

OPINION

연구위원
황현영

######

것은 아니다. 일반적인 합병과 간이합병²⁾의 경우에는 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지만, 소규모 합병에서는 인정되지 않는다.³⁾ 소규모 합병은 합병으로 인하여 발행하는 합병신주 및 이전하는 자기주식의 총수가 존속회사 발행주식총수의 100분의 10을 초과하지 아니하는 합병을 말한다(상법 제527조의3 제1항). 소규모 합병시 인수회사에서는 주주총회 특별결의 대신 이사회의 승인으로 절차를 진행할 수 있고, 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않는다.⁴⁾ 발행주식총수 대비 10% 이하의 소규모 회사를 인수하는 것은 인수회사의 주주들에게 미치는 영향이 적다는 이유에서 이와 같은 제도 설계가 이루어졌다.

그런데 문제는 최근 우리나라 상장회사 합병의 67%가 소규모 합병으로, 해당 회사의 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 없다는 점이다.

〈표 1〉 최근 상장회사의 합병 유형

(단위: 개사, %)

	2021	2022	2023 ^{주)}	합계	비율
간이 합병	1	2	2	5	1.6
소규모 합병	78	102	26	206	67.1
일반 합병	33	45	18	96	31.3
합계	112	149	46	307	100

주 : 2023년은 4월 10일까지의 통계

자료: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

법에서 인정한 소규모 합병제도를 활용하여 합병절차가 진행되었으니, 주식매수청구권을 부여하지 않는 것은 문제가 아니라고 생각할 수 있다. 그러나 소규모 합병의 기준을 회사가 자의적으로 조정할 수 있는 것이 문제이다. 과거 우리 법에서는 ‘합병으로 인하여 발행하는 합병신주’를 소규모 합병의 기준으로 삼았었고, 인수회사가 대상회사 주주들에게 대가의 일부만을 신주로 발행하고 나머지는 자기주식을 교부하여 소규모 합병의 요건을 맞출 수 있었다. 이에 2015년 개정 상법에서는 ‘신주 및 이전하는 자기주식의 총수’라고 규정함으로써 자기주식을 활용하여 소규모 합병을 추진하려는 편법의 소지를 막았다. 그러나 여전히 인수회사가 합병 이전에 취득하고 있는 대상회사의 주식, 즉 ‘포합주식’에

- 2) 간이합병은 이미 존속회사가 소멸회사의 주식 90%를 보유하고 있거나 소멸회사의 주주 전원의 동의가 있으면 소멸회사의 주주총회 승인 없이 이사회 승인으로 합병을 추진할 수 있는 제도이다.
- 3) 상법상 영업양도, 주식교환 및 이전, 합병, 분할합병에 대한 주주총회 결의에 반대하는 주주(제360조의5, 제360조의22, 제374조의2, 제522조의3, 제530조, 제530조의11)와 간이합병, 간이분할합병, 간이주식교환에 대한 이사회 결의에 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있다(제360조의9, 제527조의2, 제530조의11). 그러나 소규모 합병과 소규모 주식교환, 소규모 분할합병의 경우에는 주식매수청구권이 인정되지 않는다(제360조의10, 제527조의3, 제530조의11).
- 4) 1997년 금융위기에 따라 IMF와 체결한 구제금융협약의 이행과정에서 기업구조조정을 촉진하기 위한 방안의 일환으로 소규모 합병 제도를 도입하였기 때문에, 주주 보호보다는 구조조정의 촉진에 더 중점을 둔 측면이 있었던 것으로 보인다.

대해서는 규제하지 못하고 있다. 예컨대, 대상회사가 인수회사 기업가치의 20% 정도인 경우 인수회사는 합병절차 이전에 대상회사의 주식을 50% 이상 취득하고 이후 나머지 50%에 대해 합병신주발행이나 자기주식교부를 함으로써 소규모 합병을 이용할 수 있다.

소규모 합병시에도 주주 보호를 위해 일반합병이나 간이합병과 동일하게 주식매수청구권을 인정하자는 견해가 있고⁵⁾, 그 필요성에는 공감한다. 그러나 주식매수청구권을 전면적으로 인정할 경우 M&A를 통한 효율적인 자원 재배치를 저해할 가능성도 있으므로, M&A의 활성화와 주주보호의 균형을 위해 소규모 합병의 요건만 정비할 것을 제안한다. 현행과 같이 주식 수 기준으로 소규모 합병의 요건을 산정하되 합병결의 이전 1년 동안 인수회사가 취득한 대상회사의 주식(포합주식)을 공시하도록 하거나 일본과 같이 순자산액⁶⁾을 기준으로 하도록 법을 개정하는 것이 필요하다.

