

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 심 사 보 고 서

2026. 7.
정무위원회

1. 심사경과

가. 발의일자 및 발의자 : 2024. 12. 3. 윤한홍의원 등 16인

나. 회부일자 : 2024. 12. 4.

다. 상정 및 의결일자 :

○ 제422회 국회(임시회)

- 제1차 전체회의(2025. 2. 18.)

상정 · 제안설명 · 검토보고 · 대체토론 · 소위원회부

○ 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(대안반영 폐기)
 - 제1차 회의(2026. 5. 14.)
상정 · 소위심사보고 · 찬반토론 · 의결(대안반영 폐기)

2. 제안설명의 요지

(제안설명 : 윤한홍의원)

가. 제안이유

주권상장법인이 합병, 분할, 주식의 포괄적 교환·이전, 주요 영업의 양수도 등 자본거래를 할 때 일반주주 권익 보호가 미흡하다는 지적이 제기되어왔음. 이에 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 그 이사

회가 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성·공시하는 등 주주의 정당한 이익이 보호될 수 있도록 노력하여야 함을 명시함으로써 실질적으로 주주의 이익을 적극 고려하는 환경을 조성하여 주주이익 보호의 실효성을 제고하고자 함. 또한, 주권상장법인의 합병 등의 가액산정기준을 폐지하고 주식가격, 자산가치, 수익가치 등 다양한 정보를 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 정하도록 함으로써 합병 등의 가액이 일률적인 산식에서 벗어나 기업의 실질가치를 반영하고자 하였음. 아울러, 원칙적으로 모든 합병 등에 대해 외부평가기관에 의한 평가·공시를 의무화함으로써 합병 등의 가액 결정에 있어 객관성·중립성 제고 및 정보 비대칭성을 완화하고자 하였음.

기업 가치에 변동이 없다는 이유로 규제가 수준이 낮았던 분할과 관련해서도 일반주주의 권익이 침해될 가능성이 제기되어 왔음. 특히, 일부 상장기업이 고성장 사업부문을 물적분할 후 상장하여 모회사 일반주주의 피해 발생 우려가 지적된 바 있음. 이에 주권상장법인이 물적분할 후 자회사를 상장하는 경우 모회사 일반주주에게 공모신주 일부를 우선배정할 수 있는 근거를 마련함으로써 모회사 일반주주가 물적분할 후 상장된 유망 사업부문의 가치를 향유할 수 있는 기회를 제공하고자 하였음.

나. 주요내용

1) 주권상장법인의 합병 등 가액 결정(안 제165조의4제2항 신설)

주권상장법인은 합병가액 결정 시 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 결정하여야 함.

2) 주권상장법인의 합병 등에서 이사회 책임(안 제165조의4제3항 신설)

주권상장법인의 이사회는 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성하여 공시하는 등 주주의 정당한 이익 보호를 위해 노력하여야 함.

3) 주권상장법인의 합병 등에 대한 외부평가(안 제165조의4제4항)

주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 외부의 전문평가기관으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시하여야 함.

4) 합병 등 관련 주식매수청구권 매수가격(안 제165조의5제3항)

주권상장법인 이사회의 합병 등 결의시 주식매수청구권 가격이 협의되지 않는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하도록 함.

5) 물적분할시 모회사 일반주주에 대한 자회사 공모신주 우선 배정(안 제165조의7제4항)

물적분할로 설립된 분할신설법인이 상장 목적으로 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100분의 20 이내에서 분할된 법인의 일반주주에게 우선적으로 배정할 수 있도록 함.

3. 전문위원 검토보고 요지

(수석전문위원 : 정명호)

가. 합병 등 관련 일반주주의 이익 보호 강화

□ 개정안은 ① 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 그 가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 하고, ② 이사회는 합병 등을 결의하는 경우 합병 등에 관한 의견서 작성·공시 등 주주의 정당한 이익 보호를 위한 노력을 하도록 명시하며, ③ 외부평가기관의 평가·공시를 의무화하고, ④ 이를 위반하는 경우 금융위원회가 정정 명령, 주주총회에 대한 임원의 해임 권고, 일정 기간 증권 발행 제한 등의 조치를 할 수 있는 근거를 마련하며, ⑤ 합병 등의 결의 시 주식매수청구권의 가격이 협의되지 않은 경우 매수가격을 이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한 금액으로 하도록 규정하려는 것임(안 제165조의4, 안 제165조의5, 안 제165조의18).

