

# 2023년 자본시장 규제 동향과 기업 영향<sup>1)</sup>

오현주 법무법인(유) 광장 파트너변호사  
hjo@leeko.com

## Summary

2022년 초 새 정부의 자본시장 정책 전망에서 거론된 내용들은 상당 부분 선거 공약에서 이어졌다. 그래서인지 일반시장 보호 정책이 폭넓게 펼쳐졌다. 불공정거래 규제 의지는 여러 차례 공언되었고 다방면에서 규제와 감독에 투영되고 있다. 강력한 금융감독당국과 부활한 증권범죄합동수사단, 자본시장법 상장회사 특례조항이 활약 중이다. 이 부분 규제동향이 상장회사들에 미칠 영향을 살펴 보자.

최근 개편이 완료되었거나 새해에 추진 중인 규제 어젠다들로서, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(“자본시장법”)과 하위 규정, 또는 가이드라인에 의한 규제를 중심으로, 주목할 만한 사항들을 간략히 짚어 보았다. M&A와 분할 등의 상황에서 주주보호대책으로 발표된 정책, 불공정거래 규제 강화와 상장폐지 제도 등을 위주로 살펴 본다.

## 1. 주식양수도 방식의 경영권 변경시 의무 공개매수 제도 부활 추진 중

2023년 자본시장 정책 어젠다 중 가장 주목할 대목이다. 관련 법안이 복수 발의되어 있는 정도여서 아직은 실행이 확정된 단계는 아니다.

이 의무공개매수의 지지논리는, 합병 방식 M&A에서는 주총 특별결의와 주식매수청구권이라는 보호장치가 있는 반면 주식거래 M&A에서는 주주보호가 취

약하다는 것이고, 기저의 법률원칙은 “주주평등원칙”이다. 1998년 2월, 이 제도를 도입 1년만에 폐지한 이유가 IMF 후의 기업 구조조정에 있었음을 상기하면, 현 경제상황에서 폐기되지 않고 추진되는 것은 의외라는 반응도 있다. 감독당국은 이 우려에, ‘산업합리화나 경영합리화 목적으로 법령이나 정부의 개입에 의하여 지배권 인수가 필요한 경우 등’과 같은 예외를 두겠다고 답변하고 있다. (1년의 유예기간이라는 완충장치도 있기는 하다.) 그러나 정부 주도의 M&A나 그 exit에 대해서만 예외를 인정한다면 비판이 제기될 수 있다.

우리 법상 이사의 충실의무나 주주대표소송과 집단소송이 제도화되어 있음에도 불구하고 공개매수까지 의무화하는 것은, 회사법 원칙과 분쟁을 통한 구제를 도모하는 미국식 모델이 아니라 EU와 일본의 모델을 따르는 방향이다. EU형은 잔여 주주 모두를 대상으로 하는 반면, 일본형은 1/3 초과 주식 취득 시 공개매수에 의하여야 하고, 2/3 초과 주식 취득 시 잔여주주

1) 본고는 필자의 개인적인견으로, 법인의 공식적인견이 아님을 밝힙니다. 또한 본고 작성 시점 이후에 진척된 규제상황은 반영되지 않았습니다.

보유주식 전부를 매수(청약)할 의무(1/3룰+2/3룰)를 부여하여 좀 더 약하다.

주식의 25% 이상을 보유한 최대주주가 되고자 하면, 잔여 주주를 대상으로 공개매수해야 하며, 지배주주와 동일한 가격(경영권 프리미엄 반영)을 적용해야 한다. 공개매수의무물량은 50%+1주에서 경영권 변경 지분 취득분을 공제한 물량이다. 경영권 프리미엄 ‘공유’라는 정책방향은, 그간 지배지분에 대하여만 경제적 가치를 인정해온 세법(상속증여세법 제63조 제3항에 의한 할증평가 및 이를 준용하는 소득세법, 법인세법, 조세특례제한법의 다수 규정)과는 다른 방향임이 분명하다.

