

공정한 M&A를 통한 주주권의 보호: 자본시장법 개정의 주요 쟁점과 향후 과제

황 현 영 자본시장연구원 연구위원

목차

- 1 지배구조 개선을 통한 주주 권익 강화 성과
- 2 공정한 M&A를 위한 자본시장법 개정 주요 쟁점과 과제
- 3 상장폐지를 위한 M&A시 주주 보호 과제
- 4 주식매수청구권 제도 개선을 통한 주주보호

1

지배구조 개선을 통한 주주 권익 강화 성과

3차례 상법 개정을 통한 지배구조 개선과 주주 권익 강화

'12~'25 상반기

상법 회사편의 경우
내용의 의미 있는 개정은 **단 2차례**
(지점등기, 가등기, 한정치산자 용어 정비,
무기명주식 정비 제외)

2014년
M&A 활성화를 위한 상법 개정

2020년
공정경제 3법에 따른 상법 개정

'25 하반기 및 '26 상반기

구분	주요내용
1차 상법 개정 ('25. 7. 3 본회의 통과) ('25. 7. 22 공포)	<ul style="list-style-type: none"> • 이사의 주주에 대한 충실의무 도입 • 상장회사 독립이사제도 도입 및 1/3 이상 독립이사 의무화 • 상장회사 감사위원 3% 의결권 제한 강화 (사외이사 - 최대주주 합산 3%) • 전자주주총회 도입 및 일부 상장회사 의무화
2차 상법 개정 ('25. 8. 25 본회의 통과) ('25. 9. 9 공포)	자산 2조원 이상 상장회사 대상 <ul style="list-style-type: none"> • 집중투표 정관 배제 금지(집중투표 의무화) • 감사위원 분리선임 대상 2인으로 확대
3차 상법 개정 ('26. 2. 25 본회의 통과) ('26. 3. 5 공포)	<ul style="list-style-type: none"> • 자기주식 소각 원칙적 의무화 • 자기주식 예외적 보유처분을 위한 주주총회 승인 • 위법한 자기주식처분에 대한 이사의 책임 강화

자본시장법 및 시행령 개정을 통한 지배구조 개선과 주주 권익 강화



합병에 대한 이사회 책임 강화

합병 관련 이사회 의견서 작성 및
공시 의무화



합병비율 산정방식 변경(비계열사간 합병)

합병비율 산정 시 시장주가만이 아닌
기업의 실질가치를 반영하도록 함



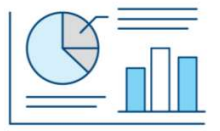
내부자 지분거래 사전공시제도

임원 또는 주요주주의 주식 거래를
거래 예정일 최소 30일 전에 공시하도록 함



자기주식 공시 강화

자기주식 보유시 연 2회 공시
자사주 처리계획과 실제 이행 비교 공시



주주총회 표결결과 상세 공개

의안별 표결결과(찬성률, 반대율 등)
주주총회 당일 공시 및 사업보고서 공시



임원보수 공시 내실화

총주주수익률, 영업이익을 임원보수와 병기
주식보상에 대한 구체적 공시

What's next? – M&A와 주주권의 보호



본 가이드라인은

- 이사의 직무수행 전반에 걸쳐 유의해야 할 일반적인 행위규범을 일반적인 행위규범을 제시하고 **제3장**
- 이해상충 거래에서 공정성을 강화하기 위한 조치들을 제시하며 **제4장**
- 다양한 영역 중에서 조직개편 행위, 그 중에서도 특히 합병과 폐쇄기업화 거래에서의 행위규범에 대해 다룬다 **제5장**

“
법무부는 이사의 주주에 대한 충실의무 도입 이후
이사의 행위규범 가이드라인을 준비하였는데
그 첫번째로 **기업 조직재편(M&A) 관련 가이드라인**을 발표함
”

