

한국기업지배구조원

2021 주주총회 리뷰(3)

– 합병 시 자기주식의 발생과 처분

2021.09.09

사업본부 책임투자팀 이동우 연구원(dwlee@cgs.or.kr)

- ▶ 합병 과정에서 경영진의 선택에 따라 소멸회사 자기주식 및 포함주식에 합병신주를 배정하여 자기주식이 발생할 경우 지배구조 리스크로 이어질 수 있음
- ▶ 2011-2021년 국내 상장사 합병 사례를 조사한 결과 상당수의 회사가 소멸회사 자기주식 및 포함주식에 합병신주를 배정하였으며 일부 회사는 대규모로 발생한 자기주식을 처분하였음
- ▶ 투자자들은 자기주식 발생에 따른 지배구조 리스크에 유의하여야 하며, 회사는 합병 시 자기주식을 취득하지 않거나 합병 전 자기주식을 선제적으로 소각하는 등 주주친화적인 의사결정을 내리는 것이 바람직함

들어가며

- 최근 일부 상장사가 합병을 진행하는 과정에서 합병신주의 배정과 관련하여 논란이 발생하였음
 - 대표적으로 GS리테일-GS칼텍스, 한국엔컴퍼니-한국아트라스비엑스 등의 합병에 대하여 문제제기가 이루어짐¹⁾
- 합병을 완료한 회사(이하 합병회사)에는 다양한 방식으로 자기주식이 발생할 수 있음
 - 먼저 소멸회사의 자기주식(합병에 반대하는 소멸회사 주주의 주식매수청구권 행사에 따른 자기주식을 포함할 수 있음)에 합병신주를 발행하는 경우 합병회사 자기주식이 발생함
 - 또한 존속회사가 보유한 소멸회사의 주식(이하 포함주식)에 합병신주를 발행하는 경우, 소멸회사가 보유한 존속회사의 주식을 합병회사의 자기주식으로 승계하는 경우 등 회사 간 상호주식에서 합병회사 자기주식이 발생함
 - 그 밖에 존속회사 주주의 주식매수청구권 행사에 따라 자기주식을 취득하거나 합병신주 배정 과정에서 1주 미만 단주를 취득함으로써 합병회사 자기주식이 발생함

1) 전자의 경우 합병신주를 배정함으로써 발생하는 문제를 지적하는 반면, 후자는 합병신주를 배정하지 않는 것을 문제삼고 있음; 이호정, '통합 GS리테일, 자기주식 합병신주 배정 속내', 팍스넷뉴스, 2020.12.03.; 최은진, 'GS리테일, '홈쇼핑 자사주' 신주배정에 대한 항변', 더벨, 2021.05.27.; 민서연, '한국엔컴퍼니의 자회사 흡수 합병, 소액주주 논란에 세번째 퇴짜', 조선비즈, 2021.01.13. 등

- 합병으로 자기주식이 대규모로 발생할 경우 기존 주주는 지배구조 리스크에 직면함
 - 자기주식이 대규모로 시장에 풀려나와 의결권, 현금흐름권 등이 부활하게 되면 기존 주주의 주주권이 희석됨
 - 합병으로 취득하는 자기주식은 배당가능이익으로 취득하는 주식 아니며 이를 처분할 경우 회사의 자본금 및 기존 주주 지분율에 미치는 영향이 신주발행과 동일한데,²⁾ 해외 국가들은 자기주식의 처분 시 기존 주주 권리를 보호하기 위한 법적 장치를 마련하고 있는 것과 달리 국내에는 그러한 장치가 부재함³⁾⁴⁾
 - 자기주식이 지배주주의 지배력 강화를 위해 사용될 경우 리스크는 더욱 심화될 우려가 있음