의무공개매수로 인해 M&A 비용은 늘어날 뿐 아니라 미리 확실히 알 수도 없다. 거래에서 금융제공자의 지위가 압도적으로 높아지고 기업의 주도력은 크게 손상될 것이라는 전망이다.

## 2. 물적분할에서 일반주주 보호 강화 대책 패키지 완성

상장사가 물적분할에 나서는 경우 반대 주주에게 주식매수청구권을 부여하는 취지의 자본시장법 시행령 개정안이 시행된다. 시장을 통한 매각기회 제공으로는 부족하다는 비판과, 기업의 구조재편이나 신사업 도전을 이렇게까지 발목 잡아야 하느냐는 의견 대립이 팽팽하다.

이제 분할합병의 경우나 상장사의 인적분할에서 사업부문을 상장하지 않는 경우와 마찬가지로, 물적분할에서도 상당한 수준의 주식매수청구권 행사 비용을 감안해야 한다. 주식매수청구권 행사에 응하여 취득한 대규모의 주식은 5년 내에 처분해야 하는데, 이 부분도 회사의 부담이자 동시에 시장의 부담이 될 것이다. 다만 이 처분의무조항에는 연결된 처벌조항이 없다. 실제로 주가하락압박을 염려하여 또는 현재의 주가조차 만족스럽지 않아 이 기한을 놓치는 사례들이 존재한다. 자사주는 장외처분도 가능하므로 이런 물량은 추후 예컨대 백기사들에게 처분할 수도 있을 것이다. (다만 이와 관련해서는 최근 금융위원회가 자기주식 취득, 처분 제도를 개선하겠다고 한 대목에서 긴장되는 면이 있다.)

자본시장법의 상장회사 특례조항은 이렇게 또 확대되었다. 다만 모회사 주주들에게 자회사 신주우선배정권을 부여하는 방안은 채택되지 않을 듯하다. 이로써 물적분할 상황에서의 주주보호 방안은, 지난 해 주요사항보고의무 강화와 상장심사 강화에 이어 대략 종착역에 이르렀다.

## 3. (상환)전환우선주에 대한 리픽싱 · 콜옵션 규제 도입

상장회사가 발행하는 상환전환우선주 및 전환우선주에 대하여도 전환사채에 준하는 규제를 도입하는 것을 주요 내용으로 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」이 개정된다.

전환사채 시장의 투명성을 제고하고 최대주주의 지분 확대 수단으로 이용되는 사례를 규제한다는 취지에서, ① 상장회사 발행 전환사채에 관하여 주가 상승시 전환가액 상향조정 의무화, 최대주주 및 특수관계인에 의한 콜옵션 행사 범위 제한 및 관련 공시의무 강화를 주된 내용으로 『증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정』을 개정하고, ② 제3자 지정 콜옵션부 전환사채 발행시 콜옵션을 별도의 파생상품 자산으로 구분하여 회계처리하고 발행조건을 주식공시하도록 하는 내용으로 「전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 감독지침」을 발표한 바 있는데, 그와 관련한 추가조치에 해당한다. 앞선 조치 즈음에 금융투자회사들은 전환사채, 전환우선주에 대한 투자심사를 이미 대폭 강화한 것으로 알려졌다. 희석 우려를 감수하고라도 지분연계증권의 상대적 저금리를 활용하려는 기업들로서는 아쉬울 것이다.

전환사채나 전환우선주에 대해 아직 금융당국이 손대지 않은 이슈라면, Refixing 주기나 전환환율 정도인데, 이미 시장은 충분히 위축되어 규제 강화 동력이 상실되었다고 볼 여지도 있다.