자료 : 법무부

2

공정한 M&A를 위한 자본시장법 개정 주요 쟁점과 과제

상장회사의 합병가액 산정제도

- 우리나라는 투자자보호와 시장의 공정성 확보를 위해 상장법인의 합병가액 산정방식을 규정

ISSUE

비계열사간 합병가액 산정은 자율화 되었으나, 우리나라는 **계열사간 합병이 대부분**이므로 제도 개선이 체감되기 어려움

기산일 = 합병에 대한 이사회 결의일 또는 계약 체결일 중 빠른 날의 전일

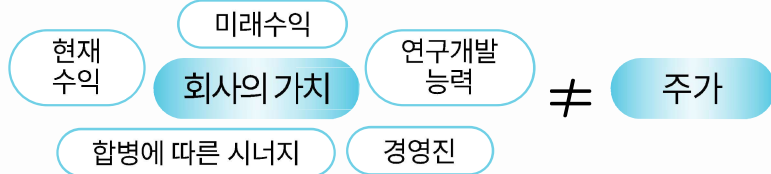
기준시가 = $\left(\frac{\text{기산일 전 1개월간 증가를 거래량으로 가중평균}} + \frac{\text{기산일 전 1주일간 증가를 거래량으로 가중평균}} + \text{기산일 전일 증가} \right) \div 3$

합병가액 = 기준시가 +/- 10% (계열사간 합병)
30% (비계열사간 합병)

상장회사의 합병가액 산정제도와 주주보호 한계

회사의 가치

- 회사의 가치는 다양한 요소에 의해 결정되며 주가가 해당 회사의 가치를 모두 대변한다고 볼 수는 없음



합병 시기 결정

- 합병의 시기 결정에는 소수주주보다 지배주주의 의견이 더 크게 반영될 수 있어, 소수주주에게 불리한 시점에 합병이 이루어지고, 합병가액이 산정될 위험 존재

5년간 합병한 상장기업의 합병 발표전 1년간 누적 시장조정수익률은 평균 **-16.0%**

2015년 합병 사건에 대해 대법원은 합병 승인 직전 주가가 **회사의 적정가치를 표시하지 못한다고 판결**한 바 있음

실제 합병액

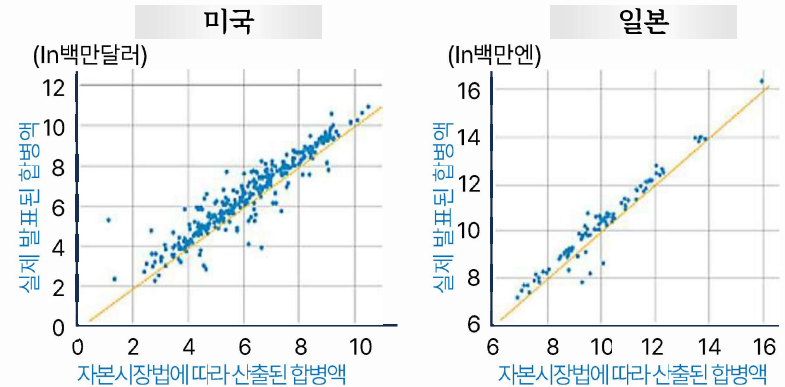
- 기준시가보다 **30% 이상 높은 가격**에 거래된 경우

미국 **56.8%**

일본 **55.7%**

5년간 미국과 일본의 합병에서 실제 거래가 이루어진 금액과 피합병기업의 주가를 기반으로 자본시장법에 따른 기준시가를 산출해 비교한 결과

- 시가총액이 유사한 기업이라도 실제 합병액은 다양하게 형성됨

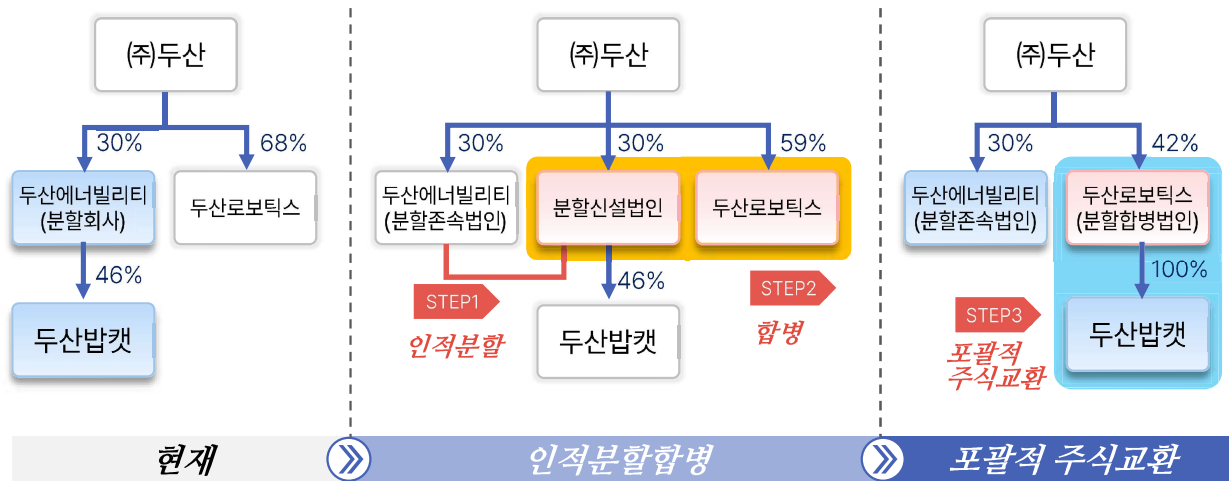


자료출처 : 자본시장연구원 황헌영/정수민(2023)

