

ESG

상법은 멀고 자본시장법은 가깝다

| C o n t e n t s |

I. 논의 배경.....	05
II. 2025년은 상법의 해, 2026년은 자본시장법의 해.....	21
III. 상법은 멀고 자본시장법은 가깝다.....	26
IV. 자본시장법 개정이 주식시장과 주주 권리에 미칠 영향.....	28
V. 자본시장법 개정을 더 서둘러야 하는 이유.....	33

핵심 요약

상법에 따른 주주 권리 보호

상법 1차 개정에서 가장 대표적인 개정 내용은 주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화한 것이다. 그러나 이는 이사가 회사뿐 아니라 주주의 이익을 보호해야 하고 특정 주주에게만 유리한 결정을 내려서는 안 되며 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다는 행위 기준으로, 사후적 책임을 따질 때 근거 조항으로 활용될 수 있지만 사전적 규제로 보기는 힘들다. 사전적 규제란 특정 행위 금지를 명문화하여 어떠한 행위가 개시되는 것을 원천적으로 봉쇄하거나, 감독당국의 심사 또는 인가를 받아야만 절차를 진행할 수 있도록 하는 것 등을 의미한다.

상법 1차 개정에서 사외이사 여부에 관계없이 감사위원 선·해임 시 합산 3% Rule을 적용하도록 했고, 상법 2차 개정으로 분리선임해야 하는 감사위원의 수가 확대되고 대규모 상장회사에 대해 집중투표제가 의무화되었는데, 이는 주주가 원하는 감사위원과 이사의 선임 확률을 높이거나 인원 수를 늘리는 효과는 있지만, 그 자체로 회사의 특정한 행위를 원천적으로 차단하거나 주주가 즉각적인 보상을 받을 수 있게 하는 제도는 아니다.

자본시장법에 따른 주주 권리 보호

반면, 자본시장법 개정을 통해 추진 중인 의무공개매수제도 도입과 물적분할 자회사 신주를 모회사 주주에 배정하는 방안 등은 일반주주에게 즉각적인 금전적 보상을 제공하는 효과가 있다.

아울러, 합병비율 산정 시 종전처럼 주가만 고려하는 게 아니라 자산가치와 수익가치까지 반영해 공정한 가액을 도출하도록 하고, 합병가액의 적정성과 거래의 필요성 등을 검토한 이사회 의견서 작성·공시 의무와 독립적인 외부기관 평가 의무를 강화하는 등의 방안은, 합병비율이 최종적으로 결정되기 ‘전에’ 사전적으로 주주 권익 침해를 방지하는 제도라 볼 수 있다.

[표1] 상법 및 자본시장법 주주 권리 보호 관련 주요 개정사항과 영향 분석

상법	
주요 개정사항	주주 권리 보호 관련 영향 분석
주주에 대한 이사의 충실의무 명문화	이사가 회사뿐 아니라 주주의 이익을 보호해야 하고 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다는 행위 기준으로, 사후적 책임의 근거일 뿐 사전적 규제로 볼 수는 없음
감사위원 선·해임 시 3% Rule 정비, 분리선임 감사위원 수 확대	주주가 원하는 감사위원의 선임 확률을 높이거나 인원 수를 늘리는 것 자체로는 당장 주주가 이익을 얻었다고 볼 수는 없음. 선임된 감사위원이 임기동안 경영진 감독 의무를 성실하게 이행하면 주주 권익 침해를 적절히 예방할 수 있지만, 주주 측 감사위원이 선임되었다는 것만으로 회사 측의 특정한 행위를 저지할 수 있는 것은 아니며, 감사위원 선임 직후 주가가 바로 상승하거나 배당이 증가하는 등의 일도 거의 일어나지 않음
대규모 상장회사 집중투표제 의무화	마찬가지로, 주주가 원하는 이사의 선임 확률을 높이거나 그러한 이사의 인원 수를 늘리는 것 자체가 즉각적인 주주가치 제고를 가져오는 것은 아님. 선임된 이사가 임기동안 대표이사의 전횡을 효과적으로 견제하거나 기업가치 향상에 도움이 되는 의사결정에 기여해야 결국 주주가치 제고로 이어지는 것임
대규모 상장회사 전자주주총회 의무 개최	물리적으로 원거리에 있는 주주들도 주주총회에 참석할 수 있도록 하여 참석권 및 의결권을 보장하는 효과는 있지만, 전자주주총회를 개최하는 행위 자체가 직접적으로 기업가치 또는 주주가치의 상승으로 이어진다고 볼 수는 없음
자기주식 취득 후 1년 이내 원칙적으로 소각	자기주식이 소각되면 EPS와 ROE 상승으로 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것은 맞지만 단기간에 주가가 바로 반응하지 않을 수도 있고, 무엇보다 개정 상법 하에서도 예외 조항으로 회피가 가능하기 때문에 기업이 수 년 간 소각을 지연시킬 수 있음
자본시장법	
주요 개정사항	주주 권리 보호 관련 영향 분석
의무공개매수제도 도입	M&A 자체를 원천적으로 저지할 수는 없지만 지배주주와 동등한 수준의 경영권 프리미엄이 더해진 가격에 주식을 처분할 수 있게 되므로, 일반주주가 즉각적인 금전적 보상을 받는 셈이라고 볼 수 있음. 인수자가 지배주주의 지분만 프리미엄을 주고 매입하여 경영권을 취득할 수 있을 때보다 약탈적 M&A 시도가 억제되는 효과는 있음
공정한 합병비율 산정	합병비율 산정 시 주가뿐 아니라 자산가치와 수익가치까지 고려하여 공정한 가액을 도출하도록 하고, 합병가액의 적정성과 거래의 필요성 등을 검토한 이사회 의견서 작성·공시 의무와 독립적인 외부기관 평가 의무가 강화됨에 따라, 합병비율이 최종적으로 결정되기 전에 사전적으로 주주 권익 침해를 방지할 수 있음
물적분할 자회사 신주 모회사 주주에 우선 배정	물적분할 자회사 상장 자체를 저지할 수는 없지만 시장가치가 있는 신규상장 주식을 수령하는 것이기에 즉각적인 금전적 보상이 제공되는 것으로 볼 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

I. 논의 배경

의무공개매수제도는 1997년에 국내에 도입된 적이 있으나 약 1년 만에 폐지되었다. 그러다 2016년에 진행된 2건의 증권회사 인수와 관련하여, 지배주주와 일반 소액주주에게 제시된 주식 인수 가격 간 차이가 현저히 커 논란이 일었고, 이에 의무공개매수제도 재도입을 검토해야 된다는 주장이 나오기 시작했다. 감독당국은 2022년부터 본격적으로 의무공개매수제도 도입을 공론화했는데 2026년 현재 의무공개매수제도 관련 자본시장법 개정안이 여러 건 발의되어 있지만 모두 계류 중이다.

한편, 2015년 모 대기업집단 계열회사 간 합병과 관련해 합병비율이 지배주주에게는 유리하나 일반주주의 권익은 훼손한다는 논란이 일었고, 주가에 근거한 합병비율 산정방식을 규정한 자본시장법 시행령을 손 보아야 한다는 목소리가 각계에서 터져나왔다. 지난 2026년 5월, 상장된 계열회사 간 합병 시 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 합병가액을 결정하도록 하는 내용이 담긴 자본시장법 개정안이 국회 정무위를 통과했지만, 아직 최종 시행까지는 넘어야 할 문턱이 남았다.

또 다른 대기업집단에서는 한 계열회사의 핵심 사업부문이 물적분할되어 설립된 자회사가 독립적으로 상장을 하게 되자, 모회사의 주가가 큰 타격을 입게 되었다. 이에 상장 직전이었던 2021년 말 경부터 물적분할 자회사 중복상장 시 모회사 주주 보호 방안 마련의 중요성과 시급성이 대두되었다. 중복상장 가이드라인이 곧 시행될 예정이지만 이는 상장규정 등을 통해 규율하는 것이고, 물적분할 자회사 상장 시 모회사 주주에 신주를 우선 배정하는 방안을 도입하려는 자본시장법 개정안들은 아직 계류 중이다.

의무공개매수제도 도입, 공정한 합병비율 산정, 물적분할 자회사 신주 배정 등은 이미 제도 도입의 필요성과 잠재적 부작용 등에 대한 사회적 논의가 충분히 진행되었다고 생각된다. 공정한 합병비율 산정 관련 자본시장법 개정은 비교적 진척이 많이 이루어지긴 했지만, 의무공개매수제도나 물적분할 중복상장 관련 모회사 보호 방안 또한 조속히 입법이 추진되어야 한다고 생각한다.

1. 2022년부터 추진됐던 ‘의무공개매수제도’, 아직도 계류 중

의무공개매수제도 추진 경과

지난 2022년 12월, 금융위원회는 한국거래소 및 자본시장연구원과 함께 ‘주식양수도 방식의 경영권 변경 시 일반투자자 보호방안 세미나’를 개최하였다. 국내에서는 주식양수도 방식의 M&A가 대다수임에도 불구하고 합병·영업양수도 등 다른 유형의 M&A에 비해 주식양수도 방식의 경영권 변경 시 피인수회사 소액주주 권리 보호 장치가 상대적으로 미흡했다는 문제 의식에 따라, 일찌감치 정부는 ‘주식양수도 방식의 M&A 시 일반투자자 보호’를 자본시장 공정성과 신뢰 회복을 위한 국정과제 중 하나로 포함시켰고, 이후 연구용역·전문가 간담화·세미나 등을 거쳐 구체적인 도입 방안을 마련한 것이었다.

2022년 12월 세미나에서는 의무공개매수제도가 중점적으로 논의되었는데 이는 상장회사의 지배권을 확보할 정도의 주식 취득 시 일정 지분 이상을 의무적으로 공개매수의 방법으로 취득하도록 하는 제도이다. 의무공개매수제도를 도입하면 기업의 지배주주가 변경되는 M&A 과정에서 이를 찬성하지 않는 일반주주에게도 자신이 보유한 주식을 새로운 지배주주(인수인)에게 매각할 수 있는 기회(투자 회수 기회)를 보장함으로써 소액주주의 권익을 보호할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 M&A 시장 위축 등의 부작용도 있을 수 있어, 긍정적 시너지를 창출하는 정상적인 M&A 저해는 최소화하면서 일반 소액주주의 권익은 보호하는 균형 있는 제도 설계가 필요하다.

세미나 이후 21대~22대 국회에서 의무공개매수제도 도입을 위한 복수의 법률 제·개정안이 발의되었으나 최종적으로 국회를 통과한 법률안은 없었다. 지난 2026년 3월, 금융위원회는 의무공개매수제도 도입과 관련하여 M&A 활성화 등 시장 수요에 탄력적으로 대응하기 위해 의무공개매수 물량을 대통령령으로 위임하되 대통령령에서 정할 수 있는 최저선을 ‘50%+1주 이상’으로 규정하는 것을 고려 중이지만 구체적 규제 수준은 확정되지 않았다는 입장을 밝혔다.