〈표 1〉 자기주식을 지배력 강화 수단으로 활용하는 방식⁵⁾

지배력 강화 수단	활용 방식
우호세력 확보	경영권 분쟁 등 의결권 대립 상황에서 보유 자사주를 우호세력에게 매각하여 의결권을 확보함
인적분할 및 현물출자	인적분할하여 지주회사 체제로 전환 시 소위 ‘자사주의 마법’ 이 발생하여 자기주식의 의결권이 부활하고, 이후 지배주주가 보유한 사업회사 주식을 지주회사에 현물 출자하는 식으로 단계별 지배력을 강화함
의결정족수 축소	자기주식은 주주총회 의결정족수에 산입되지 않으므로 (지배)주주가 행사하는 실질적인 의결권이 확대되는 효과가 발생함

- 이에 본고에서는 국내 상장회사의 합병 전후의 자기주식 발생 및 처분 현황을 조사하고 지배구조 관점에서 시사점을 도출하고자 함

합병 시 자기주식 발생 관련 규정

- 상법 제341조의2 제1항은 회사의 합병으로 인한 자기주식 취득을 허용하고 있음
 - 따라서 소멸회사가 보유한 존속회사의 주식을 합병회사의 자기주식으로 승계하는 것이 허용됨⁶⁾
- 소멸회사의 자기주식 및 포함주식에 합병신주를 배정할 수 있는지 명시한 법령 규정은 없으며, 이에 대하여 다양한 학설상의 대립이 있음
 - 소멸회사 자기주식에 대한 배정은 부정설이 다수설이며⁷⁾, 포함주식에 대한 배정은 대법원 판례 및 등기선례가 간접적으로 긍정적인 바 있음⁸⁾

2) 송옥렬, ‘자기주식의 처분과 소수주주 이익의 보호’, 기업지배구조 리뷰 VOL.84, 2017.09.

3) 독일 주식법 제71조제1항8호, 일본 회사법 제199조 및 제828조제1항제3호, 영국 회사법 제560조제2항 등 해외 국가는 자기주식의 처분 시 기존 주주의 권리를 보호하는 조항을 두고 있으나, 국내 자기주식 처분 규정은 주주평등의 원칙에 부합하지 않음; 정찬형, ‘2011년 개정상법상 자기주식의 취득·처분 및 소각과 관련한 법적 문제점’, 법과 기업 연구 제5권 제2호, 2015.

4) 상법 제342조는 자기주식에 대하여 정관에 달리 정함이 없는 경우 처분할 주식의 수, 처분가액, 처분 상대방 및 방법 등을 이사회가 정할 수 있도록 하고 있음

5) 정유진, ‘국내 상장회사의 자사주 활동(2011-2020)과 지배구조 이슈’, KCGS Report 11권 5호, 2021.06.

6) 박선희, ‘자기주식과 기업구조조정’, BFL 제87호, 서울대학교 금융법센터, 2018.01.

7) 이철송, 회사법강의(제25판), 박영사, 2017.

8) 대법원 2004. 12. 9. 선고 2003다69355 판결; 대법원 2008. 6. 23. 제정 상업등기선례 제2-75호

- 한편으로 주주의 관점에서는 합병당사회사의 모든 자기주식 및 상호주식에 합병신주를 배정하면 안 된다는 의견이 있음⁹⁾
- 참고로 독일, 프랑스, 일본은 소멸회사 자기주식 및 포함주식에 대한 합병신주 배정을 명시적으로 금지하고 있음¹⁰⁾

〈표 2〉 합병신주 배정 관련 학설 대립¹¹⁾

구분	소멸회사 자기주식	포함주식
긍정설	<ul style="list-style-type: none"> - 소멸회사의 자기주식은 존속회사가 포괄승계하는 재산의 일종이므로 합병신주 배정이 가능함 - 자기주식에 대한 합병신주 배정을 금지하는 규정 없음 - 자기주식 취득 예외사례를 확대한 상법 개정사항을 고려할 때 상법 제341조의2 제1호를 넓게 해석하는 것이 타당함 	<ul style="list-style-type: none"> - 상법 제341조의2 제1호를 넓게 해석하는 것이 타당함 - 존속회사 보유 소멸회사 주식이 다른 종류의 자산인 존속회사 주식으로 변하는 것에 불과함 - 대법원 판례 및 대법원 등기선례로 뒷받침됨
부정설	<ul style="list-style-type: none"> - 소멸회사는 합병으로 소멸되므로 그 자기주식은 합병신주의 귀속주체가 될 수 없음 - 미발행주식설에 따르면 자기주식에 합병신주를 배정할 수 없음 - 실질적 합병 대상은 자기주식을 제외한 나머지 부분으로 보아야 함 - 합병회사에 자기주식이 발생할 경우 일반 주주의 지분율이 지배주주의 소관으로 넘어가 지분을 편취가 발생함 	<ul style="list-style-type: none"> - 포함주식에 대한 신주배정의 경우는 상법 제341조의2의 범위를 넘어섬 - 자기모집, 자기청약이라는 점에서 논리적 모순이 발생함 - 합병회사에 자기주식이 발생할 경우 일반 주주의 지분율이 지배주주의 소관으로 넘어가 지분을 편취가 발생함