상장회사의 합병가액 산정제도의 문제점 : 두산 사례

- 두산 계열사간 M&A를 하면서 자본시장법을 정확히 따랐으나, 도리어 주주가치 훼손이 문제됨

두산 계열사간 M&A를 통한 지배구조 개편



두산로보틱스와 두산밥캣의 주요 재무재표 비교

구분	두산로보틱스			두산밥캣		
	'21년말	'22년말	'23년말	'21년말	'22년말	'23년말
매출액	370	450	530	58,162	86,219	97,589
영업이익	-71	-132	-192	5,953	10,716	13,899
지배주주 순이익	-74	-125	-159	3,859	6,441	9,215
자본총계	155	428	4,388	43,213	50,244	59,548
PBR(배)	-	-	17.15	0.95	0.69	0.85

두산밥캣 주주는 자신의 1주 대신 두산로보틱스 0.63주를 받게 됨
 시가를 제외한 매출액, 영업이익, 자본 등 재무지표는 두산밥캣의 가치가 높은 것으로 나타남

자본시장법 개정안(정무위 통과안)의 주요내용

● 합병가액 산정방식 변경 및 외부평가 공시 의무화

- ▶ 상장법인의 계열사간 합병시에도 합병가액 산정방식 자율화 및 외부평가 공시 의무화
 - 주식가격, 자산가치, 수익가치 등 다양한 정보를 종합적으로 고려하여 산정된 공정한 가액으로 결정하도록 규정
 - 계열사간 합병의 경우 외부평가기관을 감사 또는 감사위원회가 선정함

● 이사회 의견서 작성 공시 의무화

- ▶ 시행령에 규정된 이사회 의견서 작성 공시 의무화를 법으로 상향함
 - 합병 등의 목적 및 기대효과, 가액의 적정성 등에 관한 의견서를 작성하여 공시해야 함

● 합병 관련 특수관계인 등 이해관계 공시

- ▶ 계열사간 합병 시 특수관계인과 합병 상대방인과의 이해관계를 공시하여야 함

● 주식매수청구권 가격 결정시 합병가액과 동일하게 자율화

- ▶ 매수가격을 이사회가 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려하여 산정하도록 함

자본시장법 개정 이후 합병 공정화를 위한 과제

● 공정한 합병가액을 산정하라고 할 때, 확실적인 정답을 기대하기 어려움

➤ 해외 주요국의 실제 사례에서도 가액 산정방식이 다양한 것으로 나타남

- 거래가격의 적정성을 판단하는데 대부분 두 개 이상의 방법론이 사용되며, 선택한 방법론에 따라 평가 요소와 결과가 다름

S&P Global vs IHS Markit	의뢰회사	자문회사	평가 방법
	S&P Global	골드만 삭스	Implied Premia, 할인된 현금흐름(DCF) 분석, Pro Forma
IHS Markit	모건 스탠리	유사기업의 시장가격 비교, 할인된 현금흐름 분석, 과거 거래 분석, Pro Forma	

➤ 동일한 평가방식을 사용하여도 가액 산정결과가 다르게 나온 경우도 있음

- 일본 SBI홀딩스가 신세이은행을 공개매수하여 완전 자회사로 편입사례(홀딩스는 시티은행의 자문을 통해 주당 2,800엔을 제안)
- 신세이 은행은 미쓰비시 UFJ 모건 스탠리와 프론티어 매니지먼트에 의뢰하였는데, 사용한 분석법도 산정된 가격도 다름

SBI홀딩스 vs 신세이은행	의뢰회사	자문회사	시장주가법	유사기업 비교 분석법	배당 할인 모델 분석
	신세이은행	미쓰비시 UFJ 모건 스탠리	2,334엔~2,486엔	1,764엔~3,005엔	2,479엔~3,393엔
신세이은행 특별위원회	프론티어 매니지먼트	2,334엔 ~ 2,486엔	1,865엔 ~ 3,359엔	2,439엔 ~ 3,331엔	

