



제422회국회(임시회)
제 1 차 정 무 위 원 회

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안

검 토 보 고

〈 합병시 소수주주의 검사인 선임 청구제도 도입 〉
■ 박상혁의원 대표발의(의안번호 제2206587호)

2025. 2.

정 무 위 원 회

수석전문위원 정명호

목 차

I . 제안경위	1
II . 제안이유 및 주요내용	1
III . 검토의견	2

I. 제안경위

1. 제 안 자 : 박상혁의원 등 10인
2. 제 안 일 : 2024. 12. 17.
3. 회 부 일 : 2024. 12. 18.

II. 제안이유 및 주요내용

현행법령은 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 위하여 주권상장법인이 합병을 하는 경우 외부의 전문평가기관으로부터 합병의 가액 등에 관한 평가를 받도록 규정하고 있음.

그런데 외부평가기관에 대한 행위 규율이 미비하고, 특히 주권상장법인과 계열사가 합병하는 경우 공정성을 담보하기 어렵다는 지적이 제기됨. 이와 관련하여 독일의 ‘합병검사인 제도’를 참고하여 현행법에 도입할 필요가 있음.

이에 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 보호하려는 것임(안 제165조의4제4항 신설 등).

Ⅲ. 검토의견

- 개정안은 주권상장법인이 계열회사와 합병하는 경우 발행주식총수의 1% 이상 주식을 가진 주주가 합병비율의 산정방법 및 그 적정성의 조사하기 위해 주주총회 승인 전에 법원에 검사인의 선임을 청구할 수 있도록 하고, 검사인은 법원이 정한 기한 내에 검사의 경과와 결과를 서면으로 제출하도록 하려는 것임(안 제165조의4제4항 신설 등).

현행	개정안
제165조의4(합병 등의 특례) ① ~ ③ (생략) <u><신설></u>	제165조의4(합병 등의 특례) ① ~ ③ (현행과 같음) <u>④ 주권상장법인이 계열회사의 관계에 있는 법인과 합병하는 경우에는 주권상장법인의 발행주식총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 합병 비율의 산정방법 및 그 적정성을 조사하기 위하여 「상법」 제522조제1항에 따른 주주총회의 승인 전에 법원에 검사인(합병 비율의 산정방법 및 그 적정성을 조사하기 위한 자를 말한다. 이하 이 조에서 같다)의 선임을 청구할 수 있다.</u>
<u><신설></u>	<u>⑤ 제4항에 따라 선임된 검사인은 법원이 정한 기한 내에 검사의 경과와 결과를 서면으로 제출하여야 한다.</u>
<u>④ 외부평가기관의 범위, 제3항에 따</u>	<u>⑥ -----</u>

현행	개정안
른 평가 업무 제한의 <u>방법</u> 등에 대하여는 대통령령으로 정한다. <신설>	-----방법, 제4항에 따른 검사인의 자격 요건 등-----. ⑦ 제4항에 따른 검사인의 선임 방법 및 절차 등에 관하여 필요한 사항은 대법원규칙으로 정한다.

□ 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.

□ 국내 상장사 간 합병은 대부분 계열회사 관계에 있는 기업 간에 이루어지는데,³⁾ 계열회사 간의 합병은 합병을 추진하는 기업뿐만 아니라 합병의 대상이 되는 기업 양측에 영향력을 행사할 수 있는 교차주주

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) 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.).

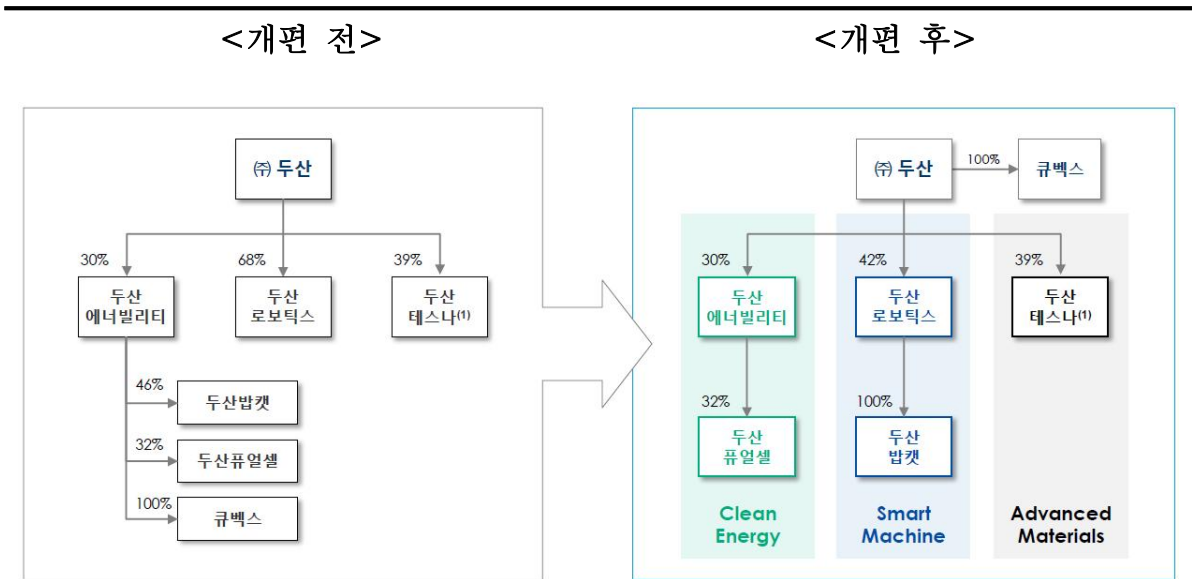
(cross-shareholders)의 존재로 이해상충의 여지가 있으며, 이로 인해 소수주주의 이익이 훼손될 우려가 있음.