[표2] 2022년 당시 의무공개매수제도 도입 추진 경과

시기	추진 내용
2022.05	새 정부 120대 국정과제에 ‘주식양수도에 의한 경영권 변경 시 소액주주 보호장치 마련’ 포함
2022.05~07	서울대 산학협력단과 연구용역 진행
2022.06	주식시장 투자자보호 강화 정책 세미나
2022.07	자본시장 전문가 간담회
2022.11	자본시장 분야 제3차 릴레이 세미나
2022.12	주식양수도 방식 M&A 시 일반투자자 보호방안 세미나

자료: 금융위원회, 정부, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 의무공개매수제도의 장점과 단점

장점	단점
· 피인수기업의 일반 소액주주도 소유하고 있던 지분을 매각할 기회(투자자금 회수 기회)를 얻을 수 있음 · 지배주주만 경영권 프리미엄을 독점할 경우 주주평등의 원칙에 반하게 되는데, 의무공개매수제도 도입 시 일반주주도 경영권 프리미엄을 공유할 수 있게 됨 · 무분별한 출자와 계열회사 확장 억제 · 인수자가 소수의 지배주주와의 사적 협상 후 장외에서 지배주주의 지분만을 프리미엄을 얻어 매수하는 방식 하에서는 악탈적 M&A^{주1)}가 발생할 수 있는데 이를 방지	· 의무공개매수제도 도입 시 일반주주의 지분도 지배주주의 지분과 동일한 가격으로 매수해야 하므로 인수기업의 자금 부담 증가 → M&A 시장의 전반적인 침체로 이어질 수 있음 · 긍정적인 시너지가 기대되는 M&A까지 저해하여 기업의 생산성과 자본시장의 효율성 저하 · 부실 기업을 회생시키기 위해 매각이 필요한 상황에서도 인수자를 찾기가 어려워지는 등 구조조정 지연 가능성^{주2)} · 적대적 인수합병 시도에 대해 경영권 방어를 위해 지분을 확보할 때에도 의무공개매수 규정이 적용되기 때문에 역설적으로 경영권 방어 비용 증가 · 만일 의무공개매수의 대상이 잔여 지분 전체로 정해지면 M&A 절차 종료 후 상장폐지되는 기업 증가 · 다수의 주주가 의무공개매수 발동 요건에 해당하는 지분을 미만으로 분산 소유하는 상황 발생

주1: 인수 직후 피인수기업의 핵심자산을 매각하거나 기술을 유출하는 등 단기 이익 실현만이 목적인 M&A

주2: 금융위원회는 2022년 12월 세미나에서 산업합리화·경영합리화 목적으로 법령·정부 개입에 의해 지배권 인수가 필요한 경우와 같이 합리적이고 타당한 사유에 대해서는 의무공개매수제도의 적용 예외 사유로 규정하여 시장참가자들이 어려움을 겪지 않도록 하겠다고 밝힘

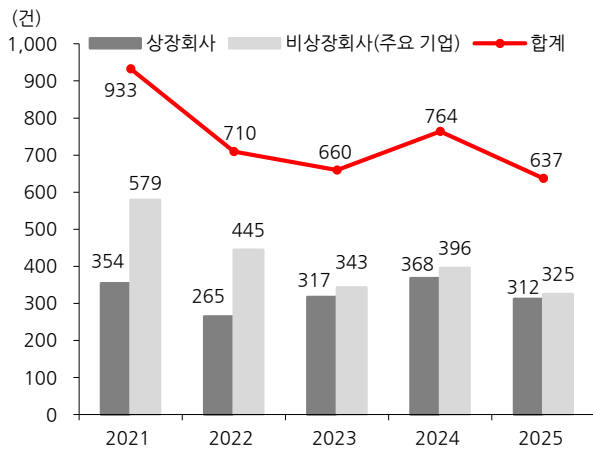
자료: 금융위원회, 선진상사법률연구, 자본시장연구원, 법무법인 YK, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 현행 국내 법제도상 M&A 관련 주주보호 장치

구분	합병		영업양수도		주식양수도	
	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사	인수회사	대상회사
주주총회 결의	○ (소규모 X)	○	○ (중요양수)	○ (중요양도)	X	X
주식매수청구권	○ (소규모 X)	○	○ (중요양수)	○ (중요양도)	X	X

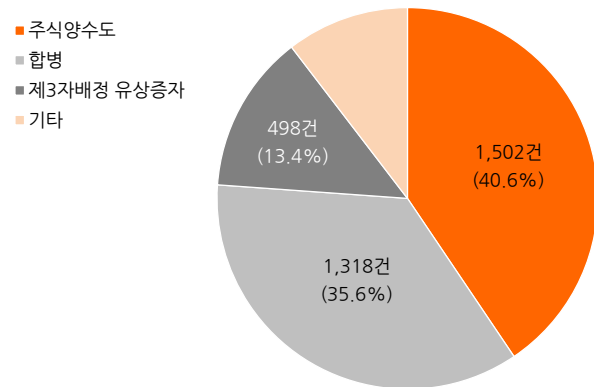
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연도별 M&A 건수 추이



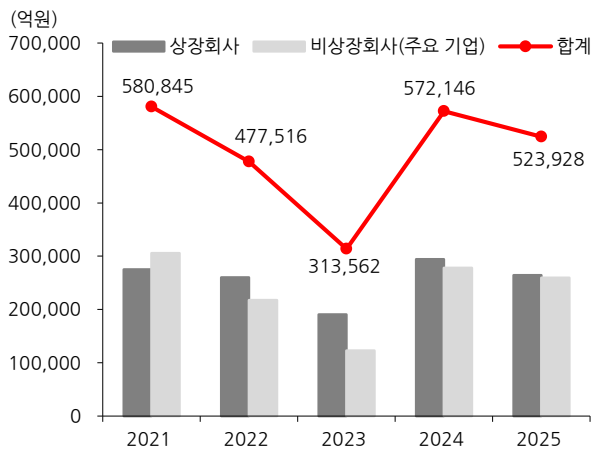
자료: 한국M&A거래소, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 유형별 건수의 비중 (5 개년 합산)



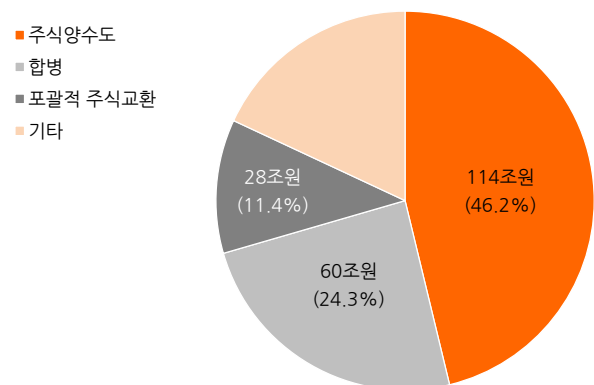
자료: 한국M&A거래소, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연도별 M&A 금액 추이



자료: 한국M&A거래소, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 유형별 금액의 비중 (5 개년 합산)



자료: 한국M&A거래소, 한화투자증권 리서치센터

(참고) 의무공개매수제도
재도입 논의를 촉발한
국내 M&A 사례

우리나라에는 1997년 1월 舊증권거래법 개정으로 의무공개매수제도가 도입되었지만 IMF 경제 위기가 도래함에 따라 기업의 구조조정을 촉진해야 한다는 명목으로 1998년 2월에 폐지된 역사가 있다. 당시 IMF는 우리나라에 미국식 제도를 도입할 것을 권유하였는데, 자신들에게 익숙지 않을뿐더러 M&A 추진에 걸림돌이 된다는 이유로 의무공개매수 제도의 폐지를 요구하였다. 이후 20년 넘게 지배주주가 인수자에게 장외에서 주식을 양도하면서 프리미엄을 독점하는 M&A 거래 방식이 보편화되었고, 이에 따라 일반 소액주주는 자신이 투자한 회사의 중대한 경영의사결정 과정에서 소외될 뿐 아니라 투자 회수의 기회도 충분히 보장받지 못하는 문제가 반복되어 왔다.

2016년 KB금융지주가 현대증권의 지분 22.56%를 매입할 때 지배주주 지분 인수가격은 주당 23,182원이었지만 소액주주에게는 주당 6,637원의 주식매수청구권을 부여했던 사례, 같은 해 미래에셋증권이 대우증권의 지분 43%를 인수하면서 지배주주에게는 주당 16,518원, 소액주주에게는 그 절반에도 미치지 못하는 주당 7,999원으로 주식매수청구권을 부여한 사례 등이 대표적이다. 이 2건의 사례는 국내 자본시장에서 소액주주 보호 장치가 아직 미흡하다는 것을 공공연히 드러냈고, 의무공개매수제도 도입 필요성을 일깨우는 계기가 되었다.

2021년 한샘의 창업주 및 친인척 지분 27.7%를 사모펀드 IMM이 주식매매계약 체결 일 종가 116,500원의 거의 두 배에 달하는 주당 222,550원에 사들인 일도 있었다. 이에 한샘의 2대주주였던 헤지펀드 테톤 캐피탈은, 지배주주 일가는 시가의 100%에 해당하는 프리미엄을 받고 지분과 경영권을 매각한 반면 일반주주들은 이러한 중요 의사결정 과정에서 철저히 배제되었고 주가도 결국 하락했다는 주장을 제기했다.

지난 2025년에는 롯데렌탈이 최대주주 호텔롯데와 주요주주 부산롯데호텔이 보유한 지분 56.2%를 사모펀드 어피니티에 주당 77,115원에 매각한다고 발표했다. 같은 날 이사회는 어피니티를 대상으로 주당 29,180원에 신주를 발행하는 제3자배정 유상증자도 결의했다. 이에 대해 “지배주주는 시가보다 높은 가격으로 지분을 매각하는 동시에 이사회는 인수자에게 추가 지분을 ‘할인’해 배정함으로써 인수자가 낮아진 매입단가로 지분을 확대하도록 하여 일반주주의 권익을 침해했다”는 비판이 일었다. 올해 1월 공정거래위원회가 기업결합을 불허함에 따라 동 거래는 지난 5월 최종 무산되었다. 어피니티가 국내 2위 렌터카 회사인 SK렌터카의 경영권도 갖고 있어, 1위인 롯데렌탈까지 품을 경우 시장 내 경쟁이 제한될 우려가 있다는 것이 불허의 주된 이유였다.

이같이 여러 굵직한 M&A 건에서 소액주주가 상대적인 손실을 보거나 소외됐던 사례가 반복되면서 의무공개매수제도를 재도입해야 한다는 목소리가 힘을 얻었다.

(참고) 선제적·자발적
의무공개매수제도 실시 사례

반면, 아직 국내에서 의무공개매수제도가 법제화되지 않았음에도 불구하고, 자발적으로 지배주주와 동일한 수준의 경영권 프리미엄을 소액주주에게도 적용하고 잔여 지분 전량을 공개매수한 사례들도 있다.

지난 2023년 텐티스트리인베스트먼트*는 오스탬임플란트에 대해 공개매수를 실시했다. M&A 대상회사인 오스탬임플란트의 전체 잠재적 발행주식총수 중 최대주주 지분과 자기주식을 제외한 잔여주식 71.8% 전부를 취득하여, 관련 법령이 허용하는 절차와 방법으로 최대한 신속하게 대상회사에 대한 자발적 상장폐지를 신청하고자 하는 목적에서 공개매수 절차를 추진했다.

(*유니슨캐피탈코리아(UCK)와 MBK파트너스가 오스탬임플란트의 공개매수를 위하여 설립한 특수목적법인)

텐티스트리인베스트먼트는 공개매수 공시 전에 최대주주의 지분 18.9% 중 9.3%를 1주당 190,000원에 인수하기로 매매계약을 체결하고, 일반주주에 대해서도 매수가격을 동일하게 책정함으로써 일반 소액주주도 프리미엄을 향유할 수 있도록 하였다.

오스탬임플란트 사례 이후, 인수자가 일반주주에게도 지배주주와 동일한 경영권 프리미엄을 더한 인수 금액을 제시하는 사례가 증가했다.

[표5] 일반주주에게 지배주주와 동일한 인수 가격을 제시한 국내 사례

공개매수 시기	인수자	피인수기업	제시한 인수가격(원)
2023	유니슨캐피탈, MBK파트너스	오스탬임플란트	190,000
2023	한앤컴퍼니	루트로닉	36,700
2024	아키메드	제이시스메디칼	13,000
2025	VIG파트너스	비울	12,500
2025	한앤컴퍼니	SK디앤디	12,750
2026	베인캐피탈	에코마케팅	16,000
2026	EQT파트너스	더존비즈온	120,000

자료: 고려대학교 경영대학, 한화투자증권 리서치센터

2. 중복상장 가이드라인 시행 임박, 그러나 아직 자본시장법은...

중복상장 가이드라인
이르면 7월 시행 예정

한국거래소와 금융위원회는 지난 7월 6일, 중복상장 시 모회사의 의무 및 일반상장 대비 강화되어 적용되는 특례심사 기준에 관한 가이드라인 안을 발표했다. 통상적으로 상장 모회사가 자회사를 별도로 상장하는 것을 의미하는 중복상장은, 그간 모회사 일반주주의 권익을 침해한다는 지적을 받아왔다. 자회사의 가치가 시장 내에서 중복계상(더블 카운팅)된다는 점, 자회사가 배당에 소극적일 경우 모회사 일반주주에게 귀속되는 이득이 제한적이라는 점, 지배구조 유지 등을 위해 자회사 지분 매각에 제약이 있다는 점 등이 모회사 가치 할인 요인으로 작용해 온 것이다. 이에 감독당국은 자회사 중복상장 시 모회사의 이사회에 상법상 주주충실의무에 기반한 구체적 의무를 부과하는 한편, 일반적인 상장보다 더 엄격한 상장 심사기준을 적용하는 등의 내용을 담은 중복상장 가이드라인(안)을 발표한 것이다.

가이드라인(안)에 따르면 모회사 이사회는 중복상장이 모회사 일반주주에게 미칠 영향을 평가하고, 현금배당·자기주식 소각·자회사 주식 현물배당 등의 주주보호 방안을 마련해야 하며, 주주와 적극적으로 소통하고 주주총회 등을 통해 주주 동의 여부를 확인한 뒤 이사회 결의 후 자회사 통지 및 공시를 이행해야 한다.