자본시장법 개정 이후 합병 공정화를 위한 과제

● 합병절차와 합병가액 공정성에 대한 이사회 적극적 소명과 주주 설득을 위한 충분한 자료제공 중요

➤ 해외 주요국 입법례를 고려할 때 현행 이사회 의견서 관련 공시의 내용을 더 구체화할 필요

- (거래의 필요성) M&A를 실행하기까지의 과정과 해당 시점을 선택한 배경 및 목적, M&A가 주주가치에 미치는 영향을 포함한 합병 긍정적·부정적 요인 관련 이사회 의견, 규제 장애물이나 통합 문제, 법률 문제 등 거래와 관련된 잠재적 위험이나 불확실성
- (합병가액의 적정성) M&A 대가로 신주·자기주식·현금·모회사의 주식 등을 교부할 수 있는데 해당 대가를 선정한 이유와 근거, 가액 산정을 위해 사용한 평가방법 및 해당 평가방법을 선택한 이유, 평가방법을 통해 제시된 가격 중 회사가 합병가액과 주식매수청구권 매수가격을 결정한 이유
- (합병 관련 이해상충) M&A 당사 회사 간 자본관계·인적관계·거래관계, M&A가 주주의 지분구성에 미치는 영향, M&A 이후 회사의 경영 및 지배구조와 이사회 변동사항

● 합병절차와 합병가액이 주주의 이익을 해할 우려가 있을 때 공정성을 담보하기 위한 추가적 제도 도입

- (합병유지청구권) 합병가액 등 합병 공시를 사전에 확인한 결과, 주주가 불이익 입을 우려 있을 때 행사 가능한 제도
- (합병검사인) 계열사간 합병 시 회사가 정한 합병비율과 판단근거가 적정한지 여부를 검토할 외부전문가를 주주의 청구에 의해 법원이 선임할 수 있도록 하는 제도
- (합병관계자의 손해배상책임) 이사의 합병에 대한 손해배상책임, 외부평가기관의 선임주체 및 외부평가기관의 손해배상 책임을 명문으로 도입