- 소멸회사 주주의 주식매수청구권 행사에 따라 취득한 자기주식에 합병신주를 배정하여 발생한 합병회사 자기주식은 자본시장법에 따른 처분 의무가 유지됨¹²⁾
 - 자본시장법 및 그 시행령은 상장회사는 주식매수청구권 행사에 따라 매수한 주식을 5년 내에 처분하여야 한다고 규정함¹³⁾
- 소멸회사 자기주식 및 포함주식에 합병신주를 배정한 사례가 발견되므로 이하에서는 소멸회사 자기주식과 포함주식에 대한 합병신주의 배정을 중점적으로 살펴보고자 함

9) 이상훈, '자사주, '마법(魔法)'과 '해법(解法)', 상사법연구 제39권 제1호, 2020.

10) 독일 조직재편법 제68조 제1항, 프랑스 상법 L.236-3조 제2항, 일본 회사법 제749조 제1항 제3호, 제753조 제1항 제7호; 권재열, 황남석, '상법상 기업조직재편제도 개선방안 연구', 한국기업법학회, 2013.11.; 노혁준, '기업구조조정과 자기주식의 쟁점 및 입법적 개선방안', 법학연구 28권 1호, 2018.03.

11) 조현덕, 박병권, '자기주식의 법적 지위', BFL 제87호, 서울대학교 금융법센터, 2018.01.; 박선희, 앞의 논문; 이상훈, 위의 논문; 이재혁, '합병시 자기주식의 처리 문제', 상장 2010. 1월호, 한국상장회사협의회, 2010.

12) 박선희, 앞의 논문

13) 자본시장법 제165조의5 제4항; 자본시장법 시행령 제176조의7제4항

합병신주 배정 여부에 따른 자기주식 발생 모형

- 합병 상황을 단순화한 가상의 모형을 상정하여 소멸회사 자기주식 혹은 포함주식에 합병신주를 배정할 때 합병회사의 자기주식 비율을 살펴봄
 - 존속회사 A사가 소멸회사 B사를 흡수합병하는 상황을 가정함
 - A사의 발행주식수는 100주이며 A사의 자기주식 및 B사가 보유한 A사의 주식은 없음
 - B사의 발행주식수는 100주이며 자기주식은 $t(\%)$ 주, A사가 보유한 B사의 주식은 $k(\%)$ 주임
 - 합병비율은 $1:m$ 으로 설정하며 논의의 단순화를 위하여 주식매수청구권은 배제함
- 자기주식이 발생할 수 있는 3가지 경우에서 합병회사 자기주식 비율은 다음과 같은 식에 따라 결정됨
 - 자기주식 발생의 측면에서 볼 때 소멸회사 자기주식과 포함주식은 대칭 관계에 있음
 - 소멸회사 자기주식 혹은 포함주식에 합병신주를 배정하지 않으면 그에 따라 새로 발행되는 합병신주의 총량이 감소함
 - 소멸회사 자기주식 및 포함주식 모두에 합병신주를 배정할 때의 자기주식 비율이 항상 가장 높음을 알 수 있음

〈표 3〉 소멸회사 자기주식 및 포함주식 비중에 따른 합병회사 자기주식 비율 결정식

구분	소멸회사 자기주식 배정	포함주식 배정	소멸회사 자기주식 및 포함주식 배정
합병회사 자기주식 비율	$\frac{tm}{100(1+m) - km}$	$\frac{km}{100(1+m) - tm}$	$\frac{(t+k)m}{100(1+m)}$