- 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

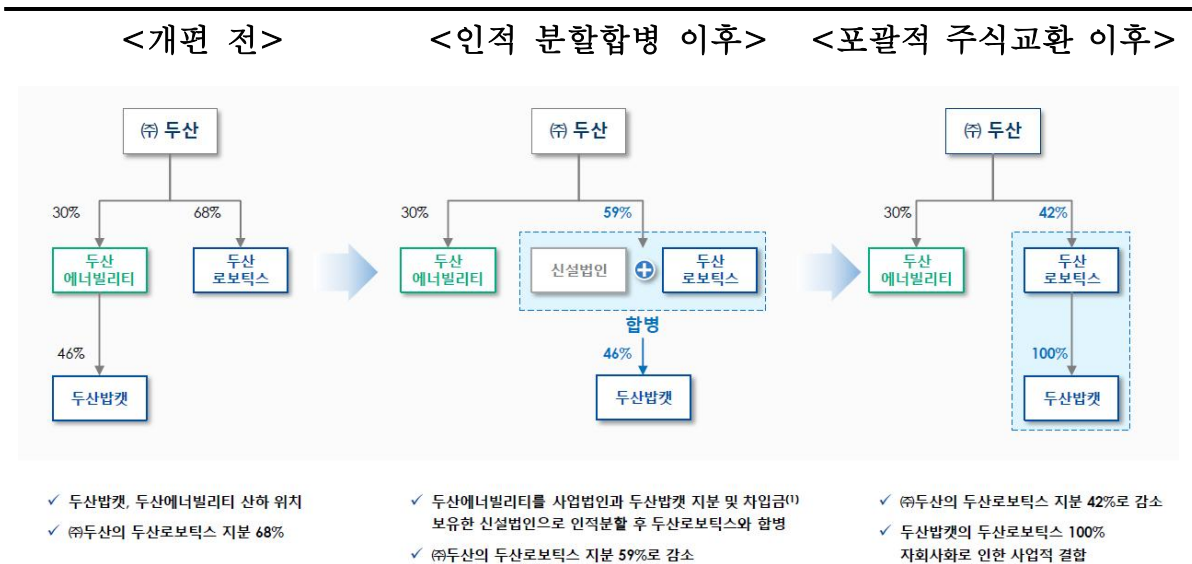


주: 지분율의 경우 의결 기준 적용, 주식매수청구권 미발생 가정

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 두산에너빌리티가 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 두산밥캣⁴⁾에 대한 간접 지분율을 확대(14%→42%)하여 지배주주의 지배력을 강화할 수 있게 되는 반면, 기존 두산밥캣 주주 입장에서는 두산로보틱스와 두산밥캣의 주식 교환비율⁵⁾에 우량기업인 두산밥캣의 기업가치가 충분히 반영되지 못해 불리한 결과가 초래될 우려가 있다는 지적이 제기되었음.⁶⁾

□ 이러한 문제는 2015년 제일모직과 삼성물산 간의 합병, 2022년 동원산업과 동원엔터프라이즈 간의 합병 과정 등에서와 같이 꾸준히 발생되어 왔는데, 이처럼 합병 대상회사가 계열회사와 같은 지배종속 관계에 있는 경우에는 합병조건이 지배주주의 지배력 강화에 유리한 방향으로 설정될 유인이 있으므로, 적정한 합병비율의 산정을 통하여 주주 가치를 보장할 필요가 있음.

□ 이에 개정안은 합병검사인 제도를 도입하여 합병비율 및 합병가액의 산정이 공정하게 이루어질 수 있도록 하려는 것으로, 합병과정에서 일반주주의 권익이 침해될 수 있는 문제를 해소하는 데에 긍정적으로 기여할 수 있을 것으로 보인다는 점에서 입법취지가 타당한 것으로 생각됨.

4) 2023년 기준 두산밥캣은 매출 9조 7,589억원, 영업이익 1조 3,899억원을 기록한 반면, 두산로보틱스는 매출 530억원, 영업손실 192억원을 기록하였음(출처: 금융감독원 전자공시시스템(DART)).

5) 두산밥캣 주식 1주당 두산로보틱스 0.6317462주

6) 이에 두산로보틱스-두산밥캣 간 주식의 포괄적 교환을 철회하기로 결정(2024. 8. 29)하였으며, 이후 사업 구조개편을 철회하기로 결정하였음(2024. 12. 10.).