현행	개정안
제165조의4(합병 등의 특례) ① (생략)	제165조의4(합병 등의 특례) ① (현행과 같음)
<신설>	② 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 그 가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하여야 한다.

현행	개정안
<u><신설></u> 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. 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. ④ 외부평가기관의 범위, 제3항에 따른 평가 업무 제한의 방법 등에 대하여는 대통령령으로 정한다. 제165조의5(주식매수청구권의 특례) ① · ② (생략) ③ 제2항에 따른 주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정한다. 다만, 협의가 이루어지지 아니	③ 주권상장법인의 이사회는 합병 등을 결의하는 경우 대통령령이 정하는 바에 따라 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 관한 의견서를 작성하여 공시하는 등 주주의 정당한 이익이 보호될 수 있도록 노력하여야 한다. ④ ----- ----- ----- ----- ----- 등에 ----- ----- 받아 공시해야 한다. ⑤ ----- ----- ----- ----- 제 4항----- -. ⑥ ----- 제5항----- ----- -----. 제165조의5(주식매수청구권의 특례) ① · ② (현행과 같음) ③ ----- ----- -.

현행	개정안
하는 경우의 매수가격은 <u>이사회 결의 일 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.</u> ④·⑤ (생략) 제165조의18(주권상장법인에 대한 조치) 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, 일정 기간 증권의 발행 제한, 그 밖에 대통령령으로 정하는 조치를 할 수 있다. 이 경우 그 조치에 필요한 절차 및 조치기준은 총리령으로 정한다. 1. 2. (생략) 3. <u>제165조의4제1항을 위반하여 같은</u> <u>항</u> <u>각 호의 어느 하나에 해당하는</u> <u>행위를 한 경우</u> 4. <u>제165조의4제2항을 위반하여 외부</u> <u>평가기관으로부터 평가를 받지 아</u> <u>니한 경우</u> 5. ~ 25. (생략)	----- <u>이사회가</u> <u>주식가</u> <u>격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적</u> <u>으로 고려하여 산정한</u> ----- ----- ----- ----- ----- -----. ④·⑤ (현행과 같음) 제165조의18(주권상장법인에 대한 조치) ----- ----- ----- ----- ----- ----- -----. ----- ----- 1. 2. (현행과 같음) 3. <u>제165조의4제1항부터 제3항까지를</u> <u>위반하여 같은 조 제1항</u> ----- ----- 4. <u>제165조의4제4항</u>----- ----- ----- 5. ~ 25. (현행과 같음)

□ 합병이란 둘 이상의 회사가 청산절차를 거치지 않고 합쳐지면서, 소멸하는 회사의 모든 권리의무가 존속회사 또는 신설회사에 포괄적으로 승계되는 법률사실을 말함.¹⁾

○ 이 경우 소멸회사의 주주들은 기업가치의 평가액인 합병가액을 기초로 한 합병비율²⁾에 따라 존속회사의 주식을 받게 되므로, 합병가액의 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.³⁾

1) 「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.

2) 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.

3) 「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 있는 날부터 기산일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간의 평균종가로 한다.

나. 최근 1주일간 평균종가

- 먼저 계열회사인 상장법인과의 합병의 경우, 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 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.⁴⁾

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.

4) 「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 전환사채, 전환사채, 신주인수권부사채 등 향후 자본금을 증가시킬 수 있는 증권의 권리가 행사될 가능성이 확실한 경우에는 권리 행사를 가정하여 이를 순자산 및 발행주식의 총수에 반영한다.

□ 한편, 「자본시장법」은 합병 외에 중요한 영업·자산의 양수도, 주식의 포괄적 교환·이전, 분할 또는 분할합병을 “합병 등”으로 정의⁵⁾하고 있는데, 합병 등의 가액의 산정방식 역시 합병가액과 마찬가지로 주주들의 이해관계에 유사한 영향을 미치고 있으며, 현행법 시행령에서도 포괄적 교환·이전, 분할합병 등에 관하여 합병가액 산정방식을 준용⁶⁾하고 있음.⁷⁾

□ 국내 상장사 간 합병은 대부분 계열회사 관계에 있는 기업 간에 이루어지는데,⁸⁾ 계열회사 간의 합병은 합병을 추진하는 기업뿐만 아니라

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.

5) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

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

6) 「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.

7) 이하에서는 이를 고려하여 편의상 “합병 등의 비율”과 “합병 등의 가액”을 각각 “합병비율”과 “합병가액”으로 약칭함.

8) 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.).

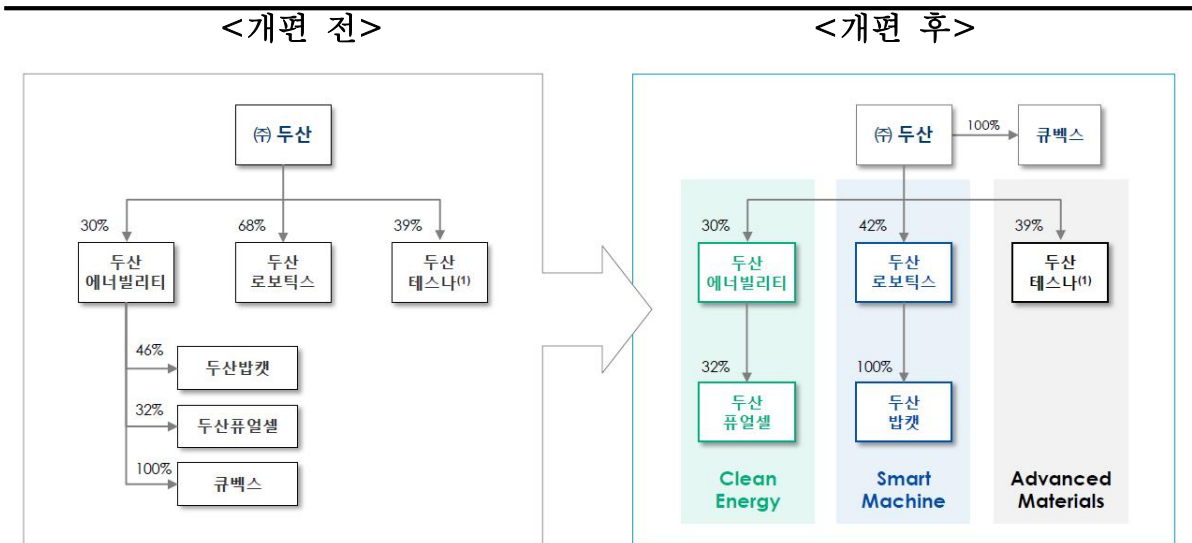
합병의 대상이 되는 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있는 교차주주(cross-shareholders)의 존재로 이해상충의 여지가 있으며, 이로 인해 소수주주의 이익이 훼손될 우려가 있음.

- 교차주주는 합병을 앞둔 시점에 합병기업과 피합병기업의 지분을 동시에 보유하고 있는 주주로서, 최대주주가 교차주주인 경우 지배력 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.
- 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.

