

소수주주 축출 목적의 주식병합의 당부와 그 한계

- 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결을 중심으로 -

Limitations of Reverse Stock Split for Sole Purpose of Removing Minority Shareholders

- On Supreme Court Decision 2018Da283315 Decided November 26, 2020 -

김훈섭 · 박재경

[사실관계 및 판결요지]

I. 사실관계

울트라건설 주식회사(이하 ‘울트라건설’)는 토목, 건축 공사업 등을 목적으로 하는 회사이고, 원고는 울트라건설의 보통주 147주, 우선주 31주를 보유한 주주이다.

울트라건설은 2014. 10. 22. 서울중앙지방법원(이하 ‘회생법원’) 2014회합175호로 회생절차 개시결정을 받아, 회생계획에 따라 보통주 및 우선주에 대해 액면가 5,000원의 주식 4주를 주식 1주로 병합한 후, 주식 5주를 주식 1주로 재병합하였고, 이후 회생법원과의 협의하에 M&A를 추진하여 2016. 3. 21. 주식회사 호반건설(이하 ‘호반건설’)과 사이에 투자계약(이하 ‘이 사건 투자계약’)을 체결하였다. 이 사건 투자계약에 의하여 호반건설은 울트라건설에 208억 4,200만 원을 납입하고 보통주 4,168,400주를 인수하였다. 이에 덧붙여 울트라건설은 회생법원으로부터 2016. 7. 20. 회생계획 변경인가결정을 받아 보통주 및 우선주에 대해 액면가 5,000원의 주식 4주를 액면가 주식 1주로 병합하고, 병합 후 주식에 대하여 액면가 5,000원의 주식 32주를 주식 1주로 재병합(위 주식병합 비율을 모두 곱하면 2,560 : 1이다.)하였다.

울트라건설은 2016. 9. 26. 이사회를 개최하여, 당시 1주당 액면가였던 5,000원을 50,000,000원으로 인상하는 10,000 : 1의 주식병합 및 이에 부수하는 자본금감소(이하 ‘이 사건 주식병합 및 자본금감소’)의 승인을 안건으로 하는 임시주주총회(이하 ‘이 사건 주주총회’) 소집을 결의하였다. 이 사건 주주총회는 2016. 11. 4.에 개최되었고, 원고를 제외한 참석 주주 전원이 찬성하여, 발행주식총수 4,309,209주의 97%, 출석 주식수의 99.99%인 4,180,486주의 찬성으로 이 사건 주식병합 및 자본금감소 안건은 가결되었다. 그 결과, 416주를 보유한 호반건설과 3주를 보유한 건설공제조합 강북보상센터를 제외하고, 원고를 비롯한 나머지 주주는 주주의 지위를 상실하였다. 다만, 이 사건 주식병합 및 자본금감소로 인하여 발생한 단주에 대하여는 보통주 및 우선주 여부를 불문하고 1주당 그 액면가인 5,000원으로 계산하여 그에 해당하는 현금이 지급되었고, 원고도 이를 수령하였다.

한편 울트라건설은 2017. 4. 20. 상호를 주식회사 호반산업으로 변경하였다가, 2017. 8. 31. 주택건설 및 주택관리업 등을 목적으로 하는 주식회사인 피고에게 흡수합병되었다. 원고는 2017. 4. 10. 피고를 상대로 자본금 감소무효의 소²⁾를 제기하였다.³⁾

1) 제1심과 원심에서는 이 사건 주식병합 및 자본금감소의 결과 3명의 주주가 남았다고 실시하였으나, 상고심과 파기환송심에서는 2명의 주주만이 남았다고 판시한바, 후자를 기준으로 하여 이후의 논의를 전개한다.

2) 원고는 소장에 사건명을 ‘자본감소 무효확인 소’로 기재하였으나, 상법 개정 과정에서 기업회계기준상 ‘자본’과의 혼동을 피하기 위하여 종래의 ‘자본’은 ‘자본금’으로 변경되었으므로, 이하에서는 ‘자본금’으로 통일하여 논하기로 한다.

3) 본래 원고 외에 이 사건 주식병합 및 자본금감소로 인하여 주주 지위를 상실한 2인이 함께 소를 제기하고 원고를 선정당사자로 하고 있었으나, 이후 항소심 계속 중인 2018. 4. 5. 위 선정자 2인이 항소를 취하함에 따라 최종적으로 원고만이 남게 되었다. 이에 논의상 편의를 위하여 원고만을 기재하기로 한다.

II. 제1심 및 원심의 판단

1. 제1심의 판단 (서울중앙지방법원 2018. 2. 1. 선고 2017가합16957 판결)

제1심에서는 ① 이 사건 주식병합 및 자본금감소 시 우선주주들로 구성된 종류주주총회의 승인이 필요한지 여부 및 ② 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 위반하는지 여부가 문제되었다.

먼저 원고는, ① 이 사건 주식병합 및 자본금감소로 인하여 기존 우선주주들은 보통주주들과 달리 보유한 모든 주식을 상실하게 되므로 기존 우선주주들로 구성된 종류주주총회의 승인을 받아야 함에도 불구하고, 피고가 이를 누락한 이상 이 사건 주식병합 및 자본금감소는 그 효력을 발하지 아니하였다고 주장하였다. 그러나 제1심은 이 사건 주식병합 및 자본금감소 과정에서 종류주주총회의 승인은 필요하지 않다고 판단하였다. 보통주와 우선주 모두에 대하여 동일한 10,000 : 1의 병합비율을 적용하였고, 단주에 대하여도 1주당 액면가 5,000원을 동일하게 지급하여 보상한 이상, 설령 결과적으로 우선주가 보통주에 비하여 보다 많은 비율의 단주가 발생하였다고 하더라도 그것만으로 기존 우선주주들에게 실질적으로 불이익한 결과를 가져온다고 볼 수 없다는 것이 그 이유였다.

한편 원고는, ② 이미 회생계획에 따라 2,560 : 1의 주식병합이 이루어졌음에도 불구하고, 구체적이고 명백한 경영상 필요 없이 오로지 소수주주 축출을 목적으로 재차 10,000 : 1의 일방적인 주식병합 및 자본금감소를 감행한 것은 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 위반된다고 주장하였다. 그러나 제1심은, 이 사건 주주총회에서 소수주주에게도 의결권이 부여되었던 점, 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 별다른 경영상 목적 없이 오로지 소수주주의 축출을 목적으로 한 것이라고 볼 수 없는 점, 단주에 대하여 원고에게 충분한 보상이 이루어진 점 등에 비추어, 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 위반된다고 보기 어렵다고 보아 원고의 청구를 기각하였다.

2. 원심의 판단 (서울고등법원 2018. 10. 12. 선고 2018나2008901 판결)

원심은 ① 이 사건 주식병합 및 자본금감소에 종류주주총회의 승인은 불필요하다는 제1심의 판단은 유지하였다. 그러나 ② 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 반하는지 여부에 관하여는 제1심과 의견을 달리하였다.

우선 원심은 이 사건 주식병합 및 자본금감소로 인한 실제 자본금감소의 정도가 약 0.21%에 불과하다는 점 등을 들어, 이 사건 주식병합 및 자본금감소의 실제 목적은 소수주주 축출에 있다고 보았다. 이러한 전제 위에서 원심은, 2011. 4. 14. 법률 제10600호로 개정되어 2012. 4. 15.부터 시행된 상법(이하 ‘2011년 개정상법’)의 취지상 소수주주 축출 시에는 소수주식 강제매수제도를 활용하여야 하는 것이 원칙임에도 피고가 그 엄격한 요건을 탈법적으로 회피하고자 이 사건 주식병합 및 자본금감소를 한 것이고, 비록 단주에 대하여 1주당 회계법인의 평가금액 3,812원보다 높은 액면금액 5,000원이 지급되기는 하였으나 원고는 이보다 훨씬 더 비싼 가격에 주식을 매수했던 것으로 보이는 이상 정당한 보상이 이루어졌다고 단정할 수 없다고 판단하였다. 따라서 원심은 이 사건 주식병합 및 자본금감소는 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙, 권리남용금지의 원칙에 모두 위배되어 무효라고 판시하며 제1심판결을 취소하고 원고의 청구를 인용하였다.

III. 대법원의 판단 (대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결, 이하 ‘대상판결’)

그러나 원심과 달리 대법원은 아래와 같은 이유로 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 주주평등의 원칙, 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 위반되지 않는다고 판시하였다.⁴⁾

4) 종류주주총회의 필요 여부에 대해서는 언급하지 않는 것으로 미루어 보아 이 부분 논지는 상고이유서에 포함되지 아니한 것으로 보인다.

① 대주주와 소수주주의 주식 모두에 동일한 병합비율이 적용되었다. 또한 단주 처리 방식을 규정한 상법 제443조에 비추어 볼 때, 주식병합 비율에 미달하는 주식수를 가진 소수주주가 그 의사와 무관하게 주주의 지위를 상실하는 것은 우리 상법이 명문으로 인정하는 주주평등의 원칙의 예외이다.

② 지배주주의 매도청구권은 지배주주의 ‘권리’ 일 뿐 이를 행사하여야 할 ‘의무’가 있다고 볼 수 없고, 개정상법이 소수주식 강제매수제도를 도입하면서 주식병합 제도의 목적 및 요건에 관한 제한을 신설하지도 아니하였다. 나아가 주식병합 과정에서도 지배주주 또는 회사가 단주로 처리된 주식을 취득하여 회사의 지배권을 독점하기 위해서는 법원의 허가가 필요하고 그 과정에서 단주 금액의 적정성에 대한 판단도 이루어진다는 점에서, 요건의 엄격성 측면에서도 주식병합과 소수주식 강제매수제도는 크게 다르지 않다. 따라서 이 사건 주식병합 및 자본금감소를 소수주식 강제매수제도를 회피하기 위한 탈법적 행위로 볼 수 없다.

③ 원고를 제외하고, 주주총회에 참석한 모든 소수주주는 단주 보상금액이 1주당 5,000원임을 잘 알면서도 이에 찬성하였다. 따라서 단주의 보상금액이 불공정하다고 볼 수도 없다.

이에 따라 대법원은 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 무효라고 본 원심판결을 파기하고, 사건을 서울고등법원으로 환송하였다.⁵⁾

5) 이후 파기환송심인 서울고등법원 2021. 5. 12. 선고 2020나2043754 판결은 대법원과 같은 취지에서 원고의 항소를 기각하였고, 이에 원고는 재상고하였으나 대법원 2021. 8. 12. 선고 2021다237985 판결로 심리불속행 기각되었다.

[연구]

I. 들어가며

주식병합이란 복수의 주식을 합쳐 그 숫자를 줄이는 행위를 의미한다. 주식을 병합하는 경우 필연적으로 자본금이 감소하는 것은 아니나, 일반적으로 자본금감소를 위한 수단으로 이용하는 경우가 많기에,⁶⁾ 상법에서도 주식병합에 관한 내용은 주식회사의 자본금의 감소에 관한 제3편 제4장 제6절(제438조 내지 제446조)에서 규정하고 있다.

그러나 주식병합이 자본금감소를 위해서가 아니라 소수주주 축출을 위하여 이루어진 경우, 이를 허용할 수 있는가? 이에 대하여 대법원은 대상판결을 통해, 소수주주 축출이라는 목적만으로 주식병합 자체가 위법한 것은 아니라는 견해를 밝혔다. 과거에도 소수주주 축출 목적의 주식병합 및 자본금감소의 유·무효를 판단한 하급심 판례는 존재하였으나 모두 상고심 단계에서 심리불속행 기각되었고, 이를 대법원이 직접 심리하여 입장을 명확히 한 것은 처음이다.

대상판결은 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 ① 주주평등의 원칙에 위반되지 아니하고, ② 소수주식 강제매수제도의 엄격한 요건을 회피하기 위한 탈법적 행위라고 볼 수도 없으며, ③ 대다수 소수주주의 찬성을 받았다는 점을 논거로 들며 그 적법성을 확인하였다. ① 주주평등의 원칙의 위반 여부와 ② 소수주식 강제매수제도와의 비교 부분과 달리, ③ 이른바 ‘소수주주의 다수결’ 문제는 이 사건에 특유한 논거이다. 그러나 위 세 가지 논거 모두 ‘소수주주의 보호’와 ‘유연한 경영환경의 보장’이라는, 회사법이 추구하여야 하는 양대 이념 간의 이익형량과 관련이 있다는 점에서는 다를 바가 없다.

회사에게 주주는 가깝고도 먼, 이른바 ‘불가근불가원(不可近不可遠)’의 존재이다.⁷⁾ 주주들의 출자가 있기에 회사는 설립·존속하지만, 그 대가로 회사는 주주들에게 이익을 배당해야 함은 물론 주주들의 경영 간섭에 항시 노출된다. 그중에서도 특히 출자 기여도는 낮지만 주주로서의 권리는 갖는 ‘소수주주’는 회사, 엄밀히 말해서 회사의 경영진 및 지배주주 입장에서는 결코 꺼려할 존재이기 마련이다. 그렇기에 어느 나라든 요건상 차이는 있을지언정 효율적인 회사경영을 위한 소수주주 축출제도를 구비하고 있고, 본고 또한 그 필요성을 부정하는 것은 아니다.

하지만 우리나라는 그 특유의 이른바 ‘재벌’ 위주의 경제구조 속에서 소수주주 보호의 취약성을 부단히 지적받아 왔다. 1997년 외환위기 당시 우리 정부는 개혁의 일환으로 소수주주의 권리 신장을 제시해야 했고,⁸⁾ 최근 이루어진 조사에서도 소수주주 권익 보호 지표에서 137개국 중 99위를 기록하는 등 여전히 박한 평가를 벗어나지 못하고 있다.⁹⁾ 심지어 아시아 내에서조차 우리나라는 소수주주 보호가 미흡하며 모든 주주가 평등하게 대우받지 못하고 있다는 비판을 지속적으로 받고 있는 실정이다.¹⁰⁾

그러한 측면에서 대상판결이 경영적 필요와 소수주주 보호라는 상반된 가치 사이에서 적절한 기준을 제시하였는지에 대해 의문을 지을 수 없다. 대상판결은 과연 정당한 소수주주의 축출과 주식병합은 허용·장려하되, 부당한 소수주주의 축출과 주식병합은 억제·방지함으로써, 회사와 주주 모두의 이익을 도모하는 데 도움

6) 송옥렬, 상법강의, 제11판, 홍문사, 2021, 811면.

7) 엄밀하게는 회사 중에서 ‘주식회사’에 국한되나, 우리나라는 대부분의 회사가 주식회사 형태를 취하고 있는바, 논의의 편의상 ‘회사’라고만 하기로 한다. 참고로 2020년 기준, 우리나라에 신고된 전체 회사 중 주식회사가 차지하는 비율은 95%(796,582/838,008)를 넘는다. 국세청 법인세과, “8-1-2. 법인세 신고 현황Ⅱ(법인종류, 사업연도, 개업일, 상장·비상장, 영리·비영리, 법인규모, 조정구분)”, 2020. 12. 31. http://tasis.nts.go.kr/websquare/websquare.html?w2xPath=/ui/ep/e/a/UTWEPEAA02.xml&STT_PBL_YR=2021&STTS_MTA_INFR_ID=20210303H012021F7460 (최종접속일 2022. 2. 25.) 참조.

8) Lee, Kyung-Shik & Lim, Chang-Yuel, “Letter of Intent”, IMF-Korea, February 7, 1998.

9) World Economic Forum, “The Global Competitiveness Report 2017-2018”, September 26, 2017, p. 169. <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018> (최종접속일 2022. 2. 25.).

10) Asian Corporate Governance Association, CG Watch 2020: Future Promise, May 17, 2021, p. 307.

이 되는 법리를 제시하고 있는가? 이에 본고에서는 위 세 가지 논거의 타당성과 합리성을 일반론과 구체적 사안의 관점에서 각각 검토하고, 주식병합 및 소수주주 축출제도의 개선에 관한 법해석적, 입법론적 제언을 도출하고자 한다.

II. 상법상 소수주주 축출제도의 개관

1. 2011년 개정상법 시행 이전

2011년 개정상법 시행 전까지 우리 상법은 지배주주가 소수주주를 축출할 수 있도록 하는 명시적 제도를 두지 아니하였다. 이는 주식회사는 그 본질상 주주의 제명이 불가하다는 특성에 터 잡은 것이었다.¹¹⁾ 그러나 실무에서는 주식병합과 주식의 포괄적 교환이전을 통하여 소수주주를 축출하는 우회방안을 이용하여 왔다.

가. 주식병합을 이용한 소수주주 축출

주식을 병합하여 1주당 액면가를 높임으로써 소수주주가 병합 이후 교부받는 주식이 1주 미만인 단주가 되도록 하여 축출하는 행위가 주주평등의 원칙에 위반된다는 지적은 개정상법의 시행 이전에도 학계를 중심으로 다수 존재하였다.¹²⁾ 이에 관하여 당시 대법원이 명시적으로 판시한 적은 없으나, 간접적으로 그 입장을 추정할 수 있는 사례로 이른바 ‘엔도어즈 주식병합 사건’ 이 있다.

비상장 주식회사 엔도어즈(이하 ‘엔도어즈’)의 주식 지분 96.738%를 보유하고 있던 지배주주 주식회사 넥슨(이하 ‘넥슨’)은 소수주주 축출을 위해 엔도어즈의 액면가 500원의 보통주 10,000주를 액면가 5,000,000원의 주식 1주로 하는 10,000 : 1의 주식병합 및 이에 부수하는 자본금감소를 감행하였다. 그 결과 엔도어즈의 주주 수는 주식병합 이전의 98명에서 7명으로 감소하였다. 이후 엔도어즈는 주주 지위 상실 여부를 불문하고 단주에 대하여 1주당 3,840원을 보상하였다. 이에 소액주주들은 엔도어즈를 상대로 주주평등의 원칙 위반, 권리남용금지 및 신의성실의 원칙 위반, 단주대금 산정의 불공정을 이유로 자본금감소무효의 소를 제기하였다.

그러나 하급심법원은 원고들의 청구를 기각하였다.¹³⁾ 우선 주주평등의 원칙 위반 여부에 관하여 하급심법원은 단주 처리 방식에 관한 상법 제443조 제1항에 비추어 볼 때 단주는 법률이 인정한 주주평등의 원칙에 대한 예외라고 판단하였다. 한편 상법이 자본금감소의 원인에 관하여 특별한 제한을 두고 있지 아니하고, 아직 2011년 개정상법이 시행되기 전이어서 소수주식 강제매수제도를 활용할 수 없던 상황에서, 최대주주인 넥슨으로는 안정적인 경영권 유지를 위하여 주식의 액면가를 인상하고 소유지분을 최대한 확보할 필요가 있었던 점, 엔도어즈의 회사 규모에 비하여 주식과 주주의 수가 과다하여 주주 관리비용 절감과 경영의 효율성 제고를 위하여 주주 감소가 필요했던 점 등에 비추어 볼 때, 주식병합이 권리남용금지 및 신의성실의 원칙에 위반된다고 볼 수도 없다고 판시하였다. 단주대금 산정에 관하여는, 엔도어즈의 의뢰를 받은 삼일회계법인이 비상장주식인 엔도어즈의 주식은 시가가 불분명하다는 이유로 보충적인 평가방법인 상속세 및 증여세법 시행령 제54조를 적용하여 회사의 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 3 : 2의 비율로 가중평균하여 1주당 평가액을 순자산가치 1,770원보다 높은 3,840원으로 산정한 점, 엔도어즈의 이사 전원은 2010. 11. 19. 서울동부지방법원 2010비합49호로 단주의 임의매각허가신청을 하였고 위 법원은 매각가격의 적정성 등을 심리한 후 1주당 3,840원의 가격이 적정하다고 판단하여 이를 허가한 점 등을 들어 그것이 불공정하다고 보기 어렵다고 보았다. 이에 원고들은 상고하였으나 대법원은 심리불속행 기각하였다.¹⁴⁾

11) 김건식 외, 회사법, 제5판, 박영사, 2021, 869면.