주식매수청구권을 행사할 수 있는 주식의 취득시기

자본시장법에서는 합병 등에 대한 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 취득하였음을 증명한 주식에 한하여 주식매수청구권을 인정하고 있다(제165조의15 제1항). 이사회 결의일부터 주주확정일 사이의 단기적 투기를 방지하기 위해, 취득 대상 주식을 ‘주주확정일’까지 취득한 주식에서 ‘이사회 결의일’까지 취득한 주식으로 상법상 요건보다 강화한 것이다. 이는 공시 이후에 주식을 취득해서 합병 전후 주가 변동에 따라 기회주의적 행동을 하려는 주주들을 차단하기 위한 것이므로, 결의가 공시되기 전부터 회사의 주식을 가지고 있던 주주들은 주식매수청구권이 허용되어야 한다.

그런데 최근 DB하이텍, 인터로조, HLB, 홈캐스트 등 일부 회사가 3월 정기주주총회에서 분할을 결의하기로 하면서 문제가 발생하였다. 일반적으로는 이사회 결의일 이후에 주주확정 기준일과 주주총회 결의일을 정하고 주주명부폐쇄 공시를 한다. 그런데 앞서 언급한 일부 회사의 경우 주주명부폐쇄 공시도 하지 않고 정관상에 기재된 기준일인 12월 31일로 대체하였고, 관련 이사회 결의가 공시된 2월 말~3월 초가 되어서야 주주들은 그 사실을 알 수 있었다. 이로 인해 기준일 이후인 1월 1일부터 이사회 결의공시일인 2월 말~3월 초까지 주식을 매수한 주주들은 주식매수청구권을 박탈당하는 예기치 못한 손해를 입게 되었다.

‘이사회 결의일 이전’에 주식을 취득하였음에도, 주주확정일이 소급 적용되는 특수한 상황의 발생으로 인해 일반적인 경우와 달리 주식매수청구권이 인정되지 않는 것은 불합리하다. 주식매수청구권은 M&A에 반대하는 주주에게 회사로부터 탈출할 수 있는 권리를 주는 것으로, 그 취지를 고려할 때 그 사실을 모른 채 주식을 매수한 자들에게도 동일한 권리가 인정되어야 하기 때문이다. 상법과 자본

5) 이철송, 2023, 『회사법』, 박영사, p.1136.

6) 일본도 과거에는 우리와 같은 주식 수 기준이었으나, 현재는 순자산액기준 5분의 1 이하로 개정되었다(일본회사법 제796조 제2항).

시장법 어디에서도 합병·물적분할 등에 관한 주주총회에서 결정에 대한 권리(의결권)를 보유한 자에 한해서만 주식매수청구권을 허용한다는 명시적인 제한 규정이 없다. 오히려 2015년 개정 상법에서는 의결권 없는 주주도 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 명문화하여, 의결권과 주식매수청구권은 별 개임을 분명히 하였다. 따라서 의결권과 상관없이 이사회 결의 사실이 공시되기 이전까지 주식을 취득한 사실을 증명한 자는 주식매수청구권을 행사할 수 있도록 하여 주주들의 주식매수청구권을 보호하는 것이 필요하다.⁷⁾ 더불어 합병 등과 같은 중요한 M&A를 위한 주주명부폐쇄시 그 목적을 분명히 공시하도록 하여 기준일을 소급하지 못하도록 하는 방안도 검토해 볼 수 있다.

주식매수청구권의 매수가격 산정방식

상법에서는 주식의 매수가격을 반대주주와 회사가 협의하도록 하고, 협의가 이루어지지 않은 경우에는 법원이 공정한 가액으로 이를 산정하도록 하고 있다(상법 제347조의2, 제522조의3, 제530조 제2항). 그런데 자본시장법에서는 상장법인 주식에 대하여 주식매수청구가 있으면, ① 원칙적으로 당사자 사이에 협의로 결정하되, ② 협의가 이루어지지 않으면 자본시장법 시행령이 정한 방법에 따라 산정된 산술평균가격에 의하고⁸⁾, ③ 주주 등이 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있도록 정하여(자본시장법 제165조의5 제3항), 상법상 절차에 위 ② 절차를 추가하고 있다. 원칙은 당사자의 협의이고 협의가 이루어지지 않으면 자본시장법에서 정한 방법대로 한다고 하나, 실무에서는 자본시장법에서 정한 산식에 따라 산정된 가액을 회사가 제시하고 이를 주주들이 받아들이는 방식으로 이루어지고 있다.