한국거래소는 자회사 상장 심사 시 자회사의 영업·경영 독립성을 토대로 상장의 타당성을 평가하는 한편 모회사 이사회가 주주 보호를 위한 의무를 충실히 이행했는지도 검토하는데, 이 때 주주 동의 여부와 관련해 자회사의 유형별 규제 수준이 다르다. 주주 동의를 받을 것을 원칙적으로 권고하지만 물적분할된 자회사를 상장하는 경우에만 주주 동의가 필수적으로 요구된다. 일반 자회사의 경우 주주 동의를 받으면 좋지만 만일 못 받더라도 엄격한 개별심사를 통해 영업 독립성, 경영 독립성, 투자자 보호 등의 면에서 기준을 통과하면 상장이 불가능한 것은 아니다.

7월 6일 발표된 가이드라인(안)은 14일까지 의견 수렴 절차를 밟았으며, 증권선물위원회 및 금융위원회 정례회의 의결을 통해 7월 말부터 시행될 것으로 예상되고 있다.

한편, 더불어민주당 K자본시장특별위원회 소속 의원들은 동 가이드라인을 한국거래소 심사기준(상장규정, 공시규정)에 그치지 않고 자본시장법에까지 반영하는 방안을 고려 중이다. 중복상장 가이드라인을 반영한 자본시장법 개정안은 7월 24일 현재까지는 공식 발의되지 않았다.

[표6] 중복상장 제도 개선 개요

구분	내용	비고						
모회사 이사회: 5대 의무 이행 ^{주1}	(1) 중복상장이 모회사 일반주주에게 미칠 영향 평가 (2) 주주보호 방안 마련: 현금배당, 자기주식 소각, 자회사 주식 현물배당 등 (3) 주주소통 또는 주주동의 여부 확인(주주총회 안건 상정) (4) 이사회 찬반 결의 및 자회사 통지 (5) 관련 정보의 공시 (주주동의 여부 확인을 거치지 않은 경우 그 이유 공시)	· (1)~(5) 이행 시 독립적 특별위원회 ^{주2} 심의·의결 필요 · 자회사 해외 상장 시에도 적용						
자회사 이사회: 상장 결정	상장 결정 후 한국거래소에 상장 신청							
한국거래소: 강화된 상장심사	(1) 자회사의 영업·경영의 독립성 (2) 모회사 이사회 5대 의무 준수 + 찬성 결의 (3) 충분한 모회사 주주보호 요건 충족(주주동의 원칙 권고) <table><tr><td>물적분할 자회사</td><td>주주동의 필수</td></tr><tr><td>일반 자회사</td><td>· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사</td></tr><tr><td>저비중 자회사^{주3}</td><td>주주동의 면제</td></tr></table>	물적분할 자회사	주주동의 필수	일반 자회사	· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사	저비중 자회사 ^{주3}	주주동의 면제	특례심사 기준
물적분할 자회사	주주동의 필수							
일반 자회사	· 주주동의 받음 → 충족 추정 · 주주동의 못 받음 → 엄격한 개별심사							
저비중 자회사 ^{주3}	주주동의 면제							
상장	상기 절차 통과 시 상장							

주1: 모회사 이사회의 상장규정 상 의무 미이행 시 제재금(최대 10억원) 및 매매거래정지(1일)

주2: 3인 이상의 위원으로 구성, 위원장이 독립이사이거나 위원의 2/3 이상이 독립이사 또는 독립이사의 자격요건을 충족하는 외부전문가로 구성되어야 함

주3: 매출, 영업이익, 자산이 모두 모회사의 10% 미만인 경우. 다만, 세 가지 항목이 모두 10% 미만이라도 예상 기업가치를 고려할 때 중요 자회사로 인정되는 경우에는 특례 미 적용. 저비중 자회사에 해당하더라도 물적분할된 자회사인 경우는 주주동의 의무화 적용

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 중복상장 규제 적용 대상

구분	설명	비고
종속회사	· 외부감사법 제2조제3호에 따른 지배·종속관계에 있는 회사 중 종속되는 회사를 의미(연결재무제표의 대상)	여러 단계에 걸쳐 복수의 상장회사와 연결관계인 종속회사인 경우, 복수의 상장회사 모두를 모회사로 판단
계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사	· 계열회사: 공정거래법 제2조제12호에 따른 동일한 기업집단에 속하는 계열회사를 의미(공정거래법에 따라 공시되는 대상에 한정되지 않으며 개념에 부합하면 해당) · 계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사: 종속회사에 준하는 수직적 지배력이 있는 경우를 의미하며, 발행주식의 20% 이상 소유하고 있는 계열회사 및 해당 계열회사가 다시 발행주식의 50%를 초과하여 소유하고 있는 계열회사(손자 관계) 등에 적용	수직적 지배관계에 있는 기업이 여러 단계에 걸쳐 복수로 존재하는 경우, 해당 기업 모두를 수직적 지배관계에 있는 모회사로 판단
최근 1년 이내에 '종속회사' 및 '계열회사로서 수직적 지배관계가 있는 회사'에 해당하였던 회사	-	중복상장 직전에 기업집단 차원의 자본 조정 등으로 규제를 회피하는 것을 방지하기 위함

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 중복상장 심사기준이 적용되지 않는 경우

구분	근거
상장회사가 단순 인적분할하여 신설법인을 상장하는 경우	주식교환 등으로 새로운 지배·종속관계가 형성되지 않음
자회사가 먼저 상장되어 있는 상태에서 모회사를 상장하는 경우	상장 자체로 인한 자회사 디스카운트 우려 등이 크지 않음
해외 거래소에 상장된 모회사가 자회사를 한국거래소에 상장하는 경우	한국거래소의 해외 시장 일반주주 보호 실익이 크지 않음

주: 다만, 위 경우에도 일반 상장 시 적용되는 공통 질적심사기준에 따라 기업의 계속성, 경영 투명성·안정성, 투자자 보호 등에 대한 심사는 이루어짐

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 자회사 상장 심사기준

구분	개요	구체적 심사기준
영업 독립성	영업 유사성	· 자회사의 주요 제품 또는 서비스, 관련 시장 또는 매출처, 사업모델 등이 모회사와 유사하거나, 관련 산업 또는 공급망에서의 역할이 모회사와 유사한 지를 심사 · 동일 산업에 속하더라도 자회사가 모회사와 구별되는 제품군, 고객 기반 등을 보유하여 공급망 내 역할이 구분된다면 영업의 독립성 인정 가능
	영업 독자성	· 자회사가 제품에 대한 시장조사, 연구개발, 설계 및 기획을 수행할 수 있는 자체적인 역량, 기술 또는 노하우를 보유하고 있는지 여부, 자회사가 스스로 가격 협상, 신규 기존 고객에 대한 판매 확대 활동을 수행하고 있는지 여부 심사 · 자회사가 모회사의 기술, 브랜드, 제품, 고객 기반 또는 판매망을 단순히 이전 받아 사업을 영위하는 경우에는 독립성이 낮다고 볼 수 있음
	영업 의존도	· 자회사의 연구개발, 원재료 조달 및 제조, 매출, 판매관리 등 주요 영업활동이 모회사에 의존하고 있는지를 심사 - 특히, 자회사의 매출 또는 매입의 50% 이상이 모회사로부터 발생하는 경우 영업 독립성을 충족하지 못하는 것으로 판단 · 다만, 매출매입 의존도가 높더라도 산업구조 상 수직계열화가 불가피하거나, 그룹 내 거래를 통해 원가 절감, 공급안정성 등 영업 효율성이 인정되는 경우에는 예외적으로 독립성을 인정
경영 독립성	독립적 이사회-경영진	· 모회사의 최대주주, 임직원 등이 자회사의 이사회, 감사(위원회), 경영진, 고문, 자문역 등을 겸직하는 경우, 겸직 비중이나 겸직하는 직위의 중요도 등을 종합적으로 고려하여 독립성 판단
	독자적 경영조직	· 자회사가 독자적인 인사관리 및 경영관리 시스템을 구축하고 있는지 여부 확인 · 핵심 부서의 업무가 모회사 인력에 의해 대부분 수행되는 경우에는 자회사가 독립적인 경영조직을 가지고 있다고 보기 어려움
	독립적 의사결정	· 자회사의 생산, 판매, 투자, 자금조달, 예산, 인력운영 등 주요 경영사항이 자회사 이사회 또는 내부 의사결정기구에서 실질적으로 심의·의결되는지 확인 · 실질적으로 자회사 이사회의 모든 안건이 모회사의 사전승인을 거쳐야 하거나 자회사 이사회에서 수정·부결이 불가능한 경우 의사결정의 독립성이 낮다고 볼 수 있음
투자자 보호	모회사 의무 이행 여부	· 모회사 이사회에 주주영향 평가, 주주보호 방안 마련, 주주소통 또는 주주 동의 여부 확인, 찬반 결의 및 자회사 통지, 공시 의무가 부여되어 있는 만큼 동 의무 이행을 심사기준으로 요구
	모회사 이사회의 찬성 결의	· 모회사 이사회의 의무 이행 결과, 모회사 이사회가 최종적으로 중복상장에 대한 찬성 결의를 해야 함
	일반주주 보호 필요성에 상응하는 주주 보호 노력	· 충분한 주주 보호노력이 있었는지를 판단하는 가장 직접적인 방법은 주주동의 여부를 확인하는 것이므로 주주동의를 받을 것을 원칙적으로 권고 · 주주 동의를 인정하는 기준은 상법상 감사위원 선임에 준하여 3% Rule을 적용 - 3%를 초과하는 의결권을 보유한 주주는 3%로 의결권 제한(최대주주인 경우에는 특수관계인 등이 소유한 주식을 합산) - 참여주식의 과반 찬성, 발행주식총수의 1/4 이상 찬성으로 의결^{주1}

주1: 상법의 경우 전자투표 허용 시 발행주식총수의 1/4 이상 찬성을 면제하나, 중복상장에서는 일반주주 의사 반영의 충실성을 위해 면제하지 않음

자료: 한국거래소, 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

물적분할 자회사 상장 시
소액주주 보호를 위한
'법률' 개정안은
아직 계류 중

21대~22대 국회에서 물적분할로 설립되는 자회사를 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 특정 비율 이상을 분할되는 모회사의 일반주주들에게 우선적으로 배정하는 내용을 골자로 하는 자본시장법 개정안이 여러 건 발의되었지만 아직 최종적으로 국회를 통과한 안은 없다. 발의된 개정안들이 목표로 하는 신주 배정 비율은 20%에서 70%까지 범위가 넓다.

이와 관련해 올해 3월, 금융위원회는 중복상장이 원칙금지되는 가운데 일부 예외적 허용 시에도 모회사 일반주주에게 신주가 우선 배정될 수 있도록 하는 소액주주 보호장치를 자본시장법 개정을 통해 추진 중이라고 밝히며, 구체적 배정 비율은 향후 국회 논의 과정에서 모회사 일반주주 보호, 기업공개(IPO) 시장에 미치는 영향 등을 종합적으로 고려하여 결정될 예정이라고 덧붙였다.

(참고) 물적분할 자회사
상장 (시도) 사례

LG화학은 2020년 12월에 배터리 사업부문을 물적분할해 LG에너지솔루션을 신설했고 LG에너지솔루션은 2022년 1월에 유가증권시장에 상장했다. 성장 가치가 높았던 핵심 자회사가 독립적으로 상장함에 따라 LG에너지솔루션 상장 전후로 모회사 LG화학의 주가가 크게 하락했다.

2024년 5월 상장된 HD현대마린솔루션에 대해서도 중복상장 논란이 제기되었다. HD현대마린솔루션은 2016년 11월에 HD한국조선해양(당시에는 현대중공업)으로부터 물적분할된, 선박 정비·수리·개조 등 사후관리를 주요 사업으로 영위하는 기업이다. 이듬해인 2017년 4월, HD한국조선해양으로부터 HD현대가 인적분할되었고, HD현대마린솔루션 상장 직전 HD현대의 마린솔루션에 대한 지분율은 62%였다.

한편, HD현대로부터 2020년 5월 물적분할된 HD현대로보틱스는 올해 1월 IPO 주관사를 선정했었으나 중복상장 규제 강화 등 때문에 절차를 중단한 상태이다.

2021년 10월 SK이노베이션으로부터 물적분할된 SK온은 2022~2023년 Pre-IPO를 통해 2026년 상장을 목표로 FI로부터 약 2.8조원 규모의 투자를 유치 받았으나 SK이노베이션이 2025년 7월에 FI가 보유한 SK온 전환우선주 전량을 매입하기로 결정하면서 중복상장 논란을 잠재웠다. 같은 해 11월에는 SK온과 SK엔무브가 합병했다.

2015년 5월 SK케미칼(現 SK디스커버리)로부터 물적분할된 SK플라즈마는 지난해 6월에 상장 주관사를 선정하기 위해 입찰제안요청서를 발송하기도 했으나 규제 강화와 중복상장에 대한 부정적인 여론 속에 절차가 중단된 상태이다.