12) 위의 책, 869면.

13) 제1심은 서울동부지방법원 2011. 8. 16. 선고 2010가합22628 판결, 항소심은 서울고등법원 2012. 4. 26. 선고 2011나 68397 판결이었다.

14) 대법원 2012. 7. 26. 선고 2012다40400 판결.

나. 주식의 포괄적 교환·이전을 이용한 소수주주 축출

주식의 포괄적 교환·이전은 주식병합에 비하여 소수주주 축출의 수단으로서 상대적으로 적은 관심을 받아왔다. 자회사의 기존 주주들이 자회사의 주주로서의 지위는 상실하게 되지만, 모회사의 주주로서 모회사 이사를 통해 자회사에 간접적으로 관여할 수는 있기 때문이다. 즉, 주식병합이 주주권의 ‘상실’을 의미했다면, 주식의 포괄적 교환·이전은 주주권의 ‘감소’ 내지 ‘회석’에 그치는 것이다. 따라서 소수주주 축출의 의미를 “조직재편행위 등에 의해 종래의 주주 지위를 당해 주주의 의사에 불구하고 잃게 하여, 회사 및 회사를 포함하는 기업그룹에서 주주로서의 이해관계를 단절시키는 것”으로 좁게 해석할 경우, 주식의 포괄적 교환·이전은 이에 해당하지 않는다고 볼 수 있다.¹⁵⁾ 그러나 주식교환의 경우에도 단주 처리 등을 위하여 교환대가의 일부를 모회사 주식이 아닌 금전으로 대체하는 것은 일찍이 허용되고 있었고,¹⁶⁾ 2015. 12. 1. 법률 제13523호로 개정되어 2016. 3. 2.부터 시행된 상법(이하 ‘2015년 개정상법’) 제360조의3 제3항 제4호에서 교부금만으로는 주식교환을 전면적으로 허용하게 됨에 따라, 엄격한 구분은 불필요하게 되었다.

주식교환 방식의 소수주주 축출이 가장 문제가 된 사례로는 이른바 ‘하나금융지주-외환은행 주식교환 사건’을 들 수 있다. 외환은행의 발행주식총수 약 60%를 보유하던 하나금융지주는 외환은행과 사이에, 자신을 제외한 소수주주들이 보유하고 있던 외환은행의 주식 약 40%를 자신에게 이전하고, 하나금융지주는 소수주주들에게 신주를 배정하는 내용의 주식의 포괄적 교환계약을 체결하였다. 주식교환의 비율은 외환은행 : 하나금융지주 = 1 : 0.1894302, 반대주주에 대한 매수가격은 1주당 7,383원이었으며, 이후 주주총회 특별결의로 위 주식의 포괄적 교환계약은 승인되었다. 이에 기존의 외환은행 소수주주들은 주식교환무효의 소를 제기하였다.

그러나 법원은 ① 포괄적 주식교환으로 완전모회사가 되는 회사가 완전자회사가 되는 회사의 주주총회에서 의결권을 행사하는 것은 주주의 고유권을 행사하는 것으로서 상법 제368조 제4항 소정의 ‘특별한 이해관계’가 있다고 할 수 없는 점, ② 객관적 가치가 반영된 외환은행과 하나금융지주의 시장주가를 기준으로 관련 법령 소정의 절차에 따라 주식교환비율을 산정한 것이 부당하다고 할 수 없는 점, ③ 외환은행이 하나금융지주의 완전자회사가 됨으로써 비용과 세금, 주주 관리비용 등을 절감할 수 있고 수익증진의 효과가 기대되므로 포괄적 주식교환을 할 경영상 목적이 있어 보이는 점, ④ 다수주주가 소수주주의 이익을 보호하여야 할 충실의무를 인정할 법률상 근거가 없는 점 등을 들어 원고의 청구를 모두 기각하였다.¹⁷⁾

한편 위 사건의 원고들은 포괄적 주식교환을 허용하는 상법 제360조의2와 제360조의3이 소수주주들의 재산권과 평등권을 침해하고, 포괄적 주식교환의 요건과 방법을 대통령령에 위임하고 있는 구 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제165조의4 제3호가 포괄위임금지원칙에 반한다고 주장하며 제1심 계속 중 서울중앙지방법원에 위헌법률심판제청신청을 하였으나 기각되자,¹⁸⁾ 2014. 8. 8. 헌법재판소에 헌법소원심판을 청구하였다. 그러나 헌법재판소는 관여 재판관 전원의 일치된 의견으로 위 조항들이 헌법에 위반되지 아니한다고 결정하였다.¹⁹⁾

2. 2011년 개정상법 시행 이후

가. 상법 개정의 배경 및 취지

21세기 들어 각국이 회사법 대개정에 착수하거나 이를 완료하자, 법무부는 2005. 7. 28. 회사법개정특별분과위원회를 발족하여 9차례의 전체회의 끝에 2006. 6. 4. 상법 회사편 개정 초안을 마련하였다. 이후 공청회 및

15) 김경일, “소수주주축출(Freeze-Out)에 관한 연구”, 서울대학교 법학박사학위논문(2017), 201면.

16) 송옥렬(주 6), 1259면.

17) 서울중앙지방법원 2014. 6. 26. 선고 2013가합37444등 판결. 이후 원고들은 항소하였으나, 항소심(서울고등법원 2014나 39666등) 계속 중 소를 취하하였다.

18) 서울중앙지방법원 2014. 6. 26.자 2013카기5142 결정; 서울중앙지방법원 2014. 6. 26.자 2014카기99 결정.

19) 헌법재판소 2015. 5. 28. 선고 2013헌바82등 결정.

부처협의 등을 거쳐 법무부는 2007. 9. 20. 국회에 개정 최종안을 제출하였으나(의안번호 제7463호), 2008. 5. 29. 제17대 국회의 임기만료로 폐기되었다. 이에 정부는 폐기된 개정안에 일부 상장회사 특례규정 등을 새로이 추가하여 2008. 10. 21. 상법 개정안을 제제출하였고(의안번호 제1566호),²⁰⁾ 그 내용은 2011. 3. 11. 본회의에 상정된 법제사법위원회 대안에 포함되어(의안번호 제11092호) 같은 날 가결됨으로써, 같은 해 4. 14. 법률 제1060호로 공포되어 2012. 4. 15.자로 시행되고 있다.

2011년 개정상법은 기업 재무관리제도의 엄격성을 완화하고 지배구조의 공정성·투명성을 제고함으로써 기업법제를 선진화하는 것을 목적으로 하였다. 재무관리의 측면에서 기업의 자율성을 확대하는 동시에, 지배구조의 측면에서 기업에 대한 규제를 강화하고자 한 것이다. 소수주주 축출제도의 도입은 무액면주식의 신설, 종류주식의 다양화, 자기주식 취득의 용이화 등과 함께 기업 재무관리 자율성 향상을 위한 변화의 대표적 예이다.²¹⁾ 그러나 아래에서 보듯, 소수주식 강제매수제도와 교부금합병제도의 활용도는 개정 당시 예상보다 훨씬 저조한 실정이다.

나. 소수주식 강제매수제도

회사의 발행주식총수의 100분의 95 이상을 자기의 계산으로 보유하고 있는 주주는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 회사의 다른 주주에게 그 보유하는 주식의 매도를 청구할 수 있다(상법 제360조의24 제1항).

소수주식 강제매수제도는 특정주주가 주식의 대부분을 보유하는 경우 회사로서는 주주관리로 인한 비용이 소모되고 소수주주로서는 통상적인 출자회수의 길이 막히기 때문에, 그 동업관계를 과감히 해소할 수 있도록 함으로써 비용을 절감하고 경영의 효율성을 제고하기 위하여 도입되었다.²²⁾ 지배주주뿐 아니라 소수주주의 이익도 보호하기 위한 제도이기에, 지배주주의 매도청구권에 상응하는 소수주주의 매수청구권도 구비한 것이 특징이다.²³⁾ 다만 이러한 소수주주 강제퇴출제도(freeze-out of minority shareholders)는 지배주주의 경영전환을 위한 수단으로 악용될 가능성이 있는바, 이를 방지하기 위하여 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 지배주주에 한하여 회사의 경영상 목적 달성을 위한 경우에만 주주총회 승인을 받아 매도청구권을 행사할 수 있도록 엄격한 요건을 규정하였다.²⁴⁾ 이러한 지분요건은 비교법적으로 높은 축에 속하는 것으로서,²⁵⁾ ‘주주의 의사에 반하는 제명’이라는 논란을 잠재우고자 한 것이었으나, 후술하듯 역설적으로 회사들의 선호를 받지 못하는 주된 이유로 작용하고 있다.²⁶⁾

다. 교부금합병제도

현금합병이라고도 불리는 교부금합병이란 소멸회사 주주에게 존속회사 주식에 갈음하여 금전만을 지급하는 합병을 뜻하는 것으로서, 경영합리화를 위한 기업조직의 확장·변경을 보다 용이하게 하기 위한 차원에서

20) 권기을 전문위원, “상법 일부개정법률안 (정부제출) 검토보고 [회사편]”, 1801566, 제278회 국회 제20차 법제사법위원회 (2008. 11.), 18-19면.

21) 위의 글, 19-21면.

22) 위의 글, 6면.

23) 위의 글, 80-81면.

24) 위의 글, 81-82면.

25) 소수주식 강제매수제도의 지분요건이 우리보다 높은 나라는 98%의 지분을 요구하는 터키가 유일하나, 터키는 우리와 달리 제3자 지분의 합산이 가능하여 실질적으로 우리보다 낮다고 볼 여지가 있다(ORTAKLIKTAN ÇIKARMA VE SATMA HAKLARI TEBLİĞİ (II-27.3)). 주요국 중 우리나라와 같은 95% 지분을 요구하는 국가로는 독일 정도가 있으며(§ 327a Abs. 1 S. 1 AktG), 그 외에 영국(Companies Act 2006 (pt 28. c.3). ss. 979(2)·(4)), 일본(会社法179条1項) 등 대부분의 주요 국가들은 90% 지분을 요구하고 있다.

26) 실제로 지배주주의 매도청구는 소수주식 전부를 대상으로 하여야 하고, 주주와 회사 간 주식의 가격에 대하여 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 회사가 매매대금을 일부 공탁할 수 없다는 판례의 입장으로 인하여, 현재 실무상 소수주식 강제매수제도를 활용하더라도 길게는 3년 이상 본래 의도한 1인 회사가 되지 못하고 불안정한 상태가 지속되는 경우가 다수 존재한다. 이처럼 소수주식 강제매수제도의 활용도가 저조한 이유에 관하여는 IV. 2.에서 후술하도록 한다.

도입된 것이다.²⁷⁾ 대상회사의 독립성 및 채권자보호절차 필요성의 측면에서 주식교환과 미세한 차이는 있으나, 2015년 개정상법 제360조의3 제3항 제4호에서 교부금만의 주식교환을 허용함으로써 현재로서는 인수회사가 대상회사를 자회사로 유지하면서 그 주주들을 축출하기를 원할 때는 주식교환을, 하나의 회사로 합체하면서 그 주주들을 축출하기를 원할 때는 교부금합병을 하는 추세이다.²⁸⁾

교부금합병제도는 도입 당시 약간의 다툼이 있었다. 일반적인 합병과는 달리 주주가 회사에서 축출되는바, 주주는 합병에 의한 기업가치의 증가분에 대한 공정한 분배를 받지 못하게 되고, 이는 사실상 기업의 편익을 위하여 주주의 희생을 강요하는 것이라는 지적이었다. 이에 합병대가의 유연화에 앞서, 주주 보호를 위하여 그 대가의 공정성을 보장할 수 있는 조치가 선행되어야 한다며, 교부금합병제도 신설에 반대하는 의견이 존재하였다.²⁹⁾

실무상 교부금합병제도의 활용도는 소수주식 강제매수제도에 비하여 상대적으로 높는데, 그 이유는 두 가지로 요약된다. 우선 ① 소수주식 강제매수제도하에서는 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 지배주주만이 매도청구권을 행사할 수 있는 반면, 교부금합병을 위하여는 주주총회 특별결의요건만 충족하면 족하기 때문이다.³⁰⁾ 이는 주식병합이 소수주식 강제매수제도에 비하여 선호되는 것과 같은 맥락이다. 나아가 ② 문언상 경영상 목적을 요하는 소수주식 강제매수제도와 달리, 교부금합병은 별도의 경영상 목적이 요구되지 아니하거나, 요구되더라도 폭넓게 인정되기 때문이다.³¹⁾ 통상의 합병 시에는 경영상 목적에 따른 제한을 가하지 아니하면서, 교부금합병에 한하여만 경영상 목적을 요구하는 것은 형평에 맞지 아니하다는 것이 그 이유로 제시된다.³²⁾ 다만 ‘이질적인 주주의 참여로 인한 비용 회피’는 정당한 경영상 목적이지만, ‘주주의 염가에의 배제’는 교부금합병의 정당한 경영상 목적이 아니라는 견해도 있다.³³⁾ 이에 관하여 명시적으로 판단한 판례는 없으나, 하급심 결정 중 ‘교부금만으로는 주식교환’이 자회사의 소수주주를 축출하기 위하여 이루어졌다거나 그러한 결과로 귀결된다는 것만으로 그 주식교환이 위법하다고 볼 수는 없다고 본 사례가 존재한다.³⁴⁾

3. 소수주주 축출의 관련 쟁점

가. 소수주주의 기본권 침해 여부에 관한 각국 판례의 입장

소수주주 축출제도는 소수주주를 그 의사와 무관하게 회사에서 제명하는 것을 용인한다는 점에서 그 위헌성 여부가 항상 문제가 되었다.³⁵⁾ 그러나 전술한 바와 같이, 이른바 ‘하나금융지주-외환은행 주식교환 사건’의 소수주주들이 제기한 헌법소원에서 헌법재판소는 아래와 같은 이유로 주식의 포괄적 교환을 통한 소수주주 축출제도가 소수주주들의 재산권을 침해하지는 아니한다고 판시하였다.³⁶⁾

헌법재판소는 주식의 포괄적 교환을 통한 소수주주 축출제도가 소수주주의 재산권(헌법 제23조 제1항)을 제한한다는 점은 인정하였다. 그러나 경영의 효율성 제고를 통한 기업 경쟁력 강화라는 입법목적이 정당하고, 이를 달성하기 위한 세부적인 요건, 절차, 효과 등을 규정하고 있어 수단의 적정성 또한 인정된다고 보았다. 나아가 주식의 포괄적 교환을 위하여는 특별결의에 의한 승인을 얻도록 함으로써 대주주의 전횡이 일용 방지되고 있고, 주식교환의 대가로 취득회사의 주식이 교부되므로 투자금의 회수가 강제되지 아니하여 주식교환 이후에도 소수주주는 취득회사의 이사를 통하여 간접적으로 대상회사의 경영에 관여할 수 있으며, 주식교환에

27) 권기울(주 20), 119면.

28) 김건식 외(주 11), 836면.

29) 권기울(주 20), 119면.

30) 김건식 외(주 11), 870면.

31) 위의 책, 783면.

32) 위의 책, 783면.

33) 위의 책, 783면.

34) 서울중앙지방법원 2016. 6. 22.자 2016카합80759 결정.

35) 김화진, “소수주식의 강제매수제도”, 서울대학교 법학 제50권 제1호(2009), 322면 참조.

36) 헌법재판소 2015. 5. 28. 선고 2013헌바82등 결정.

반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사함으로써 투자를 중단할 수 있고 주식매수가액의 공정성에 관한 기준 및 불복수단도 마련되어 있는 등, 소수주주 보호를 위한 다양한 방안이 구비되어 있어 침해의 최소성과 법익의 균형성도 충족된다고 판단하였다.

이 외에 이른바 ‘삼성자산운용 소액주주 축출 사건’의 소수주주들이 소수주식 강제매수제도가 소수주주의 재산권(헌법 제23조 제1항), 자기결정권(헌법 제10조), 평등권(헌법 제11조)을 침해한다고 주장하며 헌법소원을 논의한 바 있으나,³⁷⁾ 실제로 제기하지는 아니하여 그 주장의 당부가 정면으로 다루어지지 못하는 못하였다.

한편 외국의 경우, 소수주식 강제매수제도를 둘러싼 위헌의 시비가 법계(法界)에 따라 강도가 달리 나타나는 경향을 보인다. 주식을 경제적인 권리와 의결권(financial and voting rights)으로 구성된 것으로 보는 미국의 경우,³⁸⁾ 델라웨어주 대법원이 약식합병(short-merger) 규정이 헌법에 위반되지 아니한다고 판시한 것 외에는 관련 논의가 드물다.³⁹⁾ 반면 주식을 전통적으로 주주의 불가침적 물권(untouchable property rights)으로 본 유럽 대륙법계 국가들에서는⁴⁰⁾ 위헌론이 다수 제기된 바 있으나, 독일,⁴¹⁾ 오스트리아,⁴²⁾ 이탈리아,⁴³⁾ 체코⁴⁴⁾의 헌법재판소, 법원 모두 소수주주의 축출제도가 합헌이라고 판단한 바 있다.⁴⁵⁾

나. 이익형량적 접근의 필요성

현대 민주주의 국가에서 어느 집단이든 단체적 의사결정의 최후의 보충적 해결책은 다수결의 원칙이다. 회사의 단체법적 행위 또한 달리 볼 것은 아니다. 주주들이 결의의 형식을 통해 각자의 의사를 표시한 후 다수결의 원칙에 따라 주주들의 단일한 집단적 의사가 도출되면, 주주 개개인의 의사와 무관하게 이는 주주 전원을 구속하게 된다. 이러한 다수결의 원칙은 단체의 의사를 원활하게 결정하기 위한 일종의 차선책으로서, 그 안에는 의사결정 과정에서 소외되는 소수주주의 존재가 본질적으로 내재되어 있는바, 다수결의 남용이 발생하지 않도록 그 운용과 절차에 단체법적 요청과 함께, 소수주주에 대한 보호를 조화시킬 필요가 있다.

사실 전술한 이른바 ‘하나금융지주-외환은행 주식교환 사건’의 소수주주들이 제기한 헌법소원에서의 헌법재판소의 논거 중 일부는 현재 유효하지 못하다. 예컨대 ‘주식교환의 대가로 취득회사의 주식이 교부되므로 주식교환 이후에도 소수주주는 취득회사의 이사를 통하여 간접적으로 대상회사의 경영에 관여할 수 있다’는 논리는, 주식교환의 대가로 현금만을 교부하는 것이 가능해진 오늘날에는 더는 통용될 수 없다. 이제 관건은 소수주주의 보호와 경영의 효율성 보장이라는 일견 상충하는 두 원리의 ‘적절한 균형점’을 어떻게 설정하는지 여부에 있다.

소수주주 축출을 위한 명시적 제도가 부재하였던 2011년 이전에는 입법의 공백 속에서 ‘적절한 균형점’을 제시하는 것이 법원의 몫이었다. 그렇기에 법원은 개별·구체적 사안에 따라, 주식병합을 본래의 목적과 달리 소수주주 축출에 활용하는 것을 빈번히 눈감아 주곤 했다.

