정하지 않은 경우 주주총회 결의로 정하도록 규정하고 있음.

44) 「상법」
제388조(이사의 보수) 이사의 보수는 정관에 그 액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 이를 정한다.

□ 그러나, 실제 주주총회 이사보수 결의는 이사보수 총액 한도만을 승인하는 방식으로 운영되고 있어 이사의 보수를 주주들이 결정하도록 하는 현행법 취지에 부합하지 않는다는 지적이 있음.[45]

□ 이에 개정안은 Say on Pay 제도를 도입함으로써 보수정책과 보수산정에 대한 주주들의 참여와 견제를 강화하려는 취지로 보임.

□ 한편, 개정안은 주권상장법인으로 하여금 보수정책과 보수보고서에 대하여 주주총회의 결의를 하도록 규정하고 있는데, 이에 대하여는 「상법」과의 정합성을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 현행 「상법」 제361조[46]는 "주주총회는 「상법」 또는 정관에 정하는 사항에 한하여 결의할 수 있다"고 규정하고 있는데, 개정안은 「상법」에서 명시하고 있지 않은 안건인 보수정책, 보수보고서를 「자본시장법」에서 정하고 있으므로, 법률 간의 체계정합성을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 한편, 개정안은 보수보고서에 대해서는 법인에 대한 구속력이 없는 결의를 명시하여 법인이 주주총회 결의를 따르지 않을 수 있도록 하는 권고적 주주제안제도(Advisory Shareholder Proposal)를 채택하고 있는데, 우리나라 현행 「상법」 체계에서는 주주총회 결의가

45) 경제개혁연대, 「주주 중심 거버넌스로의 전환을 위한 제22대 국회 개혁입법과제 제안」, 2024. 5.
46) 「상법」
제361조(총회의 권한) 주주총회는 본법 또는 정관에 정하는 사항에 한하여 결의할 수 있다.

성립되면 전체 주주 및 회사를 구속한다는 점[47]을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

- 이와 관련하여, 주주제안을 통해 다루어지는 사항의 범위를 확대하고 회사가 주주총회의 결의를 따르지 아니할 수 있도록 하는 내용의 「상법」 개정안이 법제사법위원회에 계류 중이므로, 이 개정안의 심사 경과를 고려할 수 있을 것으로 보임.

□ 참고로, 개정안에 대해 관련 기관 및 이해관계자가 각각 다음과 같은 의견을 제시하였음.

○ **금융위원회**는 Say on Pay 제도는 상장회사 지배구조와 관련한 사항으로, 법체계를 고려할 때 「상법」에서 규율할 사항이라는 입장임.

○ **한국상장회사협의회**는 구체적인 영업전략과 연동된 보수정책을 수립할 경우 회사의 전략 노출 우려가 있고, 보수 지급과 관련한 경영진과 주주 간의 분쟁 가능성이 있으므로, 개정안에 대한 신중 검토가 필요하다는 입장임.

○ **대한상공회의소**는 우리나라가 이미 주주총회를 통하여 이사보수 총액을 결의하는 방식으로 과다 보수를 제한하고 있다는 점 등을 이유로 현행 유지가 바람직하다는 입장임.

47) 송옥렬, 「상법강의」, 제12판, 2022.

아. 주권상장법인 이사의 충실의무 확대 등

□ 개정안은 주권상장법인의 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 법인 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하고, 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하며, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하도록 하는 이사의 충실의무 등을 규정하려는 것임(안 제165조의22).

현 행	개 정 안
<신 설>	제165조의22(이사의 충실의무 등) ① 주권상장법인의 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 법인 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 주권상장법인의 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

□ 현행 「상법」 제382조의3[48]은 "이사"로 하여금 법령 및 정관에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다고 규정하여 이사에게 회사에 대한 충실의무를 부과하고 있음.

□ 개정안은 "주권상장법인 이사"의 충실의무 대상을 "회사(법인)"에서 "주주"까지로 확대하는 한편, 직무 수행에 있어 총주주의 이익을 보호

48) 「상법」
제382조의3(이사의 충실의무) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.

하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하도록 「자본시장법」에 명시하려는 것임.

