

개정 상법 시행과 기업지배구조

소액주주 'Squeeze-Out' 허용...M&A 활성화 기대

현금교부 합병, 삼각합병도 가능

문호준 변호사
(법무법인 광장)

2012년 4월 15일부터 시행될 예정인 개정 상법은 기존 회사법 체계에 상당한 변화를 초래할 수 있는 각종 제도를 도입함에 따라 기업운영에 미치는 파급효과가 매우 클 것으로 예상된다. 특히 개정 상법은 지배주주에게 소액주주의 주식을 매수할 수 있는 권리를 부여하고, 흡수합병 시 존속하는 회사가 소멸회사의 주주에게 합병대가로서 존속회사의 주식 외의 재산을 제공할 수 있음을 명문으로 인정함으로써, 그 동안 우리 상법상 허용되지 않던 소위 소액주주 'Squeeze-Out'을 가능하게 하였다.

“ 경영상 목적달성 필요한 경우 놓고
주주관리 비용 외 추가 요건 논란 ”

종래 대상회사의 지분 100% 인수를 희망하는 매수인의 경우, 주식이 분산되어 있는 회사를 인수대상으로 삼기가 어려웠으나 개정 상법 시행 이후에는 일단 대주주 지분을 인수한 이후 소액주주 주식 강제매수 등을 통하여 100% 지분 소유가 가능해 진다는 점에

서, 이번 상법 개정은 M&A 활성화에 상당한 기여를 할 것으로 보인다.

95% 이상 주식 보유해야

개정 상법 제360조의 24는 (i)발행주식 총수의 95% 이상을 (ii)자기의 재산으로 보유하고 있는 '지배주주'는 (iii)회사의 경영상 목적 달성을 위하여 필요한 경우 (iv)미리 주주총회의 승인을 받고 (v)매도청구의 날 1개월 전까지 일정한 사항을 통지 · 공고함으로써 소액주주 보유주식을 강제로 매수할 수 있도록 하고 있다. 요약하면 95% 이상 지배주주는 5% 이하 소액주주의 주식을 매수할 권리가 있다는 것이다.

그런데 이 제도를 이용해 소액주주 주식 강제매수를 실제 실행함에 있어서는 여러 의문을 해소하는 과정을 거쳐야 할 것으로 보인다.

우선 소액주주의 주식 강제매수가 어떤 경우에 “회사의 경영상 목적 달성을 위하여 필요한 경우”에 해당하는지가 명확하지 않다. 소액주주 주식 강제매수는 회사의 주주관리 비용이 절감된다는 것 이외에는, 달리 회사의 경영상 목적과 연관되는 경우를 생각하기 쉽지 않다. 따라서 위 요건을 엄격하게 해석하면 새로 도입된 제도가 유

명무실하게 될 가능성이 높다.

그렇다고 주주관리 비용 절감 목적만 있으면 된다고 해석할 경우에는 소액주주 주식 강제매수는 언제나 위 요건을 충족하는 셈이 되어 법률에서 규정하고 있는 요건이 아무 의미가 없게 된다는 점에서 역시 그 타당성에 의문이 있다. 이 문제는 향후 판례에 의하여 정리될 수밖에 없을 것이다.

전환사채 문제 등 논란

그 밖에도 소액주주 주식 강제매수를 함에 있어서 전환사채나 신주인수권부사채 또는 주식매수선택권을 어떻게 고려할 것인가, 95% 보유 여부에 대한 판단은 의결권 있는 주식만을 기준으로 하는 것인가, 지배주주가 위 권리 행사를 철회할 수 있는가 등 여러 가지 의문이 제기될 수 있다.

특히 지배주주가 위 권리를 행사할 대상을 선정하고 대금을 지급함에 있어 주주명부의 기재만에 의지할 수 없다는 점에서 소액주주가 누구인가가 분명하지 않은 상태에서는 위 권리행사가 상당히 제한될 수 있을 것으로 보인다. 주주명부에 기재된 주주를 진정한 주주로 믿고 행위한 경우에, 회사에 대해서는 소위 면책적 효력이 주어지지만(상법 제353조 제1항), 회사가 아닌 지배주주에 대해서도 이와 같은 효력이 인정된다고 보기는 쉽지 않기 때문이다.

합병대가 현금지급 가능

종래 우리나라의 합병법제에서는 “존속회사 또는 신설회사에 의한 소멸회사 사원의 수용”을 합병의 본질적 요소로서 인식하고 있었으며, 그 연장

“ 주주명부 기재만에 의한 소액주주 확정
지배주주에 대한 면책적 효력 쉽지 않아 ”

선상에서 합병대가는 원칙적으로 존속회사 또는 신설회사의 주식 또는 지분으로 한정되고, 금전의 지급은 합병비율의 단수조정 등 제한적인 목적을 위해 예외적으로만 허용되는 것으로 이해되어 왔다.