* t : 소멸회사 자기주식 비율, k : 포함주식 비율, m : 합병비율

- 국내 상장사 사례조사 결과 개연성이 있다고 판단되는 범위 내에서 t, k 에 각각 3가지의 수치를 대입하여 합병회사의 자기주식 비율을 도출함¹⁴⁾
 - 소멸회사 자기주식과 포함주식 비중 및 합병비율에 따라서 대규모의 합병회사 자기주식이 발생할 가능성이 있음
 - 실무적으로는 주식매수청구권이 행사되어 소멸회사 자기주식이 증가할 수 있고 그에 따라 합병회사 자기주식 비율도 더욱 증가하게 됨

14) 소멸회사 자기주식에 합병신주를 배정한 회사 중 소멸회사 자기주식 비율의 최댓값은 9.1%, 전체 중 소멸회사 자기주식 비율의 최댓값은 58.4%, 포함주식의 경우에는 모두 100%임을 참고하여 결정함

〈표 4〉 소멸회사 자기주식 및 포함주식 비중에 따른 합병회사 자기주식 비율 예시(%)

	소멸회사 자기주식 배정			포함주식 배정			소멸회사 자기주식 및 포함주식 배정				
	$k=20$	$k=40$	$k=60$		$k=20$	$k=40$	$k=60$		$k=20$	$k=40$	$k=60$
$t=5$	2.8m	3.1m	3.6m	$t=5$	10.3m	20.5m	30.8m	$t=5$	12.5m	22.5m	32.5m
$t=10$	5.6m	6.3m	7.1m	$t=10$	10.5m	21.1m	31.6m	$t=10$	15.0m	25.0m	35.0m
$t=20$	11.1m	12.5m	14.3m	$t=20$	11.1m	22.2m	33.3m	$t=20$	20.0m	30.0m	40.0m

* t : 소멸회사 자기주식 비율, k : 포함주식 비율, m : 합병비율

- 결론적으로 소멸회사 자기주식과 포함주식에 합병신주를 배정하면 지배구조 리스크를 야기하는 자기주식이 대량 발생할 수 있으며 합병신주를 배정하지 않는 것이 주주친화적인 의사결정으로 판단됨

국내 상장사 합병 시 자기주식 발생 현황

- 2011년 1월부터 2021년 7월까지 공시된 총 132사의 합병 안전에 대하여 소멸회사의 자기주식 기존 보유분, 주식매수청구권 행사분 및 포함주식의 비율과 그에 대한 합병신주 배정 여부를 조사함
 - 상장을 목적으로 하는 스팩(SPAC) 합병, 철회된 건 및 주주총회에서 부결된 건은 분석 대상에서 제외함
 - 존속회사가 비상장회사인 경우 외부 투자자의 입장에서 접근성이 낮으므로 증권신고서 공시 시점에 상장된 회사로 분석 대상을 한정함
 - 종류주식은 희석에 따른 리스크가 제한적이라고 판단하여 분석 대상에서 제외하고 보통주만을 대상으로 분석함
 - 소멸회사 자기주식 및 포함주식 보유 비율이 발행주식수의 1%에 미달하는 경우는 합병신주 배정 여부가 영향을 끼치지 못한다고 판단하여 보유하지 않은 것으로 간주함¹⁵⁾
- 합병당사회사가 소멸회사 기존 보유 자기주식 혹은 포함주식을 보유하여 합병신주 배정 여부를 결정할 수 있었던 회사의 과반수가 자기주식을 취득한 것으로 나타남
 - 소멸회사 자기주식과 포함주식 중 하나 이상을 보유한 85사 중 48사(56.5%)가 합병신주를 배정하였음
 - 48사 중 5사는 소멸회사 자기주식과 포함주식 모두에 합병신주를 배정함
 - 주식별로는 소멸회사 자기주식을 보유한 회사 29사 중 14사(48.3%)가, 포함주식을 보유한 회사 74사 중 39사(52.7%)가 합병신주를 배정하여 서로 유사한 수준임
 - 학설상으로 논란이 있음에도 불구하고 실무적으로는 다수의 회사가 합병신주를 배정하여 자기주식을 취득하려 하였던 것으로 확인됨