(참고) 중복상장 규제
선제적 대응 사례

중복상장 가이드라인(안)이 공개되기 전 규제 강화에 선제적으로 대응한 사례로 ‘덕산하이메탈(모회사)-덕산넵코어스(자회사)’, ‘다산네트웍스(모회사)-디티에스(자회사)’가 있다. 지난 3월 ‘자본시장 안정과 정상화 간담회’에서 엄격한 심사를 통한 중복상장 원칙금지를 통해 자본시장 체질 개선을 추진하겠다는 내용이 발표되었고 이후 수 차례 공청회를 통해 규제의 윤곽이 사전적으로 공개되었기 때문에, 두 모회사가 가이드라인(안) 공표 전에 선제적으로 중복상장 영향 평가와 주주 보호 방안 마련 등을 이행할 수 있었다.

한국거래소는 지난 7월 20일, 덕산넵코어스와 디티에스의 코스닥 상장 예비심사를 승인했다.

가이드라인(안)이 발표됐던 7월 6일, 금융위원회 관계자는 중복상장 기준을 사실상 이행한 기업으로 덕산하이메탈을 언급하기도 했다. 덕산하이메탈 뿐 아니라 다산네트웍스도 자회사 디티에스 상장과 관련해 모회사 이사회가 선제적으로 주주와의 소통, 모회사-자회사 간 영업·경영 독립성 검토, 주주에 미치는 영향 평가 등을 이행했다.

양사 모두 제3자 기관으로부터 중복상장의 타당성에 대해 평가를 받은 후 이를 이사회가 검토하여 ‘심사 기준상 요구되는 영업·경영 독립성을 충족하고 모회사 일반주주 권익 보호 면에서도 부정적 영향을 초래하지 않으며, 모회사가 수립한 주주환원 정책이 실효성이 있다’는 결론을 냈다. 두 회사 모두 이사회 심의·의결 이후 임시주주총회를 개최하여 자회사 상장에 대해 주주 동의를 받았다. 양사의 주주총회는 가이드라인(안) 발표 전에 개최되었기에 자회사 상장 관련 안건을 표결할 때 3% Rule이 적용되지는 않았다.

다만, 두 건 모두 물적분할 자회사 상장이 아닌 외부에서 인수한 자회사를 상장하는 경우라는 점은 감안해야 한다.

[표10] 중복상장 규제 선제적 대응 사례 Timeline

덕산하이메탈(모회사)-덕산넵코어스(자회사)		다산네트웍스(모회사)-디티에스(자회사)	
2021.03	덕산하이메탈이 덕산넵코어스 인수 (인수 당시 사명은 넵코어스)	2014.12	다산네트웍스가 디티에스 인수 (인수 당시 사명은 동양티에스)
2025.11	덕산넵코어스, 코스닥 상장 예비심사 신청	2025.09	디티에스, 코스닥 상장 예비심사 신청
2026 연초~5월	덕산넵코어스 상장이 덕산하이메탈 주주에 미치는 영향, 양사 간 영업·경영 독립성 자체 평가 및 제3자 기관 평가 수행	2025.11~ 12월	주주 간담회 3회 개최, 주주 대상 설문조사 실시
2026.05.13	덕산하이메탈 이사회가 ‘자회사 덕산넵코어스의 코스닥 시장 상장’에 따른 모회사 주주영향평가’ 심의·의결	2026 연초~5월	디티에스 상장이 다산네트웍스 주주에 미치는 영향, 양사 간 영업·경영 독립성 자체 평가 및 제3자 기관 평가 수행
2026.05.29	덕산하이메탈 임시주주총회에서 자회사 상장 안건 가결 (의결권 있는 발행주식총수 기준 찬성률: 72.8%, 이 중 의결권 행사 주식 수 기준 찬성률 92.7%)	2026.05.29	다산네트웍스 이사회가 ‘자회사 디티에스의 코스닥 시장 상장’에 따른 모회사 주주영향평가’ 심의·의결
2026.07.06	감독당국이 중복상장 규제 요건 충족 사례로 ‘덕산하이메탈-덕산넵코어스’ 언급	2026.06.19	다산네트웍스 임시주주총회에서 자회사 상장 안건 가결 (의결권 있는 발행주식총수 기준 찬성률: 46.5%, 이 중 의결권 행사 주식 수 기준 찬성률 90.3%)
2026.07.20	한국거래소, 덕산넵코어스의 코스닥 상장 예비심사 승인	2026.07.20	한국거래소, 디티에스의 코스닥 상장 예비심사 승인

자료: 전자공시시스템, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

3. 10년 이상 지속된 공정한 합병비율에 대한 논란

2015년 삼성물산-제일모직 합병 논란

2015년 삼성물산-제일모직 합병 추진 당시 삼성물산과 제일모직 이사회는 자본시장법 시행령에 따라 보통주 합병가액을 삼성물산 55,767원, 제일모직 159,294원으로 산정하고, 이를 근거로 합병비율을 1:0.35로 결정하였다. 이에 대해, 삼성물산의 보통주 지분 7.12%를 보유하고 있던 미국 행동주의 헤지펀드 엘리엇은 서울중앙지방법원에 낸 주주 총회 금지 가처분 소송에서 회계법인에 의뢰해 작성한 기업가치평가 보고서를 근거로 삼성물산 보통주 1주당 100,597원 내지 114,134원, 제일모직 63,353원 내지 69,942원이 적정 주가라고 주장하며, 이에 비해 삼성그룹 측이 자본시장법 시행령에 근거해 산정한 삼성물산의 합병가액은 지나치게 저가이고 제일모직의 합병가액은 지나치게 고가여서 이를 토대로 산정한 합병비율은 현저히 부당하다고 주장하였다.

엘리엇이 법원에 제시한 삼성물산과 제일모직 보통주의 적정주가를 기초로 합병비율을 산정할 경우 합병비율은 약 1:1.43 내지 1:1.80의 범위 내에서 결정될 수 있었다. 이는 삼성그룹 측이 산정한 합병비율의 약 4배에서 5배에 달한다. 참고로, 세계 1위 의결권 자문기관인 ISS(Institutional Shareholder Services)는 적정 합병비율로 1:0.95, 한국ESG 기준원(당시 한국기업지배구조원)은 1:0.42, 국민연금공단은 1:0.46을 각각 제시하였다.

2024년에도 대기업집단 계열회사 간 합병 논란

두산에너지빌리티에서 두산밥캣을 분리한 뒤 두산로보틱스와 흡수합병하겠다는 지배구조 재편안이 2024년 7월에 발표되었다가 지배주주에게만 유리한 구조 개편이라는 비판이 일자 로보틱스와 밥캣 간 주식의 포괄적교환이 양사 이사회 결정(2024.8.29)으로 철회된 적이 있다.

2024년 11월 1일을 기일로 하는 SK이노베이션과 SK E&S 간 합병이 그 해 8월 임시주주총회에서 가결되었다. 합병이 성사되긴 했지만 7월 17일 이사회 결의 때부터 이노베이션은 저평가, E&S는 고평가되었다는 논란이 있었다.

그나마 진척도가 높아

상장회사 합병 시 공정한 가액으로 결정하도록 하는 등의 내용이 포함된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안이 올해 5월 14일 국회 정무위원회에서 가결되었다.

상장회사가 계열회사와 합병 등을 할 때 주가뿐 아니라 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정하도록 한 것, 합병 공정가액이 회사의 순자산가치보다 낮게 산정될 경우를 대비해 순자산가치를 공정가액의 하한선으로 삼은 것, 상장회사가 다른 법인과 합병 등을 할 때 이사회 결의 이전에 이사회 의견서를 작성하고 이를 공시하도록 법률에 명시한 것, 외부평가기관으로부터 합병 등의 가액 등에 관한 사항에 대하여 평가를 받고 외부평가기관의 평가의견서를 공시하도록 법률에 명시한 것, 계열회사 간 합병 시 감사(위원회)가 외부평가기관을 선정하도록 한 것 등이 주요 내용이다.

불공정한 합병가액으로 투자자가 손해를 입었을 때 회사의 손해배상책임을 강화하는 방안과 공정가액 산정 과정에서 합병 참여 법인들의 특수관계인이 보유한 의결권을 제한하는 내용은 M&A 시장의 위축을 야기할 수 있다는 우려로 보류됐다.

4. 주요 국가와 비교해서도 다소 뒤쳐진 제도적 환경

주요 선진국은 대부분
도입하고 있는
의무공개매수제도

의무공개매수제도는 유럽형, 일본형, 미국형으로 나뉘어진다.

먼저, 유럽형의 경우 일정 규모(25~33%) 이상의 주식을 취득하려는 경우 잔여 주주 모두를 상대로 매수를 청약할 의무(공개매수)를 부과한다. 2004년 제정된 EU의 공개매수에 관한 지침을 각국이 입법화하는 방식으로 도입되어 있다.

일본형 의무공개매수제도는 지분을 1/3을 초과하여 주식을 취득할 때 그 주식을 공개매수 방식에 의하여 매수해야 하고(1/3 Rule), 2/3를 초과하여 주식을 취득하는 경우 잔여 주주가 보유한 모든 주식에 대해 매수(청약) 의무를 부과한다(2/3 Rule). 회사에 대한 지배권 이동을 수반하는 거래의 기준으로 3분의 1이 채택된 것은 일본 상법상 특별결의(과반수 출석에 출석주주의 3분의 2 이상 찬성)를 저지할 수 있는 비율이 발행주식총수의 3분의 1이기 때문이다.

유럽의 의무공개매수제도는 지배주식의 취득·이전이 이루어진 이후 모든 주주에 대하여 공개매수를 할 것을 요구하는 사후적 규제이고, 매수가격은 과거 일정한 기간(영국과 프랑스는 1년, 독일은 6개월) 최고 거래가격 이상이어야 한다(최저 가격 규제). 반면, 일본의 의무공개매수 제도는 3분의 1을 초과하여 취득하고자 하는 경우 그 취득 자체를 공개매수에 의하도록 하는 사전적 규제의 성격이 강하다.

마지막으로, 미국은 동 제도를 도입하고 있지는 않지만 이사회적 적극적 역할과 발달된 민사소송제도 등을 통해 일반주주 이익을 보호하고 있다. 양수인이 회사를 약탈하거나, 회사기회를 유용하거나, 이사의 지위를 매도하는 등 특정한 상황에 해당하지 않는 한 법원은 지배주식의 매각에 간섭하지 않고 경영권 프리미엄은 양도인에게 귀속된다.

지배주주가 인수자와 물밑 협상을 통해 지분을 매각하고 경영권 프리미엄을 독식하는 우리나라의 M&A 관행은 주요 선진국과 비교했을 때 이례적일 뿐 아니라 코리아 디스카운트의 주된 원인 중 하나라고 볼 수 있다.

[표11] 해외 주요국 의무공개매수제도 현황^{주1}

국가	발동 요건	매수 대상	비고
영국	· 지분 30% 이상 취득 · 30~50% 지분을 보유한 주주가 추가 취득	잔여 지분 전체	유럽은 잔여 지분 전체에 대해 동일한 가격으로 공개매수하는 것을 원칙으로 하되, 각국의 규제당국이 일정한 범위에서 예외사항을 재량적으로 판단 가능
독일	· 지분 30% 이상 취득	잔여 지분 전체	
프랑스	· 지분 30% 이상 취득 · 30~50% 지분을 보유한 주주가 12개월 이내에 1% 이상 추가 취득	잔여 지분 전체	
네덜란드	· 지분 30% 이상 취득	잔여 지분 전체	
스페인	· 지분 30% 이상 취득	잔여 지분 전체	
이탈리아	· 지분 25% 이상(중소기업은 30% 이상) 취득 · 25~50% 지분을 보유한 주주가 12개월 이내에 5% 이상 추가 취득	잔여 지분 전체	
헝가리	· 지분 25% 이상 취득	잔여 지분 전체	
그리스	· 지분 33% 이상 취득	잔여 지분 전체	
포르투갈	· 지분 33% 이상 취득	잔여 지분 전체	
스위스	· 지분 1/3 이상 취득	잔여 지분 전체	
일본	· 지분 1/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득해야 함	공개매수에 응한 모든 주식에 대한 매수 의무는 부과하지 않음
	· 지분 2/3 초과 취득	잔여 지분 전체	
중국	· 지분 30% 이상 취득 · 30~50% 지분을 보유한 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득	잔여 지분 전체	실무상으로는 예외 및 면제 규정을 폭넓게 적용
홍콩	· 지분 30% 이상 취득 · 30~50% 지분을 보유한 주주가 12개월 이내에 2% 이상 추가 취득	잔여 지분 전체	
싱가폴	· 지분 30% 이상 취득 · 30~50% 지분을 보유한 주주가 6개월 이내에 1% 이상 추가 취득	잔여 지분 전체	
미국	· 의무공개매수제도 없음 ^{주2}	-	이사회가 회사 외 주주에 대해서도 충실의무를 부담하며, 이사의 충실의무 확보 수단으로 주주대표소송, 집단소송 등이 제도화되고 활발히 활용됨
캐나다	· 지분 20% 이상 취득	모든 주주에게 동등한 조건으로 매수 제안	
호주	· 지분 20% 이상 취득	-	원칙적으로 20% 초과 지분 취득 금지, 전체 주주를 대상으로 한 공개매수 절차를 거치면 허용

주1: 1997년 舊 증권거래법으로 도입되었다가 1998년 폐지된 과거 우리나라 의무공개매수제도의 경우 25% 이상 취득 시 50%+1주까지 취득하도록 하였음

주2: 펜실베이니아(20%), 메인(25%), 사우스다코타(50%+1주)의 경우에는 일반주주들이 지배주주에게 공정한 가격으로 매수 청구할 수 있음 (Control Cash-out Provision)

자료: 자본시장연구원, 금융위원회, 서울대학교 법학전문대학원, 한화투자증권 리서치센터

합병비율 산정을 법으로
규제한 국내 입법례는
특이한 사례

현행 자본시장법령은 구체적인 합병가액 산식*을 직접적으로 규율하여 기업 간 자율적 교섭에 따른 구조 개선을 저해한다는 비판이 있다.