[표1] 두산그룹 사업구조 개편 방향성

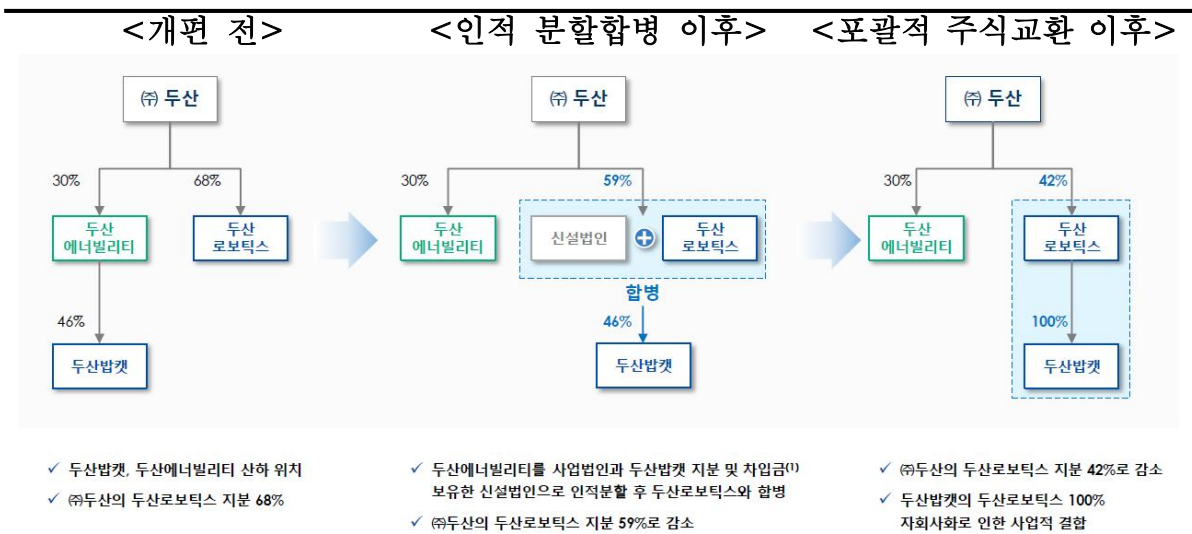


주: 지분율의 경우 의결 기준 적용, 주식매수청구권 미발생 가정

주1) Financing Vehicle인 두산포트폴리오홀딩스는 표기 생략함.

(자료: 두산, 「두산로보틱스/두산밥캣 사업구조 개편 및 성장전략」, 2024. 7.)

[표2] 두산그룹 인적분할합병 및 포괄적 주식교환 절차



주: 지분율의 경우 주식매수청구권 미발생 가정

주1) 세무상 적격기준(Tax 미발생)을 위해 과거 두산에너지가 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 우량 기업인 두산밥캣⁹⁾에 대한 간접 지분율을 확대(14% → 42%)하여

지배주주의 지배력을 강화할 수 있게 되는 반면, 기존 두산밥캣 주주 입장에서는 두산로보틱스와 두산밥캣의 주식 교환비율¹⁰⁾에 우량기업인 두산밥캣의 기업가치가 충분히 반영되지 못해 불리한 결과가 초래될 우려가 있다는 지적이 제기되었음.¹¹⁾

□ 이러한 문제는 2015년 제일모직과 삼성물산 간의 합병, 2022년 동원산업과 동원엔터프라이즈 간의 합병 과정 등에서도 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 합병가액을 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 하고, ② 의견서 작성·공시 등 주주 이익 보호를 위한 이사회의 노력 의무를 법률에 명시하며, ③ 외부평가기관의 평가·공시를 의무화하고, ④ 주식매수청구권 가격이 협의되지 않은 경우 매수가격을 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려하여 산정한 금액으로 하도록 하는 내용을 반영하고 있음.

□ 먼저, 개정안 제165조의4제2항은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정한 가액으로 합병가액을 결정하도록 하여 주가 외에 기업

9) 2023년 기준 두산밥캣은 매출 9조 7,589억원, 영업이익 1조 3,899억원을 기록한 반면, 두산로보틱스는 매출 530억원, 영업손실 192억원을 기록하였음(출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)).

10) 두산밥캣 주식 1주당 두산로보틱스 0.6317462주

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

의 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 기여하고¹²⁾, 예측가능성을 제고¹³⁾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,¹⁴⁾ ② 지배주주가 지배구조 강화에 유리한 시점을 선택할 수 있어 일반주주에게 불리한 시기에 합병이 이루어질 수 있으며,¹⁵⁾ ③ 합병가액의 산정을 시장주가에 의존하는 것이 오히려 시장주가의 왜곡을 불러올 수 있다는 점¹⁶⁾ 등을 고려할 때, 개정안은 이러한 현행 제도의 문제점 개선에 기여할 수 있을 것으로 판단됨.

12) 김희준, “상장법인 간 합병에 적용되는 합병비율 산정방식 검토 - 삼성물산과 제일모직의 합병사례를 중심으로, 「상사법연구」, 2015.

13) 김흥기, “현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 ‘공정한 가액’에 관한 연구”, 「상사법연구」, 2011.