그러나 2011년 개정상법에서 신설된 소수주식 강제매수제도와 교부금합병제도는 입법자가 그 ‘적절한 균형점’을 제시한 것으로 풀이할 수 있다. 그렇다면 종래 법원의 느슨한 심사기준은 더 이상 유지할 필요가 없으며, 입법자가 마련한 제도의 틀 내에서 각 제도가 본연의 취지대로 작용하도록 함이 법원의 역할이라 할 것

37) 제1심은 서울중앙지방법원 2015. 4. 28.자 2014비합171등 결정, 항소심은 서울고등법원 2016. 8. 26.자 2015라694등 결정, 상고심은 대법원 2016. 12. 23.자 2016마1283등 결정이었다.

38) 김경일(주 15), 24면.

39) Coyne v. Park & Tilford Distillers Corporation, 154 A.2d 893 (Del. 1959).

40) 김경일(주 15), 24면.

41) BVerfGE 14, 263; BVerfGE 100, 289; BVerfG, NJW 2001, 279 등. 다만, 독일에서는 상장회사는 소수주주 축출을 할 수 없다. 자세한 것은 정순현, 독일 회사법 개설, 한아름인쇄, 2019, 559면 참조.

42) VfGH G30/2017 JBl 2018, 637.

43) Trib. Milano, 13 Mar. 2003, Società, 1, 87 등.

44) Nález Ústavního soudu ze dne 27. 3. 2008, sp.zn. Pl. ÚS 56/05 (N 60/48 SbNU 873; 257/2008 Sb.).

45) 방론으로나마 소수주주 축출제도에 위헌의 의심이 있음을 인정한 판례는 소수주식 강제매수제도에 관한 최근 우크라이나 대법원의 판결이 유일한 것으로 보인다. Постанова № 908/137/18 від 24.11.2020 Верховний Суд 참조.

임에도, 대상판결은 후술하듯 ① 주식병합 오남용으로 인한 주주평등의 원칙 일탈과 ② 소수주식 강제매수제도의 우회책으로서의 주식병합 악용, ③ 선부른 소수주주의 다수결 법리 원용을 묵인하고 있다.

Ⅲ. 주식병합 오남용으로 인한 주주평등의 원칙 일탈

1. 주주평등의 원칙과 소수주주 보호

주주평등의 원칙이란 회사는 주주를 보유주식의 내용과 수에 따라 평등하게 대우하여야 한다는 비례적 평등 이념의 산물로서, 다수결의 남용으로부터 소수주주를 보호하는 역할을 하게 된다.⁴⁶⁾ 많은 외국의 입법례가 명문의 조항으로 주주평등의 원칙을 선언하고 있는 것과 달리,⁴⁷⁾ 우리 상법은 주주평등의 원칙에 관한 일반조항을 두는 대신 이익배당청구권, 의결권, 신주인수권, 잔여재산분배청구권 등에 있어서의 평등취급을 규정함으로써 간접적으로 주주평등의 원칙을 규정하고 있다.⁴⁸⁾ 그럼에도 불구하고 주주평등의 원칙은 오늘날 정의와 형평의 이념상 당연히 인정되는 것으로서 사원관계를 규율하는 강행규정으로 받아들여지고 있다.⁴⁹⁾

독일과 일본에서는 주주평등의 원칙에 형식적 평등과 실질적 평등의 의미가 모두 포함되어 있다고 보는 견해가 일반적이며, 각국 법원 역시 이와 동일한 입장을 취하고 있다.⁵⁰⁾ 우리나라에서도 하급심이기는 하나 제주지방법원 2008. 6. 12. 선고 2007가합1636 판결에서 주주평등의 원칙의 의미를 실질적 평등과 형식적 평등으로 나누어 해석한 바 있다. 이 사건 주식병합 역시 형식적 의미와 실질적 의미 모두에서 주주평등의 원칙에 부합하는지 검토되어야 한다.

2. 주식병합비율의 임의적 설정으로 인한 주주 간 불평등 취급

복수의 주식을 적은 수의 주식으로 합치는 주식병합은 통상적으로 그로 인하여 발생한 단주를 환가하고 보상하는 단주 처리 과정을 수반한다. 우리 상법 제443조는 바로 후자의 과정에 관하여 규정하고 있으며, 이는 대상판결을 비롯하여 우리 법원이 일관되게 주식병합으로 인한 소수주주 축출을 주주평등의 원칙의 예외라고 보는 근거가 되고 있다.

그러나 엄밀히 말해서 입법자는 단주 처리 과정에 대하여만 언급할 뿐, 주식병합으로 인한 소수주주 축출에 관하여는 침묵하고 있다. 즉, 상법 제443조가 주식병합으로 인하여 소수주주가 축출되는 경우가 있음을 암묵적으로 ‘전제’ 하고 있음은 사실이나, 이로써 곧바로 주식병합으로 인한 소수주주 축출이 무제한적으로 허용된다고 단정 짓는 것은 논리적 비약인 것이다.⁵¹⁾ 따라서 주식병합을 통한 소수주주 축출이 주주평등의 원칙에 위반하는지 여부를 판단함에 있어서는 주식병합과 단주 처리 절차를 나누어 각각 따로 심리하여야 한다.

대상판결 또한 이 사건 주식병합 및 자본금감소와 단주 처리를 나누어, 전자에 대하여는 모든 주식에 대하여 동일한 병합비율이 적용된 점, 후자에 대하여는 상법 제443조를 근거로 제시하며, 양자 모두 주주평등의 원칙에 위반하지 아니한다고 판단한 것으로 보인다.

대상판결의 판단 중 후자, 즉 단주 처리가 적법하였다는 판단에는 이론의 여지가 없다. 울트라건설은 강행규정인 상법 제443조를 준수하였을 뿐이고, 위 조항은 단주를 임의매각하기 위해서 법원의 허가를 요한다는 점에서 소수주주를 보호하는 기능도 일부 수행하고 있기 때문이다.⁵²⁾ 그러나 대상판결의 판단 중 전자, 즉 이

46) 대법원 2018. 9. 13. 선고 2018다9920,2018다9937 판결.

47) 독일 주식법 § 53a AktG; 오스트리아 주식법 § 47a AktG; 일본 회사법 会社法109条1項; 스위스 채권법 §§ 706 Abs. 2, 717 Abs. 2 OR 등 참조.

48) 김건식 외(주 11), 258-259면.

49) 김건식 외(주 11), 258면; 대법원 2007. 6. 28. 선고 2006다38161,38178 판결.

50) 정래영, “주주평등의 원칙에 대한 재고”, 상사판례연구 제23권 제4호(2010), 140-141면, 박한성, “종류주식활용에 따른 주주평등원칙의 재조명”, 법학논총 제41권 제3호(2017), 312-313면에서 재인용

51) 이철송, 회사법강의, 제29판, 박영사, 2021, 321면은 상법 제443조와 같이 흔히 주주평등의 원칙의 예외로 제시되는 것들도, 궁극적으로 주주평등의 원칙을 ‘실질적’으로 실현하기 위한 기술적, 방법론적 표현을 달리한 것일 뿐이지, 이를 주주평등의 원칙과 ‘무관’하다고 보아서는 아니 된다고 지적한다.

사건 주식병합 및 자본금감소에 관한 판단의 타당성에 있어서는 의문이 든다. 모든 주식에 대해 동일한 병합 비율을 적용하였다는 사실은 형식적인 주주평등의 달성을 증명할지는 몰라도, 그것이 실질적인 주주평등까지 담보해주는 것은 아니기 때문이다.

이 사건 주식병합 및 자본금감소는 10,000 : 1이라는 과도한 비율⁵³⁾로 실행되었고, 이로 인해 무려 9,999주를 가진 주주까지도 주식을 잃게 되는 상황이 만들어졌다. 10,000주 이상을 가진 주주는 계속해서 주주로서의 지위를 보유할 수 있고, 그 미만을 가진 주주는 주주로서의 지위를 상실하게 되는 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 과연 실질적인 의미의 주주평등의 원칙을 준수하였는지는 보다 자세한 심리와 판단이 필요한 영역이다.

만일 대상판결의 판단처럼 주식병합의 비율에 아무런 제한이 없다면, 이는 곧 주주총회 특별결의 요건을 충족할 수 있는 주주 단독으로 소수주주 축출의 범위를 자유롭게 정할 수 있음을 뜻한다. 예컨대 10주 미만의 주식을 보유한 주주를 축출하려면 병합비율을 10 : 1로 설정하면 되고, 500주 미만의 주식을 보유한 주주를 축출하려면 병합비율을 500 : 1로 설정하면 된다. 이는 후술하듯 소수주주 전부를 매수하여야 하는 소수주주 강제매수제도에 비하여 훨씬 지배주주에 유리한 구성으로서, 이처럼 특정 주주가 주식병합으로 인해 축출되는 소수주주의 범위를 마음대로 설정할 수 있게 하는 것은 상법이 예정하였던 것보다 더 큰 권한을 특정 주주에게 부여하는 것일 뿐만 아니라, 주주평등의 원칙과 소수주주 보호의 요청에도 명백히 반하는 문제라고 할 수 있다.⁵⁴⁾ 그럼에도 불구하고 대상판결은 실질적 주주평등의 원칙 위반 여부를 심리하지 않음으로써, 형식적 평등을 가장하여 실질적으로 불평등한 대우를 받게 된 소수주주를 보호하지 못하고 있는 것으로 보인다.

이러한 우리 법원의 태도는 20세기 초반 독일 제국법원의 판례와 유사하다. 당대 유럽에는 ‘형식적 평등’ 속에서 ‘실질적 불평등’이 발생할 수 있다는 관념이 희박하였기에, 독일 제국법원 또한 주주평등의 원칙이 기계적으로 주주들을 평등하게 대우하면 족하다는 뜻으로 새겼다.⁵⁵⁾ 일례로 소수주주의 반대에도 불구하고 정관변경을 위한 주주총회 소집의 최소지분을 10%에서 20%로 상향시킨 사안에서, 독일 제국법원은 이것이 주주평등의 원칙에 반하지 아니한다고 보았다.⁵⁶⁾ 그 결과 주주평등의 원칙은 소수주주의 보호수단으로서의 기능을 다하지 못하였으며, 독일 제국법원이 주주평등의 원칙 위반을 인정한 사례는 4건에 그치게 되었다.⁵⁷⁾ 대상판결이 주주평등의 원칙을 형해화하는 것이라는 비판을 면하기 힘든 이유이다.

3. 주주 간 불평등한 취급 필요성 및 그 방법에 대한 의문

주주평등의 원칙은 소수주주의 보호를 담보함으로써 주식투자를 촉진함에 그 근본적 취지가 있다.⁵⁸⁾ 그렇기에 주주평등의 원칙을 매개로 회사의 법률행위를 통제함에 있어서는 이를 기계적으로 적용할 것이 아니라, 소수주주와 회사의 이익을 염두에 둔 합목적적 해석·적용이 요청된다.⁵⁹⁾ 이는 곧 주주평등의 원칙 적용의 완

52) 황현영, “주식병합과 소수주주축출에 관한 연구 - 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결 -”, 상사판례연구 제33집 제4권(2020), 33면.

53) 2021년 1월부터 5월까지 한국거래소에 공시된 13개 상장회사의 주식병합 중 가장 높은 병합비율은 50 : 1이었으며, 7개 회사의 주식병합비율이 5 : 1로 최빈값을 차지했다는 점을 고려할 때, 10,000 : 1의 병합비율은 사회통념에 비추어도 ‘과도’한 것이라고 넉넉히 볼 수 있다.

54) 심지어 주식병합을 어떻게 구성하는지에 따라 발생하는 단주의 범위도 조작할 수 있다. 예컨대 소수주주가 19주를 보유하고 있는 상황에서 10주를 7주로 병합할 경우, 10주에 미달하는 수량을 전부 단주화한다면 기존주주의 지분율이 크게 떨어지는 반면, 기존 주식수 19주에 병합비율 0.7에 곱하는 방식을 택한다면 완전한 신주식 13주를 제외한 0.3주만이 단주가 된다. 자세한 것은 김건식 외(주 11), 240-241면 참조. 따라서 이철송(주 51), 959면은 소수주주의 보호 차원에서 병합비율을 비율로 계산하여 정수가 나올 때까지 병합을 하는 것으로 해석하여야 한다고 한다. 참고로 독일 주식법(AktG) 제222조 제4항은 유사한 방식으로 단주의 발생을 최소화하고 있다. 자세한 것은 정순현(주 41), 375면 참조.

55) 정순현(주 41), 188면 참조.

56) RGZ 68, 235.

57) 정순현(주 41), 187면 참조.

58) 김건식 외(주 11), 258면.

59) 위의 책, 259면.

화 필요성에 관한 문제로 직결된다. 회사와 주주의 이익을 위해 필요한 경우 예외적으로 특정 주주에 대한 차별이 허용될 수 있으나,⁶⁰⁾ 대상판결의 사안이 그러한 예외적인 경우에 해당하는지, 다시 말해서 회사와 주주의 이익을 위하여 주식병합을 통한 소수주주 축출이 필요하였는지에 관하여는 검토를 요하는 것이다.

대상판결의 사안에서, 울트라건설이 상장이 폐지되고 회생절차 개시결정을 받는 등 호반건설의 재정적 지원을 절실히 요하고 있던 것은 사실로 보인다. 그러나 단순한 재정적 어려움을 넘어서, 소수주주 축출의 필요성까지 충분히 해명되었는지는 의문이다. 회생법원이 인가한 2016. 7. 20.자 변경된 회생계획에 따라 이미 2,560 : 1의 비율로 주식병합을 마친 상황에서, 추가적인 10,000 : 1의 주식병합의 필요성을 선뜻 인정하기는 어렵기 때문이다.

무릇 주주평등의 ‘원칙’에 대한 ‘예외’를 설정하고자 한다면 예외 설정의 필요에 대한 증명책임은 그러한 예외를 주장하는 측이 부담한다고 보아야 할 것이다. 그러나 대상판결의 사안에서 울트라건설은 소수주주들을 불평등하게 축출함으로써 울트라건설이 얻는 이익이 그로 인한 소수주주들의 손해를 상회한다는 점을 증명하기 위한 충분한 노력을 기울이지 아니하였고, 대상판결 또한 울트라건설의 이익을 위하여 소수주주의 축출이 필수적이었는지에 관하여 구체적인 심리를 하지 아니하였다.

설령 소수주주의 축출의 필요성이 인정된다 하더라도, 전술한 바와 같이 소수주주의 축출이 주주 간 실질적 불평등을 야기한다는 점을 감안할 때, 그 축출은 필요최소한도에 한하여 극히 예외적으로 이루어져야 한다. 그러나 총 25,600,000 : 1이라는 비정상적인 비율에 따른 주식병합의 결과 원고를 포함하여 단 2명의 주주를 제외한 모든 소수주주를 축출한 것을 과연 필요최소한의 축출이라고 할 수 있는지는 심히 의문이다.

무엇보다 울트라건설이 왜 소수주식 강제매수제도가 아닌 주식병합이라는 수단을 사용했는지에 관한 의문은 여전히 해소되지 않는다. 소수주식 강제매수제도가야말로 입법자가 소수주주 축출이 필요할 경우를 염두에 두고 도입한 것이기 때문이다. 주식병합이라는 우회적 수단의 사용은 대상판결의 사안에서 울트라건설의 주주들을 실질적으로 불평등하게 대우할 아무런 이유가 없었음을 방증한다 할 것이다.

4. 소결

이 사건 주식병합은 모든 주주에게 동일한 병합비율을 적용하였다는 점에서 형식적 주주평등은 준수하였다고 볼 수 있으나, 주식병합으로 인해 축출되는 소수주주의 범위를 정할 권한을 특정 주주에게 부여한다는 점에서 주주 간의 실질적인 불평등을 야기하였다는 비판을 면하기 힘들어 보인다. 대상판결은 주주평등의 원칙을 실질적 정의와 형평의 관점이 아닌 형식적 관점에서 법기술적으로만 적용하여 심리하고 있는바, 이러한 태도에는 수긍할 수 없다.⁶¹⁾

주주평등의 원칙의 예외를 인정하는 견지에서 대상판결을 보더라도, 이 사건 주식병합이 주주평등의 원칙의 예외로서 허용되어야 하는 경우인지 의문이다. 소수주주 축출이 불가피하였던 울트라건설의 상황을 고려하더라도, 이미 2,560 : 1의 비율로 주식병합을 마친 상황에서 추가적으로 10,000 : 1의 비율로 주식을 병합하는 극단적인 예외를 인정하기는 어려울 것이다.

IV. 소수주식 강제매수제도의 우회책으로서의 주식병합 악용

1. 소수주주 축출의 수단으로서의 소수주식 강제매수제도와 주식병합의 우열

소수주식 강제매수제도와 주식병합은 각각 상법에서 별도로 규정하고 있는 행위로서 그 요건과 효과를 달리하고 있다. 따라서 설령 소수주식 강제매수제도의 활용이 가능하였다고 하더라도, 이를 근거로 소수주주 축

60) 관련하여 독일 판례인 BGHZ 70, 121; BGHZ 120, 141 등은, ‘주주의 불평등한 대우가 회사의 중대한 이익 확보에 필요하고 그로 인한 주주의 손해와 비교하여 볼 때 상당하다면, 이는 허용되어야 한다’는 취지로 설시한 바 있다.

61) 김지환, “주식병합을 통한 소수주주 축출 문제 해결 방안”, 상사법연구 제40권 제2호(2021), 197-198면 참조.

출을 위한 주식병합이 그 자체로 곧바로 위법하다고 볼 수는 없을 것이다. 그러한 측면에서 대상판결의 판단은 타당하다.

그러나 동시에 대상판결은 ‘소수주식 강제매수제도의 엄격한 요건을 회피하기 위하여 탈법적으로 다른 방식을 이용해 소수주주를 축출하는 것은 신의성실의 원칙 및 권리남용금지의 원칙에 반하여 위법하다’ 고 설치함으로써, 경우에 따라서는 주식병합을 통한 소수주주 축출을 무효로 볼 여지를 열어놓고 있다. 즉, 주식병합을 통한 소수주주 축출은 그 ‘난이도’ 가 통상적으로 소수주식 강제매수제도와 유사하므로 일반적으로는 유효하나, 예외적으로 그것이 ‘탈법행위’ 라고 평가할 수 있는 때에는 그 주식병합은 위법하다는 것이다. 하지만 대상판결은 과연 어떠한 경우에 주식병합을 탈법행위라고 할 수 있는지에 관하여는 침묵하고 있다.

이에 아래에서는 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 요건상 차이를 비교·분석하고, 외국의 소수주주 축출제도도 아울러 검토함으로써, 대상판결의 설치와 같이 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 소수주식 강제매수제도와 유사한 정도의 엄격한 요건을 갖는지 검토하고자 한다.

2. 소수주식 강제매수제도와 주식병합의 요건 비교

가. 지분 요건: 95% 이상 지배주주의 청구와 주주총회 특별결의

1) 일반론

〈표 1〉 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 지분 요건 비교

	소수주식 강제매수제도	주식병합
법문상 지분 요건	95% 이상 (상법 제360조의24 제1항)	2/3 이상 (상법 제433조 제1항, 제438조 제1항, 제434조 제1항)
제3자 지분 합산 가부	모회사·자회사 제외하면 불가 (상법 제360조의24 제2항)	가능

소수주식 강제매수제도를 활용하기 위하여는 회사의 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 지배주주의 청구와 주주총회의 승인이 필요하다. 여기서 주주총회의 승인은 다소 형식적인 절차로 볼 수 있다. 반면에 주식병합은 일반적으로 자본금감소를 수반하기 때문에 상법 제434조 소정의 주주총회의 특별결의가 필요하다. 이러한 차이로 인해, 발행주식총수의 2/3 이상 95% 미만을 보유한 주주는 주식병합을 통해 다른 소수주주를 축출할 수는 있으나, 소수주식 강제매수제도의 활용은 불가하게 된다. 따라서 발행주식총수의 95% 이상을 보유한 주주가 없는 상황이라면, 주식병합이 덜 엄격한 요건하에서 이루어져 위법한 것으로 평가될 여지가 있다.