## 4. 내부자 거래 사전공시제도 도입 추진 중

상장회사 내부자(임원 · 주요주주)는 그 회사가 발행한 주식 등을 매매하기 최소 30일 전에 매매목적 · 가격 · 수량 및 매매예정기간 등을 공시하도록 자본시장

법 개정이 진행되고 있다. 이 의무 미이행에 대해서는 형벌을 부과하는 내용도 포함될 전망이다. 공시의무자의 범위나 주식 등의 범위는 이미 익숙한 문제이고, 보고대상 물량 기준을 알아 둘 필요가 있다. 주식 등의 규모가 1% 이상 또는 거래금액 50억원 이상인데, 매매예정일 기준으로 과거 1년간 거래금액을 합산해야 한다. 일반적 상하한가 기준보다 좁은 밴드에서 분산거래해야 하고, 매매예정일로부터 10영업일 이내에 거래를 마쳐야 하고, 제출한 매매계획은 원칙적으로 변경하거나 철회할 수 없다. 그에 대한 예외가 얼마나 인정되고 활용될지 지켜볼 일이다.

앞서 감독당국이 스톱옵션 행사로 취득한 주식도 상장 후 6개월 간 보호예수대상으로 한 데 이어, 내부자 거래 관련 추가 대책이다. 감독당국은 이를 통해 시장 변동성 완화 효과 또한 기대하므로 추진속도는 빠를 것으로 예상된다. 내부자들에게 신속히 교육을 실시하여 위반을 방지할 필요가 있다.

### 5. 내부자거래 알림서비스(K-ITAS) 활용 지원

임직원이 자사주 등 매매내역 보고를 누락하는 경우 회사가 이를 확인하기는 어렵다는 한계를 보완하기 위한 대책이다. 한국거래소의 내부자거래 알림서비스(KRX-Insider Trading Alarm Service)를 통해 임직원의 매매내역을 회사로 통보하는 것이다. 이로써 임직원의 매매내역 보고의무가 이행된 것으로 간주하도록 「표준공시정보관리규정」 및 「표준내부정보관리규정」을 개정하므로, 각 상장사도 위 표준 규정 개정 내용을 내규에 반영해야 할 것이다.

### 6. 불공정거래행위자에 대한 자본시장 거래 및 상장사 등 임원선임 제한 추진 중

자본시장법상 불공정거래 행위자에 대해 ① 금융투자상품 거래 및 계좌 개설과 ② 상장회사 및 금융회사 임원 선임을 제한하는 내용의 자본시장법 개정안이 관계기관 협의 단계에 있다. 특별히 추진에 장애가 예상되지 않는다.

이 조치는 (i) 이른바 3대 불공정거래행위(미공개정보이용, 시세조종, 부정거래)뿐만 아니라 시장질서 교란행위, 무차입공매도 등 자본시장법상 모든 불공정거래행위 유형에 적용될 예정이고, (ii) 규제기간도 해외 주요국에 비해 장기간인 최대 10년으로 예정되어 있으며, (iii) 형벌과는 별도의 행정제재조치가 추가되는 것이라는 점에서 매우 광범위하고 강도높은 규제가 될 것으로 평가된다. 상장회사들은 적용 범위와 예외 사유를 내부 교육함으로써, 불공정거래의 위협에 대해 충분히 경계하도록 조치할 필요가 있다.

### 7. 불공정거래 규제 위반자 공개

금융당국의 처분(과징금, 과태료 부과)으로 종결되는 공매도·시장질서교란행위 등 규제 위반에 대한 제재조치 대상자가 금융위 홈페이지에 공개된다. 종전에는 증선위의 제재의결서를 게시하면서도 조치대상자는 익명화하였지만 이제 법인명, 개인의 성명 등이 공개되는 것이다. 그간에도 국내 금융투자업자는 사업보고서에 공시한 제재현황을 통해 파악할 수 있었기는 하다. 반면 외국 전문투자자들의 법인명은 이번 조치에 의하여 파악할 수 있게 되었다. 외신들은 이를 한국의 Name And Shame 정책이라고 보도했다. 하지만 이 공개에 의하더라도 외국 금융기관이나 대형투자자들이 외국에서 받는 제재까지 공개되는 것은 아니며, 국내에서 위법행위를 하기 전에는 국내 투자자들이 미리 알 수는 없다. (외국 언론 보도가 있기는 하나, 정보 공개가 보장되지도 않고 사실 여부가 검증되기도 어렵다.)