○ 이는 이사가 회사의 중요한 의사결정을 할 때, “주주”를 함께 고려하도록 하여 주주의 이익을 보호하는 데에 기여하려는 취지인바, 이사의 충실의무 대상 확대 등은 자본시장 선진화 방안의 하나로 거론되고 있음.

- 참고로, 대법원은 이사의 충실의무와 관련하여 이사는 회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있으나, 회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 주주들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니라고 판시한 바 있음.[49]

□ 개정안은 이사 충실의무에 “주주”를 추가하고, 직무 수행에 있어 일부 지배주주가 아닌 총주주의 이익을 공평하게 보호하도록 하여 그동안 “코리아 디스카운트”의 원인 중 하나로 지적되어 왔던 기업 지배구조 문제를 해소하는 데에 기여하는 측면이 있을 것으로 보임.

□ 다만, 개정안에 대하여는 다음을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 첫째, 상장회사와 관련된 현행 법률체계가 지배구조에 관한 사항은

49) 이사가 주식회사의 지배권을 기존 주주의 의사에 반하여 제3자에게 이전하는 것은 기존 주주의 이익을 침해하는 행위일 뿐 지배권의 객체인 주식회사의 이익을 침해하는 것으로 볼 수는 없는데, 주식회사의 이사는 주식회사의 사무를 처리하는 자의 지위에 있다고 할 수 있지만 주식회사와 별개인 주주들에 대한 관계에서 직접 그들의 사무를 처리하는 자의 지위에 있는 것은 아니고, 더욱이 경영권의 이전은 지배주식을 확보하는 데 따르는 부수적인 효과에 불과한 것이어서, 회사 지분비율의 변화가 기존 주주 자신의 선택에 기인한 것이라면 지배권 이전과 관련하여 이사에게 임무위배가 있다고 할 수 없다(대법원 2009. 5. 29. 선고 2007도4949 전원합의체 판결).

「상법」, 재무활동에 관한 사항은 「자본시장법」에 “상장회사(주권상장법인)에 관한 특례”로서 각각 나누어 규율하고 있다는 점을 고려할 때, 이사의 충실의무 등에 관한 사항을 이 법에서 규정하는 것이 적절한지에 대한 검토가 필요할 것으로 보임.

[표9] 「상법」과 「자본시장법」의 상장회사 관련 규정

법	구분	조문	조 제목
상법	제3편 회사 제4장 주식회사 제13절 상장회사에 대한 특례	제542조의3	주식매수선택권
		제542조의4	주주총회 소집공고 등
		제542조의5	이사·감사의 선임방법
		제542조의6	소수주주권
		제542조의7	집중투표에 관한 특례
		제542조의8	사외이사의 선임
		제542조의9	주요주주 등 이해관계자와의 거래
		제542조의10	상근감사
		제542조의11	감사위원회
		제542조의12	감사위원회의 구성 등
		제542조의13	준법통제기준 및 준법지원인
자본시장법	제3편 증권의 발행 및 유통 제3장의2 주권상장법인에 대한 특례	제165조의3	자기주식 취득 및 처분의 특례
		제165조의4	합병 등의 특례
		제165조의5	주식매수청구권의 특례
		제165조의6	주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례
		제165조의7	우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례
		제165조의8	액면미달발행의 특례
		제165조의9	주주에 대한 통지 또는 공고의 특례
		제165조의10	사채의 발행 및 배정 등에 관한 특례
		제165조의11	조건부자본증권의 발행 등
		제165조의12	이익배당의 특례
		제165조의13	주식배당의 특례
		제165조의14	공공적 법인의 배당 등의 특례
		제165조의15	의결권이 없거나 제한되는 주식의 특례
		제165조의16	주권상장법인 재무관리기준
		제165조의17	주식매수선택권 부여 신고 등

- 상장회사 관련 법률 체계의 연혁을 살펴보면, ① 舊「자본시장육성에 관한 법률」에 최초로 상장회사에 관한 특례규정이 있었고, ② 해당 법률이 폐지되면서 상장회사 특례규정이 1997년에 舊「증

권거래법」으로 이관되었으며, ③ 2009년 舊「증권거래법」이 폐지됨에 따라 상장회사의 특례규정이 상법과 자본시장법으로 이원화되어 편입되었음.