3

상장폐지를 위한 M&A시 주주 보호 과제

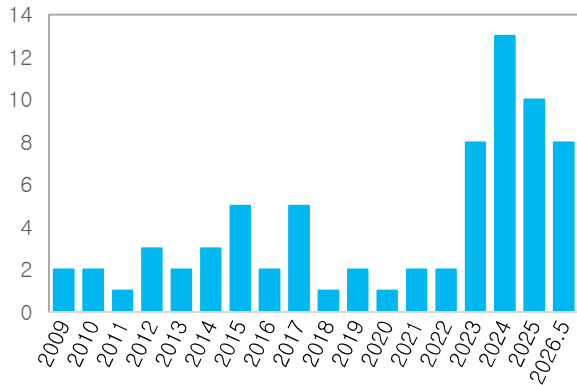
M&A를 활용한 자발적 상장폐지 현황

국내 주식시장에서 공개매수나 주식의 포괄적 교환 등
M&A를 활용한 자발적 상장폐지 사례

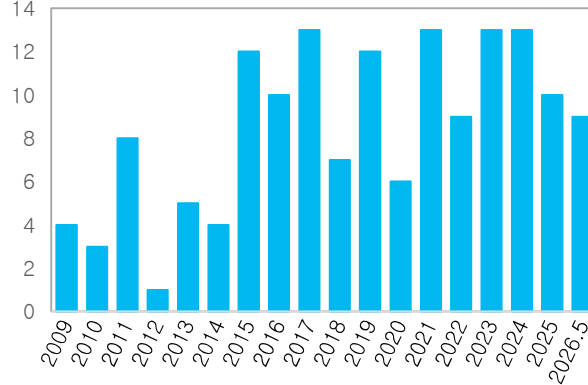


증가

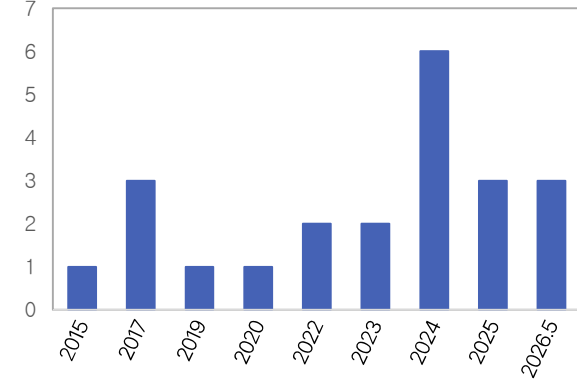
공개매수 통한 상장폐지



주식의 포괄적 교환



공개매수 후 주식의 포괄적 교환



공개매수 & 주식의 포괄적 교환은
자발적 상장폐지를 전제로 만든 제도가 아님



일반주주 보호가 미흡하다는 문제

자발적 상장폐지 관련 일반주주 보호 필요성

● 자발적 상장폐지는 지배주주와 일반주주의 전형적인 이해상충 사례

- ▶ 일반적으로 지배주주가 회사의 경영정보에 대한 접근성이 우월하므로 정보의 비대칭성을 이용해 시장 가격에 영향을 줄 수도 있고 유리한 거래시점을 선택할 수도 있음
- ▶ 소수주주 입장에서는 상장폐지 후 주식가치 하락과 유동성 문제를 고려해 지배주주가 제시한 가격에 매도할 수밖에 없는 압력을 받게 됨
 - 자발적 상장폐지가 이루어지면 일반주주 입장에서는 자신의 주식을 원활하게 매각할 수 있는 수단을 상실하게 되고, 주식가격의 하락으로 자산가치가 크게 저하될 가능성 있음

● 자발적 상장폐지가 일반주주에게 피해를 입힐 수 있지만, 현행 규정상 적절한 보호조치가 미흡함

- ▶ 재무적으로 우량한 회사임에도 최대주주가 자발적으로 상장폐지를 신청할 경우 일반주주에게 피해가 발생할 수 있지만, 상장규정에는 최대주주에게 보유주식을 매각하는 기회를 부여하는 것 외에 별도의 투자자 보호 조치가 없음
- ▶ 지배주주가 공개매수와 주식의 포괄적 교환을 통해 주식을 확보한 다음 자발적 상장폐지를 하는 사례가 증가하는데, 이러한 선행 절차에서도 주주 보호를 위한 규정이 마련되어 있지 않음

자발적 상장폐지에 활용되는 M&A 제도의 문제점

● 상장폐지에 활용되는 공개매수제도의 문제



- (입법 취지) 지배권 이전이나 강화를 목적으로 하는 주식매수시 소수주주에게 매도 기회를 공정하게 제공하기 위함
- (주요 내용) 매수 기간, 매수 수량, 매수 가격 등 매수자가 준수해야 할 절차만 규정하고 있음
- (상장폐지 관련 문제) 일반적 공개매수는 지분율 경쟁이나 최대주주의 지배력 강화를 위해 더 높은 가격을 제시할 유인이 있지만, 상장폐지 공개매수의 경우 최대주주 입장에서는 가격을 낮추려 함
- (제도상 한계) 상장폐지를 위한 공개매수시 소수주주 보호절차도 없고, 공시도 미흡하고, 가격의 공정성을 담보하기 위한 절차적 규정도 없음

● 상장폐지에 활용되는 주식의 포괄적 교환제도의 문제점

- (입법 취지) 지주회사 전환을 돕기 위해 도입된 제도
- (주요 내용) 주주총회 특별결의로 소수주주에게 현금 또는 주식을 교부하고, 소수주주의 주식 전부를 취득할 수 있음
- (상장폐지 관련 문제) 특별결의요건(최소 33.4%, 최대 66.7%) 갯출 경우 지배주주는 현금 교부하고 소수주주축출 가능
- (제도상 한계) 지배주주가 95%를 보유해야 소수주주를 축출할 수 있는 강제매수제도와 규제차익이 상당함
 - 주식의 포괄적 교환은 개별 주주와의 별도 협의나 주식 이전 조치가 없어도 교환기일이 되면 소수주주의 주식은 효력을 잃게 됨

M&A를 통한 자발적 상장폐지 주요국 입법례 비교

- 해외 주요국은 공개매수와 현금교부 M&A를 통한 상장폐지 관련 공시규제, 가격산정 절차규제 마련

	 미국 델라웨어주	 영국	 독일	 일본	 한국
• 상장폐지 목적 공개매수 관련 절차 규제	공시규제	공시규제 의무공개매수 30% 이상	공시규제 의무공개매수 30% 이상	공시규제 의무공개매수 2/3 이상	없음
• 상장폐지 목적 공개매수 관련 가격 규제	공정의견서	독립전문가 자문	최저가격규제	주식가격 산정서	없음
• 현금 교부 포괄적 주식교환시 주주보호	현금교부 포괄적 주식교환 불가	현금교부 포괄적 주식교환 불가	현금교부 포괄적 주식교환 불가	주식매수청구권 가격산정시 시너지 포함	주식매수청구권 시너지 포함 X
• 현금교부 합병시 주주보호	전체적 공정성기준 절차, 가격	이해관계 없는 주주 75%의 승인	X	주식매수청구권 가격산정시 시너지 포함	주식매수청구권 시너지 포함 X