14) 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.).

15) 대법원은 2015년 삼성물산과 제일모직 합병 승인 이사회 직전 삼성물산 주가는 회사의 적정 가치를 표시하지 못한다고 판단하면서, 주식매수가격의 기준시점을 합병일이 아닌 제일모직의 상장 전일로 하여 주가를 산정하도록 결정한 바 있음(대법원 2022. 4. 14. 자 2016마5394 결정).

16) 노혁준, “합병비율의 불공정성과 소수주주 보호 - 유기적 제도설계를 향하여 -”, 「경영법률」, 2016.

- 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 산정하도록 하고 있는 글로벌 스탠다드와의 정합성을 제고할 수 있을 것으로 보임.

□ 다음으로, 개정안 제165조의4제3항은 합병 등에 관한 의견서의 작성·공시 등 주주의 이익 보호를 위한 이사회의 노력 의무를 법률에 명시하고 있음.

- 현행 「자본시장법 시행령」 및 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 상장법인이 다른 법인과 합병을 하려는 경우 이사회 의견서를 작성·공시하도록 규정하고 있음.¹⁷⁾
- 개정안은 하위법령에서 규정하고 있는 이사회의 의견서 작성·공시 의무를 법률로 상향하고, 그 외에 주주의 정당한 이익의 보호를 위한 노력의 의무를 명시함으로써 이사회의 의사결정 과정의 투명성

17) 「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

을 제고하고 일반주주의 권익 보호에 기여하는 측면이 있을 것으로 기대됨.

- 한편, 개정안 제165조의18은 이사회가 주주의 정당한 이익 보호를 위한 노력 의무를 위반하는 경우 금융위원회로 하여금 정정명령, 주주총회에 대한 임원 해임 권고, 일정 기간 증권 발행 제한 등의 조치를 할 수 있도록 하고 있는데, 이는 이사회에 주주 이익 보호 노력 의무에 대한 실효성을 확보하기 위한 취지로 보임.

○ 다만, 개정안 제165조의4제3항에서 규정하고 있는 “주주의 정당한 이익 보호를 위한 노력”과 관련하여, 다양한 주주 간의 이해관계가 일치하지 않은 상황에서 이사회가 보호하여야 하는 대상이 되는 주주, 이사회에 노력의 수준과 범위 등 그 의미가 다소 불명확한 측면이 있다는 점을 감안할 필요가 있음.

- 이에 대하여 금융위원회는 향후 관계부처 합동으로 이사회 의결서 작성·공시를 포함한 주주 보호 노력에 관한 가이드라인을 제정하여 경영진의 행동규범을 구체화할 예정이라는 입장임.
- 또한, 가이드라인에 열거한 사항을 형식적으로 이행했다는 것만으로 노력의무의 이행이 당연히 인정되는 것은 아니며, 이사회에 노력의무의 이행과 그에 따른 면책 여부는 관련 소송 제기시 최종적으로 법원에서 판단할 문제라고 설명하고 있음.

□ 다음으로, 개정안 제165조의4제4항은 합병 등에 관한 외부평가기관의

평가·공시를 의무화하고 있음.

- 현행 「자본시장법」 및 같은 법 시행령은 주권상장법인이 다른 법인과 합병하는 경우 “합병가액”에 대한 외부평가기관의 평가를 받도록 하는 근거를 두고 있으며¹⁸⁾, 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 외부평가가 의무인 경우(비계열사 간의 합병)에 한하여 외부평가 공시 의무를 부과하고 있음.¹⁹⁾

18) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

제165조의4(합병 등의 특례) ② 주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 외부의 전문평가기관(이하 이 조 및 제165조의 18에서 “외부평가기관”이라 한다)으로부터 합병 등의 가액, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항에 관한 평가를 받아야 한다.

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」

제176조의5(합병의 요건·방법 등) ⑧ 법 제165조의4제2항에 따라 주권상장법인이 다른 법인과 합병하는 경우 다음 각 호의 구분에 따라 합병가액의 적정성에 대하여 외부평가기관의 평가를 받아야 한다.