- 2009년 舊「증권거래법」 폐지 시 상장회사의 특례규정에 대한 대체입법이 이루어지지 않은 문제가 있었고, 부처 간 이를 조율하는 과정에서 舊「증권거래법」의 상장회사 특례규정 중 "지배구조에 관한 특례"는 상법에서, "재무관리에 관한 특례"는 자본시장법에서 각각 규율하게 되었음.

○ 둘째, 주주에 대한 이사의 충실의무와 관련하여 ① 회사가 다양한 주주들의 이익을 확인하고 합치시키는 것이 현실적으로 불가능하여 신속한 투자 결정을 저해할 우려가 있다는 의견[50]이 있고, ② 이사는 회사에 대한 수임인으로서 선관의무를 지고 있는 현행 「상법」[51] 및 「민법」[52]과의 체계정합성을 고려할 필요가 있다는 의견[53] 등이 제기되고 있으므로, 이를 감안한 논의가 필요할 것으로 보임.

---

50) 최근 지분율이 증가하고 있는 외국투자자들은 주로 재무적 투자자로 단기 이익을 추구하기 때문에 기업의 장기 성장에 관한 관심이 적으며, 기업 경쟁력 강화를 위한 대규모 정책적 투자, 경제 상황을 고려한 고용창출 등에 대한 이사들의 의사결정을 방해할 가능성이 있음.(정우용, "글로벌 스탠더드에 맞는 상법 개정방안 연구", 「글로벌 스탠더드에 맞는 상법 개정방안 연구(Ⅰ)」, 입법조사처, 2024. 11.)

51) **「상법」**
제382조(이사의 선임, 회사와의 관계 및 사외이사) ② 회사와 이사의 관계는 「민법」의 위임에 관한 규정을 준용한다.

52) **「민법」**
제681조(수임인의 선관의무) 수임인은 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의로써 위임사무를 처리하여야 한다.

53) 한국경제인협회 등, "이의 충실의무 확대에 대한 경제계 의견", 2024.

□ 참고로, 개정안에 대해 관련 기관 및 이해관계자가 각각 다음과 같은 의견을 제시하였음.

○ **금융위원회**는 「자본시장법」에서 별도로 이사의 충실의무 조항을 신설하는 것은 「상법」과의 관계 등을 고려할 때 신중한 접근이 필요하고, 외국에서는 상장사에 대해서만 이사의 주주에 대한 충실의무 등을 명시하는 입법례를 찾기 어려우며, 상장사와 비상장사 간의 규제차익으로 인한 시장 왜곡을 초래할 우려가 있다는 점을 고려해야 한다는 입장임.

○ **한국상장회사협의회**는 이사의 충실의무 대상을 회사로 규정하고 있는 현행 「상법」과 관련하여, "회사"는 장기 주주의 이익 극대화를 의미하므로 현행 규정으로도 장기적 기업가치 극대화라는 목표를 달성할 수 있다는 입장임.

○ **대한상공회의소**는 이사의 의사결정을 어렵게 하고, 소극적 경영 및 투자결정 저해 등의 부작용을 야기할 우려가 있으므로, 현행 유지가 바람직하다는 입장임.

○ **한국경영자총협회**는 ① 이사의 충실의무 대상 확대와 관련하여, 이사의 충실의무란 회사(위임자)와 이사 간의 이해가 충돌할 때 회사의 이익을 우선시해야 한다는 법적 의무의 대상을 직접 위임자가 아닌 주주까지 확대하는 것은 법리상 적절하지 않고, 사법리스크 등에 따른 경영활동 위축 우려가 있으며, 글로벌 스탠다드에

부합하지 않다는 입장임. 또한, ②총주주 보호의무 및 전체 주주 이익 공평대우 의무 신설과 관련하여, 이사 의무의 대상과 범위가 불명확하고, 경영상 혼란을 가중할 우려가 있다는 의견임.

4. 대체토론 요지

없음

5. 소위원회 심사내용

(소위원장 : 강준현의원)

“위원회 대안”을 마련함에 따라 본회의에 부의하지 않기로 함.

6. 찬반토론 요지

없음

7. 심사결과

대안반영폐기

8. 소수의견 요지

없음

9. 부대의견

없음