(*상장 계열회사 간 합병하는 경우 이사회 결의일과 합병 계약일 중 앞서는 날의 전일을 기준으로, 최근 1개월 간 평균종가, 최근 1주일간 평균종가, 최근일 종가를 산술평균하여 가액을 결정. 10% 범위에서 할인 또는 할증 가능. 상장회사가 비상장회사와 합병하는 경우 상장회사는 주가 또는 주가가 자산가치에 미달하는 경우 자산가치, 비상장회사는 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 가액으로 함)

미국, 일본, 유럽 등 해외 주요국은 법으로 정해진 합병가액 산식이 없고 이사회 간 자율적 교섭(Negotiation)을 통해 합병가액과 비율을 결정한 후, 합병의 타당성과 가격 산정근거를 공시하여 주주와 시장이 평가할 수 있도록 한다. 또한 투자은행, 회계법인 등 외부전문가로부터 합병 조건이 공정하다는 의견서를 받아 이사회 결정의 타당성을 입증한다.

주요 선진국에 비해
중복상장에 관대한 우리나라

중복상장 비율을 ‘(상장회사가 보유한 타 상장회사 지분의 시장가치)/(전체 시가총액)’으로 정의할 때, 한국 시장은 중복상장 비율이 약 18%인 반면, 일본-대만-미국-중국은 각각 4.38%, 3.18%, 0.35%, 1.98%에 불과하다. (출처: IBK투자증권)

일본은 2019년 6월 경제산업성(經濟産業省)에서 「그룹지배구조시스템 가이드라인」을 제정하여 상장 자회사에서의 이해충돌 방지와 지배구조에 관한 기본방향을 제시한 바 있다. 동 가이드라인에 따르면 모회사는 그룹 전체의 기업가치 향상 및 효율성의 관점에서 상장 자회사를 유지하는 것이 최적인지 정기적으로 점검하고, ① 상장 자회사를 유지하는 것에 대한 합리적인 이유(그룹 전체 비즈니스 전략과의 정합성 등)를 확보하며, ② 실효성 있는 지배구조(독립적인 사외이사 선임, 독립적인 의사결정 보장 등)를 갖추어야 한다. 모회사는 ①, ②에 대하여 투자자들에게 정보 공개를 통해 충분한 설명을 제공하여야 한다. (자료: 국회입법조사처)

미국은 집단소송이 발달하였기에 모회사 주주와 자회사 주주 간 이해상충을 원천적으로 차단하고자, 상장법인인 모회사가 자회사를 100% 지분율로 보유하며 자회사는 비상장으로 유지하는 경우가 대다수이다.

II. 2025 년은 상법의 해, 2026 년은 자본시장법의 해

1. 상법 개정 내용과 시행 시기

1차 개정 2025년 7월 3일, 상법 개정안이 국회 본회의를 통과했다. 동 개정안은 22대 국회에서 발의된 14건의 상법 일부개정법률안의 내용을 통합하여 대안으로 제안된 안이다.

개정의 주요 내용은 이사의 충실의무의 대상을 주주로까지 확대, 감사위원의 사외이사 여부에 관계없이 합산 3% Rule 적용, 전자주주총회의 병행 개최, 사외이사의 명칭 변경과 비중 상향이다.

동 개정 상법은 2025년 7월 22일에 공포되었다. 주주에 대한 충실의무는 공포 즉시 시행되었으며, 정비된 3% Rule과 사외이사 명칭 변경 및 비중 확대 등은 공포 후 1년 뒤부터 시행되었고, 전자주주총회 병행 개최는 2027년 1월 1일부터 시행될 예정이다.

2차 개정 2024년 11월에 이정문 의원 등이 대표발의한 상법 개정안은 대규모 상장회사의 집중투표제 의무화, 분리선출되는 감사위원 수 확대 등의 내용을 담고 있다. 법안심사제1소위원회에 2024년 11월 26일 상정되었지만 2025년 7월 28일에서야 처리되었고, 국회 본회의에서는 2025년 8월 25일에 가결되었다. 올해 9월 10일부터 시행된다.

3차 개정 올해 1분기에는 일반주주 보호와 자본충실원칙 도모를 위해 자기주식 제도가 정비되었다. 지난 2월 23일, 법제사법위원회는 22대 국회에서 발의된 14건의 법률안을 통합 및 조정한 대안을 위원회안으로 제안하기로 의결하였다. 이를 뒤인 2월 25일, 국회(임시회) 본회의에서 동 대안이 가결되었고, 3월 4일 정부에 이송된 뒤 3월 6일에 공포되었다.

회사가 자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1년 이내에 원칙적으로 소각하도록 하되 임직원 보상 등 일정한 사유가 있어 회사가 작성한 자기주식보유처분계획이 매년 주주총회의 승인을 받은 경우에는 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 예외적으로 보유 또는 처분할 수 있게 한 것이 가장 대표적인 개정 내용이다. 단, 기존에 보유하고 있던 자기주식은 시행일로부터 1년 6개월 내 소각할 수 있도록 했다.

이에 더불어, 자기주식에 의결권 또는 배당을 받을 권리 등이 부여되지 않음을 명시한 점과 자기주식을 교환 또는 상환 대상으로 한 사채 발행을 금지한 점, 회사의 합병·분할 시 자기주식에 분할신주를 배정하지 못하도록 한 점 등도 주요 개정 내용이다.

[표12] 상법 개정 내용과 시행 시기

구분	개정 내용	국회 본회의 가결	정부 공포	시행 시기
1 차 개정	· 이사의 충실의무 대상으로 주주를 추가	2025.07.03	2025.07.22	2025.07.22
	· 이사가 직무수행에 있어 총주주의 이익을 보호하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하도록 함			2026.07.23
	· 사외이사 여부에 관계없이 감사위원 선·해임 시 합산 3% Rule 적용			2027.01.01
	· 소집지에서의 총회와 병행하여 전자주주총회를 개최할 수 있도록 함			2026.07.23
	· 최근 사업연도 말 자산총액이 2 조원 이상인 상장회사는 전자주주총회의 병행 개최를 의무화함			
2 차 개정	· 사외이사의 명칭을 '독립이사로 변경	2025.08.25	2025.09.09	
	· 독립이사 의무 선임 비율을 4 분의 1 에서 3 분의 1 로 상향 조정			
3 차 개정	· 최근 사업연도 말 자산총액이 2 조원 이상인 상장회사는 집중투표제를 배제할 수 없도록 함	2025.08.25	2025.09.09	2026.09.10
	· 분리선출되는 감사위원 수 확대			
	· 자기주식에 의결권 또는 배당을 받을 권리 등이 부여되지 않음을 명시함	2026.02.25	2026.03.06	2026.03.06
	· 자기주식을 교환 또는 상환 대상으로 하여 사채를 발행하지 못하도록 함			
	· 자기주식은 질권의 목적으로 하지 못하도록 함			
	· 회사가 자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1 년 이내에 원칙적으로 소각하도록 함			
	· 임직원 보상 등 일정한 사유가 있어 회사가 작성한 자기주식보유처분계획이 매년 주주총회의 승인을 받은 경우에는, 그 승인된 계획에 따라 자기주식을 예외적으로 보유 또는 처분할 수 있게 함			
	· 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 처분하도록 하고, 임직원 보상 또는 우리사주제도 실시 등 일정한 사유가 인정되는 경우에는 주주 외의 자에게 처분할 수 있게 함			
	· 회사가 자기주식을 처분하는 때에는 그 성질에 반하지 않는 범위 내에서 신주 발행절차를 준용함			
	· 회사가 취득한 모든 자기주식은 이사회 결의로써 소각할 수 있음을 명문화함			
	· 회사의 합병·분할 시 자기주식에 분할신주를 배정하지 못하도록 함			
	· 자기주식보유처분계획 승인 없이 자기주식을 취득일로부터 1 년 이내에 소각하지 않거나 또는 자기주식보유처분계획의 내용에 위반하여 자기주식을 보유·처분한 경우, 이사 개인에 대하여 5 천만원 이하의 과태료를 부과함			
	· 이 법 시행 전에 회사가 취득·보유하고 있는 기존 자기주식에 대하여도 동일하게 기준일로부터 1 년 이내 소각의무를 부과하고, 기존 직접취득 자기주식의 기준일을 이 법 시행일로부터 6 개월이 경과한 날로 설정하는 한편, 외국인 투자 등이 제한되는 회사에 대한 예외를 규정함			좌측 개정 내용 참고
	· 상장회사가 신탁계약의 방법으로 신탁업자로 하여금 자기주식을 취득하게 한 경우 신탁업자는 신탁계약이 존속하는 기간 동안 자기주식을 처분할 수 없고, 신탁계약의 종료 또는 해지 후 지체 없이 회사에 자기주식을 반환하여야 함			

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

2. 주주 권리 보호를 위한 주요 자본시장법 개정 모음

22대 국회에서 발의된 자본시장법 개정안 중 대표적인 것은 인수를 목적으로 주식을 매입할 때 특정 비율 이상을 확보하면 보유 지분이 과반에 이를 때까지 또는 잔여 지분 전부를 공개적으로 매수하도록 하는 의무공개매수제도의 도입, 합병비율 산정 방식 개선 및 불공정한 합병으로 투자자가 피해를 입은 경우 손해배상책임 신설, 물적분할 자회사 상장 시 자회사 신주를 모회사 주주에 우선 배정 등이 있다.

이 외에도 PBR이 2개 연도 이상 1 미만인 기업은 기업가치 제고계획서를 제출하도록 하는 안, 상장폐지 목적으로 공개매수 시 주가·자산가치·수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 금액으로 공개매수하도록 하는 안, 주식연계채권은 불특정다수를 대상으로 하는 공모 방식 발행을 우선적으로 하도록 하는 안과 최대주주 및 특수관계인의 전환사채나 신주인수권은 행사가액의 하향조정을 금지하는 안, 물적분할과 같이 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 구조적으로 발생하는 거래에 대하여 대주주를 제외한 소수주주 다수의 동의를 요구하도록 하는 소수주주 다수결(Majority of the Minority, MoM)을 도입하는 안 등도 있다.

이러한 개정안들은 지배주주에게는 유리하고 일반주주의 권익은 훼손할 수 있는 의사결정을 저지하거나, 만일 권익 침해가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우 주주가 이를 보전 받을 수 있도록 하는 것을 목적으로 하고 있다.