1. 주권상장법인(기업인수목적회사는 제외한다. 이하 이 호, 제2호 및 제3호에서 같다)이 그 계열회사인 주권상장법인과 합병하는 경우로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우
가. 삭제 <2024. 11. 26.>
나. 주권상장법인이 제1항제2호나목에 따라 산정된 합병가액에 따르는 경우
다. 주권상장법인이 그 계열회사인 주권상장법인과 합병하여 주권비상장법인이 되는 경우. 다만, 제1항제1호에 따라 산정된 합병가액에 따르는 경우 또는 다른 회사의 발행주식 총수를 소유하고 있는 회사가 그 다른 회사를 합병하면서 신주를 발행하지 아니하는 경우는 제외한다.
2. 주권상장법인이 그 계열회사인 주권비상장법인과 합병하는 경우로서 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 경우
가. 주권상장법인이 제1항제2호나목에 따라 산정된 합병가액에 따르는 경우
나. 제4항에 따른 합병의 경우. 다만, 다른 회사의 발행주식 총수를 소유하고 있는 회사가 그 다른 회사를 합병하면서 신주를 발행하지 아니하는 경우는 제외한다.
다. 주권상장법인(코넥스시장에 주권이 상장된 법인은 제외한다)이 그 계열회사인 주권비상장법인과 합병하여 주권비상장법인이 되는 경우. 다만, 합병의 당사자가 모두 제1항제1호에 따라 산정된 합병가액에 따르는 경우 또는 다른 회사의 발행주식 총수를 소유하고 있는 회사가 그 다른 회사를 합병하면서 신주를 발행하지 아니하는 경우는 제외한다.
3. 주권상장법인이 그 계열회사 외의 법인과 합병하는 경우(코넥스시장에 주권이 상장된 법인이 그 계열회사 외의 법인과 합병하는 경우는 제외한다)
4. 기업인수목적회사가 다른 주권상장법인과 합병하는 경우로서 그 주권상장법인이 제1항제2호나목에 따라 산정된 합병가액에 따르는 경우

19) 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」

제2-9조(합병의 증권신고서의 기재사항 및 첨부서류) ① 제2-6조에도 불구하고 합병으로 인하여 증권을 모집 또는 매출하는 경우에는 영 제129조에 따라 증권신고서에 다음 각 호의 사항을 기재하여야 한다. (각 호 생략)

② 제1항의 신고서에는 다음 각 호의 서류를 첨부하여야 한다.

11. 제1항제2호나목에 따른 외부평가기관의 평가의견서

○ 개정안은 외부평가 대상을 “합병가액”에서 “합병 등”으로 수정하여 외부평가를 받아야 하는 대상을 “합병가액”으로 한정하지 않도록 하고, 향후 모든 주권상장법인 간의 합병 등에 대하여 외부평가기관의 평가를 받도록 하며, 평가 및 공시 대상을 모든 상장법인으로 확대함으로써 합병의 객관성·중립성을 제고하는 한편, 주주 간의 정보 비대칭을 해소하려는 취지임.

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

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

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

제4-5조(주요사항보고서 첨부서류 등) ② 영 제171조제4항제8호에서 “금융위원회가 정하는 서류”란 다음 각 호와 같다.

1. 법 제161조제1항제6호 및 제7호의 경우 계약서(계획서) 및 외부평가기관의 평가의견서(외부평가가 의무화된 경우에 한한다)