자료출처 : 자본시장연구원 박용린/황현영(2025)

주주 보호를 위한 제도 개선 과제

● 상장폐지를 위한 공개매수 제도 개선 과제

➤ 공시 강화 방안

- 상장폐지 목적과 대체적인 수단을 강구하지 않은 이유, 상장폐지 이점과 폐해, 주주에 대한 이익과 불이익에 대한 상세한 설명
- 일정 비율의 프리미엄이나 정해 놓은 가격과 시가 차이를 %로 설명하는 것이 아니라 해당 가격 산정 이유에 대한 구체적 산식과 설명
- 상장폐지를 위한 공개매수의 경우 이사회 의견서 제출 의무화

➤ 가격의 공정성 담보 방안

- 상장폐지를 위한 공개매수의 경우 외부평가기관의 선임 의무화
- 공개매수 이후 주식의 포괄적 교환이 2차로 진행되는 경우 선행 공개매수가격을 최저가격으로 제한

● 상장폐지를 위한 주식의 포괄적 교환 제도 개선 과제

➤ 공시 강화 방안

- 앞서 제안한 공정한 M&A를 위한 공시 강화 방안과 마찬가지로 이사회 의견서 관련 공시 강화
- 특히 주식의 포괄적 교환의 대가로 주식이 아닌 현금을 택한 이유와 금액의 산정기준에 대한 상세한 공시

➤ 가격의 공정성 담보 방안

- 현금교부 주식교환으로 소수주주축출 시 일본과 같이 공정한 가액 산정에 시너지를 반영하도록 하는 방안 검토
- 법원이 선임한 검사인에 의해 가격의 적정성을 평가받는 방안 검토 (합병검사인을 상장폐지를 위한 주식의 포괄적 교환에 우선 도입)