문제는 법에서 주식매수청구권 행사시 매수가격 산정방식을 법에서 정해주는 나라도 찾기 어려울 뿐 아니라, 합병가액 산정방식⁹⁾과 주식매수청구권 행사시 매수가격 산정방식도 다르다는 점이다. 일본의 경우 합병으로 인한 시너지 효과도 주식매수청구권의 매수가격에 더하도록 하여 합병가액과 주식매수청구권의 매수가격이 다를 수 있으나¹⁰⁾, 시너지 효과를 인정하지 않는 미국의 경우 델라웨어주 대법원은 최근 판결에서 대등한 거래과정에서 산출된 합병가액은 주식매수청구권행사시 주식의 공정한 가격으로 볼 수 있다는 판결을 내리고 있다.¹¹⁾ 그런데 합병으로 인한 시너지 효과를 주식매수청구권 가격

7) 현행법상 의결권기준일과 이사회결의일에 대한 제한 규정이 없으므로, 자본시장법 제165조의5 제1항에 대한 유권해석만으로도 기준일 이후 이사회결의일까지 주식을 취득한 주주의 주식매수청구권을 보호할 수 있다.

8) 자본시장법상 상장법인 주식의 매수가격은 이사회 결의일 전일부터 ① 2개월간 공표된 매일 최종시세를 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격 ② 1개월간 공표된 매일 최종시세를 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격 ③ 이사회 결의일 전일부터 과거 1주일간 공표된 매일 최종시세를 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격의 산술평균가격으로 산정한다(시행령 제176조의7 제3항).

9) 자본시장법상 상장법인의 합병가액은 ① 최근 1개월간 평균종가 ② 최근 1주일간 평균종가 ③ 최근일의 종가를 거래량으로 가중산술평균하여 산정한다(시행령 제176조의5 제1항).

10) 最高裁 平成24年(2012) 2月 29日決定 金融・商事判例 1388号16頁.

11) In re Appraisal of PetSmart, Inc., Consol. C.A. No. 10782-VCS (Del. Ch. May 26, 2017) (Slights, V.C.), In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL (Del. Ch. May 31, 2016) (Laster, V.C.)

산정시 반영하지 않고 있는 우리나라에서 합병가액의 산정기준과 매수가격 산정기준을 따로 정할 필요가 있는지 의문이다.¹²⁾ 합병가액과 주식매수청구권의 매수가격 산정기준의 차이가 주주에게 반드시 유리한 것도 아닌데¹³⁾, 회사는 합병 절차 진행시 법에서 정한 바에 따라 합병가액과 매수가격을 각각 다르게 산정해야 하는 상황이다.

주식매수청구권 행사시 매수가격과 합병가액의 산정방식을 법에서 정하는 것은 글로벌 정합성에도 맞지 않는다. 이러한 문제점을 인식하고 정부는 합병가액 산정의 유연화를 추진하고 있는데¹⁴⁾, 이때 합병가액 뿐 아니라 주식매수청구권 산정방식도 유연화하는 것이 필요하다. 즉, 회사가 유연하게 산정한 합병가액과 동일한 금액으로 주식매수청구권 행사시 매수가격을 정하되 그 공정성을 회사가 입증하도록 하는 것이 필요하다.

주식매수청구권의 매수가격 지급방식

주식매수청구는 합병 등의 결의일로부터 20일 이내에 하여야 하고, 회사는 20일이 경과한 날로부터 2개월 이내에 주식을 매수하여야 한다(상법 제374조의2). 상장회사의 경우 이 기간이 1개월 이내로 단축된다(자본시장법 제165조의5). 따라서 상장회사의 주주는 총회결의일로부터 1개월 20일 이내에 주식매수대금을 받을 수 있다. 그런데 이는 회사가 제시한 금액을 그대로 수용한 주주에 한정되고, 만약 주주가 더 많은 금액을 원하여 법원에 주식매수가격의 결정을 청구한 경우에는 그 기간이 무한정 길어질 수 있다.