그리고 이 제도는 근본적인 형평성의 의문을 유발한다. 과징금 등의 대상자는 공개하지만, 형사고발이나 수사기관통보 대상자인 경우에는 과징금 등과 고발 등을 병과하는 경우에도 수사와 재판에 미치는 영향을 고려하여 조치대상자와 종목명을 종전과 같이 비공개하기 때문이다. 형법상 피의사실공표죄를 의식하였겠지만 형사벌은 확정 후에도 금융당국에 의한 공개대상이 아니다.

## 8. 상장사 영문 공시 단계적 의무화 추진

금융위가 발표한 영문공시 의무화 계획에 따르면, 자산 10조원 이상 코스피 상장사(2021년 기준 93개사)는 2024년부터, 자산 2조원 이상 코스피 상장사(2021년 기준 234개사)는 2026년부터 영문 공시를 의무적으로 해야 하므로, 2023년은 그 준비기간으로 삼아야 한다. 영문공시의 의무화는 2025년부터 코스피 상장사에게 적용될 ESG 공시 의무화 개시에 더하여 더 많은 IR 과업과 주주소통을 의미한다.

## 9. 상장폐지 제도 개선

대부분의 재무관련 상장폐지사유를 실질심사로 전환하여 기업에게 이의신청 기회가 부여되었다. 정기 보고서 미제출 및 거래량 미달의 경우에도 이의신청 및 사유해소 기회를 갖게 된다. 실질심사에 부치던 일부 사항들은 투자주의 환기종목 지정으로 그 기능을 대체하도록 하였다. (일부에서 요구하는 상시 감사는 현실적이고 합리적이지도 않다고 생각한다). 확대된 실질심사는 감별안을 발휘할까, 모두에게 1년의 연명을 제공할 뿐일지는 두고 지켜볼 일이다.

## 10. 배당 제도 개편

배당 투자의 예측가능성을 높이기 위해, 배당금 규모를 먼저 시장에 알린 뒤 해당 배당금을 받을 수 있는 투자자를 확정하는 기준일을 정하도록 추진하겠다고 발표한 바 있다. 이 문제도 법률 개정이 필요한 문제이지만, 다른 어젠다에 비해 초기 단계에 있다.

## 11. 금융투자상품 방문판매 허용

최근 「방문판매 등에 관한 법률」(“방문판매법”) 개정으로, 금융투자상품도 방문판매법의 적용을 받지 않고 방문판매할 수 있게 되었다. 이에 발맞추어, 금융상품판매업자가 방문판매시 준수할 기준과 절차를 정한 「방문판매모범규준」(“모범규준”)을 금융투자협회가 배포하였다.

발맞추어 처리 예정이던 「금융소비자 보호에 관한 법률」 보완입법이 지연되고 있어, 모범규준으로나마 소비자 보호 공백을 메운다는 취지다. 금융투자업계의 인접 업체인 보험업계에서는, 이번 방문판매법 개정 전에 보험상품에 대하여만 방문판매법을 적용배제하는 것으로 명시되어 있던 상황에서 금융투자상품에 대해서까지 예외를 못박아준 것이 달갑지 않은 시선이다.

그간 금융투자회사들의 법인영업을 경험해 온 상장사 임직원들은, 이제야 방문판매가 가능하냐고 반문하실 수도 있다. 전에 없던 안내사항들이 열거된다면 이 맥락인가 생각해 보시기 바란다. 모범규준을 위반하더라도 그로 인해 거래의 사법상 효력이 부인될 가능성은 희박하다(대법원 2013. 9. 26. 선고 2011다 53683, 53690 전원합의체 판결 참고). 그러나 거래의 유효성을 다투는 사안이 아니라 금융투자업자의 과실 여부를 다투는 사안이라면(대법원 2016. 2. 18. 선고 2014두36259 판결 참고), 분쟁의 향방에 영향을 미칠 수는 있다. [\[참고\]](#)