나. 물적분할회사 상장시 소액주주 신주 우선배정 근거 신설

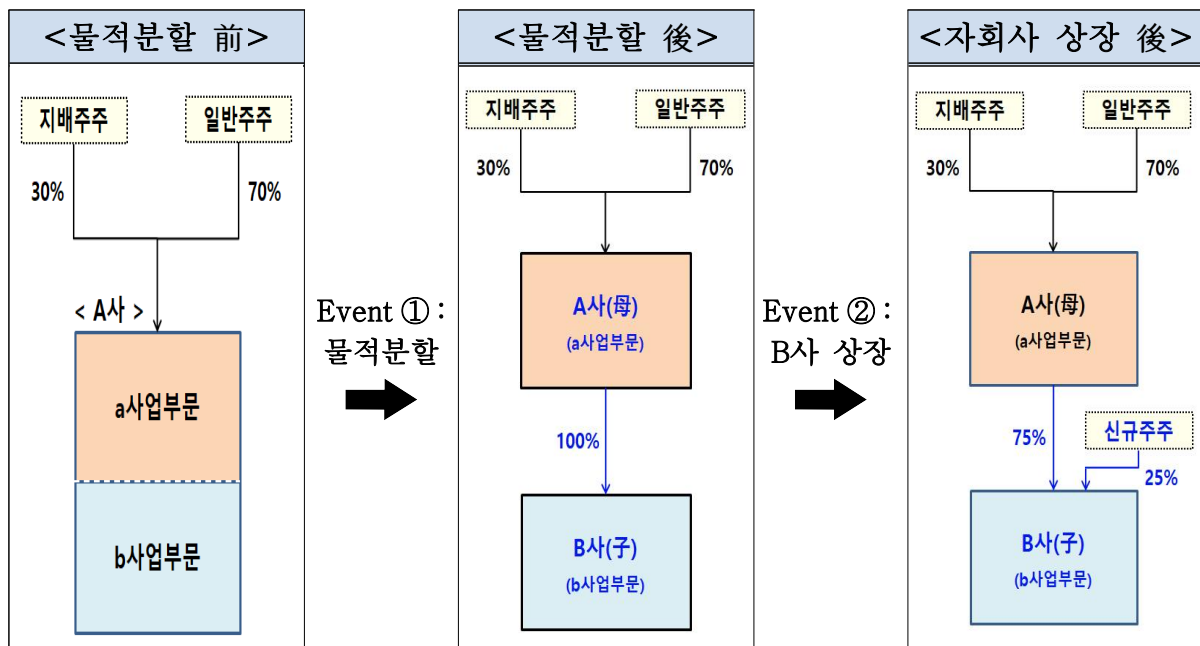
□ 개정안은 물적분할에 의하여 설립된 법인(이하 “분할신설법인”)이 상장하려는 경우 분할된 법인의 일반주주에게 20% 이내의 공모주식을 우선적으로 배정할 수 있는 근거를 신설하려는 것임(안 제165조의7제4항 신설).

현행	개정안
제165조의7(우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① ~ ③ (생략) <u><신설></u>	제165조의7(우리사주조합원 등에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① ~ ③ (현행과 같음) ④ 제165조의4제1항제4호에 따른 분할(「상법」 제530조의12에 따른 물적분할에 한한다)에 의하여 설립된 법인(이하 ‘분할신설법인’이라 한다)이 대통령령으로 정하는 증권시장에 주권을 상장하려는 경우 분할신설법인은 「상법」 제418조에도 불구하고 상장하기 위해 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100분의 20 이내에서 분할된 법인의 주주(대주주는 제외한다)에게 해당 주식을 우선적으로 배정할 수 있다.
④ 금융위원회는 제1항에 따른 우리사주조합원에 대한 주식의 배정과 그 주식의 처분 등에 필요한 기준을 정하여 고시할 수 있다.	⑤ ----- 우리사주조합원 및 제4항에 따른 분할된 법인의 주주----- -----.

□ “물적분할”이란 「상법」에 따른 회사분할의 일종으로 분할되는 회사(모회사)가 분할 또는 분할합병으로 인하여 설립되는 회사(자회사)의 주식을 100% 소유하는 것을 의미함.²⁰⁾

- 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 주주 권리가 침해되고 모회사 주가가 하락하는 등 소액주주의 피해가 발생한다는 비판이 제기되고 있음.

[표3] 물적분할 후 자회사 상장 시 주주 구성 변화



(자료: 금융위원회 보도자료, “물적분할 등 기업 소유구조 변경시 주주보호가 강화됩니다.”, 2022. 3. 7.)

20) 「상법」

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

- 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.

[표4] 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 분할신설법인이 상장하려는 경우 모회사의 주주에게 분할신설법인 공모주식의 20% 이내에서 우선 배정할 수 있도록 하여 기존 회사의 주주들이 분할신설법인의 주주로서의 지위를 유지할 수 있는 기회를 제공하려는 것임.