그러나 개정 상법에서 합병대가를 현금이나 그 밖의 재산으로 교부할 수 있도록 함으로써 현금교부 합병(cash-out merger)을 통한 소액주주 축출이 가능해지게 되었다. 다시 말해 존속회사가 합병대가로서 소멸회사의 소액주주에게 존속회사의 주식을 지급하는 대신, 현금을 교부함으로써 소멸회사의 소액주주를 존속회사의 법률관계에서 배제하는 것이 가능해진 것이다.

여기서 ‘그 밖의 재산’의 범위에 관하여 개정 상법은 특별한 제한을 두고 있지 않기 때문에 경제적 가치가 있는 동산이나 부동산은 물론 사채, 어음 등의 유가증권, 옵션 등 계약상의 권리, 지적재산권도 합병대가로서 제공할 수 있을 것으로 보인다. 다만, 합병대가는 주주들에게 그 주식의 종류와 수에 따라 평등하게 교부하여야 하므로 그 성질이나 수량 면에서 모든 주주들에게 공평하게 나누어 줄 수 없는 재산은 합병대가로서 활용되기 어려울 것이다.

소액주주 주식 강제매수의 경우와 마찬가지로, 현금교부 합병에 있어 정

당한 사업목적이 요구되는지, 다시 말해 소액주주 축출만을 주된 목적으로 하는 합병이 인정될 수 있을지가 문제될 수 있다.

“ 주식 외 다른 재산 합병대가지급 허용 모회사주식 취득해 합병대가지급 허용 ”

67% 지분 확보하면 가능

이에 대해서는 특별히 주주평등의 원칙상 문제가 없고, 합병절차와 대가가 공정한 이상 현금교부 합병에 있어 굳이 사업목적이나 경영상의 필요성과 같은 기준이 필요하지는 않다는 견해가 있다. 반면 95% 이상 지분을 보유한 주주가 소액주주의 주식을 강제매수하는 경우 경영상 목적을 요구하고 있는 상황에서, 67%의 지분만 보유하면 실행할 수 있는 현금교부 합병의 경우에는 경영상 목적이 필요하지 않다는 것은 균형이 맞지 않는다는 이유로 합병으로 소액주주를 축출하기 위해서도 정당한 경영상의 목적이 요구된다고 보는 견해도 있다. 합병 승인을 받기 위해선 주주 3분의2 이상의 동의가 필요하다.

이와 관련하여, 경영상 목적이 필요하다고 보는 경우에도, 과연 소액주주의 축출을 정당화하기 위한 ‘경영상 목적’을 어떻게 해석해야 할 것인지, 합병대가 중 일

부는 현금으로, 나머지 일부는 존속회사의 주식으로 지급되는 경우와 같이 소액주주가 완전히 축출되지 않고 회사에 대한 지배력

이 상대적으로 약화되기만 할 뿐인 경우에도 경영상 목적이 필요한지 등과 같은 문제가 제기될 수 있을 것이다.

삼각합병이란 존속회사가 소멸회사의 주주에게 존속회사의 합병신주를 교부하는 대신 타회사, 특히 존속회사의 모회사 주식을 교부하는 방식으로 이루어지는 합병을 의미한다. 예컨대, A사가 B사를 합병하고자 하는 경우 A사는 우선 100% 자회사인 A1사를 설립하고, A1사가 B사를 흡수합병하면서 자신이 보유하고 있는 A사의 주식을 B사 주주들에게 합병대가로 지급하는 것이다.

자회사 설립해 합병 추진

현행 상법은 자회사의 모회사 주식 취득을 금지하고 있으나, 개정 상법은 소멸회사의 주주들에게 존속회사의 주식 외의 다른 재산을 합병대가로 지급하는 것을 허용하면서, 나아가 제523조의2를 신설하여 소멸하는 회사의 주주에게 합병대가로써 제공하는

재산이 존속하는 회사의 모회사 주식을 포함하는 경우에는 존속하는 회사가 그 지급을 위하여 모회사 주식을 취득할 수 있도록 허용함으로써 삼각합병을 가능하게 하였다.

삼각합병의 장점 중 하나로서 매수회사가 사실상 소멸회사를 흡수하면서도 합병에 따른 위험을 회피하고, 주주유한책임의 특점을 향유할 수 있다는 것을 들 수 있다. 다시 말해 앞선 사례에서 A사가 B사와 직접 합병하는 경우에는 포괄승계의 효과로서 A사가 B사의 우발채무에 대하여도 전적으로 책임을 부담하여야 하지만, A사를 통하여 B사와 합병을 하게 되면 A사는 A1사에 대한 출자한도 내로 위험을 한정시킬 수 있는 것이다.

A1 출자한도로 위험 한정

그 밖에 삼각합병은 A회사 입장에서 주주총회 승인 절차를 거치지 않을 수 있게 해 주고, 외국회사가 한국에 자회사를 설립한 후 삼각합병을 하는 방법으로 국제적 M&A를 가능하게 하는 장점도 있다.

이상 살펴본 지배주주의 소액주주 주식 강제매수나 Cash-Out Merger는 향후 M&A 활성화에 상당한 기여를 할 것으로 보이지만, 이 제도들이 그 부작용을 최소화하며 성공적으로 정착하기 위해서는 많은 검토와 연구가 필요할 것으로 생각된다. ■