나아가 발행주식총수의 2/3 이상을 보유하지 않은 주주도 경우에 따라서는 주식병합을 통하여 자신에게 우호적이지 않은 소수주주를 축출할 수 있다. 왜냐하면 자신의 지분과 자신에게 우호적인 지분을 자유롭게 합산할 수 있기 때문이다. 반면 소수주식 강제매수제도의 경우, 95% 요건에 타인 명의이지만 자기 계산으로 보유하는 주식을 포함할 수 없다는 것이 다수설적 견해이고⁶²⁾ 나아가 모회사-자회사와 같이 합산이 허용되는 관계가 아닌 우호적인 제3자와 공동으로 95% 요건을 충족하는 것도 불가능하다.⁶³⁾ 이처럼 소수주식 강제매수제도와 주식병합은 그 요건이 엄격한 정도에 있어서 상당한 차이가 있다.

2) 대상판결 사안에의 적용

다만, 대상판결의 사안의 경우, 호반건설이 울트라건설의 발행주식총수 약 96.7%를 보유하고 있었던바, 호반건설로서는 주식병합뿐 아니라 소수주식 강제매수제도 또한 이용할 수 있었다. 따라서 일반론은 별론으로

62) 반대의 견해로는 이철송(주 51), 1202-1203면.

63) 김건식 외(주 11), 870-871면.

하고, 대상판결의 사안에서 울트라건설이 주식병합의 수단을 택한 것이 탈법행위라고 보기는 어려워 보인다.

나. 목적상 제한의 유무

1) 일반론

<표 2> 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 목적상 제한 유무 비교

	소수주식 강제매수제도	주식병합
목적상 제한	“회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우” (상법 제360조의24 제1항)	없음

소수주식 강제매수제도와 주식병합의 요건 사이에 존재하는 또 하나의 차이는 목적 요건의 유무이다. 소수주식 강제매수제도는 경영상 목적을 필요로 하는 반면, 주식병합은 목적에 제한이 없다는 차이가 있다.

그러나 적어도 현재 실무상 이는 큰 차이를 파생하지는 아니하는 것으로 보인다. 소수주식 강제매수제도를 도입한 상법 개정의 기대효과에 ‘주주 관리비용 절감’이 포함되어 있고,⁶⁴⁾ 주주 관리비용의 절감은 지배주주만의 이익을 위한 것이 아니라 회사에도 이익이 된다는 점을 고려할 때,⁶⁵⁾ 소수주주 축출 시 경영상 목적은 상대적으로 쉽게 인정될 수 있는 반면, 주식병합에 대하여는 그 법문과 같이 어떠한 목적상 제한도 없다고 보는 것이 일반적이기 때문이다.

다만 이러한 실무의 태도에 관하여는 의문이 있다. 즉, 소수주식 강제매수제도에 있어서 ‘경영상 목적’을 폭넓게 해석하는 것은 수궁이 가나, 2011년 개정상법의 시행으로 소수주식 강제매수제도가 도입된 이상 적어도 소수주주 축출 사안에 있어서는 일종의 특별법 우선의 법리에 따라 소수주식 강제매수제도(특별법)가 아닌 주식병합(일반법)을 도구로 사용할 수는 없다고 봄이 체계적 해석, 역사적 해석방법론에 부합한다 할 것이다.⁶⁶⁾ 요컨대 주식병합에 대하여는 ‘소수주주 축출 목적 사용 불가’라는 목적상 제한이 암묵적으로 내재되어 있다고 볼 필요성이 있는 것이다. 이에 관하여는 후술하기로 한다.

2) 대상판결 사안에서의 적용

대상판결의 사안에서, 원심은 우선 주식병합이 주주의 이해관계에 큰 영향을 미칠 수 있음을 지적하며 “상법은 자본감소와 같은 예외적인 경우에 한하여 주식병합을 허용하고 있다.”라고 설시하였다. 비록 주식병합의 목적이 자본금감소에 국한되지는 않지만, 적어도 그에 준하는 극히 예외적인 경우에 한하여야 한다고 본 것이다. 나아가 원심은 이 사건 주식병합 및 자본금감소에 소수주주 축출을 통한 주주관리 비용 절감, 신속한 의사결정 확보 및 공시의무 면제 등의 ‘경영상 목적’이 존재하므로 소수주식 강제매수제도의 활용이 얼마든지 가능했음에도, 구태여 주식병합의 수단을 택한 것에 천착하며 다음과 같이 설시하였다.

“② 피고가 이 사건 주식병합 및 자본감소로 달성하고자 하는 경영상 필요, 즉 소수주주 축출을 통한 주주관리 비용 절감, 공시의무 면제 및 신속한 의사결정 확보 등은 소수주식의 강제매수제도를 통해서도 얼마든지 달성할 수 있는 것으로, 소수주식의 강제매수제도를 이용하는 것이 이를 도입하여 회사로 하여금 주주총회 개최비용 등 소수주주 관리비용을 절감하고 기동성 있는 의사결정을 할 수 있게 함과 동시에 소수주주를 보호하고자 한 개정 상법의 취지에 부합한다고 할 것이다. 피고는 울트라건설이 지배주주인 호반건설로부터 유상증자, 자금대여 등을 받으려는 상황에서 소수주주들이 이에 반대하는 경우 차질이 생긴다면 이

64) 권기울(주 20), 6면.

65) 송옥렬(주 6), 889면.

66) 이동건 외, “상법상 소수주주 축출 방안과 관련한 법률상·실무상 쟁점 -지배주주의 매도청구권, 교부금합병, 주식병합을 중심으로-”, 법조 제61권 제9호(2012), 283-284면 참조.

사건 주식병합이 반드시 필요하였다고 주장하나, 이러한 주장만으로 소수주주 축출의 필요성을 인정하기 어렵다. 그럼에도 피고는 이 사건 주식병합을 실시하였는바, 이는 엄격한 요건하에서 허용되는 소수주주 축출 제도를 탈법적으로 회피하는 것이라고 할 것이다.

③ 피고도 2018. 6. 15.자 답변서에서 울트라건설의 정상화를 위해 소수주식 강제매수제도를 이용할 수 있었음을 인정하면서, 다만 소수주식을 강제로 매수할 경우 오랜 시일이 걸리게 되어 조속히 울트라건설을 정상화시키기 어려워 이 사건 주식병합 및 자본감소를 진행하였다고 진술하고 있다. 그러나 피고가 제출하는 증거들만으로는 소수주식 강제매수제도를 이용하였을 경우 울트라건설을 정상화시키기 어렵다고 볼 만한 사정이 보이지 아니한다.”

비록 원심의 이러한 판단을 대상판결은 배척하였으나, 만일 주식병합에 목적상 제한이 내재되어 있다고 본다면 원심의 판단과 같이 대상판결의 사안은 주식병합의 목적상 제한을 일탈하였다고 보아야 할 것이다.

다. 소수주주 축출에 필요한 지배주주의 노력의 정도

1) 일반론

<표 3> 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 소수주주 축출에 필요한 지배주주 노력 비교

	소수주식 강제매수제도	주식병합
소수주주 잔존 가부	불가	지배주주의 자율
통지·공고의 내용	지배주주의 회사 주식의 보유 현황, 매도청구의 목적, 매매가액의 산정 근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가, 매매가액의 지급보증, 소수주주는 매매가액의 수령과 동시에 주권을 지배주주에게 교부하여야 한다는 뜻, 교부하지 아니할 경우 매매가액을 수령하거나 지배주주가 매매가액을 공탁한 날에 주권은 무효가 된다는 뜻 (상법 제360조의24 제4항, 제5항)	의안의 요령 (상법 제433조 제2항, 제438조 제3항)
통지의 대상·방법	주주명부에 적힌 주주와 질권자에게 따로 통지해야 (상법 제360조의24 제5항)	원칙(상법 제363조 제1항): 주주별 서면·전자문서 통지 상장회사 특례(상법 제542조의4 제1항, 상법 시행령 제31조 제1항, 제2항): 발행주식총수 1/100 이하 주주에게는 둘 이상의 일간신문 또는 전자공시시스템에 2회 이상 공고

소수주식 강제매수제도와 주식병합으로 인한 단주 처리는 우선 축출되는 소수주주의 정도에 있어서 차이가 있다. 소수주식 강제매수제도하에서 지배주주의 매도청구는 소수주식 전부를 대상으로 하여야 한다는 것이 판례의 입장이다.⁶⁷⁾ 소수주식 강제매수제도는 100% 지분획득으로 경영효율성을 향상하기 위하여 예외적으로 특별히 도입된 제도이기 때문이다.⁶⁸⁾ 반면 주식병합을 통한 소수주주 축출의 경우, 어느 정도의 소수주주까지 축출시킬지가 전적으로 지배주주가 정하는 주식병합의 비율에 달려있다. 따라서 지배주주 자신을 제외한 모든 소수주주를 축출하는 소수주식 강제매수제도와 달리, 주식병합 시 지배주주는 회사에 남을 수 있는 주주를 지분이 큰 순서로 자유롭게 정할 수 있게 된다.

67) 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결.

68) 김건식 외(주 11), 873면.

이러한 차이는 일견 실질적인 의미는 크지 않은 것으로 보일 수 있으나, 지배주주에게는 소수주주 축출에 소요되는 노력과 비용이 달라지는 중대한 문제이다. 예컨대 만일 지분 분포가 95% : 4% : 1%일 경우, 지배주주가 소수주식 강제매수제도를 택한다면 5%의 지분을 매수하여야 하는 반면, 주식병합을 택하면 비율의 조작을 통하여 1%의 소수주주만 없앨 수도 있다.

소수주주 축출 시 통지·공고하여야 하는 내용 및 대상, 방법에 있어서도 소수주식 강제매수제도는 주식병합에 비하여 훨씬 엄격하다. 소수주식 강제매수제도 활용 시 지배주주는 주주총회 소집을 통지하며 지배주주의 회사 주식의 보유 현황, 매도청구의 목적, 매매가액의 산정 근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가, 매매가액의 지급보증을 통지서에 기재하여 주주명부상 주주 및 질권자에게 각 따로 통지해야 하고, 소수주주는 매매가액의 수령과 동시에 주권을 지배주주에게 교부하여야 한다는 뜻, 교부하지 아니할 경우 매매가액을 수령하거나 지배주주가 매매가액을 공탁한 날에 주권은 무효가 된다는 뜻을 공고하여야 하며, 주주총회에서 이를 설명하여야 한다(상법 제360조의24 제4항, 제5항). 반면 주식병합의 경우, 만일 그것이 자본금감소를 수반할 때에는 상법 제438조 제3항에 의하여, 액면병합으로서 정관변경을 수반할 때에는 상법 제433조 제2항에 의하여 ‘의안의 요령’ 만 주주총회 소집통지서에 기재하면 족하다는 점에서 통지·공고의 내용이 상법 제360조의24 제4항, 제5항에 비하여 훨씬 간략하고, 그 통지·공고의 대상 또한 상장회사의 경우에는 발행주식총수 1/100 이하 주주에게는 둘 이상의 일간신문 또는 전자공시시스템에 2회 이상 공고하면 족하다는 점에서 소수주주가 그 내용을 현실적으로 인지하지 못할 가능성이 소수주식 강제매수제도에 비하여 크다(상법 제542조의4 제1항, 상법 시행령 제31조 제1항, 제2항).

이처럼 ‘소수주주 축출’이라는 동일 목적을 추구하더라도, 소수주식 강제매수제도 활용 시 지배주주가 기울여야 하는 노력과 비용이 주식병합을 활용할 때에 비해 크다는 점은, 주식병합이 소수주식 강제매수제도의 탈법행위로 악용될 소지가 있음을 강하게 방증한다고 할 것이다.

2) 대상판결 사안에의 적용

대상판결의 사안에서, 이 사건 주식병합 및 자본금감소 후에 잔존한 주주는 호반건설과 건설공제조합 강북보상센터 2인이었던바, 만일 호반건설이 소수주식 강제매수제도를 활용하였다면 건설공제조합 강북보상센터의 주식까지도 매수하여야 하였을 것이다. 그러나 그 대신 주식병합을 활용함으로써 호반건설은 자의적으로 축출되는 소수주주의 범위를 설정할 수 있었다.

한편 울트라건설은 이 사건 주식병합 및 자본금감소 당시 이미 상장이 폐지된 회사였던바 주주총회 소집 통지의 대상 및 방법의 측면에 있어서는 소수주식 강제매수제도를 활용한 때와 큰 차이가 없었을 것으로 보인다. 그러나 주주총회 소집통지서 기재의 상세한 정도에 있어서는 큰 차이가 있었다. 이 사건 주주총회 소집통지서는 의안의 요령(예컨대 주식병합의 비율) 외의 내용을 추상적이고 간략하게만 기재하였는데, 예컨대 주식병합의 목적을 “주식 분산 해소를 위한 경영효율성 제고” 라고만 밝혔고, 축출될 소수주주 입장에서 가장 관심을 가질 만한 단주의 가격에 관하여는 “외부평가기관의 평가를 받은 주당 평가금액과 주당 액면금액 중 큰 금액 기준으로 환가하여 단주 비율에 따라 현금으로 지급함” 및 “회사는 상법 제443조의 규정에 따라 신주를 경매하거나 법원허가를 받아 경매 외의 방법으로 매각하여 단주를 처리할 수 있다.” 라고만 기재하였다. 만일 호반건설이 소수주식 강제매수제도를 활용하였다면 주주총회 소집통지서에 자신의 주식 보유 현황과 더불어 공인된 감정인이 적정하다고 인정한 매매가액 및 그 지급보증을 미리 밝혔어야 할 것이라는 점에서, 호반건설로서는 주식병합을 활용함으로써 훨씬 더 간편하게 소수주주를 축출할 수 있었던 것이다.

라. 주식 및 단주 가격 결정의 방법

1) 일반론

〈표 4〉 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 주식·단주 가격 결정 방법 비교

	소수주식 강제매수제도	주식병합
규범력	활용 시 엄격히 준수	사실상 사문화
법원의 심사 기준	“회사의 재산상태와 그 밖의 사정” (상법 제360조의24 제9항)	기준 없음 (상법 제443조 제1항)
법원의 직접 가격 산정 가부	가능	불가
소수주주의 가격 산정 과정에의 참가 가부	가능(협의 또는 법원의 결정 과정에 당사자로 참가)	불가능

주식 및 단주 가격 결정상의 차이는 소수주식 강제매수제도와 주식병합 간 가장 큰 차이점이라고 하여도 과언이 아니다. 상법 제360조의24 제7항부터 제9항은, 소수주식의 매매가격을 우선 당사자 간 협의로 정하되, 협의를 이루어지지 아니할 경우에는 법원이 “회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 공정한 가액으로 산정” 하도록 규정하고 있다. 반면 단주 처리에 관한 상법 제443조 제1항은 원칙적으로 단주에 대하여 발행한 신주를 경매하여 각 주수에 따라 대금을 나누되, 거래소의 시세 있는 주식은 거래소를 통하여 매각하고, 시세 없는 주식은 법원의 허가를 받아 임의매각할 수 있다고 규정하고 있다.

대상판결은 소수주식 강제매수제도와 단주 처리가 유사하다는 유력한 근거의 하나로, 상법 제360조의24 제9항과 제443조 제1항 단서에서의 법원 심사의 강도가 같다는 점을 든다. 소수주식의 매매가격 산정 시 법원이 그 가격이 공정한 가액인지를 판단하는 것과 마찬가지로, 단주의 임의매각허가 여부를 심사할 때에도 법원이 그 가격이 적정한지를 들여다본다는 것이다.

그러나 이러한 판시가 타당한지는 심히 의문이다. 상법 제443조는 실무에서 사실상 그 규범력을 상실한 조항으로 인식되는 것이 현실이기 때문이다.⁶⁹⁾ 현재 실무상 많은 회사들이 단주를 제3자가 아니라 자기 자신에게 임의매각하는 방식, 즉 상법 제341조의2 제3호에 따라 자기주식으로 취득하는 방식을 주로 활용하고 있다. 이러한 현상은 경매, 법원의 허가 등 상법 제443조 제1항상 절차의 복잡성과, 특히 소규모 단주의 경우 애초에 인수희망자를 찾는 것부터 난항을 겪게 된다는 점에 기인한다.⁷⁰⁾ 다만 상법 제341조의2 제3호가 제443조 제1항과 양립 가능한지에 관하여는 학설이 대립하는데, 법원은 일반적으로 단주의 발생이 소규모임을 감안할 때 그 부작용도 적다는 전제에서 긍정설의 태도를 취하고 있다.⁷¹⁾ 문제는 통상적인 실무 관행에서는 법원의 임의매각허가조차 받지 아니한 채, 오직 회사의 편의만을 이유로 자기주식 취득방식에 의존하여 단주를 처리하고 있다는 점이다.⁷²⁾ 이에 관하여 판례는 이러한 행위가 절차상 위법하기는 하나 그 위법성의 정도가 자본금감소절차의 효력을 부인할 정도에 이르지 아니한다고 판시하며, 실무례의 위법성을 인정하면서도 이를 암묵적으로 방조하고 있다.⁷³⁾ 이처럼 상법 제443조는 실질적으로 사문화된 조항이라는 측면에서, ‘단주의 임의매각허가 시 법원의 개입이 있다’는 취지의 대상판결 논거는 애초에 그 근본적인 전제부터 무너져있다.

69) 박지형, “단주 처리에 관한 법적 문제”, BFL 제76호(2016), 64-68면 참조.

70) 위의 논문, 64면.

71) 예컨대 앞서 살핀 바 있는 ‘엔도어즈 주식병합 사건’에 관한 서울동부지방법원 2010. 11. 24.자 2010비합49 결정의 경우, 엔도어즈가 엔도어즈 스스로를 매수인으로 하여 한 임의매각허가신청을 인용한 바 있다.

72) 박지형(주 69), 66-67면 참조.

73) 부산지방법원 2010. 8. 10. 선고 2010고합73 판결. 항소심(부산고등법원 2010. 12. 29. 선고 2010노669 판결)과 상고심(대법원 2013. 6. 13. 선고 2011도524 판결)에서도 이러한 판단은 유지되었다. 다만, 위 사건은 업무상배임죄의 성부가 쟁점이 되었던 형사판결이라는 점에서, 이처럼 위법한 실무 관행이 무효는 아니라는 취지의 설시는 “의심스러울 때는 피고인의 이익으로(in dubio pro reo)”라는 법원칙에 따른 것으로 볼 여지가 크다고 생각된다.