법원에 주식매수가격결정을 신청하는 사건은 많지 않고 대법원까지 간 사건은 더 소수이지만, 대법원 판결을 받기까지 걸린 시간을 분석해 보면 최소 537일에서 최대 3925일까지 소요된다. 가장 최근에 있었던 삼성물산¹⁵⁾의 경우 주주들은 주주총회일로부터 2463일이 경과한 이후, 즉 6년이라는 시간이 지난 이후에 주식대금을 지급받을 수 있게 되었다.

12) 김지환, 2017, 주식매수청구권에 대한 재검토, 『상사법연구』 36(2), p.335.

13) 2021년부터 2023년 4월 10일까지 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에 공시된 기준으로 보면, 합병가액과 주식매수청구권의 매수예정가격의 차이가 10% 이상 나는 회사는 총 22개사로 그 중 합병가액이 더 높은 회사가 16개사이고 주식매수청구권의 매수예정가격이 높은 회사는 6개사이다.

14) 금융위원회, 2023. 3. 27, 「기업 M&A 지원 세미나」 개최 - 기업의 혁신과 성장을 촉진하고 경제의 역동성을 제고하기 위한 기업 M&A 지원방안 논의 -

15) 구 삼성물산의 보통주식을 소유하고 있던 주주들은 회사가 제시한 매수가격(1주당 57,234원)에 반대하며 법원에 주식매수가격 결정을 청구하였고, 대법원은 1주당 6,602원으로 결정하였다.

〈표 2〉 대법원의 주식매수가격결정 판결일 분석

대상회사	주주총회일	대법원판결일	차이
두산산업개발	2004. 1. 13	2011. 10. 13	3925일
아이에스동서	2008. 6. 13	2011. 10. 13	1217일
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	2463일

현행 제도는 회사와 주주 모두에게 불합리한 측면이 있다. 먼저 회사 입장에서는 주식매수대금 외에도 법에서 정한 주식매수대금 지급기준일로부터 최종 결정일까지 기간동안 연 6%의 상사법정이자를 지급해야 하는 부담이 있다. 한편 주주 입장에서는 기다렸다가 지연이자까지 더한 금액을 받는 것이 좋을 수도 있지만 그 기간 동안 투자금을 회수할 수 없어 현금 활용을 못할 뿐 아니라 새로운 투자 기회를 놓칠 수도 있게 된다.

이러한 문제를 해결하기 위해 해외에서는 주식매수가격 지급과 관련하여 사전지급제도를 두고 있다. 미국의 경우 모범회사법에서는 주식매수신청기간 종료 후 30일 이내에 회사가 주식의 공정한 가치와 이자로 평가한 금액을 지불하도록 하고 있고(§13.24), 델라웨어주를 비롯한 44개의 주에서 해당 제도를 채택하고 있다.¹⁶⁾ 일본 회사법에서도 회사는 매수가격의 결정이 이루어지기 전에 회사가 공정한 가격으로 인정하는 금액을 지불할 수 있다고 규정하고 있다(제786조). 우리나라 역시 해외 입법례를 참고하여 주식매수대금 사전지급 제도를 도입하는 것이 필요하다. 먼저 회사가 공정한 가격으로 인정하는 금액을 지급하도록 하고, 법원의 주식매수가격 결정 이후에는 법원이 산정한 가액과 미리 지급한 금액의 차액을 지급하고 차액에 대한 지연이자만 지급하면 될 것이다. 이를 통해 주주들은 먼저 일부 금액을 회수하여 원하는 대로 현금을 활용할 수 있게 되고, 회사 역시 지연이자에 대한 부담을 덜게 되어 합리적이다.

본 글에서는 현행 주식매수청구권제도의 한계를 지적하고 주주보호를 위한 과제로 소규모합병요건 개선, 이사회결의 공시 이전에 주식을 취득한 주주들의 주식매수청구권 보장, 매수가격 산정 유연화, 주식매수대금 사전지급제도의 도입을 제안하였다. 이러한 제도 개선을 통해 주식매수청구권이 회사의 M&A 의사결정에서 소외되는 소수주주들을 보호할 수 있는 수단으로 제 기능을 다할 수 있기를 기대한다.

16) 김순석, 2018, 주식매수청구권 제도의 재검토, 『기업법연구』, 32(1), p.177.