15) 극소량만을 보유하는 경우 등 이상치(outlier)를 배제하기 위함

〈표 5〉 합병신주 배정이 가능하였던 85사 분류 결과

구분		포합주식			
		합병신주 부여	합병신주 미부여	포합주식 미보유	합계
소멸회사 자기주식	합병신주 부여	5	3	6	14
	합병신주 미부여	3	7	5	15
	소멸회사 자기주식 미보유	31	25		56
	합계	39	35	11	85

- 소멸회사 주주의 주식매수청구권 행사로 취득한 자기주식에 합병신주를 배정한 회사의 비율은 소멸회사 기존 보유 자기주식에 합병신주를 배정한 회사의 비율보다 더욱 높게 나타남
 - 주식매수청구권의 경우 사전에 그 규모를 예측할 수 없으므로 주식매수청구권 행사분 자기주식에 합병신주를 배정하려 했던 회사를 포함하여 조사함
 - 전체 132사 중 98사(74.2%)가 주식매수청구권 행사분 자기주식에 합병신주를 배정할 계획임을 공시하였거나 실제로 배정하였음
 - 주식매수청구권 행사로 발생한 소멸회사 자기주식이 발행주식수의 1% 이상인 회사 50사로 표본을 한정하면 그 중 40사(80%)가 주식매수청구권 행사분에 합병신주를 배정하였거나 배정하려는 것으로 나타남
 - 다수의 회사가 소멸회사 자기주식, 포합주식 및 주식매수청구권 행사분 자기주식에 합병신주를 배정하고 있어 리스크가 우려되는 상황임¹⁶⁾
- 소멸회사의 자기주식과 포합주식 중 1가지 이상에 합병신주를 배정한 67사 중 23사 (35.8%)는 자기주식이 대량 발생한 것으로 나타남
 - 23사는 소멸회사 자기주식과 포합주식에서 발생한 합병회사 자기주식이 발행주식총수의 5%를 초과하였으며 자기주식 비율의 최댓값은 25.8%에 달함
 - 대규모로 증가한 자기주식이 소각되지 않고 외부로 처분될 경우 주주권 희석을 야기할 수 있으므로 투자자들의 주의가 필요함¹⁷⁾

16) 일반 주주는 사전에 주식매수청구권 행사 규모를 예측하기 어렵다는 점, 주식매수청구권 행사에 따라 취득한 자기주식은 5년 내에 처분할 의무가 있다는 점에서 주식매수청구권 행사분 자기주식이 소멸회사 자기주식 및 포합주식에 비해 불확실성이 더욱 크다고 볼 수 있으나, 합병회사 자기주식 발생 및 처분 시 발생 가능한 본질적인 지배구조 리스크는 동일하므로 이하에서는 소멸회사의 주식매수청구권 행사에 따라 발생한 자기주식과 소멸회사가 기존에 보유한 자기주식을 구별하지 않음

17) 자기주식 5%p가 시장에 처분되면 기존 주주의 지분율은 4.8% 희석되며 20%p가 처분될 경우의 희석률은 16.7%에 달함

합병으로 발생한 자기주식의 처분

- 자기주식이 발행주식수의 5% 이상 대량 발생한 회사 23사 중 19사(82.6%)는 합병 후 상당량의 자기주식을 처분한 것으로 나타남¹⁸⁾
- 19사 중 7사는 주주 권리를 보호하는 방향으로 자기주식을 처분하였다고 판단됨
 - 5사는 합병으로 취득한 자기주식을 소각하여 지배구조 리스크를 해소하였으며 이는 소멸회사 자기주식과 포함주식에 합병신주를 배정하지 않은 것과 동일한 효과가 있음
 - 1사는 임직원 주식보상에 상당량의 자기주식을 사용하였으며 그에 따라 발생할 수 있는 약간의 주주권 희석보다 임직원에게 인센티브를 부여하고 주주와의 이해관계를 일치시킴으로써 발생하는 실익이 더욱 클 것으로 예상됨
 - 1사는 자기주식을 매각하였으나 최대주주에게는 지분율에 상응하는 수량을 할인 없이 매각하고 그 외 주주에 대해서는 각 주주의 지분율에 따른 구주매출 청약 기회를 제공한 후 남은 수량을 3차매출로 처분함으로써 기존 주주의 권익을 충분히 보호하였다고 판단됨
 - 다만 자기주식의 대부분을 처리한 3사를 제외하면 자기주식의 처분율이 높지 않아 리스크가 해소되었다고 보기에는 어려운 상황임