4

주식매수청구권 제도 개선을 통한 주주보호

소규모합병과 주식매수청구권의 문제점

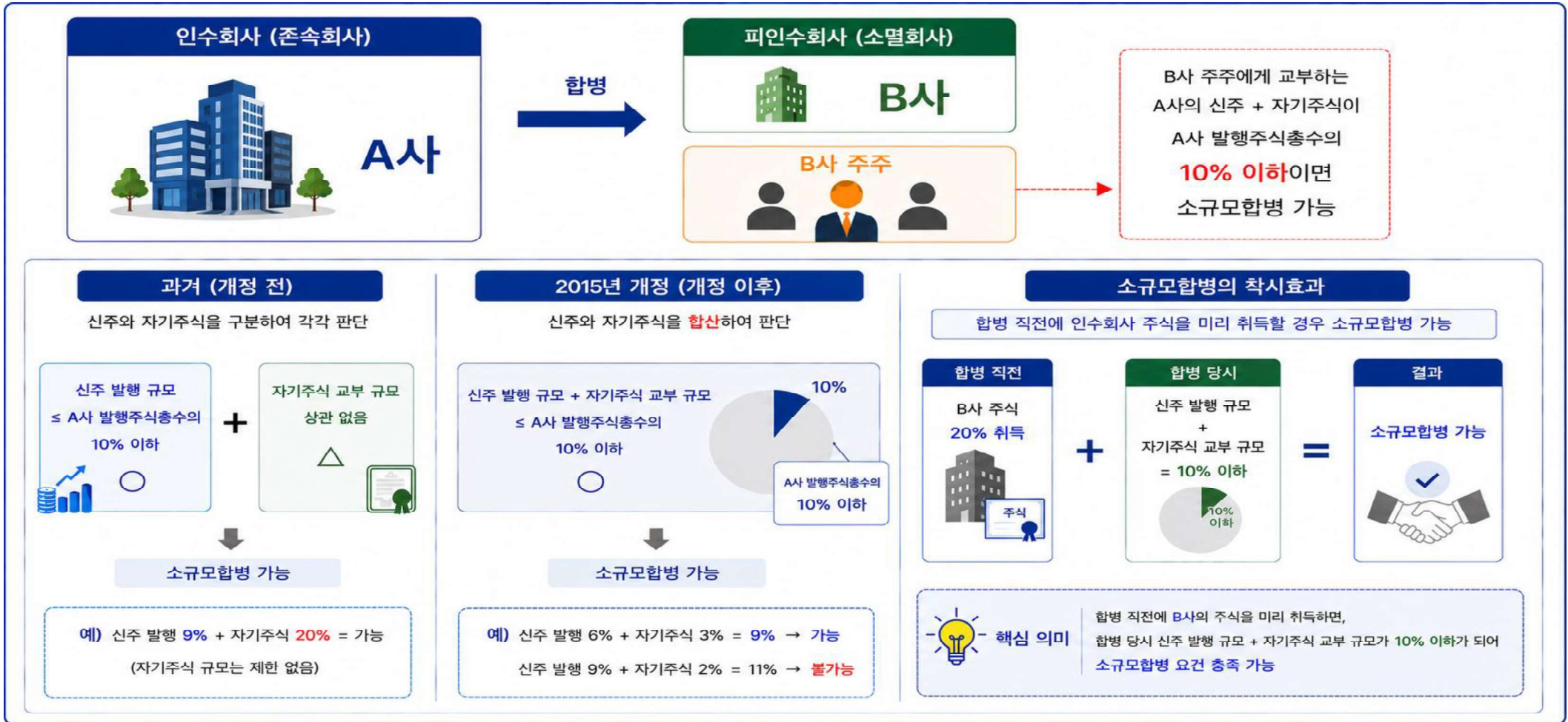
- 주식매수청구권 : M&A시 반대하는 주주가 회사에 대해 자신의 주식을 매수해 줄 것을 청구하는 권리
 - 계열사간 M&A가 많이 이루어지는 우리나라에서 주식매수청구권은 회사의 의사결정에서 소외되는 소수주주를 보호하기 위한 수단으로 중요하게 인식되어 옴
- 상장회사 합병의 90%이상이 소규모 합병으로, 해당 회사 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 없음
 - 인수회사는 주주총회 특별결의 대신 이사회 승인으로 절차 진행되어, 반대주주 주식매수청구권 인정되지 않음
 - 문제는 최근 6년간 우리나라 상장회사 합병의 93%가 소규모합병임

최근 우리나라
상장회사의 합병유형
(합병 등 종료보고서)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026.5	합계	비율
소규모합병	69	113	76	105	92	35	490	93.0%
일반합병	9	6	5	8	8	1	37	7.0%
합계	78	119	81	113	100	36	527	100%