- 참고로, 현재 비상장법인의 주식시장 상장 시 신주배정 방식은 「자본시장법」, 「근로복지기본법」 및 금융투자협회 규정인 「증권 인수업무 등에 관한 규정」 등에서 정하고 있음.²¹⁾

21) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」

제165조의7(우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례) ① 대통령령으로 정하는 주권 상장법인 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 하나

- 구체적으로, ① 유가증권시장에 상장하려는 경우 우리사주조합²²⁾ 20%, 일반청약자에 25%, 고위험수익투자신탁 5% 이상 등 50%를 의무적으로 배정하여야 하며, ② 코스닥시장에 상장하려는 경우 일반청약자 25%, 고위험고수익투자신탁 10%, 벤처기업투자신탁

에 해당하는 경우에는 그러하지 아니하다.(*유가증권시장)

1. 「외국인투자 촉진법」에 따른 외국인투자기업 중 대통령령으로 정하는 법인이 주식을 발행하는 경우
 2. 그 밖에 해당 법인이 우리사주조합원에 대하여 우선배정을 하기 어려운 경우로서 대통령령으로 정하는 경우
- 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 기업공개인 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 기업공개인 경우에는 10% 이상을 배정한다.
5. 코스닥시장 상장을 위한 기업공개인 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.

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

25% 등 60%를 의무적으로 배정하여야 하고, 우리사주조합에도 20% 이내에서 자율로 배정할 수 있음. 배정 후 잔여주식은 기관 투자자에게 배정하도록 규정하고 있음.

[표5] 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)
기관 투자자	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)

□ 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 침해되었던 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 감안하여 입법정책적으로 결정할 필요가 있을 것으로 보임.
- 둘째, 신주의 우선배정 대상이 되는 일반주주의 구체적인 범위에 대한 논의가 필요할 것으로 보임.
 - 개정안은 신주의 우선배정 대상을 분할된 법인의 일반주주로 규정하고 있으나, 구체적으로 어느 시점의 주주를 우선배정 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, 일반적으로 신설분할법인이 물적

분할 후 상장까지 상당한 기간이 소요되므로 신주의 우선배정 대상 여부를 어떻게 설정할 것인지 검토할 필요가 있음.

[표6] 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.

- 한국상장회사협의회는 분할신설법인의 신주 우선 배정의 대상이

되는 주주가 어느 시점의 주주인지 명확하지 않으므로 이를 보완할 필요가 있다는 입장임.

- 금융투자협회는 개정안의 취지에 공감하나, 현재 우리사주조합, 일반청약자, 정책펀드 등에게 의무적으로 우선 배정하여야 하는 물량(유가증권 50%, 코스닥 60%)으로 인하여 모회사 일반주주에 대한 20%내 우선 배정은 한계가 있다는 의견을 제시하였음.

- 참고로, 분할신설법인이 상장하려는 경우 모회사 일반주주에게 공모 신주의 일부를 의무적으로 우선 배정하도록 하는 개정안이 우리 위원회에 계류 중이므로, 향후 이를 함께 논의할 필요가 있음.

[표7] 유사 법률안의 비교

구 분	김용만의원안 (의안번호 2206042)	윤한홍의원안 (의안번호 2206175)	강준현의원안 (의안번호 2206366)	민병덕의원안 (의안번호 2206382)
발의일	2024. 11. 29.	2024. 12. 3.	2024. 12. 10.	2024. 12. 11.
회부일	2024. 12. 2.	2024. 12. 4.	2024. 12. 11.	2024. 12. 12.
배정 대상 주주	○ 분할 당시 주식매수청구를 행사하지 않은 모회사 일반주주	○ 모회사 일반주주	○ 모회사 일반주주	○ 모회사 일반주주
배정 물량	○ 25% 이상(의무)	○ 20% 이내(자율)	○ 70% 이상(의무)	○ 50% 이상(자율)

4. 대체토론 요지

없음

5. 소위원회 심사내용

(소위원장 : 강준현의원)

“위원회 대안”을 마련함에 따라 본회의에 부의하지 않기로 함.

6. 찬반토론 요지

없음

7. 심사결과

대안반영 폐기

8. 소수의견 요지

없음

9. 부대의견

없음