가사 상법 제443조에 따른 절차가 준수된다고 할지라도, 대상판결의 실시에는 여전히 의문이 남는다. 소수주식 강제매수제도에서 법원의 주된 판단 대상은 상법 제360조의24 제9항이 명시적으로 밝히고 있듯 주식의 매매가격이 공정한지 여부이다. 반면 단주의 임의매각허가 사건에서 법원은 경매나 거래소 매각이 아닌 임의매각의 허부를 중점적으로 판단하며, 단주 가격의 적정성은 그 과정에서 부수적으로만 판단될 뿐이다. 나아가 소수주식 강제매수제도에서 법원은 직접 공정한 가격을 결정하여 제시하는 반면,⁷⁴⁾ 단주의 임의매각허가 시 법원은 회사가 산정한 단주의 가액을 보고 그것이 적절한지 여부만을 판단하게 된다.⁷⁵⁾ 따라서 주식병합에 따른 단주의 임의매각 시 법원은 그 가격이 소수주주에게 불리하게 산정되었다면 임의매각을 불허하는 선택지밖에 없는데, 이는 법원으로서 상당한 부담으로 작용하게 되고, 그 결과 느슨한 임의매각허가로 인해 공정하지 않은 보상이 이루어질 가능성이 크다. 실제로 현재 공개된 결정례 중, 단주 가격이 적절하지 아니함을 이유로 임의매각을 불허한 경우는 찾을 수 없다.

더불어 ‘적절한 가격’의 판단 기준에 있어서도 다소 차이가 있다. 소수주식 강제매수제도의 경우, 법문이 그 기준을 “회사의 재산상태 기타 사정 참작한 공정한 가액”이라고 규정하고 있기에, 시가에 구속되는 정도가 낮다. 학설들 또한 유동주식의 수가 5% 미만으로 감소할 경우 주가는 소수주식 할인과 유동성 부족으로 인한 할인이 반영되기 때문에,⁷⁶⁾ 회사가치 및 발행주식총수보다 가격이 낮게 책정될 우려가 있어⁷⁷⁾ 지배주주가 주식평가를 왜곡해 소수주주를 실제 가치보다 저가에 축출할 가능성을 경계하여야 한다고 한다.⁷⁸⁾ 한편 상법 제360조의24 제9항은 시장가격 등 예시를 들지 않고 “회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 공정한 가액”을 산정할 것만을 규정하고 있는바, 법원으로서 시가에 대한 위와 같은 우려를 감안하여 소수주주에게 적절한 보상이 가도록 유념할 수 있다. 법원이 이른바 ‘시너지 효과’를 포함하여 가격을 산정하여야 하는지 여부에 관하여 학설 간 대립이 활발히 전개되고 있는 것은 가격산정에 있어서 법원의 폭넓은 재량을 방증하는 지점이다. 판례 또한 상법 제360조의24 제9항과 동일한 표현을 사용하고 있는 상법 제374조의2 제5항 소정의 주식매수청구권 행사 시 주식의 가격산정 기준에 관하여, 상장회사 주식의 경우 원칙적으로 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제176조의7 제3항의 산식에 의할 것이나 법원은 반드시 이에 구속되지는 아니하고,⁷⁹⁾ 비상장회사 주식의 경우 법원은 어느 한 가지의 평가방법이나 법령상 평가방법에 구속되지 아니하고 당해 회사의 상황, 특성 등을 종합적으로 고려하여 여러 평가방법을 활용해 자산가치, 수익가치, 시장가치를 적절히 가중한 공정한 가액을 산정해야 한다고 판시함으로써,⁸⁰⁾ 일선 법원의 가격산정에 있어서의 광범위한 재량을 보장하고 있다.⁸¹⁾

반면 단주의 처리에 관한 상법 제443조 제1항은, 본문에서 경매를 통한 매각을, 단서에서 시세가 있으면 시세로 매각하고 시세가 없으면 법원의 허가에 따라 임의매각할 것을 규정하고 있다. 그런데 임의매각허가 시 법원이 무엇을 근거로 단주의 가격의 적정성을 판단하여야 하는지에 관하여는 상법 제443조나 비송사건절차법

74) 이 경우 주문은 ‘피신청인이 신청인들에게 매도를 청구한 사건본인 발행 주식의 매매가액을 1주당 00000원으로 정한다.’와 같은 형식으로 기재한다.

75) 김경일, “2020년 회사법 기업재무구조·구조개편 분야 판례의 분석”, 상사판례연구 제34권 제1호(2021), 88-89면.

76) 김건식 외(주 11), 873-874면.

77) 위의 책, 865면.

78) 위의 책, 869면.

79) 대법원 2011. 10. 13.자 2008마264 결정.

80) 대법원 2006. 11. 24.자 2004마1022 결정; 대법원 2018. 12. 17.자 2016마272 결정 등 참조.

81) 일본 판례는 반대주주의 주식매수청구 사안에서 주식의 가격산정을 재판소의 재량이라고 함은 물론, 더 나아가 “가격결정이 단지 청구자인 주주 및 회사의 이해에 관한 것만이 아니라, 다른 주주, 회사채권자 등의 이해에도 영향을 주는 바가 적지 않다는 점, 또한 가격결정이 이미 성립되어 있는 주식매매의 가격을 사후적으로 정한다는 점, 주가는 변동 가능성이 높은 것이므로 특히 절차의 신속한 처리가 필요하다는 점 등을 생각하면, 가격결정에 있어서는 재판소의 감독적, 후견적 역할이 기대된다고 하지 아니할 수 없다.”라고 실시하며, 재판소로서는 “구체적 사건에 대하여 당사자의 주장·입증에 구속되지 않고 직권으로 제반 사정을 참작하여 신속하게 매입 가격을 결정할 것이 요청되며, 그 결정의 성질은 재판소가 사인간의 분쟁에 개입하여 후견적 입장에서 합목적의 견지에서 재량권을 행사하여 권리의 구체적 내용을 형성하는 것이다.”라고 판시한 바 있다. 最決昭和48年3月1日民集第27卷2号161頁(昭和47年(ク)第5号) 참조.

제83조 어디에도 아무런 규정이 없는데, 실무상 법원에서는 상법 제443조 제1항이 정하고 있는 다른 기준인 시세에 의존하지 아니할 수 없게 된다. 요컨대 애초에 심사 강도 자체가 약한 상황에서, 법원에서는 미약한 심사의 기준마저 시가에 의존하게 되는 것이다. 따라서 지배주주로서는 소수주식 할인과 유동성 할인을 악용하여 조작한 염가의 시가로 얼마든지 소수주주를 축출할 수 있게 된다.

소수주식 강제매수제도와 단주의 처리 간 가장 근본적인 차이는 바로 주식의 가격을 설정하는 과정에서 소수주주의 참여권이 보장되는지 여부에 있다. 지배주주가 매도청구권을 행사하였으나 소수주주와의 사이에 그 가액에 관한 협의에 이르지 못한 경우, 소수주주는 직접 법원에 그 결정을 청구하거나 지배주주의 청구에 응소함으로써, 신청인 또는 피신청인 자격으로 법원에서 그 가액을 다툴 수 있다. 요컨대 협의에 의하든 법원의 결정에 의하든 소수주주는 지배주주와 대등한 자격에서 자신의 주장을 관철할 수 있는 것이다. 반면 단주 처리의 경우, 회사가 경매나 거래소에서의 매각 방식을 택한다면 소수주주는 그에 따라 결정된 가액을 받아들일 수밖에 없고, 회사가 임의매각의 방식을 택하더라도 임의매각허가사건은 비송사건이므로 법원은 신청인인 이사와 사건본인인 회사의 입장만을 들을 수 있을 뿐 소수주주의 목소리는 반영할 수 없다(비송사건절차법 제83조, 제82조 참조). 소수주주의 축출이 본질적으로 소수주주의 재산권 및 자기결정권을 제한하는 측면이 있음을 감안할 때, 단주 처리 과정에서 소수주주의 절차적 참여권이 박탈된다는 것은 위헌의 의심을 불러일으킨다고 할 수도 있을 것이다.⁸²⁾

2) 대상판결 사안에의 적용

물론 대상판결의 사안에 국한하여 보자면 주식 및 단주 가격 결정상의 차이에 관한 이 부분 쟁점은 큰 의의가 없다고 볼 여지가 있다. 원고와 울트라건설 그 어느 쪽도 이 사건 주식병합 및 자본금감소와 단주 처리 과정에서 이루어진 법원 허가의 구체적 내용을 다투지 아니하였기 때문에,⁸³⁾ 민사소송의 대원칙인 처분권주의와 변론주의상 법원은 ‘일반론’으로서 소수주식 강제매수제도와 주식병합의 단주 처리의 유사성을 실시할 수 있을 뿐, 대상판결의 사안에까지 그러한 일반론이 적용될 수 있을지는 심리할 수 없었기 때문이다.

그럼에도 대상판결의 실시는 그것이 ‘일반론’이라는 차원에서 더욱 위험하다는 점을 지적하지 아니할 수 없다. 즉, 소수주식 강제매수제도에 있어서의 주식 가격의 공정성과 단주 처리 시 단주 가격의 적절성에 관한 법원의 심사 강도에는 엄연한 차이가 있음에도, 대상판결은 ‘어찌 되었든 양자 모두 법원의 개입이 있다’는 식의 논리를 동원해 법원의 개입의 ‘정도’의 문제를 ‘유무’의 문제로 치환해버리는 우를 범하고만 것이다.

그리고 보다 근본적으로, 대상판결의 사안에서 울트라건설은 상법 제443조 제1항의 절차에 의하지 아니한 것으로 보인다. 울트라건설은 이 사건 주주총회 개최를 위하여 발송한 의안설명서에 다음과 같이 기재하였다.

4) 단주의 처리방법

- 주식 액면 병합으로 인하여 발생하는 1주 미만의 단주는 외부평가기관의 평가를 받은 주당 평가금액과 주당 액면 금액 중 큰 금액 기준으로 환가하여 단주 비율에 따라 현금으로 지급함
- 1주 미만의 단주를 합산하여 산정된 1주 이상의 주식에 대하여는 신주를 발행, 상법 제341조의2 제3호의 규정에 따라 회사가 자기주식으로 취득할 예정이며, 합산 후 1주 미만의 단주(병합전 보통주식 8,776주, 우선주 433주)에 대한 절차처리로 인하여 자본감소가 발생함
- 회사는 상법 제443조의 규정에 따라 신주를 경매하거나 법원허가를 받아 경매 외의 방법으로 매각하여 단주를 처리할 수 있다.

82) 독일 연방헌법재판소는 소수주식 강제매수제도를 합헌결정하며, 축출에 따른 대가가 상당하지 아니할 경우 소수주주가 재판으로서 이에 대응할 수 있음을 유력한 논거의 하나로 제시한 바 있는데(BVerfG, NJW 2007, 3268), 우리나라의 현행 단주 처리 과정은 그러한 지점에서 취약한 지점이 있다 할 것이다.

83) 황현영(주 52), 38면.

이에 관하여 파기환송심인 서울고등법원 2021. 5. 12. 선고 2020나2043754 판결은 각주 2)를 통하여 다음과 같이 실시하고 있다.

“이 사건 주식병합 및 자본금감소에 관한 주주총회 결의에서 상법 제443조 제1항 규정에 의한 단주의 처리 외에 평가액과 액면금액을 비교하여 큰 금액을 지급하는 방법을 추가하였다 하여(상법 규정 경매 방법, 법원 허가 방법에 주주 지위를 상실하는 주주가 받아들일 수 있고 상실하지 아니하는 주주가 동의하는 방법을 추가하였다 하여) 자본금 감소 결의 자체가 무효라고 보기는 어렵다. 평가액과 액면금액을 비교하여 큰 금액을 지급하는 방법을 받아들일 수 없는 주주는 주식회사인 피고를 상대로 상법과 주주총회 결의 안전에서 규정한 법원 허가 방법을 요구할 수 있고, 위와 같은 요구가 이 사건 단주의 처리 안전에서 배제된 것은 아니다.”

비록 마지막에 상법 제443조에 의한 처리를 기재하였으나 이는 일종의 예비적인 방법이었을 뿐, 실제로는 법원의 허가 없이 자기주식으로 취득한 것이다. 이는 대상판결 및 하급심판결 어디에도 울트라건설이 임의매각허가를 받았다는 취지의 기재가 없다는 점에서도 추측할 수 있는 지점이다. 요컨대 대상판결은 상법 제443조를 준수하지도 아니한 사안에서 상법 제443조에 근거하여 판단을 하는 일종의 ‘허수아비 때리기’의 우를 범한 것이다.

3. 소결

요컨대 소수주식 강제매수제도는 주식병합에 비하여 그 지분적 요건이 보다 엄격하고, 소수주주 축출을 위해 더 많은 노력을 기울여야 하며, 주식의 매수가격 산정에 있어서도 중립적 제3자인 법원의 객관적 통제에 놓여 있다. 또한 소수주식 강제매수제도는 오로지 소수주주 축출 목적을 예정하고 만들어진 제도인 반면, 주식병합은 그러지 아니하다. 따라서 전술한 바와 같이, 소수주식 강제매수제도는 그 요건 및 적용 범위에 있어서 주식병합에 비하여 협소한 일종의 ‘특별법’이라고 할 수 있는 것이다. 그렇다면 지배주주가 소수주주를 축출함에 있어서 특별법인 소수주식 강제매수제도가 아닌 일반법인 주식병합에 의존한다면, 이는 그 자체로 탈법행위라고 하지 아니할 수 없다.⁸⁴⁾

사실 대상판결 또한 “우리 상법이 2011년 상법 개정을 통해 소수주식 강제매수제도를 도입한 입법취지와 그 규정의 내용에 비추어 볼 때, 엄격한 요건 아래 허용되고 있는 소수주주 축출제도를 회피하기 위하여 탈법적으로 동일한 효과를 갖는 다른 방식을 활용하는 것은 위법하다.” 라고 실시함으로써, ‘소수주식 강제매수제도의 우회책으로써 주식병합을 활용하는 것은 허용될 수 없다’는 일반론적 명제 자체에는 찬동하고 있다. 그러나 동시에 대상판결은 “소수주식의 강제매수제도는 지배주주에게 법이 인정한 권리로 반드시 지배주주가 이를 행사하여야 하는 것은 아니고, 우리 상법에서 소수주식의 강제매수제도를 도입하면서 이와 관련하여 주식병합의 목적이나 요건 등에 별다른 제한을 두지 않았다.” 라는 점을 지적하며, 주식병합 과정에도 법원이 개입하는 점을 함께 고려하면 “결과적으로 주식병합으로 소수주주가 주주의 지위를 상실했다 할지라도 그 자체로 위법이라고 볼 수는 없다.” 라는 결론을 내리고 있다.⁸⁵⁾

하지만 이러한 대상판결의 실시는 그 자체로 모순적이다. 소수주주 축출에 있어서 반드시 소수주식 강제매수제도를 우선할 필요가 없다면, 대상판결이 상정하는 “소수주주 축출제도를 회피하기 위하여 탈법적으로

84) 예컨대 발행주식총수가 100주인 회사에서, 지배주주가 68주, 2대 주주가 32주를 각 보유한 상황을 가정해볼 수 있을 것이다. 이 경우 지배주주는 33 : 1의 주식병합을 강행함으로써, 2대 주주를 손쉽게 축출할 수 있다.

85) 일본의 경우 법무성 법제심의회 회사법제부회(法制審議會会社法制部會)에서 소수주식 강제매수제도의 도입을 논의하는 과정에서, 소수주식 강제매수제도가 신설된다면 기존에 허용되어 온 전부취득조항부종류주식 또는 주식병합을 이용한 소수주주 축출은 더 이상 허용되어서는 아니 된다는 의견이 있었다. 그러나 이에 관하여는 현행 회사법 실무에 지나친 충격을 조래할 우려가 있다는 반론이 있었고, 결론적으로 전부취득조항부종류주식 또는 주식병합을 이용한 소수주주 축출은 허용하되, 다만 주주의 이익을 보호하기 위한 추가적인 제한을 가하는 방향으로 개정하는 것으로 결론을 내렸다. 반면 우리나라는 2011년 개정 상법에서 주식병합의 요건을 강화하는 등의 조치는 전혀 취하지 아니하였으므로, 일본과는 상황이 상이하다고 봄이 상당하다. 자세한 것은 김경일, “소수주주축출에 관한 일본의 법리 연구”, 상사법연구 제36권 제3호(2017), 214-215면 참조.

동일한 효과를 갖는 다른 방식을 활용하는” 경우란 애초에 상정할 수 없기 때문이다. 물론 자본금감소를 수반하는 주식병합은 필연적으로 단주를 발생시킨다는 점에서, 대상판결의 판시와 같이 소수주주가 주주의 지위를 결과적으로 상실했다는 것만으로 주식병합이 위법하다고 할 수는 없음은 물론이다. 다만, ‘주식병합으로 인해 의도치 않게 단주가 발생하여 소수주주가 축출되는 것’과 ‘오로지 소수주주 축출만을 목적으로 주식병합을 한 것’은 (경우에 따라 그 구별이 힘들 수 있음은 별론으로 하더라도) 구별되어야 한다.⁸⁶⁾ 따라서 대상판결로서는 양자를 구별하기 위한 일반론적 기준을 실시하고, 그 기준에 따라 대상판결의 사안을 구체적으로 검토하였어야 한다. 대상판결은 그러한 단계를 생략한 채 양자 간 경계 자체를 모호하게 함으로써, 대상판결의 사안이 어느 경우에 속하는지 판시를 아니하였다.

이러한 점을 종합적으로 감안하여 보면, 대상판결 사안에서의 원심의 실시와 같이 2011년 개정상법 시행으로 소수주식 강제매수제도가 도입된 이상 소수주주 축출을 의도하는 지배주주로서는 소수주식 강제매수제도에 의하여야 하고, 그 요건의 엄격성을 회피하고자 주식병합의 방식을 택하는 것은 그 자체로 탈법행위로서 위법하다고 보아야 할 것이다.

V. 설부른 소수주주의 다수결 법리의 원용

1. 소수주주 다수결 법리

소수주주 다수결이란, 지배주주와 나머지 주주들의 이해관계가 충돌하는 사안에서 지배주주를 제외한 나머지 소수주주들이 다수결의 원칙에 의해 의결 내지 승인하도록 하는 것이다.⁸⁷⁾ 보유한 주식에 따라 의결권을 행사할 수 있는 주주총회의 의결구조는 기본적으로 지배주주에게 유리하고 소수주주에게 불리하게 구성되어 있다. 이때 소수주주 다수결 법리는 다수결의 남용으로부터 소수주주를 보호하는 데 유용한 기능을 해낼 수 있으며, 이러한 연유로 국내에서도 소수주주 다수결의 도입을 주장하는 견해가 등장하고 있다.⁸⁸⁾

대상판결은 이 사건 주식병합을 결정한 주주총회에서 발행주식총수의 97%, 출석 주식수의 99.99%가 찬성하였으므로, 소수주주도 대다수 동의하였다는 사실을 주된 논거로 제시하고 있다. 이는 외국에서 입법 또는 판례에 의해 시행되어 최근 한국의 학계에서도 논의되고 있는 ‘소수주주의 다수결(Majority of Minority)’ 법리를 일부 반영한 것으로 보인다.

그러나 설령 소수주주의 다수결 법리에 기초하여 대상 판례를 검토한다고 하더라도, 상법상 규정이 없는 현 상황에서 소수주주 다수결의 적절한 효과가 정립되어 있지 않은 점, 그리고 판례가 그 ‘다수결’에 대한 합리적인 기준을 제시하고 있지 못하다는 점을 지적하고자 한다. 아래에서는 대상판결의 소수주주 다수결 판단 기준의 위험성을 설명하고자 한다.