[표13] 22 대 국회에서 추진 중인 주요 자본시장법 개정

구분	핵심 내용	제안 현황
의무공개매수제도 도입	· 인수 목적으로 주식을 취득하여 지분율이 25% 이상이 되는 경우 50%+1주까지 또는 잔여 지분 전부를 공개매수해야 함	2024년 6월~2026년 4월 기간동안 10건 발의
공정한 합병비율 산정	· 상장회사의 합병가액 산정 시 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려해 공정한 가액으로 결정해야 함 · 외부 전문평가기관으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시하여야 함 · 합병 등의 가액이 불공정하게 결정되어 투자자가 손해를 입은 경우 손해배상책임을 지도록 함 · 계열회사 간 합병 시 주주가 법원에 감사인 선임을 청구할 수 있도록 함	2024년 7월~2025년 6월 기간동안 7건 발의
물적분할 자회사 신주 모회사 주주에 우선 배정	· 분할로 설립되는 회사 상장을 위한 신주 모집 시 신주의 특정 비율 이상을 분할되는 모회사 일반주주에 우선 배정 ^{주1}	2024년 11월~2026년 4월 기간동안 8건 발의
PBR 1배법	· 주가순자산비율이 2개 사업연도 이상 연속하여 1 미만인 상장회사에 대하여 배당가능이익의 처분 등을 포함한 기업가치 제고계획서를 작성·공시하도록 의무화	2026년 3월~2026년 6월 기간동안 3건 발의
공개매수 시 소액주주 보호	· 상장회사를 인수한 자가 상폐 목적으로 잔여 지분을 공개매수하는 경우 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정한 금액으로 공개매수하도록 함	2024년 12월 1건 발의
	· 공개매수에 관한 찬반 의견, 발행인 이사와의 이해관계 등을 의무적으로 공개하도록 함	2026년 4월 1건 발의
주식연계채권 발행 시 소액주주 보호	· 주권 관련 사채권 발행 시 불특정다수를 대상으로 하는 공모의 방식을 우선하도록 함	2025년 9월 1건 발의
	· 최대주주 및 특수관계인이 보유하는 전환사채나 신주인수권은 행사가액을 하향조정할 수 없도록 하고 경영권 분쟁 중에는 전환권·신주인수권의 행사를 금지	2024년 12월 1건 발의
소수주주 다수결 ^{주2} 도입	· 물적분할과 같이 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 구조적으로 발생하는 거래에 대하여 대주주를 제외한 소수주주 다수의 동의를 요구	2026년 6월 1건 발의

주1: 발의된 복수의 개정안이 제시하는 배정 비율은 20%~70% 범위 내에서 다양함

주2: Majority of the Minority, MoM

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

참고로, 의무공개매수제도는 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 첫째, 일정한 수 이상의 주식을 매입할 때 반드시 공개매수 절차에 의해 취득하는 것과 둘째, 일정한 수 이상의 주식을 매입하고 나서 잔여 지분 중 일부나 전부를 추가적으로 공개매수로 취득하는 것이다. ‘의무공개매수제도’라는 단어를 쓸 때 일반적으로 후자를 의미하며 동 보고서에서도 후자의 의미로 사용한다.

그러나 현행 자본시장법령에 전자에 해당하는 ‘Semi-의무공개매수’ 관련 조항은 있다. 과거 6개월 간 증권시장 밖에서 10인 이상의 자로부터 주식 등을 매수하고자 하는 자는 그 매수를 한 후에 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 발행 주식총수의 100분의 5 이상이 되는 경우에는 공개매수를 하도록 하는 규정이 있다(자본시장법 제133조제3항, 동법 시행령 제140조제1항, 제2항).

[표14] 공개매수 관련 현행 자본시장법령

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

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

III. 상법은 멀고 자본시장법은 가깝다

상법에 따른
주주 권리 보호

상법 1차 개정에서 가장 대표적인 개정 내용은 주주에 대한 이사의 충실의무를 명문화한 것이다. 그러나 이는 이사가 회사뿐 아니라 주주의 이익을 보호해야 하고 특정 주주에게만 유리한 결정을 내려서는 안 되며 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다는 행위 기준으로, 사후적 책임을 따질 때 근거 조항으로 활용될 수 있지만 사전적 규제로 보기는 힘들다. 사전적 규제란 특정 행위 금지를 명문화하여 어떠한 행위가 개시되는 것을 원천적으로 봉쇄하거나, 감독당국의 심사 또는 인가를 받아야만 절차를 진행할 수 있도록 하는 것 등을 의미한다.

상법 1차 개정에서 사외이사 여부에 관계없이 감사위원 선·해임 시 합산 3% Rule을 적용하도록 했고, 상법 2차 개정으로 분리선임해야 하는 감사위원의 수가 확대되고 대규모 상장회사에 대해 집중투표제가 의무화되었는데, 이는 주주가 원하는 감사위원과 이사의 선임 확률을 높이거나 인원 수를 늘리는 효과는 있지만, 그 자체로 회사의 특정한 행위를 원천적으로 차단하거나 주주가 즉각적인 보상을 받을 수 있게 하는 제도는 아니다.

자본시장법에 따른
주주 권리 보호

반면, 자본시장법 개정을 통해 추진 중인 의무공개매수제도 도입과 물적분할 자회사 신주를 모회사 주주에 배정하는 방안 등은 일반주주에게 즉각적인 금전적 보상을 제공하는 효과가 있다.

아울러, 합병비율 산정 시 종전처럼 주가만 고려하는 게 아니라 자산가치와 수익가치까지 반영해 공정한 가액을 도출하도록 하고, 합병가액의 적정성과 거래의 필요성 등을 검토한 이사회 의견서 작성·공시 의무와 독립적인 외부기관 평가 의무를 강화하는 등의 방안은, 합병비율이 최종적으로 결정되기 ‘전에’ 사전적으로 주주 권익 침해를 방지하는 제도라 볼 수 있다.

[표15] 상법 및 자본시장법 주주 권리 보호 관련 주요 개정사항과 영향 분석

상법	
주요 개정사항	주주 권리 보호 관련 영향 분석
주주에 대한 이사의 충실의무 명문화	이사가 회사뿐 아니라 주주의 이익을 보호해야 하고 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다는 행위 기준으로, 사후적 책임의 근거일 뿐 사전적 규제로 볼 수는 없음
감사위원 선·해임 시 3% Rule 정비, 분리선임 감사위원 수 확대	주주가 원하는 감사위원의 선임 확률을 높이거나 인원 수를 늘리는 것 자체로는 당장 주주가 이익을 얻었다고 볼 수는 없음. 선임된 감사위원이 임기동안 경영진 감독 의무를 성실하게 이행하면 주주 권익 침해를 적절히 예방할 수 있지만, 주주 측 감사위원이 선임되었다는 것만으로 회사 측의 특정한 행위를 저지할 수 있는 것은 아니며, 감사위원 선임 직후 주가가 바로 상승하거나 배당이 증가하는 등의 일도 거의 일어나지 않음
대규모 상장회사 집중투표제 의무화	마찬가지로, 주주가 원하는 이사의 선임 확률을 높이거나 그러한 이사의 인원 수를 늘리는 것 자체가 즉각적인 주주가치 제고를 가져오는 것은 아님. 선임된 이사가 임기동안 대표이사의 전횡을 효과적으로 견제하거나 기업가치 향상에 도움이 되는 의사결정에 기여해야 결국 주주가치 제고로 이어지는 것임
대규모 상장회사 전자주주총회 의무 개최	물리적으로 원거리에 있는 주주들도 주주총회에 참석할 수 있도록 하여 참석권 및 의결권을 보장하는 효과는 있지만, 전자주주총회를 개최하는 행위 자체가 직접적으로 기업가치 또는 주주가치의 상승으로 이어진다고 볼 수는 없음
자기주식 취득 후 1년 이내 원칙적으로 소각	자기주식이 소각되면 EPS와 ROE 상승으로 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것은 맞지만 단기간에 주가가 바로 반응하지 않을 수도 있고, 무엇보다 개정 상법 하에서도 예외 조항으로 회피가 가능하기 때문에 기업이 수 년 간 소각을 지연시킬 수 있음
자본시장법	
주요 개정사항	주주 권리 보호 관련 영향 분석
의무공개매수제도 도입	M&A 자체를 원천적으로 저지할 수는 없지만 지배주주와 동등한 수준의 경영권 프리미엄이 더해진 가격에 주식을 처분할 수 있게 되므로, 일반주주가 즉각적인 금전적 보상을 받는 셈이라고 볼 수 있음. 인수자가 지배주주의 지분만 프리미엄을 주고 매입하여 경영권을 취득할 수 있을 때보다 약탈적 M&A 시도가 억제되는 효과는 있음
공정한 합병비율 산정	합병비율 산정 시 주가뿐 아니라 자산가치와 수익가치까지 고려하여 공정한 가액을 도출하도록 하고, 합병가액의 적정성과 거래의 필요성 등을 검토한 이사회 의견서 작성·공시 의무와 독립적인 외부기관 평가 의무가 강화됨에 따라, 합병비율이 최종적으로 결정되기 전에 사전적으로 주주 권익 침해를 방지할 수 있음
물적분할 자회사 신주 모회사 주주에 우선 배정	물적분할 자회사 상장 자체를 저지할 수는 없지만 시장가치가 있는 신규상장 주식을 수령하는 것이기에 즉각적인 금전적 보상이 제공되는 것으로 볼 수 있음

자료: 한화투자증권 리서치센터

IV. 자본시장법 개정이 주식시장과 주주 권리에 미칠 영향

1. 의무공개매수제도 도입의 영향

긍정적 영향 의무공개매수제도가 자본시장법으로 도입되면 M&A에 반대하는 피인수기업의 일반 소액주주도 소유하고 있던 지분을 매각할 기회(투자자금 회수 기회)를 얻을 수 있다. 아울러, 지배주주만 경영권 프리미엄을 독식할 경우 주주평등의 원칙에 반하게 되는데, 의무공개매수제도 도입 시 일반주주도 경영권 프리미엄을 공유할 수 있게 되어 주주 간 형평성도 확보된다. 또한 지분 매입 비용 부담이 늘어나기 때문에 지배주주 일가의 무분별한 출자를 통한 계열회사 확장을 억제하는 효과도 있다.

한편, 인수자가 소수의 지배주주와 물밑 협상을 진행한 후 장외에서 지배주주의 지분만을 프리미엄을 얹어 매수하는 방식이 만연하면 건전한 M&A보다는 약탈적 M&A가 횡행할 가능성이 높아지는데, 의무공개매수제도는 이를 방지하는 효과도 있다.

잠재적인 부작용 그러나 의무공개매수제도 하에서는 일반주주의 지분도 지배주주의 지분과 동일한 가격으로 매수해야 하므로 인수기업의 자금 부담이 증가하게 되고, 이는 M&A 시장의 전반적인 침체로 이어질 수 있다. 게다가 긍정적인 시너지가 기대되는 M&A까지 저해하여 기업의 생산성과 자본시장의 효율성을 저하시키거나, 부실 기업을 회생시키기 위해 매각이 필요한 상황에서도 인수자를 찾기가 어려워지는 등 필수적인 구조조정이 지연될 수도 있다. 심지어 기존 지배주주가 적대적 인수합병 시도에 대해 경영권 방어를 위해 지분을 확보할 때에도 의무공개매수 규정이 적용되어 경영권 방어 비용이 증가하는 아이러니한 상황이 발생할 수도 있다.

현재 ‘50%+1주’ 방안이 유력하지만 만에 하나 잔여 지분 전부에 대한 의무공개매수로 법제화되면 M&A 절차 종료 후 상장폐지되는 기업 사례가 늘어날 것이다. 이후 구조조정 등을 거친 뒤 재상장 절차를 또 밟아야 한다면 시간과 비용이 불필요하게 낭비되는 셈이다. 덧붙여, 만일 의무공개매수 발동 요건이 지분을 25%로 결정되면, 이를 회피하기 위해 다수의 주주가 지분을 25% 미만으로 분산 보유하는 사례가 늘어날 수 있다. 실제로 유럽이나 일본에서도 이러한 사례가 발견된다. 이 경우 경영권 주체가 불분명한 상태가 장기화되면서 정보기술, 로봇, 기타 신성장 산업 등 빠른 투자와 결단이 필요한 업종에서는 기업가치가 훼손될 우려가 있다. (출처: 법무법인 YK)

지배주주 지분율이 낮은 기업은 인수 매력이 떨어진다? 기업가치가 동일하고 주당 프리미엄도 동일하다고 할 때 지배주주 지분율이 20%인 경우와 50%인 경우 중, 의무공개매수제도가 법제화되지 않은 상황에서는 지배주주 지분율이 20%일 때 더 적은 비용으로 인수가 가능하다. ‘50%+1주’ 안이 통과되면 지배주주 지분율이 낮은 피인수기업에 대해서는 의무공개매수제도 도입 전과 달리 과반의 지분을 확보할 때까지 추가로 지분을 매입해야 하기 때문에 해당 피인수기업의 인수 매력도가 낮아질 수 있다는 시각이 있다. 그러나 만일 잔여 지분 전부를 매수하도록 입법되면 인수자가 고가의 프리미엄을 주고 지배권 주식을 매입하는 대신 프리미엄을 자발적으로 낮추려는 유인이 생길 수 있다는 의견도 있다.

2. 합병비율 산정방식 및 절차 개선의 영향

자본시장연구원의 2018년 분석에 따르면, 국내 상장회사 간 합병은 대부분 계열회사 사이에 이루어지고 있다. 합병에 관계된 두 계열회사에 각각 지분을 보유한 최대주주나 특수관계인 등은 합병기업과 피합병기업 양측에 모두 영향력을 행사할 수 있으며, 이 경우 지배주주가 사업적인 목적이 아닌 사적 이익을 위해 합병을 추진하거나 합병 조건을 자신에게 유리하게 형성할 유인이 존재한다.

