



ESG

자본시장법 개정을 통한 주주 보호 3대 방안 도입, 금주 들어 급물살

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

지난 24일 발간된 보고서에서 주주 권익 보호를 위한 자본시장법 3대 개정 사항 ① 의무공개매수제도 도입, ② 합병비율 산정방식 및 절차 개선, ③ 물적분할 자회사 신주 모회사 주주 우선 배정에 대해 조속한 입법 처리를 촉구한 바 있다. 이번 주 들어 이 3가지 개정 사항과 관련해 감독당국의 공식 보고와 입법 절차상의 진척이 있었기에, 그 소식을 전하는 한편 아직 미정인 세부 개정 내용의 향방을 예측해 본다.

정무위 업무보고에 명시된 의무공개매수제도 & 물적분할 자회사 신주 배정

지난 29일, 금융위원회는 국회 정무위원회에 제출한 업무보고에서, 의무공개매수제도의 재도입*과 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 공모 신주 우선 배정 근거 마련 등을 담은 자본시장법 개정 추진 계획을 밝혔다. 다만 구체적인 공개매수 비율이나 신주 배정 비율을 명시하지는 않았다. (*1997년 도입되었다가 1998년 폐지됨)

합병비율 산정방식 및 절차 개선, 법사위에서 가결

합병 등을 하는 경우 주가, 수익가치, 자산가치 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정하는 등의 내용을 담은 자본시장법 개정안이 지난 5월 14일에 정무위원회에서 가결된 바 있다. 정무위에서 가결된 동 개정안은 2개월 여 지난 7월 29일에 법제사법위원회를 통과했다.

‘비율’에 대한 최종 결정, 주주 권익을 ‘얼마나’ 보호할 지 정하는 중요한 분기점

의무공개매수제도 재도입과 물적분할 자회사 신주 모회사 일반주주 배정 방안의 입법 ‘여부’는 사실상 확정되었다고 볼 수 있다. 그러나 의무공개매수제도와 관련하여 경영권 프리미엄을 포함해 공개매수해야 하는 일반주주 보유 지분 매입 비율과, 물적분할 이후 자회사가 상장할 때 모회사 일반주주에게 배정할 공모 신주 비율에 대한 최종 결정 단계가 남아있다. 전자의 경우 ‘50%+1주’가 유력하게 거론되고 있는데, 이 비율까지 의무적으로 매입하도록 하되 매수 가격에도 하한을 설정하는 방식으로 입법될 가능성이 높다고 본다. 후자의 경우 현재 발의된 복수의 개정안상 그 범위가 15~70%까지 폭넓게 분포되어 있다. 보통 모회사가 자회사 중복상장을 강행하는 목적은 ‘외부로부터의 대규모 자금 조달’이기 때문에 법 조문에 명시하는 배정 비율은 20% 내외로 비교적 낮게 설정하고, 추후 기업들이 20%보다 5~10% 정도 더 높은 비율을 자발적으로 배정하는 양태로 흘러가지 않을까 예상된다.

금융위원회 29 일 정무위원회 업무보고 주요 내용

지난 7월 29일, 금융위원회는 국회 정무위원회에 제출한 업무보고에서 자본시장법 개정 추진 계획을 밝혔다. 여기에는 경영권 변경 과정에서의 일반주주 보호 강화를 위한 의무공개매수제도 재도입*, 물적분할로 상장된 유망 사업부문의 가치를 모회사 주주도 함께 누릴 수 있도록 물적분할된 자회사가 상장하는 경우 모회사 일반주주(대주주 제외)에게 공모 신주의 일정 비율을 우선 배정할 수 있는 근거 마련 등이 담겼다.

(*1997년 舊 증권거래법으로 도입되었다가 1998년 폐지된 적 있음)

이에 더불어, 현행법 하에서는 상장회사의 임직원 및 주요주주가 해당 회사의 특정증권 등을 6개월 이내에 매수·매도해 이익을 얻을 경우 회사가 임의로 차익 반환을 청구할 수 있는데, 이를 ‘의무화’하는 법 개정도 추진할 예정이다. 관련 제도가 이미 시행되고 있지만 법적 구속력이 부족해 실효성이 떨어진다는 지적에 따라 추진되는 것이다. 반환 대상자는 임원·주요주주 등 특정증권 소유상황 보고 주체뿐 아니라 주요사항보고서 및 공시 업무에 종사하는 직원, 재무·회계·공시·기획·연구개발에 종사하는 직원 등이다. 특히 임직원의 경우 매도 또는 매수 어느 한 시점에 임직원 지위였다면 퇴사 후에도 차익 반환 의무가 발생할 수 있다. 단기매매차익 반환 제도에 강제력이 부여되면 내부자의 미공개정보 이용을 사전에 차단해 공정한 거래질서가 확립되는 효과가 기대된다.