2. 소수주주 다수결에 의한 적절한 효과 설정 필요

우선, 소수주주 다수결이 이 사건 주식병합 및 자본금감소의 정당성을 사후적으로 평가하는 중요한 요소로 고려되는 것이 적절한지 의문이다. 소수주주 다수결 법리는 국가마다 다양한 양상과 형태로 반영되어 왔고, 그것에 어떤 효과를 부여할 것인지 역시 차이를 보이고 있다. 그렇다면 법원으로서의 소수주주 다수결이

86) 참고로 제1심은 “이 사건 주식병합 및 자본감소는 별다른 경영상 목적을 달성할 수 없음에도 오로지 소수주주의 축출을 목적으로 한 것이라는 사실을 인정할 증거가 없는 점”이라는 설시를 통해, ‘사실인정’ 단계에서 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 소수주주 축출을 목적인 것이라는 원고의 주장 자체를 받아들이지 아니하였다. 이는 제1심이 적어도 개념론적인 차원에서 ‘주식병합으로 인해 의도치 않게 단주가 발생하여 소수주주가 축출되는 것’과 ‘오로지 소수주주 축출만을 목적으로 주식병합을 한 것’은 구별된다는 점은 인정하였음을 방증하는 대목이다.

87) 천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론”, 기업법연구 제32권 제4호(2018), 11면.

88) 위의 논문, 29면; 김동근, “소수주주 축출제도 도입에 따른 소수주주 보호와 공정한 가격산정 기준”, 동북아연구 제5권 제3호(2012), 195면; 임재혁, “소수주주 축출제도에 있어 경영의 효율성 제고 및 소수주주 보호 이념의 조화 - 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결 및 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결의 평석을 곁하여 -”, 기업법연구 제35권 제2호(2021), 191면 등 참조.

갖추어진 회사에게 어떠한 혜택을 부여할지 신중히 선택하였어야 할 것이다.

판례법으로 소수주주 다수결 법리를 형성한 미국 델라웨어주 법원의 Weinberger v. UOP Inc. 판결과 비교하면 위와 같은 문제의식은 더 강하게 드러난다.⁸⁹⁾ 델라웨어주 법원은 회사가 소수주주 다수결을 갖춘 경우에, 문제된 결의의 ‘공정성’에 대한 입증책임이 회사가 아닌 원고에게로 전환되는 효력을 부여할 뿐이다.⁹⁰⁾ 즉, 미국에서는 소수주주 다수결이 주주총회 결의의 효력 자체를 좌우하는 조건으로 사용되지 않으며, 단지 소송 절차에서 회사를 보호하는 장치로 고려되는 것이다.

반면, 대상판결은 소수주주 다수결을 주된 근거로 제시하며 이 사건 주식병합 및 자본금감소의 정당성을 사후적으로 인정하였으니, 델라웨어주 판례와 비교했을 때 소수주주 다수결에 다소 과도한 효과를 부여하였다고 볼 수 있다.

소수주주 다수결은 ‘소수주주’라는 집단의 의사를 반영한다는 데 의미가 있으나, 이를 지나치게 관철하면 소수주주 집단 내에서 소수의 이해관계를 가지는 주주로서는 더 심한 불이익의 상황에 처하게 된다. 소수주주 보호를 위한 기제로 등장한 소수주주 다수결이 오히려 소수주주를 잠식하는 결과를 일으키는 것이다. 더욱이 우리나라는 소수주주 다수결을 상법상 명시적 요건으로 규정하고 있지도 않은바, 소수주주로서는 예측할 수 없는 ‘다수결’에 의존해야 하는 불안정한 상태에 처하게 된다. 그렇다면 설령 판례로서 소수주주 다수결 법리를 도입하더라도, 문제된 결의의 정당성을 바로 인정하기보다는, 보다 조심스럽고 완화된 접근이 필요할 것이다.

3. 소수주주 다수결의 구체적 기준 부재

소수주주를 모집단으로 하는 관념적인 회사법적 집단 내부에서의 다수결을 논하기 위하여는, 그 판단 기준이 분명히 제시되어야 할 것이다. 대상판결은 소수주주의 다수결 논의를 받아들여 이 사건 주식병합 및 자본금감소의 문제를 사후적으로 정당화하고자 하였으나, ‘소수주주’의 ‘다수결’을 어떻게 판단할 것인지에 대한 분명한 기준을 제시하지 않고 있다.

이 사건 주식병합 및 자본금감소 직전 기준 울트라건설의 발행주식총수는 4,309,209주였으며, 이 중 지배주주인 호반건설이 가지고 있던 주식은 4,168,400주로 약 96.7%에 해당한다. 나머지 소수주주의 주식수는 140,809주였으며, 그중에서 이 사건 주식병합 및 자본금감소에 찬성한 주식의 수는 12,086주에 불과하다. 비록 주주총회에 ‘참석한’ 소수주주 중에서 원고를 제외하고 모두 찬성하였다고는 하나, 전체 소수주주의 주식수를 기준으로 보면 이 사건 주식병합 및 자본금감소에 찬성한 소수주주의 주식수는 약 8.5%에 불과했던 것이다.

결국 대상판결은 오로지 주주총회에 참석한 소수주주만을 대상으로 다수결 법리를 적용한 것으로 해석된다. 하지만 주주총회에 참석하지 않은 소수주주의 의사는 그 ‘다수결’ 안에 반영되지 못하고 있다. 이러한 구체적 사실관계를 고려할 때, 이 사건 주식병합 및 자본금감소가 소수주주의 다수결 요건을 갖춘 것으로서 허용될 수 있는지는 여전히 의문이다.

현재로서는 ‘소수주주’가 주주총회에 참석한 소수주주와 전체 소수주주 중 무엇을 뜻하는 것인지도 불분명할뿐더러, ‘다수결’이 과반수를 의미하는 것인지, 대다수를 의미하는 것인지도 알기 어렵다. 이처럼 모호한 기준이 계속된다면, 소수주주의 다수결 법리가 그저 관념적인 개념으로 남아, 판결의 결론을 뒷받침하기 위한 구색용 수단으로 전락하지는 않을지 우려스럽다.

89) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

90) 천경훈(주 87), 26면.

4. 소결

법원으로서 입법이 없는 상황에서 소수주주 다수결 법리를 보다 조심히 원용할 필요가 있었다. 소수주주 대다수가 찬성하였다는 이유로 이 사건 주식병합 및 자본금감소를 정당화하기보다는, 미국 판례법과 같이 그 정당성에 대한 입증책임을 원고에게로 전환하는 등의 보다 완화된 접근이 필요하였다. 또한, 대상판결은 단지 주주총회에서 발행주식총수의 97%가 동의하였다는 사실관계만으로 대다수의 소수주주가 위 결의에 찬성한다고 단정지음으로써, 주주총회에 참석하지 않은 소수주주의 의사를 반영하지 못하였다는 한계를 보인다. 대법원으로서 소수주주 다수결을 판단하는 구체적 기준을 제시하고, 이 사건에서 그 기준이 충족되었는지 세부적으로 검토하여야 했을 것이다.

대상판결은 소수주주 다수결에 관한 구체적인 법리를 만들어가는 과정 중에 등장한 과도기적 판결이라는 점에서 그 의의를 찾아볼 수 있다. 그럼에도 불구하고 현재의 판결은 모호한 기준으로 소수주주 다수결을 인정하고, 이를 근거로 10,000:1이라는 과도한 비율의 주식병합을 정당화함으로써, 대다수의 소수주주와 의견을 달리하는 또 다른 소수주주의 존재를 충분히 보호하지 못하였다는 비판에서 자유로울 수 없다.

VI. 소수주주 관련 제도 개선에 관한 제언

1. 주식병합의 목적 제한

비교법적으로 볼 때 우리나라는 미국 정도를 제외하면 주식병합을 매우 폭넓게 인정하는 입법례에 속한다. 미국법은 주식병합에 관하여 아무런 성문의 목적상 제한을 두고 있지 아니하며, 델라웨어주 법원은 Weinberger v. UOP Inc. 판결 이후로 주식병합에 정당한 사업적 목적이 있는지 여부를 심사기준에서 제외하고 있다.⁹¹⁾ 다만 그 대신 미국에서는 주식병합을 통한 소수주주 축출 시 이사의 충실의무에 따른 심사를 하고 있고,⁹²⁾ 미국 모범회사법(MBCA: Model Business Corporation Act)의 경우 § 10.04(a)(4)에서 종류주주총회 개최를 의무화하고 § 13.02(a)(4)에서 교부금합병과의 사안 구조적 유사성에 착안하여 주식매수청구권을 인정하는 등, 다른 방식을 통해 소수주주에 대한 보호를 도모하고 있다.⁹³⁾

독일 주식법은 자본금감소를 위한 액면가액 감소로 인해 그 액면가가 법정 최저액 1유로에 미달할 때에 한하여 주식병합을 ‘보충적(subsidiär)’으로 허용하고 있고,⁹⁴⁾ ⁹⁵⁾ 주식병합에도 불구하고 여전히 단수가 발생하는 때에 비로소 실효선언을 한 뒤 거래소의 가격, 경매, 기타 적당한 장소에서의 매각이 이루어진다.⁹⁶⁾ 이는 실무상 액면가 감액 방식의 자본금감소가 매우 드문 우리나라와 큰 차이가 있는 지점으로, 독일에서 소수주주 축출 목적으로 자본금감소를 명목으로 내세우는 일이 드문 이유이기도 하다. 액면가 감액 방식의 자본금감소 시에는 소수주주를 축출하기가 상대적으로 어렵다. 예컨대 액면가 1,000원의 주식 9주를 보유한 주주가 있다고

91) Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

92) Leader v Hycor, Inc., 395 Mass. 215 (1985).

93) 자세한 것은 김지환(주 61), 173-176면, 187면 참조.

94) 독일 주식법(AktG) 제222조(요건) ④ 자본의 감소에는 액면주식을 발행한 회사의 경우에 주식의 액면가의 감소가 필요하다. 감소된 자본의 각 주식에 할당된 지분액이 제8조 제2항 제1문 또는 제3항 제3문에 의한 최저액에 미달될 경우에 자본감소는 주식의 병합에 의하여 이루어져야 한다. 결의에서는 자본감소의 방법을 정하여야 한다. 번역은 이형규 옮김, 독일 주식법, 법무부, 2014 참조.

95) BGH, NJW 1999, 3197.

96) 독일 주식법(AktG) 제226조(주권의 실효선언) ① 자본감소의 실시를 위하여 교환, 날인 또는 이와 같은 절차에 따라 주식을 병합하는 경우에, 회사는 최고를 하였음에도 불구하고 회사에 제출하지 아니한 주식의 실효를 선언할 수 있다. 제출된 주식으로서 신주로 보상하기에 필요한 수에 달하지 못하고 당사자의 계산으로 환가하기 위하여 회사의 처분에 맡겨지지 아니한 주식에 대하여도 같다.

③ 실효선언된 주식에 대신하여 발행된 신주는 회사가 지체없이 이를 당사자의 계산으로 거래소의 가격으로 그리고 거래소의 가격이 없는 경우에는 공적 경매에 의하여 매각하여야 한다. 회사의 소재지에서 경매에 의하여 상당한 성과를 기대할 수 없는 때에는 주식은 적당한 장소에서 매각되어야 한다. 경매의 시기, 장소 및 목적물은 공개적으로 공고하여야 한다. 당사자에게는 특별히 통지하여야 한다. 이 통지가 실행될 수 없는 때에는 이를 하지 아니할 수 있다. 공고와 통지는 적어도 경매의 2주간 전에 하여야 한다. 매상금은 당사자에게 지급하거나 공탁권이 있는 경우에는 공탁하여야 한다. 번역은 이형규 옮김(주 94) 참조.

가정할 때, 액면가를 1/10으로 감액할 경우 종전 주주는 액면가 100원의 주식 9주를 갖게 된다. 반면 10 : 1의 비율로 주식병합 시, 종전 주주는 단주만을 갖게 되어 강제로 축출되게 된다. 같은 비율을 적용함에도 액면가 감액 방식을 택하는지 혹은 주식병합 방식을 택하는지에 따라 상이한 결과가 나오게 되는 것이다.

일본 회사법의 경우, 주식병합을 통한 소수주주 축출이 다수결의 남용에 해당하거나 주주평등의 원칙에 위반할 시 또는 특별이해관계인의 의결권 행사에 의한 현저히 부당한 결의에 해당할 시에는 각 주주총회결의 무효확인 소 및 주주총회결의취소의 소로써 이를 저지하는 것 자체는 일반적으로 긍정하고 있고,⁹⁷⁾ 도쿄 증권거래소 유가증권상장규정은 주주의 이익을 침해하는 주식병합을 금지하며 만약 이를 강행할 경우 상장을 폐지할 것을 규정하고 있다.⁹⁸⁾

이처럼 전술한 문제점들과 외국의 입법례들을 감안하여 볼 때, 우리 현행법상 주식병합 제도에 일응의 제한이 추가되어야 한다는 결론을 도출할 수 있다. 다만 그 제한이 어떠한 방식으로 가해져야 하는지에 관하여는 보다 숙고를 요한다.

우선 제한의 대상이 문제될 수 있다. 즉, 주식병합의 ‘목적’을 규제하는 방법이 있는 한편, 주식병합의 ‘비율’을 제한하는 방안이 있다. 생각건대 구체적인 주식병합 ‘비율’을 규제하는 것은 타당하지 못할 것이다. 회사의 경영상 목적을 위하여 과감한 주식병합이 실제로 필요할 수도 있는 상황에서, 단지 주식병합의 비율이 높다는 이유만으로 이를 금지하는 것은 자칫 교각살우(矯角殺牛)의 우를 범하는 것일 수도 있기 때문이다.

따라서 주식병합의 ‘목적’을 제한하는 것이 합리적인 개선책으로 판단된다. 대상판결 사안에서의 원심의 설시를 빌리자면, 원칙적으로 “주식병합은 자본감소의 방법으로 이루어져야 하는 것이지 주식병합 자체가 목적이 되고 자본감소가 그 수단이 되어서는 안” 되는 것이다. 그 과정에서 주식병합의 비율은 법원이 주식병합의 실질적 목적이 어디에 있는지를 판단함에 있어서 판단 준거의 하나로 작용하게 될 것이다.

그렇다면 이러한 목적상 제한을 명문의 규정으로 신설할지 혹은 해석론의 차원에서 가하여야 할지가 문제된다. 그러나 입법론을 통한 해결책을 선불리 택하기는 어려울 것으로 생각된다. 우선 비교법적으로 이러한 입법례를 택한 사례를 찾기 힘들다. 왜냐하면 주식병합의 목적상 제한을 명시적인 법문의 형태로 규정할 경우, 전술한 ‘비율’을 통한 규제보다도 회사의 활동을 강하게 위축시킬 우려가 존재하기 때문이다. 그에 반해 목적상 제한을 명문화함으로써 얻을 이익은 크지 않다. 어떠한 형식으로 규정하든, 이는 어디까지나 양자택일적인 ‘rule’이 아니라, 모호성을 내포한 ‘standard’가 될 수밖에 없기 때문이다. 즉, 입법론적 해결을 도모하더라도 구체·개별적 사안별로 법원의 판단이 필요하다는 점에는 변함이 없다.

따라서 주식병합의 목적상 제한을 새로이 법문에 신설하는 것보다는, 해석론을 통하여 법원과 회사에 어느 정도의 재량을 보장하는 것이 보다 합리적인 길이라고 생각된다. 앞서 본고는 위 IV. 2. 나. 1)에서, 체계적 해석, 역사적 해석방법론에 의하여 볼 때 이미 현행법상으로도 주식병합에 대하여는 ‘소수주주 축출 목적 사

97) 2001년 전까지 일본 상법상 주식병합은 소수주주 축출에 이용될 소지가 있음을 감안하여 법률이 정하는 한정적인 경우에만 행할 수 있었다. 자세한 것은 정순현·권태로, 日本會社法, 가꿈, 2019, 219면, 233면 참조.

98) 도쿄증권거래소 유가증권상장규정(東京証券取引所有価証券上場規程) 제433조(주식분할등) 상장회사는 유통시장에 혼란을 초래할 우려 또는 주주의 이익침해를 초래할 우려가 있는 주식분할, 주식무상배정, 신주예약권무상배정, 주식병합 또는 단원주식수의 변경을 하지 아니한다. 이 경우, 단원주식수의 변경과 동시에 함으로써 주주총회에서 의결권을 상실하는 주주가 발생하지 아니하는 주식병합은, 유통시장에 혼란을 초래할 우려 또는 주주의 이익침해를 초래할 우려가 있는 주식병합에는 포함되지 아니하는 것으로 한다.

제601조(상장내국회사의 상장폐지 기준) ① 이 규정이 적용되는 시장의 상장내국주권 등이 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 때에는 그 상장을 폐지한다. 이 경우, 해당 각호의 취급은 시행규칙으로 정한다.

17. 주주의 권리의 부당한 제한: 주주의 권리내용 및 그 행사가 부당하게 제한되어 있다고 하여 시행규칙으로 정하는 경우
도쿄증권거래소 유가증권상장규정시행규칙(東京証券取引所有価証券上場規程施行規則) 제601조(상장내국회사의 상장폐지 기준 취급) ⑤ 규정 제601조제1항제17호에서 규정하는 시행규칙으로 정하는 경우란 상장회사가 다음 각호의 어느 하나에 열거하는 행위를 하고 있다고 당 거래소가 인정한 경우, 기타 주주의 권리내용 및 그 행사가 부당하게 제한되어 있다고 당 거래소가 인정한 경우를 말한다.

7. 주주총회에서 의결권을 상실하는 주주가 발생하게 될 주식병합 기타 동등한 효과를 가져오는 행위와 관련된 결의 또는 결정(주주 및 투자자의 이익을 침해할 우려가 크다고 당 거래소가 인정하는 것에 한한다)

용불가' 라는 목적상 제한이 내재되어 있다고 보아야 한다고 주장한 바 있다. 다만 목적상 제한의 강도에 관하여는, 주식병합이 ① '오로지' 소수주주 축출을 목적으로 하는 경우에 한하여 금지하는 방안, ② '주된' 목적이 소수주주 축출에 있다면 금지하는 방안, ③ 자본금감소를 요하는 긴급·상당한 상황이 존재한다면 소수주주 축출의 결과 발생 여부와 무관하게 허용하는 방안, ④ 자본금감소를 목적으로 하는 경우에만 허용하는 방안 등 다양한 선택지가 있을 수 있다. 회사의 자율성과 종래 실무 관행을 존중하는 취지에서 ① 주식병합의 '유일한' 목적이 소수주주 축출에 있는 때에 한하여 금지하는 네거티브(negative) 규제에 풀이함이 상당할 것이다.

2. 주식병합 시 소수주주 보호 및 소수주식 강제매수제도 활성화 방안 마련

가. 주식병합 시 단주가액의 산정 근거·적정성 및 지급보증에 관한 통지·설명 의무 신설

전술한 바와 같이, 소수주식 강제매수제도 활용 시 통지·공고하여야 할 사항과 주식병합 시 통지하여야 할 사항 간에는 큰 차이가 있다. 특히 소수주주 입장에서는 지배주주가 주식병합의 수단을 활용할 경우 자신이 대강 어느 정도의 가액을 받고 축출될지 전혀 가늠할 수 없다는 문제가 있다.