분석 결과, 합병기업과 피합병기업의 최대주주가 동일할 경우 합병비율*이 유의하게 낮게 나오는 점을 확인할 수 있었다. 소유구조가 합병비율에 미치는 영향은 최대주주가 동일한 경우와 더불어 합병기업의 최대주주가 피합병기업의 최대주주이거나 특수관계인인 경우에도 유의하게 나타났다. 이처럼 (기업집단의) 지배주주 및 특수관계인이 지분을 보유한 계열회사 간 합병 거래에서는 피합병기업의 소액주주가 보유하고 있는 지분이 저평가될 리스크가 있다.

(*합병기업 주가 대비 피합병기업의 상대주가)

지배주주가 여러 계열회사에
지분을 보유하고 있고
지분율 간 편차가 큰
대기업집단 재평가 기대

합병비율 산정 시 주가뿐 아니라 자산가치와 수익가치를 고려한 공정가액으로 합병가액을 산정하도록 하고, 합병가액과 합병비율 등 거래조건의 적정성에 대한 이사회 의견서 작성·공시 의무와 독립적 외부기관의 자문과 인증 의무가 강화되면, 지배주주에게 일방적으로 유리한 계열회사 간 결합을 추진하기가 훨씬 까다로워질 것이다.

지금까지는 동일 기업집단 내에서 지배주주가 다수의 계열회사에 지분을 보유하고 있고 각 계열회사에 대한 지분율 편차가 컸던 경우, 해당 기업집단 계열회사 간 석연치 않은 분할이나 합병 등을 통해 지배주주의 지배력을 강화할 지도 모른다는 우려가 있었다. 만일 공정한 합병비율 산정에 관한 자본시장법 개정안이 국회 본회의까지 통과하면 이러한 이유로 그간 저평가되었던 기업집단 소속 상장회사들이 리레이팅될 수 있을 것이다.

3. 물적분할 중복상장 규제의 맹점

면피 목적으로 활용할 여지	중복상장 가이드라인은 물적분할 자회사 상장 시 주주 동의를 반드시 받도록 요구하고 이 때 3% Rule을 적용한다. 녹록지 않은 통과 기준이지만 어떻게든 이를 충족하여 자회사를 상장시킨 경우, 중복상장으로 인해 모회사 기업가치가 유의미하게 하락한다 해도 ‘모회사 주주 동의를 받았다’는 점을 내세워 모회사 주가 하락에 대한 책임을 회피하는 기업이 있을 수도 있다.
모회사 주주 입장에서는 사내 사업부문으로 남아있는 게 그래도 더 낫다	물적분할 후 상장하는 자회사 신주 모집 시 일정 비율의 신주를 모회사 주주에게 우선 배정하도록 하는 방안도, 아무리 그 비율이 높을지언정 물적분할 되기 전 모회사가 해당 사업부문을 온전히 품고 있을 때에 비하면 자회사(분할 전 특정 사업부문)에 대한 모회사 주주들의 영향력이 어느 정도 희석되는 것을 피할 수는 없다.
재무건정성이 취약하고 자금 조달에 제약이 있는 회사일수록 강화된 규제 하에서도 자회사 상장 강행할 것	아울러, 모회사의 재무 사정이 양호하고 자금 조달 능력이 우수한 경우에는 중복상장에 대한 규제 강화와 지배주주와 소액주주 간 이해상충 방지 조치 마련에 대한 시장의 요구 수준이 높아진 현실을 받아들이고 다른 대안을 적극적으로 모색하겠지만, 부실한 재무 여건에 처해있거나 자금 조달이 여의치 않은 모회사일 수록 시간이 아무리 오래 걸리더라도, 복잡하고 골치 아픈 절차를 거치더라도, 우호 지분을 더 확보해서라도, 보여주기식 주주환원 정책을 마련해서라도 자회사 상장을 강행할 여지가 있다.

4. 저PBR 기업 개선은 여러 정책이 결합되어야 효과 발휘 예상

PBR이 2개 사업연도 이상 연속하여 1 미만인 상장회사는 배당가능이익의 처분, 사업구조 개선 계획 등을 포함한 기업가치 제고계획서와 이행현황을 작성·공시하도록 하고 위반 시 1억원 이하의 과태료를 부과하는 내용의 자본시장법 개정안이 3건 발의되어 있다(세부 내용은 개정안별 차이 있음). 그러나 밸류업 프로그램에 따라 이미 2024년부터 기업가치 제고계획 공시가 이루어지고 있기에 동 개정안이 통과되어 시행되면 중복 규제 논란이 있을 수 있다. 또한 공시 내용이나 형식이 형해화될 수 있을뿐더러, 낮은 주가를 유지하는 것이 더 이득인 경우 1억원 이하의 과태료가 실효성 있는 제재로 기능하지 못할 수 있다.

이 ‘PBR 1배법’은 단독으로는 효과가 제한적일 것으로 예상되고 현재 추진 중인 국내 상장회사들의 PBR 개선을 유도하는 여타 규제들과 힘을 합칠 때 상승효과가 일어날 것이라 판단한다.

2026년 3월 18일, ‘자본시장 안정과 정상화 간담회’가 개최되었는데 여기에서 업종별 저PBR 기업 리스트를 공표하고 종목명에 태그를 표출시키는 이른바 ‘Naming & Shaming’ 방안과, 자산의 장부가치와 공정가치 간 차이를 주석에 공시하도록 하는 방안 등이 언급되었다. 저PBR 기업 리스트 공표는 이르면 올해 10월부터 시행될 예정이다.

더불어민주당 이소영 의원이 발의한 상속세 및 증여세법 개정안은 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 자산가치와 수익가치 등을 고려하여 기업가치를 평가하되 하한선을 순자산가치의 80%로 하는 것을 골자로 한다. 현재 정부에서 세부 내용을 다듬고 있으며 이번 7월 세제개편안에 반영될 것으로 예상된다.

[표16] 국내 상장회사 PBR 개선을 위한 정책 동향

구분	내용	시행시기
저PBR주 리스트 공표	- 저PBR 기업 리스트를 한국거래소 밸류업 홈페이지에 상시 공표하고, 종목명에 '저PBR' 태그 표출(Naming & Shaming) - 기준: PBR이 동일업종 내 2분기 연속 하위 20% - 주기: 매반기 선정 (예: 4-10월) - 기업가치 제고 계획 공시를 수행한 경우 공표-태그 표출을 일정 기간 면제하여 기업의 능동적인 가치 제고 노력 유도 - PBR 현황진단-목표설정-실행계획 등의 내용이 포함되는 경우에만 인정	2026년 10월 (금융위원회 부위원장 6월 17일 발언)
PBR 0.8배법 또는 주가누르기 방지법 ^{주1} (상속세 및 증여세법 개정)	- 현행 법령 하에서는 상속세나 증여세가 부과되는 상장회사의 가치를 평가할 때 상속개시일 또는 증여일 전후 각 2개월 평균 시세를 활용함 - 따라서 상장회사의 경우 주가가 높으면 세금이 증가하고 주가가 낮으면 세금이 낮아져, 낮은 주가가 상속-증여 시 더 유리한 상황임 - 현행 법령 하에서 비상장주식은 순자산가치와 순손익가치를 2 대 3 혹은 3 대 2의 비율로 가중평가하되 만일 평가금액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 순자산가치의 80%를 하한선으로 정하고 있음 - 이에, 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 상장주식이라 하더라도 비상장주식의 평가방법과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선은 순자산가치의 80%로 하는 것을 개정 내용으로 함	이소영 의원 발의안이 아닌 정부 발의안으로 2026년 7월 정부 세제 개편안 포함 예상
자산의 장부가치와 공정가치 간 차이 공시 의무화	- 과거에 취득한 건물, 토지 등의 자산가치 상승에도 불구하고 이를 시가나 공정가치로 재평가하지 않아, 실질적인 순자산가치가 기업가치에 제대로 반영되지 않는 사례가 많음 - 이에, 주요 자산을 재평가한 후 장부가치와 공정가치 간 차이를 재무제표 주석으로 공시하도록 의무화하는 방안 추진 - 우선은 토지에 대해 공시지가(매년 1월 산정)를 활용한 공시 의무화를 추진 - 향후 기업 자산 중 차지하는 비중, 공정가치 평가 용이성 등을 종합적으로 고려하여 의무 대상 자산군 범위 확대 검토 예정	미정
PBR 1배법 ^{주2} (자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정)	- 김현정 의원 발의안(2026.3.6) - 주가순자산비율이 2개 사업연도 이상 연속하여 1 미만인 상장법인에 대하여 배당가능이익의 처분, 자기주식의 취득·소각, 사업구조 개선 계획 등을 포함한 기업가치 제고계획서를 작성·공시하도록 의무화 - 안도걸 의원 발의안(2026.4.1) - 주가순자산비율이 2개 사업연도 이상 연속하여 1 미만이고, 3개 사업연도 평균 자기자본이익률이 8% 미만인 해당하는 상장법인은 배당가능이익의 처분, 사업구조 개선 계획 등을 포함한 기업가치 제고계획서와 그 이행현황을 작성하여 공시하도록 함 - 이훈기 의원 발의안(2026.6.16) 2개연도 이상 계속하여 주가순자산비율이 1 미만인 기업에 대해 자본구조와 자금조달비용 등을 스스로 진단하고 그에 따른 개선 계획을 기재한 기업가치 제고계획서를 제출하도록 함	미정

주1: 상장회사 최대주주의 상속-증여세 20% 가산세율 삭제, 상장주식에 대해서도 물납 허용 등의 내용도 포함됨

주2: 3개 개정안 모두 기업가치 제고계획서를 제출하지 않은 상장법인에 대해 1억원 이하의 과태료를 부과하는 내용도 포함

자료: 금융위원회, 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

V. 자본시장법 개정을 더 서둘러야 하는 이유

투자를 했던 이유가
사라지거나 타격을 입었는데
아무런 보상이 없는 건
말이 안 돼

일반적인 개인투자자는 사업의 성장성, 높은 배당수익률이나 배당성향 등을 보고 특정 기업에 투자 결정을 하기도 하지만 (오너 경영인 경우) 지배주주의 경영능력을 믿고 투자를 하기도 한다. 만일 M&A 거래로 경영권이 새로운 지배주주에게로 넘어가게 되면 종전 지배주주의 경영 역량과 의지, 과거 업적 등을 보고 투자를 결정했던 일반주주 입장에서는, 투자를 단행했던 이유에 중대한 변화가 발생하거나 아예 그 이유가 사라지는 셈이다. 설상가상으로 인수자(신규 지배주주)가 기업의 장기적인 성장이나 펀더멘털 개선에는 관심이 없고, 기업의 핵심자산을 분할해 매각하거나 심지어 회사를 청산함으로써 단기적인 시세 차익을 극대화하는 소위 ‘기업사냥꾼’인 경우, 일반 소액주주들은 눈 뜨고 코 베이는 것이나 다름없다.

지배주주에게는 유리하고 일반주주에게는 불리한 합병비용에 따른 합병이나 핵심 사업 부문을 물적분할한 후 상장시키는 것 또한 마찬가지이다. 일반 소액주주가 특정한 기업의 주식을 매수할 당시에는 해당 기업의 가치가 미래에 상승할 것으로 판단하여 매수한 것인데, 느닷없이 매출 규모도 훨씬 작고 수익성이나 재무상태도 부실한 계열회사와의 합병을 추진한다거나 알짜 사업을 떼어내어 중복상장하겠다고 하면, 최초로 투자했던 목적이 무색해지는 것이다.

수많은 투자 대상 중 특정 기업에 투자하기로 결정한 이유와 목적이 사라지거나 크게 훼손되었고, 이에 따라 해당 기업의 주식을 보유한 주주는 지분가치가 희석되거나 재산상 손실을 입었는데, 그들에게 아무런 보상이 주어지지 않는 것은 건전한 자본주의 사회라면 있을 수 없는 일이다.

소액주주 보호에 초점을
두기보다
지배주주의 인센티브를
건드려야 하는데,
인수, 합병, 분할 등은
제로섬 게임인 경우가 많아

소액주주 보호를 입법의 목적으로 삼는 것은 장려되어야 할 일이지만 ‘소액주주는 약자이고 지배주주는 강자’라는 프레임이 항상 옳은 것은 아니다. 소액주주를 보호하는 데 매몰되면 사회 전반적으로 규제 준수, 행정 절차 측면에서 비용이 과다하게 증가할 수 있다.