〈표 6〉 합병 취득 자기주식을 긍정적으로 처분한 주요 사례

회사명	합병회사 자기주식 비율*	처분율**	처분 방식	내용
A	17.8% (13.3%)	81.2%	소각	자기주식 중 주식매수청구권 행사분 제외 전량을 소각함
B	39.3% (36.7%)	25.5%	소각	17년 10월과 18년 4월 2차례에 걸친 분할합병으로 취득한 자기주식 중 일부를 소각함
B'				
C	20.9% (10.3%)	100%	소각	자기주식 전량을 소각함
D	8.7% (6.3%)	42.6%	주식보상	자기주식 일부를 임직원에 대한 주식보상에 활용함
E	7.9% (7.9%)	100%	매각	재무구조 개선 등을 목적으로 자기주식을 전량 처분하였으나 그 과정에서 주주 권익 보호에 유의함

* 괄호 안 비율은 합병 직후 소멸회사 자기주식 및 포함주식에서 취득한 자기주식이 합병회사 발행주식수에서 차지하는 비율을 의미함

** 전체 자기주식 중 처분된 주식의 비율

- 반면 12사는 자기주식을 외부에 처분하여 주주권 희석을 야기하였으며, 자기주식을 지배 주주의 지배력 확대를 위한 수단으로 활용한 사례도 발견되는 등 리스크가 현실화됨
 - 1사는 분할합병을 통한 지주사 전환 과정에서 자기주식을 지주사로 이관함으로써 이른바 '자사주의 마법'이 발생하여 지배주주의 지배력이 강화됨
 - 1사는 타사와의 사업 협력을 목적으로 상호주식을 취득하는 과정에서 자기주식을 매각하였으며

18) 나머지 4사도 합병으로 취득한 자기주식을 일부 처분하였으나 처분율이 최대 0.5%에 불과함

이로써 회사의 지배주주 입장에서는 비용을 들이지 않고 우호 지분을 확보하게 되나 일반 주주의 경우 지분 희석이 발생함

- 또한 자기주식을 지배주주 혹은 제3자에 매각하는 사례, 자기주식을 교환 대상으로 하는 교환사채가 발행된 사례 등이 발견됨
- 교환사채가 전량 자기주식과 교환된다고 가정할 경우 12사 기존 주주의 지분율은 평균 8.0% 희석되며, 최대 희석률은 23.5%에 달함

〈표 7〉 합병 취득 자기주식을 외부에 처분한 주요 사례

회사명	합병회사 자기주식 비율*	처분율**	처분 방식	내용
F	12.0% (12.0%)	43.2%	교환사채 발행	자기주식 일부를 교환대상으로 하는 교환사채를 발행함
G	17.3% (16.8%)	29.9%	교환사채 발행	자기주식 일부를 교환대상으로 하는 교환사채를 발행함
H	5.1% (5.1%)	59.7%	교환사채 발행	소멸회사 교환사채의 교환대상이 자기주식 일부로 변경되었으며 자기주식 일부를 교환대상으로 하는 교환사채를 신규 발행함
I	10.5% (6.6%)	47.7%	지분 교환	A사와 사업 협력을 목적으로 상호 지분을 교환하는 과정에서 자기주식을 활용함
J	32.1% (22.1%)	95.9%	매각	지배주주에게 자기주식 일부를 매각하였고 재무구조 개선 및 유동성 확보 목적으로 자기주식 일부를 매각함
K	6.2% (6.1%)	100%	인적분할	분할합병 과정에서 자기주식을 지주회사로 이관함
L	10.9% (8.9%)	90.5%	매각	3년간 3회에 걸쳐 타법인 주식 취득 자금 및 운영자금 확보를 위하여 대부분의 자기주식을 매각함
M	8.4% (8.1%)	100%	매각	사업 협력을 목적으로 X사에 자기주식 일부를 매각하였으며 이후 나머지 자기주식을 매각할 때 회사의 지배주주가 지분율을 초과하는 수량의 주식을 매수함