이러한 점을 해결하기 위하여, 현재 제21대 국회에 계류 중인 이용우 의원 대표 발의의 상법 일부개정법률안(의안번호 제9660호, 이하 '이용우안')은 주식병합 시 회사로 하여금 병합사유와 비율을 사전에 통지하고 주주총회에서도 재차 설명하도록 하는 내용을 포함하고 있다. 그러나 이러한 주식병합의 사유 및 비율 등의 통지·설명 의무 신설은 실질적인 의미보다는 선언적 의미가 클 것으로 보인다. 주식병합은 주주총회 특별 결의를 요하는데, 이미 상법 제438조 제3항은 주주총회 소집통지서에 자본금감소에 관한 의안의 요령을 기재할 것을 규정하고 있기 때문이다. 따라서 통상적으로 주식병합을 위한 주주총회 소집통지서에는 감자 목적과 더불어 “감자 방법: OO주 N주를 1주로 병합함” 등과 같은 기재가 있으므로, 현행법상으로도 주주들은 주식병합의 목적과 비율을 어느 정도 통지 및 설명받고 있다고 할 수 있으며, 실제로 이 사건 주주총회 소집통지서 또한 그러하다.

따라서 이용우안과 같이 자본금감소를 수반하는 주식병합의 경우 각 주주에게 통지하여야 하는 사항을 추가하되, 그 내용은 단순한 주식병합의 사유 및 비율이 아닌, 상법 제360조의24를 유추하여 단주가액의 산정 근거 및 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가 등을 위주로 구성함이 타당할 것이다. 이상의 개선점을 반영한 개정안의 내용은 다음과 같다.

〈표 5〉 상법 제440조 현행 조문·개정안 대비표

현행 상법	개정안
제440조(주식병합의 절차) (생략)	제440조(주식병합의 절차) ① (현행 제440조와 같음)
<신설>	② 주식을 병합할 경우 회사는 주주명부에 기재된 주주와 질권자에 대하여 다음 각 호에 관한 사항을 통지하고, 주주총회에서 그 내용을 설명하여야 한다. 1. 단주의 가액의 산정 근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가 2. 단주의 가액의 지급보증

나. 소수주식 강제매수 절차에서 일부 공탁의 허용

주식병합 제도가 존재하는 이상 설령 그것이 소수주주 축출을 ‘목적’으로 한 것은 아니더라도, 소수주주 축출이라는 ‘결과’의 발생은 불가피하다. 그러한 측면에서 단주가액의 산정방식은 퇴출되는 소수주주의 입장에서는 가장 큰 이해관계를 갖는 지점임에도, 전술한 바와 같이 현행 상법 제443조는 실무상 도외시되거나, 활용되더라도 가장 빈번하게 활용되는 임의매각 시 법원의 심사기준 등에 대하여 하등의 기준을 구비하고 있지 않다는 문제를 갖고 있다.

이에 대하여 이용우안은 현행 상법 제360조의24 소정의 소수주식 강제매수제도에 있어서의 가액 결정 절차를 유추하여, 종전 주주와 회사 간 협의를 통해 단주가액을 우선적으로 산정하되 그것이 불능할 경우 법원으로 하여금 공정한 가액을 산정하도록 규정하고 있다. 다만, 이에 관하여는 소수주주 각인과 개별적으로 단주의 가액을 협의한다면 그에 따른 시간적, 비용적 소모가 상당하고, 소수주주마다 가액이 다르게 산정되었을 경우 그로 인한 추가적인 분쟁도 발생할 수 있다는 재계의 반대가 존재한다.⁹⁹⁾

이러한 재계의 비판은 결국 현행 소수주식 강제매수제도에 대한 비판과 같다. 판례는 반대주주의 상법 제374조의2 제5항 소정의 주식매수청구권 행사 시 반대주주와 회사 간 주식의 가격에 대하여 협의가 이루어지지 아니한 경우에는 채권자인 반대주주의 수락 없이는 회사가 매매대금을 일부 공탁할 수는 없다고 판시한 바 있고,¹⁰⁰⁾ 상법 제360조의26 제2항 소정의 공탁금액 또한 지배주주가 일방적으로 산정한 금액이 아닌 협의로 결정된 금액 또는 법원이 산정한 금액이라고 풀이하고 있다.¹⁰¹⁾ 그 결과 객관적으로 볼 때 아무리 공정한 금액이고 회사와 소수주주 간 다툼이 없는 부분이라도 소수주주가 반대할 시에는 회사로서는 고율의 지체책임을 면치 못하게 된다는 비판이 학계를 중심으로 지속적으로 제기되어 왔다.¹⁰²⁾ 요컨대 이용우안과 같은 방안을 택할 경우, 현행 소수주식 강제매수제도의 취약점을 단주 처리 과정에서도 그대로 답습하게 되는 것이다.

아울러 이용우안에 의할 경우, 축출되는 소수주주별로 단주가액이 달라져 분쟁의 단초가 될 수 있다. 물론 현행 소수주식 강제매수제도 또한 같은 구조를 지니고 있고, 일부 소수주주가 결정된 가액에 불만족하여 개인적인 시간과 비용을 들여 회사와 추가적인 협의를 진행하거나 법원에 가액의 결정을 구함으로써 다른 소수주주들보다 많은 보상을 받게 된다 하더라도 이러한 추가적 보상은 당사자가 개인적인 비용부담을 통해 얻은 것이기에 그 수혜범위가 모든 소수주주들에게까지 확장되어야 할 필연적 이유가 없다는 점은 사실이다.¹⁰³⁾ 그러나 전술한 바와 같이 소수주식 강제매수제도와 주식병합은 해석상 그 근본적 취지를 달리하고 있어 평면적으로 비교하기 어렵고, 일부 소수주주가 더 많은 보상을 받는다는 것은 곧 한정된 파이(pie)에서 다른 소수주주의 손해를 초래하는 것이기에, 이는 법정책적으로도 온당치 못한 결과이다.

독일 주식법¹⁰⁴⁾과 일본 회사법¹⁰⁵⁾은 우리와 유사한 규정을 구비하고 있다는 점에 비추어 보면, 현행 상법

99) 박철호 전문위원, “상법 일부개정법률안 검토보고”, 2109660, 제388회 국회 제3차 법제사법위원회(2021. 6.), 8-9면.

100) 대법원 1983. 11. 22. 선고 83다카161 판결.

101) 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결.

102) 김건식 외(주 11), 863면, 874면.

103) 현행 소수주식 강제매수제도에서의 주식의 매매가액 산정 방식에 관하여 이철송(주 51), 1206면도 같은 취지이다.

104) 독일 주식법(AktG) 제226조(주권의 실효선언) ③ 실효선언된 주식에 대신하여 발행된 신주는 회사가 지체없이 이를 당사자의 계산으로 거래소의 가격으로 그리고 거래소의 가격이 없는 경우에는 공적 경매에 의하여 매각하여야 한다. 회사의 소재지에서 경매에 의하여 상당한 성과를 기대할 수 없는 때에는 주식은 적당한 장소에서 매각되어야 한다. 경매의 시기, 장소 및 목적물은 공개적으로 공고하여야 한다. 당사자에게는 특별히 통지하여야 한다. 이 통지가 실행될 수 없는 때에는 이를 하지 아니할 수 있다. 공고와 통지는 적어도 경매의 2주간 전에 하여야 한다. 매상금은 당사자에게 지급하거나 공탁권이 있는 경우에는 공탁하여야 한다. 번역은 이형규 옮김(주 94) 참조.

105) 일본 회사법(会社法) 제234조(1에 못 미치는 단수의 처리) ② 주식회사는 전항의 규정에 의한 경매에 갈음하여, 시장가격이 있는 동향의 주식에 대하여는 시장가격으로서 법무성령으로 정하는 방법에 따라 산정되는 금액으로, 시장가격이 없는 동향의 주식에 대하여는 재판소의 허가를 받아 경매 이외의 방법으로 이를 매각할 수 있다. 이 경우, 당해 허가의 신청은 이사가 2인 이상 있는 때에는 그 전원의 동의로 하여야 한다.

③ 전항의 규정에 따라 제1항의 주식을 매각한 경우의 동향의 규정 적용에 관하여는 동항 중 “경매에 의하여”는 “매각에 의하여”로 한다.

제235조(동전) ① 주식회사가 주식분할 또는 주식병합을 함으로써 주식의 수에 1주가 되지 아니하는 단수가 발생하는 때에는 그 단수의 합계수(합계수에 1이 되지 아니하는 단수가 발생하는 경우에는 이를 절사한다)에 상당하는 수의 주식을 경매하고,

제443조 제1항의 단주가액 결정 방식이 비교법적 측면에서 보편에 어긋난다고 보기도 어렵다.

이러한 점을 감안하여 볼 때, 이용우안과 같이 현행 소수주식 강제매수제도에 있어서의 가액 결정 방식을 단주 처리에도 그대로 적용하는 것에는 반대한다. 오히려 그보다는, 현행 소수주식 강제매수제도를 입법적으로 개선하는 것이 선행되어야 한다. 지배주주가 주식병합을 오남용하는 것을 ‘금지’ 하는 것도 중요하지만, 정책적인 관점에서 볼 때 지배주주가 소수주식 강제매수제도를 활용하도록 ‘유인’ 하는 인센티브를 부여하는 것이 보다 합리적이기 때문이다.

전술한 바와 같이, 현재 실무상 회사들이 소수주식 강제매수제도의 활용을 주저하게 되는 가장 큰 이유로는 ① ‘발행주식총수의 100분의 95 이상’이라는 높은 지배주주의 지분요건, ② 지배주주의 매도청구는 소수주식 전부를 대상으로 하여야 한다는 점,¹⁰⁶⁾ ③ 채권자인 반대주주가 거부하는 한 회사가 매매대금의 일부를 공탁할 길이 없다는 점¹⁰⁷⁾을 들 수 있다.

우선 ① 지배주주의 지분요건을 어떻게 설정하는지는 기본적으로 입법자의 입법재량 영역에 해당하는 문제이고, 비교법적으로도 다른 입법례가 존재하며,¹⁰⁸⁾ 대주주의 입장에서 지분의 95%를 소유하는 것이 그렇게 어려운 일은 아니고,¹⁰⁹⁾ 위 II. 3. 가.에서 살핀 바와 같이 소수주주의 축출은 언제나 위헌성의 시비를 내포하고 있다는 점에서, 현행 요건을 유지하는 것이 바람직할 것이다. 나아가 ② 소수주식 강제매수제도의 도입 취지가 1인 회사화를 통한 주주 관리비용 절감 및 경영의 효율성 제고에 있음을 고려할 때, 지배주주의 매도청구권은 반드시 소수주주의 주식 전부에 대하여 행사하여야 한다는 판례의 입장 또한 타당하다.¹¹⁰⁾ 그러나 ③ 주식 매매대금의 일부 공탁은 반드시 허용하는 방식으로 개선되어야 한다. 현재 실무상 악의적인 소수주주가 속칭 ‘알박기’를 하며 회사가 제시하는 합리적 가격마저도 거부한 결과 길게는 3년 이상 회사의 경영이 불안정해져 주주 관리비용 절감 및 경영의 효율성 제고라는 기존의 목적을 달성하지 못하는 사례가 종종 발생한다. 일부 공탁을 금하는 판례 법리가 현행 소수주식 강제매수제도의 활용도가 저조한 최대 원인의 하나인 점, 입법론적으로 일부 공탁을 금지할 이유가 없고 비교법적으로도 일부 공탁을 허용하는 입법례가 있는 점¹¹¹⁾ 등을 고려할 때, 일부 공탁을 허용하게 될 경우 회사 입장에서도 보다 부담 없이 소수주식 강제매수제도를 활용할 수 있게 될 것이다.¹¹²⁾ 이상을 종합하여 보면 다음과 같은 개정안을 도출할 수 있다.

그 단수에 따라 그 경매에 의하여 얻은 대금을 주주에게 교부하여야 한다.

② 전조 제2항부터 제5항까지의 규정은 전항의 경우에 준용한다.

106) 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결.

107) 대법원 1983. 11. 22. 선고 83다카161 판결.

108) 독일 주식법(AktG) 제327a조(금전보상을 통한 주식의 양도) ① 자본금의 100분의 95에 해당하는 회사 주식을 갖는 주주(지배주주)의 요구에 따라, 주식회사 또는 주식합자회사의 주주총회에서 나머지 주주들(소수주주)로 하여금 적절한 금전보상을 대가로 그 주식을 지배주주에게 양도하도록 결의할 수 있다. 제285조 제2항 제1문은 적용되지 아니한다. 번역은 이형규 옮김(주 94) 참조.

109) 최병규, “최근 독일의 회사법제 개혁과 규제완화”, (최신)외국법제정보 2009년 제1호(2009), 112면 참조.

110) 참고로 일본 회사법 제179조 제1항의 경우, 특별지배주주의 완전자회사의 예외를 제외하면, 소수주주 전원이 보유한 주식 전부에 대하여 매도청구를 하여야 한다는 취지를 명문화하고 있다.

111) 일본 회사법(会社法) 제179조의8(매매가격의 결정의 신청) ③ 특별지배주주는 매도주식등의 매매가격의 결정이 있기 전까지 매도주주등에 대하여 당해 특별지배주주가 공정한 매매가격으로 인정하는 금액을 지급할 수 있다.

112) 일본과 같이 기존 단주 처리 조항에 덧붙여 주식병합에 반대하는 반대주주들의 매수청구권을 신설하는 방안도 생각해볼 수 있으나 이는 법체계를 복잡하게 할뿐더러, 반대주주의 매수청구권은 소수주주의 축출을 목적으로 한 주식병합이라도 그 자체로 곧바로 회사법의 취지에 반하는 것은 아님을 전제로 축출되는 소수주주의 보호를 도모함으로써 그 형평성을 담보하고자 한 것이므로, 본고와 같이 소수주주 축출 목적의 주식병합을 원칙적으로 금지하는 입장과는 다소 모순되는 지점이 있어 채용하기 힘들다. 札幌地判令和3年6月11日金融・商事判例1624号24頁(令和2年(7)第876号) 참조.

〈표 6〉 상법 제360조의24 현행 조문·개정안 대비표

현행 상법	개정안
제360조의24(지배주주의 매도청구권) ①~⑨ (생략) 〈신설〉	제360조의24(지배주주의 매도청구권) ①~⑨ (현행과 같음) ⑩ 지배주주는 전2항의 매매가액의 결정이 있기 전까지 소수주주에게 당해 지배주주가 공정한 가액으로 인정하는 금액을 공탁할 수 있다.

다. 기타: 주식병합 유지청구권 신설 여부

주식병합에 목적상 제한을 가한다 할지라도, 그 제한의 준수 여부는 궁극적으로 중립적 제3자인 법원에 의하여 ‘사후적’으로 판단될 수 있을 뿐이라는 점에서, ‘사전적’인 구제수단의 부여 필요성이 관건이 될 수 있다. 미국 판례는 주식병합이 소수주주를 해한다고 할 수 있는 때에는 이를 이사회나 지배주주의 신인의 무 위반으로 보아 유지청구(injunction)를 긍정하고 있고,¹¹³⁾ 일본 회사법은 주식병합 유지청구권 제도를 구비하고 있으며,¹¹⁴⁾ 이용우안 또한 같은 내용을 포함하고 있다.

그러나 이에 관하여는 소수주주 축출과는 무관한 주식병합까지도 저지시켜 주식회사의 신속한 재무구조개선을 지연시킬 우려가 있고, 현행법상으로도 상법 제445조 소정의 자본금감소무효의 소를 본안으로 하는 가처분을 청구할 수 있다는 점에서 실익이 없다는 비판이 있다.¹¹⁵⁾ 전술한 바와 같이 현행 회사법은 소수주식 강제매수제도 등 각종 제도 전반에 걸쳐 법원의 ‘사전적’ 개입을 규정하고 있다는 문제가 있음을 감안할 때, 주식병합 유지청구권 신설은 그 부작용이 그 장점보다 클 것으로 보이므로, 이에 동의하지 아니한다.

3. 소수주주의 다수결 법리 구체화

소수주주 다수결 법리는 소수주주의 결의를 요구함으로써 이들을 보호하는 효과뿐 아니라, 회사에게도 소수주주 다수결 구비 시에 입증책임 전환 등의 혜택을 부여함으로써 법적 리스크를 줄이는 효과를 가져온다. 소수주주 보호 제도가 발달하지 않아 경영상 필요와의 조화를 찾기 어려운 우리나라의 상황을 고려할 때, 소수주주 다수결 법리의 도입은 회사가 자율적으로 양 가치 사이의 균형을 잡을 수 있도록 하는 바람직한 방향으로 사료된다.

다만, 소수주주의 다수결이라는 요건이 충족되었을 때 어떠한 효과를 부여할 것인지에 대해 보다 구체적인 설정과 제시가 필요하다. 미국 델라웨어주의 판례와 같이 소수주주 다수결을 갖춘 회사에게 그 적법성 내지 공정성에 대한 입증책임 전환의 혜택을 주는 것이 하나의 예시가 될 수 있다.¹¹⁶⁾ 소수주주 다수결의 효과와 기능이 판례를 통해 구체적으로 제시된다면, 소수주주로서는 자신들의 행동에 따른 효과를 예측하여 다음의 행동을 결정할 수 있게 될 것이다. 또한, 소수주주 다수결에 의하여 입증책임을 전환하는 정도에 그친다면, 소수주주 집단 내에서도 소수의 이해관계를 가진 주주로서는 해당 결의에 대하여 법원에 재판을 청구하는 등의 방법으로 그 공정성과 적법성을 다툴 여지가 생기게 될 것이다.

113) Clark v. Pattern Analysis & Recognition Corp., 87 Misc. 2d 385, 384 N.Y.S.2d 660 (N.Y. Sup. Ct. 1976); Kelly v. Wellsville Foundry, Inc. 2000 WL 1809021 (Ohio App. Dec. 6, 2000). 자세한 것은 김지환(주 61), 177-180면 참조.

114) 일본 회사법(会社法) 제182조의3(주식병합의 유지의 청구) 주식병합이 법령 또는 정관을 위반하는 경우에 주주가 불이익을 받을 우려가 있는 때에는 주주는 주식회사에 대하여 당해 주식병합을 유지할 것을 청구할 수 있다.

115) 박철호(주 99), 8면.

116) 천경훈(주 87), 30면에서도 델라웨어주 판결과 같은 방식으로 소수주주 다수결을 갖춘 회사에게 입증책임 전환 등의 혜택을 주는 개선책을 제안하고 있다.

또한, 주식병합에 의한 소수주주 축출을 정당화할 수 있는 소수주주의 승인 기준을 설정하는 것도 필요하다. 구체적인 기준은 입법 또는 판례를 통해 형성되어야 할 것이지만, 하나의 아이디어를 제시해보자면, 종류주주총회가 좋은 방향성을 제시할 수 있을 것이라고 생각한다.¹¹⁷⁾ 종류주주총회는 일반 주주총회 의결로 인해 불이익을 입을 수 있는 종류주주들을 보호하기 위한 것으로서, 독립된 주주총회나 회사의 기관이 아닌 별도의 요건으로 기능할 뿐이다. ‘소수주주’ 라는 집단도 지배주주에 의해 주도되는 주주총회 의결로 인해 불이익을 입을 수 있는 주주들이라는 점, 그리고 독립된 회사의 기관이 아니라 입증책임의 전환과 같은 특별한 효과를 발생시키기 위한 요건으로 기능한다는 점에서 그 유사성이 인정된다. 따라서 종류주주총회에 관한 조항인 상법 제435조 제1항 내지 제3항을 유추적용 또는 준용함으로써 ‘다수결’의 판단 기준을 명확히 하는 것이 하나의 개선책이 될 수 있을 것이라 생각한다.