지배주주의 이해관계와 소액주주의 이해관계가 일치되도록 제도를 설계하는 것이 올바른 접근법이라고 생각한다. 기부금에 강력한 면세 혜택을 주면 부자들이 앞다투어 기부를 하여 사회 취약계층이 경제적 도움을 받을 수 있고, 배당소득 분리과세를 실시하면 특히 대주주가 커다란 절세 효과를 누릴 수 있기에 기업이 배당총액을 늘려 소액주주도 금전적 이득을 얻을 수 있다. 이소영 의원이 발의한 상속세 및 증여세법 개정안도, 주가가 주당 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 주가가 아닌 순자산가치를 기준으로 상속세나 증여세를 산출하도록 함으로써 승계를 앞둔 대주주 입장에서 주가를 낮게 유지할 유인을 약화시키는 것을 지향하고 있다.

그러나 본 보고서에서 다룬 외부 인수자에게로 경영권이 이전되는 M&A 거래, 계열회사 간 합병, 물적분할 자회사 상장 등은 소액주주를 소외시키거나 소액주주가 재산상의 손실을 입더라도 지배주주가 이득을 독식하는 게 지배주주 개인의 입장에서는 이익인, 제로섬(Zero-sum) 게임의 성격을 띤다. 이에 따라 지배주주의 인센티브를 전체 주주의 이해관계에 결부시키는 것이 쉽지 않다.

그러니까 더더욱
자본시장법 개정이 조속히
처리되어야 해

앞서 설명하였듯 공정한 합병비율 산정과 관련된 자본시장법 개정안은 사전적 규제의 성격이 강하고, 의무공개매수제도와 물적분할 자회사 신주 배정 등의 주주 보호 방안은 소액주주에게 즉각적인 금전적 보상을 제공하기 때문에, 주주에 대한 충실의무를 명문화하거나 이사회에 주주 측 사람을 입성시키는 등의 방법보다 더 효과적으로 권익 침해 를 방지할 수 있고 설사 손실이 발생했더라도 신속하게 그 손실을 보전해 주는 방안이라 판단된다.

앞서 말한 것처럼 일반주주 입장에서는 지배주주의 변경, 기업구조 개편 등으로 해당 기업의 주식을 매수하기로 결정한 근거 내지 이유가 본질적으로 퇴색되게 되었는데 이에 대해 적절한 보상을 받지 못하는 것은 부당하다. 하지만 지배주주 입장에서는 경영권 매각이나 계열회사 간 합병·분할 등에 대해 일반주주에게 미리 소통하고 그들의 동의를 받는 번거로운 절차 없이 이러한 일들을 몰래, 속전속결로 진행하는 게 편리하다. 심지어 지배주주는 자신이 경영권 프리미엄을 독점하거나, 적은 비용으로 자신의 지배력을 유지 또는 확대할 수 있게 사업부문이나 계열회사를 자유롭게 분할·합병하거나 자 회사를 중복상장 시키는 게 개인적으로는 이익이다. 그러므로, 경영권 매각이나 기업구조 개편이 본격적으로 개시되기 전 단계에서 이를 억제 내지 저지하거나, 일반주주의 재산상의 손실을 가급적 신속히 보상해 줄 수 있는 제도의 도입이 시급한 것이다.

[별첨] 22 대 국회에서 추진 중인 주요 자본시장법 개정 (상세)

구분	주요 내용	제안자	제안일
의무공개매수제도	발행주식총수의 100 분의 25 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우 '50%+1 주'에서 기존에 보유하고 있던 주식 수를 공제한 수 이상의 주식을 추가로 의무공개매수 하도록 함	박상혁 의원 등 11인	2026.04.28
	본인과 특별관계자가 최대주주로부터 주식 등을 취득하여 보유 지분이 25% 이상이 되는 경우, 보유 지분이 과반에 이를 때까지 잔여 주식 전부에 대해 공개매수를 의무화함	이강일 의원 등 10인	2026.03.12
	보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100 분의 25 이상으로 최대주주가 되는 경우 잔여 주식등에 대하여 의무공개매수를 하도록 함	이인영 의원 등 10인	2025.11.20
	보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100 분의 25 이상이 되는 경우 잔여 주식등 전부에 대하여 공개매수를 하도록 함	김현정 의원 등 12인	2025.08.29
	주식 총수의 25% 이상을 보유하게 되는 경우, 해당 회사의 잔여 주식 전부에 대해 공개매수 의무를 부과하고, 공개매수 가격은 선행매수 가격을 고려하여 대통령령이 정하는 가격 이상으로 설정	이정문 의원 등 12인 ^{주1}	2025.02.12
	발행주식총수의 100 분의 25 이상을 보유하게 되는 경우 발행주식총수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 잔여주식의 수 이상의 주식을 의무공개매수 하여야 함	천준호 의원 등 11인	2025.02.07
	발행주식총수의 100 분의 25 이상을 매수하여 보유하는 새로운 지배주주는 잔여주식 전부에 대해 최근 1 년 내 거래 최고가격 등으로 공개매수를 하도록 함	김남근 의원 · 신장식 의원 · 한창민 의원 등 24인 ^{주1}	2024.12.24
	본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 그 주식등의 총수의 100 분의 25 이상이 되는 경우 발행주식총수의 100 분의 50 에 1 주를 더한 수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 잔여주식의 수 이상의 주식을 공개매수해야 함	정태호 의원 등 15인	2024.11.01
	주권상장법인 등의 100 분의 25 이상을 보유한 최대주주가 되는 경우 당해 매수등 이후 일정 수 이상의 주식을 추가로 의무공개매수하도록 하되, 다른 주주의 권익침해 가능성 등을 고려하여 예외를 둘 수 있도록 함	강명구 의원 등 11인	2024.10.24
공정한 합병비율 산정	본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식등의 수의 합계가 발행주식총수의 100 분의 25 이상이 되는 경우 발행주식총수에서 기보유 주식등의 수를 공제한 잔여주식 전부에 대하여 공개매수를 해야 함	강훈식 의원 등 12인	2024.06.20
	주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정하게 산정하여야 함. 다만, 산정된 가격이 순자산가치에 미달하는 경우 순자산가치를 가액으로 간주함	이강일 의원 등 10인 ^{주1}	2025.06.16
	합병 등의 가액 산정 시 투자자의 이익을 해치지 않는 공정한 가치 평가 의무를 부과하고, 합병 가액이 불공정하게 결정된 경우 기업 및 경영진의 연대 배상 책임을 명시하며, 계열회사 간 합병 시 주주가 법원에 검사인 선임을 청구할 수 있는 권한 부여	이정문 의원 등 12인 ^{주1}	2025.02.12
	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	김남근 의원 · 신장식 의원 · 한창민 의원 등 24인 ^{주1}	2024.12.24
	주권상장법인이 계열회사의 관계에 있는 법인과 합병하는 경우 소수주주가 주주총회의 합병 승인 전에 법원에 검사인 선임을 청구할 수 있도록 하는 등 관련 규정을 신설하여 주주의 이익을 충실히 보호	박상혁 의원 등 10인	2024.12.17
	주권상장법인은 합병가액 결정 시 주가, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액으로 결정하여야 함. 주권상장법인의 이사회는 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 대한 의견서를 작성하여 공시하는 등 주주의 정당한 이익 보호를 위해 노력하여야 함. 주권상장법인은 합병 등을 하는 경우 외부의 전문평가기관으로부터 합병 등에 관한 평가를 받아 공시하여야 함. 주권상장법인 이사회의 합병 등 결의시 주식매수청구권 가격이 협의되지 않는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하도록 함	윤한홍 의원 등 16인 ^{주1}	2024.12.03
	합병 등의 가액을 결정할 때 주가 등을 기준으로 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하도록 하되, 합병 등의 가액이 불공정하게 결정되어 투자자가 손해를 입은 경우에는 손해배상책임을 지도록 함	한정애 의원 등 10인 ^{주1}	2024.08.20
	합병 등의 가액을 결정할 때 주가 등을 기준으로 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하도록 하되, 합병 등의 가액이 불공정하게 결정되어 투자자가 손해를 입은 경우에는 손해배상책임을 지도록 함	김현정 의원 등 17인 ^{주1}	2024.07.18

구분	주요 내용	제안자	제안일
물적분할 자회사 신주 모회사 주주에 우선 배정	물적분할 이후 자회사를 상장하는 경우 모회사의 일반 주주에게 주식 배정을 의무화하면서, 주식매수청구권은 물적분할에는 적용하지 않도록 함 ^{주2}	강명구 의원 등 10인	2026.04.10
	물적분할로 신설된 법인이 증권시장에 상장하는 경우 기존 주권상장법인의 주주에게 모집주식 총수의 35% 이상을 우선 배정하도록 의무화하고, 이를 위반할 경우 제재	이정문 의원 등 12인 ^{주1}	2025.02.12
	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100 분의 60 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정하도록 함	천준호 의원 등 11인	2025.02.10
	주권상장법인의 자회사(물적분할에 의한 설립된 것 포함)를 별도 상장하는 경우 상장 주식총수의 100 분의 30 이상을 모회사의 주주에게 우선적으로 배정하도록 함	김남근 의원 · 신장식 의원 · 한창민 의원 등 24인 ^{주1}	2024.12.24
	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100 분의 50 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정하도록 함	민병덕 의원 등 10인	2024.12.11
	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100 분의 70 이상을 분할되는 회사의 소액주주들에게 우선 배정	강준현 의원 등 10인	2024.12.10
	물적분할로 설립된 분할신설법인이 상장 목적으로 모집하거나 매출하는 주식 총수의 100 분의 20 이내에서 분할된 법인의 일반주주에게 우선적으로 배정할 수 있도록 함	윤한홍 의원 등 16인 ^{주1}	2024.12.03
	분할로 설립되는 회사를 증권시장에 상장시키기 위해 신주를 모집하는 경우 모집하는 신주의 100 분의 25 이상을 분할되는 회사의 소액주주 중 물적 분할 당시 주식매수를 청구하지 아니한 소액주주들에게 우선 배정하도록 하는 신주인수권을 부여	김용만 의원 등 10인	2024.11.29
PBR 1 배법	2 개연도 이상 계속하여 PBR 이 1 미만인 기업에 대해 자본구조와 자금조달비용 등을 스스로 진단하고 그에 따른 개선 계획을 기재한 기업가치 제고계획서를 제출하도록 함	이훈기 의원 등 10인	2026.06.16
	주가순자산비율이 2 개 사업연도 이상 연속하여 1 미만이고, 3 개 사업연도 평균 자기자본이익률이 8% 미만에 해당하는 주권상장법인은 배당가능이익의 처분, 사업구조 개선 계획 등을 포함한 기업가치 제고계획서와 그 이행현황을 작성하여 공시하도록 함	안도결 의원 등 16인	2026.04.01
	주가순자산비율이 2 개 사업연도 이상 연속하여 1 미만인 주권상장법인에 대하여 배당가능이익의 처분, 자기주식의 취득 · 소각, 사업구조 개선 계획 등을 포함한 기업가치 제고계획서를 작성 · 공시하도록 의무화	김현정 의원 등 17인	2026.03.06
공개매수 시 소액주주 보호	공개매수신고서가 제출된 경우 발행인은 공개매수에 관한 찬반의견과 발행인 이사와의 이해관계 등을 의무적으로 공개하도록 함	김현정 의원 등 11인	2026.04.08
	주식상장법인을 인수한 자가 상장폐지 목적으로 나머지 지분을 공개매수하는 경우 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 금액으로 공개매수하도록 함	김남근 의원 · 신장식 의원 · 한창민 의원 등 24인	2024.12.24
주식연계채권 발행 시 소액주주 보호	주권 관련 사채권 발행 시 불특정다수를 대상으로 하는 공모의 방식을 우선하도록 함	김승원 의원 등 10인	2025.09.05
	최대주주나 그 특수관계인이 보유하는 전환사채나 신주인수권의 경우 시가 변동에 따라 전환가액 또는 신주인수권의 행사가액을 하향조정할 수 없도록 하고, 경영권 분쟁 중에는 전환권이나 신주인수권의 행사를 할 수 없도록 금지함	김남근 의원 · 신장식 의원 · 한창민 의원 등 24인	2024.12.24
소수주주 다수결(MoM, Majority of the Minority) 도입	물적분할과 같이 지배주주와 소수주주 간 이해상충이 구조적으로 발생하는 거래에 대하여 대주주를 제외한 소수주주 다수의 동의를 요구	박홍배 의원 등 12인	2026.06.11

주1: 대안반영 폐기, 2026년 5월 14일 국회 정무위원회에서 가결

주2: 분할된 법인의 우선 배정 주주의 범위, 우선 배정 주식의 한도 및 주식 배정의 기준·방법·절차 등은 대통령령으로 정함

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 7월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (엄수진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%