○ 참고로, 개정안과 유사한 해외 입법례로 독일의 합병검사인 제도가 있음.⁷⁾

- 독일의 「조직재편법」은 완전모자회사간 합병이 아닌 이상 합병 계약에 합병검사인을 의무적으로 선임하도록 규정하고 있음.

- 합병검사인은 법원에 의하여 선출되고 임명되며, 합병비율의 산정 방법 및 그 적정성, 복수의 평가방법이 사용된 경우에는 평가방법 별로 어떠한 합병비율이 산정되었고 어떠한 가중치를 부여하였는지 등을 평가하고 서면으로 보고서를 작성하여 주주총회 전에 제출하여야 함.

□ 다만, 개정안에 대하여 다음을 고려할 필요가 있을 것으로 보임.

○ 첫째, 현행 「자본시장법 시행령」은 합병가액을 주로 주식가격을 기준으로 하여 산정하도록 규정하고 있는바, 현행과 같이 합병가액 산정방식을 일률적으로 규정하고 있는 체계가 유지될 경우 합병검사인 제도의 도입 효과가 제약될 수 있다는 점을 고려할 필요가 있음.

- 현행 「자본시장법 시행령」 제176조의5제1항⁸⁾은 상장법인과 계열

7) 이하 황현영, “상장법인의 M&A 절차상 주주 보호를 위한 과제”, 『자본시장포커스』 2024-16호, 2024.를 참고하여 정리함.

8) 「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 제2호나 목에 따른 가격으로 하여야 한다.

회사인 상장법인 간의 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 산정하도록 규정하고 있음.

- 계열회사인 비상장법인과 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.⁹⁾

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

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.

9) 「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

- 이와 같이 법령에서 합병가액을 주식가격을 기준으로 산정하도록 규정하고 있는 현행 제도하에서는 합병가액과 합병비율이 일률적으로 산출되어 합병검사인의 입장에서는 적정성 판단의 범위가 한정될 수밖에 없으므로, 합병검사인 제도의 도입은 합병가액 결정방식의 변경과 함께 고려될 필요가 있을 것으로 생각됨.

- 참고로, 합병가액을 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액으로 결정하도록 하는 다수의 「자본시장법」 개정안¹⁰⁾이 발의되어 우리 위원회에 계류 중임.

○ 둘째, 외부평가제도와 중복규제 소지, 합병 관련 의사결정 지연 가능성 등을 이유로 개정안에 대한 신중한 검토가 필요하다는 의견이 있으므로, 향후 법률안 심사 시 이를 고려하여 논의해야 할 것으로 보임.

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

$$\text{자산가치} = \text{순자산} / \text{발행주식의 총수}$$

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.

10) 의안번호 2201944(2024. 7. 18. 김현정의원 대표발의), 의안번호 2202970(2024. 8. 20. 한정애의원 대표발의), 의안번호 2206175(2024. 12. 3. 윤한홍의원 대표발의), 의안번호 2206908(2024. 12. 24. 김남근의원·신장식의원·한창민의원 대표발의)

- 금융위원회는 ① 합병인검사 제도가 기존의 외부평가제도¹¹⁾와 그 선임방법이 다를 뿐 기능이 유사하여 중복규제의 소지가 있으며, 실제 외부평가제도와 합병검사인 제도를 동시에 운영하는 해외 입법례¹²⁾를 찾기 어렵다는 점, ② 합병과 관련된 의사결정이 지연되고 기업 구조조정이 적시에 이루어지지 않아 대다수 주주의 이익이 침해될 우려가 있다는 점, ③ 「상법」상 위법행위 유지청구권¹³⁾, 합병무효확인소송¹⁴⁾ 등 현행 제도를 통해서도 합병시 실효적인 일반주주 보호가 가능하다는 점을 이유로, 법무부는 「자본시장법」상 외부평가제도와 중복규제 여부에 대한 검토가 필요하다는 점을 이유로 각각 개정안에 대한 신중한 검토가 필요하다는 의견을 제시하였음.
- 또한, 대한상공회의소는 1%의 지분을 보유한 소수주주의 검사인 선임청구를 허용할 경우 행동주의 펀드 등에 의한 제도의 남용으로 기업의 경영활동이 과도하게 위축될 우려가 있다는 입장이며, 한국경영자총협회는 주주의 의견을 종합하여 기업의 주요 결정을

11) 「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 제165조의18에서 “외부평가기관”이라 한다)으로부터 합병 등의 가액, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항에 관한 평가를 받아야 한다.

12) 합병검사인 제도를 둔 독일은 외부평가제도가 없고, 외부평가제도를 둔 영국은 합병검사인 제도가 없음.

13) 「상법」

제402조(유지청구권) 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에는 감사 또는 발행주식의 총수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사를 위하여 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.

14) 「상법」

제529조(합병무효의 소) ①합병무효는 각 회사의 주주·이사·감사·청산인·파산관재인 또는 합병을 승인하지 아니한 채권자에 한하여 소만으로 이를 주장할 수 있다.

내리는 주주총회를 통해 계열회사 간의 합병을 결정하는 것으로
충분하다는 입장임.

문 의 처
02)6788-5111