한편, 상장회사 임원의 사기·횡령·배임 등 중요 전과에 대한 공시도 의무화된다. 중요 전과 이력이 있는 임원에 대한 시장과 주주의 감시를 강화해 위법 행위 재발을 억제하고, 투자자 보호와 자본시장 신뢰 제고에 기여하겠다는 방침이다. 다만 동 개정 사항은 개인정보 보호 이슈 때문에 국회 본회의 통과가 녹록지 않을 것으로 예상되고 있다.

이 날 정무위 업무보고에서는 단일종목 레버리지 ETF에 대한 질의가 쏟아지면서 자본시장법 개정과 관련된 논의는 크게 주목받지 못했다.

[표1] 금융위원회 7월 29일 정무위원회 업무 보고 중 자본시장법 개정 관련 주요 내용

- 의무공개매수제도 재도입^주
- 물적분할 자회사 신주 모회사 일반주주에 배정^주
- 단기매매차익 반환 제도
- 상장회사 임원 중요 전과 공시 의무화

주: 매수 비율과 배정 비율은 명시하지 않음

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

29 일 법사위를 통과한 자본시장법 일부개정법률안 세부 내용

합병비율 산정방식 및 절차 개선에 관해 22대 국회에서 발의된 6건의 자본시장법 개정안을 통합·조정한 대안이 지난 5월 14일 국회(임시회) 정무위원회에서 의결되었다. 이후 국회 법제사법위원회는 7월 29일에 정무위원회에서 가결된 원안을 승인했다.

29일 법사위를 통과한 자본시장법 일부개정법률안의 세부 내용은, 상장회사가 합병 등을 할 때 주가뿐 아니라 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정하도록 한 것, 상장회사가 다른 법인과 합병 등을 할 때 이사회 결의 이전에 합병가액의 적정성 등에 관한 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 등이다.

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.

[표2] 합병비율 산정방식 및 절차 개선에 관한 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 신·구조문대비표

현행	개정안
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.	제165조의4(합병 등의 특례) ① 주권상장법인이————하는 경우 그 가액은 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하여야 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	(현행과 같음)
(신설) ^주	② 주권상장법인의 이사회는 합병 등을 결의하는 경우 대통령령이 정하는 바에 따라 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 관한 의견서를 작성하여 공시하여야 한다.
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 —————합병 등에————— 받아 공시하여야 한다.
(신설)	④ 계열회사 관계에 있는 주권상장법인 간 또는 주권상장법인과 주권비상장법인 간의 합병 등(이하 이 조에서 “계열회사 간 합병 등”이라 한다)의 경우 제3항에 따른 외부평가기관은 감사 또는 감사위원회가 선정한다.
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.	⑤ —————제3항—————.
(신설)	⑥ 계열회사 간 합병 등을 하는 주권상장법인은 해당 합병 등과 관련하여 그 특수관계인(『독점규제 및 공정거래에 관한 법률』 제9조제1항에 따른 특수관계인을 말한다)과 합병 등의 상대방인과의 이해관계를 공시하여야 한다.
④ 외부평가기관의 범위, 제3항에 따른 평가 업무 제한의 방법 등에 대하여는 대통령령으로 정한다.	⑦ 제1항부터 제6항까지에 따른 합병 등의 요건·방법 등의 기준, 공시의 내용 및 방법, 외부평가기관의 범위, 평가 업무 제한의 방법, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.
제165조의5(주식매수청구권의 특례) ① 주권상장법인이 「상법」 제360조의3·제360조의9·제360조의16·제374조·제522조·제527조의2 및 제530조의3(같은 법 제530조의2에 따른 분할합병 및 같은 조에 따른 분할로서 대통령령으로 정하는 경우만 해당한다)에서 규정하는 의결사항에	(현행과 같음)

관한 이사회 결의에 반대하는 주주(「상법」 제344조의3제1항에 따른 의결권이 없거나 제한되는 종류주식의 주주를 포함한다. 이하 이 조에서 같다)는 주주총회 전(「상법」 제360조의9에 따른 완전자회사가 되는 회사의 주주와 같은 법 제527조의2에 따른 소멸하는 회사의 주주의 경우에는 같은 법 제360조의9제2항 및 제527조의2제2항에 따른 공고 또는 통지를 한 날부터 2주 이내)에 해당 법인에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에만 자기가 소유하고 있는 주식(반대 의사를 통지한 주주가 제391조에 따라 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 취득하였음을 증명한 주식과, 이사회 결의 사실이 공시된 이후에 취득하였지만 대통령령으로 정하는 경우에 해당함을 증명한 주식만 해당한다)을 매수하여 줄 것을 해당 법인에 대하여 주주총회의 결의일(「상법」 제360조의9에 따른 완전자회사가 되는 회사의 주주와 같은 법 제527조의2에 따른 소멸하는 회사의 주주의 경우에는 같은 법 제360조의9제2항 및 제527조의2제2항에 따른 공고 또는 통지를 한 날부터 2주가 경과한 날)부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 청구할 수 있다. ② 제1항의 청구를 받으면 해당 법인은 매수청구기간이 종료하는 날부터 1개월 이내에 해당 주식을 매수하여야 한다. ③ 제2항에 따른 주식의 매수가액은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정한다. 다만, 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 매수가액은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 하며, 해당 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가액에 대하여도 반대하면 법원에 매수가액의 결정을 청구할 수 있다. 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.	③ _____ 이사회가 대통령령으로 정하는 절차·방법 등의 기준에 따라 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정한 _____. (현행과 같음) 제165조의18(주권상장법인에 대한 조치) (현행과 같음) (현행과 같음) 3의2. 제165조의4제2항을 위반하여 의견서를 작성하지 아니하거나 공시하지 아니한 경우 4. 제165조의4제3항 _____ 4의2. 제165조의4제4항을 위반하여 외부평가기관을 감사 또는 감사위원회가 아닌 자가 선정한 경우 4의3. 제165조의4제6항을 위반하여 공시하지 아니한 경우 (현행과 같음) 5의2. 제165조의5제3항을 위반하여 주식의 매수가액을 결정한 경우 (현행과 같음)
1. ~ 3. (생략) (신설) 4. 제165조의4제2항을 위반하여 외부평가기관으로부터 평가를 받지 아니한 경우 (신설) (신설) (신설) 5. (생략) (신설) 6. ~ 25. (생략)	(현행과 같음) (현행과 같음) (현행과 같음) (현행과 같음) (현행과 같음) (현행과 같음) (현행과 같음)