* 괄호 안 수치는 합병 직후 소멸회사 자기주식 및 포함주식에서 취득한 자기주식이 합병회사 발행주식수에서 차지하는 비율을 의미함

** 전체 자기주식 중 처분된 주식의 비율

마치며

- 회사의 경영진은 일반 주주에게 피해가 가지 않도록 합병을 진행할 필요가 있음
 - 합병은 지배구조 변동을 수반함으로써 모든 주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치는 행위임
 - 일부 합병 과정에서 경영진은 스스로의 의사결정에 따라 합병회사에 자기주식을 발생시킬지 여부를 결정할 수 있음
 - 자기주식이 대량으로 발생할 경우 일반주주는 불필요하게 주주권이 희석될 리스크를 안게 됨
- 국내 상장사의 합병 세부사항을 조사한 결과 합병회사 자기주식을 취득하고 처분함으로써 일반 주주의 권익이 훼손된 사례가 발견되었음
 - 발생한 자기주식을 소각하여 리스크를 해소한 회사는 소수에 불과함

- 자기주식을 처분함에 따라 주주의 주주권이 희석되었으며, 일부 사례에서는 자기주식이 지배주주에 유리한 방향으로 처분되는 등 주주권리 보호가 미흡하였음
- 회사는 합병 전후 과정에서 주주의 권리를 보호하고 주주친화적인 방향으로 의사결정을 내리는 것이 바람직함
 - 신속하고 유연한 자금 조달이 가능한 등 자기주식이 가지는 효용성이 있으므로 경영진은 나름의 판단에 따라 자기주식을 활용할 수 있음
 - 다만 자기주식의 발생과 처분은 모두 경영진의 판단에 따라 이루어지므로 일반 주주는 이에 대해 영향력을 행사하기 어려운 구조임
 - 합병으로 취득한 자기주식의 처분은 신주발행과 경제적 실질이 유사한 만큼 법적 규정이 없더라도 주주친화적인 관점에서 진행되는 것이 바람직함
 - 회사는 자기주식을 발생시키는 당위성을 소명하고 그 처분 계획을 공시함으로써 투자자의 정보 비대칭과 미래 불확실성을 해소할 수 있음¹⁹⁾
- 투자자들은 합병이 발생할 시 자기주식에 관련된 지배구조 리스크에 유의하여야 함
 - 투자자는 합병 전 회사에 선제적으로 합병신주 자기주식이 발생되지 않도록 합병 구조를 설계할 것을 요구하거나, 합병 전 자기주식 소각을 요구함으로써 리스크를 해소할 수 있음²⁰⁾
 - 기발행된 합병신주 자기주식의 경우 그 활용 방안에 대하여 회사와 관여하고 적절한 투자처가 없을 경우 소각을 요구할 수 있음
 - 한편 자기주식이 활용될 경우에는 지배주주 혹은 제3자에 유리한 방향으로 활용되지 않는지 지속적으로 모니터링할 필요가 있음



19) 일례로 GS리테일은 합병 증권신고서에 소멸회사 자기주식에 합병신주를 배정하기로 결정한 배경과 자기주식의 활용 방안을 공시하였음

20) 우수 사례로 SK텔레콤의 합병에서는 인적분할로 분리되는 SKT신설회사(가칭)에 자기주식이 이전될 경우 이른바 '자사주의 마법'이 발생하여 기존 주주의 지분율이 희석될 뿐만 아니라 향후 SK와의 합병 시 SKT신설회사의 자기주식이 활용될 우려가 있었으나, SK텔레콤은 선제적으로 자기주식을 90%이상 소각하여 리스크를 해소하였음