이처럼 대상판결에서는 다소 불분명하게 제시된 소수주주 다수결 법리가 구체적으로 정립된다면 이는 비단 주식병합뿐 아니라, 지배주주와 소수주주의 이해관계가 대립되는 다른 의사결정 사안으로까지 그 외연을 확장할 수 있을 것이다. 그렇게 된다면 회사는 미리 소수주주 다수결을 얻음으로써 법적 리스크를 줄이는 등 경영상 이점을 얻을 수 있고, 소수주주 또한 지배주주와 독립된 결의 과정을 거침으로써 보호의 이점을 얻게 될 것으로 예상된다.

VII. 나오며

회사법은 그 어느 법보다도 각 집단의 이해관계가 첨예하게 대립하는 범영역이다. 1962. 1. 20. 법률 제100호로 제정되어 1963. 1. 1. 시행된 이래 오늘날에 이르기까지, 상법상 수많은 제도의 존폐는 당대 한국 사회가 지향하는 가치가 무엇이었는지를 엿볼 수 있는 징표이다.

그러한 측면에서 2011년 개정상법은 ‘경영상 필요’와 ‘소수주주의 권익보호’라는 일견 대립하는 회사법의 양대 보호법의 간 균형점을 모색한 사회적 타협의 산물이라고 평가할 수 있고, 비록 엄격한 요건을 충족할 것을 전제하고 있으나 지배주주의 소수주주 축출을 정면으로 긍정한 소수주주 강제매수제도는 그 대표적인 예라 할 수 있다.

그러나 이러한 입법적 결단이 무색하게 2011년 개정상법 시행 이후로도 종래 현실적 필요에 따른 일종의 편법으로서 묵인되던 주식병합을 통한 소수주주 축출의 실행은 반복되어 왔으며, 대상판결은 이러한 실무의 관행에 또 한 번 힘을 실어주었다.

물론 대상판결에 대한 다수의 평석이 동의하듯,¹¹⁸⁾ 대상판결의 사안에 국한하여 볼 때 그 결론 자체는 어찌면 구체적 타당성을 갖추고 있을지 모른다. 그러나 단순한 예외적인 사안의 하나로 치부하기에 대상판결은 2011년 개정상법 체제하에서 소수주주 축출 목적의 주식병합의 당부에 관하여 대법원이 내놓는 최초의 판단이라는 점에서 너무 큰 상징성을 지니고 있고, 실제로 그 설시의 상당 부분은 주식병합에 관한 과감한 일반론이 주를 이루고 있다.

이러한 대상판결의 아쉬움을 곱씹으며, 본고는 주식병합으로 인한 단주의 가액과 관련된 정보의 투명화, 소수주주 강제매수제도 활용 시 일부 공탁의 허용 등을 골자로 한 입법론적 개선안과 더불어, 아직 우리 회사 법제에 익숙하지 아니한 소수주주의 다수결 법리를 해석론적으로 보다 구체화함으로써, 현행 소수주주 축출제도의 개선을 시도하였다. 본고가 소수주주의 권익이 회사의 경영상 이익에 언제나 앞선다고 주장하는 것은 결코 아니다. 소수주주의 축출이 불가피하고, 때로는 필요한 경우가 있음을 본고는 부정하지 않는다. 다만, 본고가 경계하는 것은 2011년 개정상법을 통해 입법자가 마련한 소수주주 축출제도를, 회사 또는 지배주주가 편의

117) 임재혁(주 88), 189-191면에서는 지배주주의 매도청구권 행사 시에 종류주주총회와 동일한 요건으로 소수주주의 결의를 요하는 입법 개정안을 제언하고 있다.

118) 에컨대 김경일(주 75); 노혁준, “2020년 회사법 중요판례평석”, 인권과 정의 제496호(2021); 임재혁(주 88); 황현영(주 52) 등.

를 위하여 자의적으로 회피하고 주식병합이라는 탈법적 수단을 사용하는 현상이다. 현행 소수주식 강제매수제도의 요건이 지나치게 엄격하다면, 이는 소수주식 강제매수제도 자체를 수정함으로써 해결하여야 할 문제이지 편법에 눈을 감음으로써 해결할 부류의 것은 아닐 것이다.

그러한 측면에서 학계에서의 논의에 부응하여 전술한 이용우안과 같은 논의가 국회에서 미진하게나마 이루어지고 있다는 점은 고무적인 현상이다. 국회, 법무부 차원의 입법적 노력과 더불어, 향후 법원에서도 단주의 가격산정 등을 비롯해 소수주주 축출의 당부와 관련된 다양한 쟁점에 관한 구체적 판단 기준을 설정하기 위한 관심과 노력을 기울여줄 것을 기대한다.

국문초록

본래 주식병합은 자본금감소를 위한 수단이라는 것이 학계에서의 일반적인 이해이다. 우리 상법이 주식병합에 관한 내용을 주식회사의 자본금감소에 관한 제3편 제4장 제6절(제438조 내지 제446조)에서 규정하고 있다는 사실은 이를 뒷받침한다. 그러나 만약 주식병합이 자본금감소를 위해서가 아니라 오로지 소수주주 축출의 목적으로 이루어진 경우, 이는 허용되어야 하는가?

과거 우리 상법은 ‘주식회사는 그 본질상 주주의 제명이 불가하다’는 특성에 더 잡아 지배주주가 소수주주를 축출할 수 있도록 하는 명시적 제도를 두지 아니하였다. 다만 회사 경영상 효율성 제고의 현실적 필요성 속에서 실무에서는 각종 우회책을 통하여 소수주주 축출이 이루어져 왔고, 주식병합은 그에 가장 빈번하게 이용되는 수단이었다. 법원 또한 입법의 공백 속에서 개별·구체적 사안에 따라 주식병합의 전용(轉用)을 빈번히 묵인함으로써, ‘소수주주의 보호’와 ‘유연한 경영환경의 보장’이라는, 회사법이 추구하는 양대 이념 간의 ‘적절한 균형점’을 제시하고자 노력하였다.

하지만 2011. 4. 14. 법률 제10600호로 개정되어 2012. 4. 15. 시행된 이른바 ‘2011년 개정상법’에서 소수주식 강제매수제도와 교부금합병제도가 명문의 규정으로 신설됨에 따라, 종래 법원의 느슨한 심사기준은 더 이상 유지할 필요도, 유지할 수도 없게 되었다. 그럼에도 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결(이하 ‘대상판결’)은, 오로지 소수주주 축출을 목적으로 이루어진 10,000 : 1이라는 비정상적으로 높은 비율의 주식병합에 대하여, i) 주주평등의 원칙에 위반하지 아니하고, ii) 소수주식 강제매수제도의 엄격한 요건을 회피하기 위한 탈법적 행위라고 볼 수도 없으며, iii) 대다수의 소수주주가 찬성하였다는 점을 논거로 들며 그 적법성을 확인하였다.

우선 대상판결은 i) 모든 주식에 동일한 병합비율이 적용된 이상, 주주평등의 원칙의 위반은 없다고 보았다. 하지만 대상판결의 논리에 의하면, 주주총회 특별결의 요건을 충족하는 주주로서는 축출할 소수주주의 범위를 자유롭게 정할 수 있게 되는데, 이는 상법이 예정하였던 것보다 더 큰 권한을 대주주에게 부여하는 것일 뿐만 아니라 실질적 주주평등의 원칙과 소수주주 보호의 요청에도 명백히 반하는 것이다. 아울러 가사 경우에 따라서 주식회사와 주주의 필수적인 이익을 위하여 주주평등의 원칙을 일응 완화하여 적용할 필요성이 있다고 하더라도, 대상판결의 사안에서는 그러할 필요성이 없었을뿐더러, 그 축출의 정도는 경영상 효율성 제고라는 목적만으로 정당화하기에는 지나치게 과다하였다.

또한 대상판결은 ii) 2011년 개정상법이 소수주식 강제매수제도를 도입하면서 주식병합 제도의 목적 및 요건에 관한 제한을 추가한 바 없고, 주식병합에 따른 단주 처리 과정에서도 상법 제443조에 의하여 법원에 의한 허가·판단이 이루어진다는 점에서, 요건의 엄격성 측면에서 소수주식 강제매수제도와 주식병합은 크게 다르지 아니하다고 판단하였다. 그러나 양 제도는 ① 지분적 요건(발행주식총수의 95/100와 2/3), ② “회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우”라는 목적상 제한의 유무, ③ 소수주주 축출에 필요한 지배주주의 노력의 정도(소수주주 잔존 가부, 통지·공고의 내용·대상·방법의 엄격성 등), ④ 주식 및 단주 가격 결정의 방법에 있어서 상당한 차이가 있다. 이처럼 소수주식 강제매수제도가 그 요건 및 적용 범위에 있어서 주식병합에 비하여 협소한 일종의 ‘특별법’인 이상, 지배주주가 소수주주를 축출함에 있어서 ‘특별법’인 소수주식 강제매수제도가 아닌 ‘일반법’인 주식병합에 의존한다면, 이는 그 자체로 탈법행위라고 하지 아니할 수 없다.

마지막으로 대상판결은 iii) 주주총회에 출석한 소수주주의 대다수가 자신들을 축출하는 주식병합에 찬성하였다는 점을 논거로 설시함으로써, ‘소수주주의 다수결(Majority of Minority)’ 법리와 유사한 사고를 내비쳤다. 하지만 현행 상법상 소수주주의 다수결의 요건 및 효과에 관한 아무런 규정이 없는 상황에서, 과연 ‘출석한 소수주주’의 다수결을 ‘전체 소수주주’의 다수결로 치환할 수 있는지 의문이고, 무엇보다 ‘대다수

소수주주가 찬성했다' 는 것만으로 곧바로 주식병합의 정당성 부여라는 중대한 법률적 효과가 부여된다고 할 수는 없다.

이에 본고는 크게 해석론과 입법론의 영역에서 다음과 같이 현행법상 소수주주 축출에 관한 제도의 문제점을 해결하고자 하였다. 우선 해석론의 측면에서는 체계적·역사적 해석방법론에 의하여 볼 때, 적어도 2011년 개정상법 이후로 주식병합 제도에는 '오로지 소수주주 축출을 목적으로 한 사용은 불가하다' 는 목적상 제한이 내재되어 있다고 풀이하였다. 한편 입법론으로는 i) 주식병합 시 단주가액의 산정 근거·적정성 및 지급보증에 관한 통지·설명 의무 신설과 ii) 소수주식 강제매수 절차에서 일부 공탁의 허용을 요지로 하는 개정안을 도출하였다. 소수주주 다수결 법리와 관련하여는, 그 요건에 있어서는 종류주주총회에 관한 조항인 상법 제435조 제1항 내지 제3항을 유추적용 또는 준용함으로써 '다수결' 의 의미를 구체화하고, 그 효과에 있어서는 회사 측에 그 적법성·공정성에 대한 입증책임을 지울 것을 제안하였다.

정당한 소수주주의 축출과 주식병합은 허용·장려하되 부당한 소수주주의 축출과 주식병합은 억제·방지함으로써 주식회사와 주주 모두의 이익을 도모하는 데 본고가 조금이나마 일조할 수 있기를 기대한다.

주제어: 주식병합, 소수주식 강제매수제도, 소수주주, 주주평등의 원칙, 소수주주의 다수결

Abstract

It is generally agreed that reverse stock split is a means to reduce capital. Indeed, the provisions on reverse stock split are located in Part III Chapter IV Section 6 of the Korean Commercial Act (hereinafter called “KCA”) which regulates the procedure of the reduction of capital (Articles 438 through 446). However, if reverse stock split is used for the sole purpose of removing minority shareholders (which is far from its original use), shall this be allowed?

In the past, the KCA did not have a system that explicitly allows the controlling shareholders to remove minority shareholders. Nevertheless, due to the practical necessity of improving company management efficiency, minority shareholders have been ousted through various ways in corporate law practice, reverse stock split being one of such methods. Meanwhile, amid the legal gap, the court frequently turned a blind eye to the misuse of reverse stock split, thus trying to achieve harmony between protecting minority shareholders’ rights and guaranteeing flexibility in corporate management.

However, since the enforcement of the so-called “KCA 2011” (amended by Act No. 10600, Apr. 14, 2011) which explicitly stipulates squeeze-out and cash-out merger, the court’s aforementioned relaxed criteria can no longer be sustained. Yet, the Supreme Court Decision 2018Da283315 Decided November 26, 2020 (“the Decision”) confirmed the legitimacy of the reverse stock split for the sole purpose of removing minority shareholders with unusually high ratio (10,000 : 1) for the following reasons.

Firstly, the Decision ruled that there was no violation of the principle of equal treatment of shareholders as long as the same reverse stock split ratio was applied to all stocks. But according to the Decision’s logic, shareholders who meet the requirements for special resolution can freely determine the scope of minority shareholders to be removed, which clearly runs counter to the substantial equality of shareholders and the call for the protection of minority shareholders’ rights by granting a power much higher than originally planned to the controlling shareholders. Even if there was a necessity for easing the application of the principle of shareholder equality to some extent for the essential interests of the company and shareholders, the excessive reverse stock split ratio of 10,000 : 1 still cannot be justified.

Secondly, the Decision judged that the KCA 2011 did not add any restrictions on the purpose and requirements of the reverse stock split, and that reverse stock split is practically the same as squeeze-out in terms of the strictness of the requirements since the court reviews the appropriateness of the disposal of the shares held by minority shareholders as is done in a squeeze-out (Articles 360-24 and 443 of the KCA). However, squeeze-out and reverse stock split differ considerably in terms of ① the requirements of controlling shareholders (95 percent and two thirds of the voting rights of the shareholders), ② whether it is allowed only to the extent “necessary to achieve managerial objectives of a company,” ③ the complexity of procedures (such as the content and strictness of notice), and ④ the price decision procedure of the shares held by minority shareholders. Since squeeze-out serves as *lex specialis* on the removal of minority shareholders, if controlling shareholders use reverse stock split instead of squeeze-out in ousting minority shareholders, it can be deemed illegal in itself.

Lastly, the Decision adopted the idea of the majority vote of minority shareholders by arguing that most of the minority shareholders present at the general shareholders’ meeting agreed on the reverse stock split that led to their removal. However, since there are no relevant provisions regarding the requirements and the

effects of the majority vote of minority shareholders in the KCA, it is questionable whether the majority vote of “all minority shareholders” can be replaced by the majority of “present minority shareholders.” Most of all, there is no legal reason to conclude that the approval of the majority of minority shareholders justifies the reverse stock split regardless of other circumstances.

Thus, this study contemplated ways to improve the overall removal system of minority shareholders as follows. In terms of the reverse stock split, this study concluded that since the enforcement of the KCA 2011 (Apr. 15, 2012), even though there was no explicit change in law, it can be reasoned that the reverse stock split for the sole purpose of removing minority shareholders is forbidden, considering the introduction of squeeze-out. As *lex ferenda*, this study suggested ① the introduction of the company’s duty in reverse stock split procedure to notice and explain the grounds and appropriateness of the price of fractional shares and its payment guarantee, and ② allowing partial public deposit in squeeze-out. Regarding the majority vote of minority shareholders, this study proposed ① to specify the exact definition of “majority vote” by the analogical application of the Article 435 (1) through (3) of the KCA on general meeting of shareholders of certain classes of shares, and ② if the requirements are met, to let the company prove the lawfulness of its resolutions.

It is hoped that this study will contribute to accomplishing a harmonious balance between the interests of companies and minority shareholders by encouraging the legitimate removal of minority shareholders while preventing unfair reverse stock split.

Keywords: Reverse Stock Split, Squeeze-out, Minority Shareholders, Principle of Shareholder Equality, Majority Vote of Minority Shareholders

참고문헌

I. 국내문헌

단행본

- 김건식 외, 회사법, 제5판, 박영사, 2021.
송옥렬, 상법강의, 제11판, 홍문사, 2021.
이철송, 회사법강의, 제29판, 박영사, 2021.
이형규 옹김, 독일 주식법, 법무부, 2014.
정순현, 독일 회사법 개설, 한아름인쇄, 2019.
정순현·권태로, 日本會社法, 가꿈, 2019.

논문

- 김경일, “소수주주추출에 관한 일본의 법리 연구”, 상사법연구 제36권 제3호, 한국상사법학회(2017).
_____, “소수주주추출(Freeze-Out)에 관한 연구”, 서울대학교 법학박사학위논문(2017).
_____, “2020년 회사법 기업재무구조·구조개편 분야 판례의 분석”, 상사판례연구 제34권 제1호, 한국상사판례학회(2021).
김동근, “소수주주 추출제도 도입에 따른 소수주주 보호와 공정한 가격산정 기준”, 동북아연구 제5권 제3호, 전북대학교 동북아법연구소(2012).
김지환, “주식병합을 통한 소수주주추출 문제 해결 방안”, 상사법연구 제40권 제2호, 한국상사법학회(2021).
김화진, “소수주식의 강제매수제도”, 서울대학교 법학 제50권 제1호, 서울대학교 법학연구소(2009).
노혁준, “2020년 회사법 중요판례평석”, 인권과 정의 제496호, 대한변호사협회(2021).
박지형, “단주 처리에 관한 법적 문제”, BFL 제76호, 서울대학교 금융법센터(2016).
박한성, “종류주식활용에 따른 주주평등원칙의 재조명”, 법학논총 제41권 제3호, 단국대학교 법학연구소(2017).
이동건 외, “상법상 소수주주 추출 방안과 관련한 법률상·실무상 쟁점 -지배주주의 매도청구권, 교부금합병, 주식병합을 중심으로-”, 법조 제61권 제9호, 법조협회(2012).
임재혁, “소수주주 추출제도에 있어 경영의 효율성 제고 및 소수주주 보호 이념의 조화 - 대법원 2020. 6. 11. 선고 2018다224699 판결 및 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결의 평석을 겸하여 -”, 기업법연구 제35권 제2호, 한국기업법학회(2021).
정쾌영, “주주평등의 원칙에 대한 재고”, 상사판례연구 제23권 제4호, 한국상사판례학회(2010).
천경훈, “소수주주 다수결의 도입 가능성에 관한 시론”, 기업법연구 제32권 제4호, 한국기업법학회(2018).
최병규, “최근 독일의 회사법제 개혁과 규제완화”, (최신)외국법제정보 2009년 제1호, 한국법제연구원(2009).
황현영, “주식병합과 소수주주추출에 관한 연구 - 대법원 2020. 11. 26. 선고 2018다283315 판결 -”, 상사판례연구 제33권 제4호, 한국상사판례학회(2020).

기타 자료

- 국세청 법인세과, “8-1-2. 법인세 신고 현황II(법인종류, 사업연도, 개업일, 상장·비상장, 영리·비영리, 법인 규모, 조정구분)”, 2020. 12. 31, http://tasis.nts.go.kr/websquare/websquare.html?w2xPath=/ui/ep/e/a/UTWEPEAA02.xml&STT_PBL_YR=2021&STTS_MTA_INFR_ID=20210303H012021F7460 (최종접속일 2022.

2. 25.).

권기을 전문위원, “상법 일부개정법률안 (정부제출) 검토보고 [회사편]”, 법제사법위원회, 1801566, 제278회
국회 제20차 법제사법위원회(2008. 11.).

박철호 전문위원, “상법 일부개정법률안 검토보고”, 2109660, 제388회 국회 제3차 법제사법위원회(2021. 6.).

II. 국외문헌

주석서

BeckOGK/Cahn/v. Spannenberg, 1.2.2021, AktG § 53a.

기타 자료

Asian Corporate Governance Association, CG Watch 2020: Future Promise, May 17, 2021.

Lee, Kyung-Shik & Lim, Chang-Yuel, “Letter of Intent”, IMF-Korea, February 7, 1998.

World Economic Forum, “The Global Competitiveness Report 2017-2018”, September 26, 2017, <https://www.wforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018> (최종접속일 2022. 2. 25.).