주: 합병에 대한 이사회 의견서 작성 의무 등은 현행 자본시장법 시행령 제176조의5제6항에 이미 규정되어 있으나 이를 법률에도 명시하는 것임

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

매수 비율과 배정 비율에 관한 예측

의무공개매수제도 재도입과 물적분할 자회사 신주 모회사 일반주주 배정 방안의 입법 ‘여부’는 사실상 확정되었다고 볼 수 있다. 그러나 의무공개매수제도와 관련하여 경영권 프리미엄을 포함해 공개매수해야하는 일반주주 보유 지분 의무 매입 비율과, 물적분할 이후 자회사가 상장할 때 모회사 일반주주에게 배정할 공모 신주 비율에 대한 최종 결정 단계가 아직 남아있다. 이 ‘비율’에 대한 최종 결정은 주주 권익을 ‘얼마나’ 보호할지를 정하는 중요한 분기점이 될 것이다.

의무공개매수제도란 인수자가 일정 수준 이상의 상장회사 지분을 매입해 최대주주가 되는 경우 일정 기간 내에 그 이전에 이루어진 자신의 매입 가격 이상으로 잔여 주식 일부 또는 전부에 대해 공개매수를 제안하도록 의무화하는 제도다. 이 때 잔여 주식 매입 비율과 관련해 현재 ‘50%+1주’가 유력하게 거론되고 있으나, 일각에서는 실효성 있는 일반주주 보호를 위해서는 잔여 주식 전량을 매수하도록 입법되어야 한다고 주장한다. 그 근거로는 잔여 주식 전부에 대한 공개매수가 법제화되면 인수자가 적극적인 협상을 통해 지배권 프리미엄을 낮추어 전체 인수비용을 절감하고자 할 것이라는 점, 만일 ‘50%+1주’가 기준이 되면 공개매수에 응한 주식 중 이 기준을 초과하는 수량은 매수자가 비율대로 안분해 매수하게 되는데 이 경우 일반주주의 일부 또는 잔여 주식의 일부만 지배주주와 평등한 대우를 받게 되어 형평성에 어긋난다는 점 등을 제시한다.

이와 관련하여, 의무적으로 매입해야 하는 비율은 ‘50%+1주’까지로 법률에 명시되 매수 가격의 하한을 정하는 방식(최저가격규제)**으로 입법되는 쪽으로 예견해 본다.

(**유럽에서는 잔여 주식 공개매수 시 매수 전 6개월 이상 12개월을 초과하지 않은 범위 내에서 동일한 증권에 대하여 매수제안자가 지불한 최고가격 이상을 지급하도록 함. 1997년 舊 증권거래법령으로 도입된 과거 우리나라 의무공개매수제도에서도 공개매수신고서를 제출하는 날부터 과거 1년간 공개매수자가 공개매수대상 주식 등을 매수한 최고거래가격과 공개매수신고서 제출일의 전일에 증권시장에서 성립한 종가 중 높은 가격 이상으로 공개매수하도록 규정되어 있었음)

한편, 물적분할 자회사 신주를 모회사 주주에 배정하는 비율은 현재 발의된 복수의 개정안상 그 범위가 15~70%까지 폭넓게 분포되어 있다. 보통 모회사가 자회사 중복상장을 강행하는 목적은 ‘외부로부터의 대규모 자금 조달’이기 때문에 법 조문에 명시하는 배정 비율은 20% 내외로 비교적 낮게 설정하고, 추후 기업들이 20%보다 5~10% 정도 더 높은 비율을 자발적으로 배정하는 양태로 흘러가지 않을까 예상한다.

[Compliance Notice]

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.