자료출처 : DART

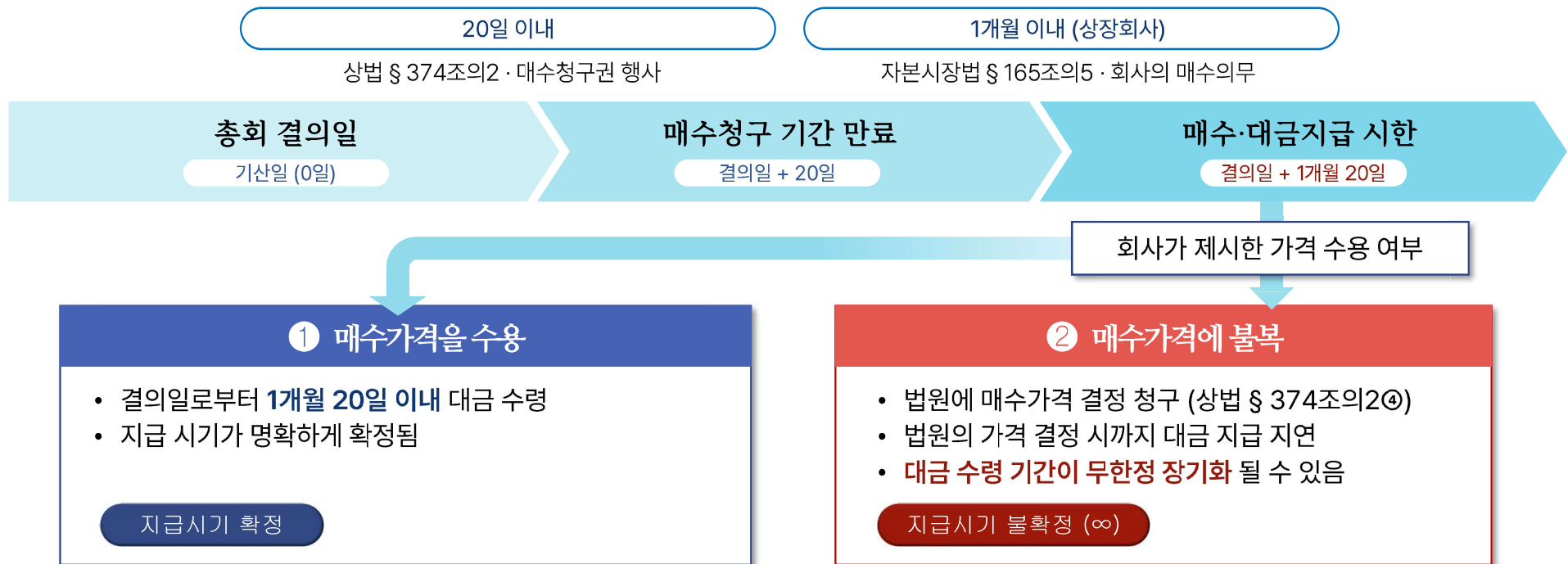
소규모합병과 주식매수청구권의 문제점



주식매수청구권의 매수가격 지급방식 문제점

● 회사가 제시한 가격을 수용하느냐 여부에 따라 주주가 대금을 수령하는 기간의 차이가 큼

- ▶ 상장회사가 제시한 주식매수가격을 수용한 주주는 주주총회 결의일로부터 1개월 20일 이내에 주식대금을 수령
- ▶ 만약 주주가 더 많은 금액을 원하여 법원에 주식매수가격결정을 청구하면 매수대금 수령 기간이 무한정 길어짐



주식매수청구권의 매수가격 지급방식 문제점

- 대법원 판결을 받기까지 걸린 시간을 분석해 보면 최소 537일에서 최대 3925일까지 소요
 - 법원에 주식매수가격결정을 신청하는 사건은 많지 않고 대법원까지 간 사건은 더 소수
 - 최근에 있었던 삼성물산의 경우 주주들은 주주총회일로부터 2463일이 경과한 이후 수령, 즉 6년의 시간이 걸림
- 주주는 장기간 투자금을 회수할 수 없어 현금 활용을 못할 뿐 아니라 새로운 투자 기회 놓칠 수도 있음
 - 상사법정이율은 연 6%인데, 요즘 같은 주식시장에서는 연 6% 이상의 수익을 낼 수 있음



대법원의 주식매수가격결정 판결일 분석

대상회사	주주총회일	대법원판결일	차이
두산산업개발	2004. 1. 13	2011. 10. 13	3,925일
아이에스동서	2008. 6. 13	2011. 10. 13	1,217일
우원개발	2010. 6. 18	2012. 10. 25	860일
한국외환은행	2013. 3. 15	2015. 2. 6	693일
미래에셋대우	2016. 11. 4	2018. 5. 2	544일
에스케이커뮤니케이션즈	2017. 1. 4	2018. 6. 25	537일
삼성물산	2015. 7. 17	2022. 4. 14	2,463일

주식매수청구권 관련 제도 개선 과제

● 소규모합병 기준 정비를 통한 주주의 주식매수청구권 보호

- 합병결의 이전 1년 동안 인수회사가 취득한 대상회사의 주식(포함주식)을 공시하도록 하여 합병 규제 회피 여부 심사
- 발행주식총수 기준이 아닌 순자산액을 기준으로 함(일본 방식)
 - 일본도 과거에는 우리와 같은 주식 수 기준이었으나, 현재는 순자산액기준 5분의 1 이하로 개정

● 주식매수청구권의 매수가격 지급방식 관련 제도 개선

- 주식매수청구권의 매수가격 사전지급제도 도입
 - 회사가 공정한 가격으로 인정하는 금액을 지급하고, 법원의 주식매수가격 결정 이후에는 법원이 산정한 가액과 미리 지급한 금액의 차액과 차액에 대한 지연이자만 지급하도록 함
 - (미국) 주식매수신청기간 종료 후 30일 이내에 회사가 주식의 공정한 가치와 이자로 평가한 금액을 지불
 - (일본) 회사는 매수가격의 결정이 이루어지기 전에 회사가 공정한 가격으로 인정하는 금액을 지불할 수 있음
- 주식매수청구권 관련 공시 강화
 - 회사가 제시한 가격의 적정성을 주주가 판단할 수 있도록 매수가액 산정 근거와 적정성 관련 자료를 합병 공시에 포함하도록 함

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.