

〈논문〉

會社法上 非上場株式 評價의 爭點과 代案*

宋 沃 烈**

요 약

비상장회사를 둘러싼 많은 법적 분쟁에서 기업의 가치평가가 핵심적인 쟁점으로 등장하는 경우가 많다. 자산평가에 관한 채무이론의 발전에도 불구하고, 법적 분쟁에 있어서는 ① 미래의 현금흐름 및 그 할인율이 다양하게 추정될 수 있고, ② 그 결과 전문가 증인의 평가결과에도 큰 차이가 생기는 경향이 있어 법원도 곤혹스러운 경우가 많다. 이처럼 전문가 증인 사이에서도 기업가치평가에 큰 차이가 나게 되면 법원의 판단이 오류를 범할 가능성이 높아지고, 이는 사전적으로 이해관계자에게 기회주의적 행동을 할 인센티브를 제공한다. 현재 법원이 사용하고 있는 가중평균법은 객관적인 수치에 근거하고 있으나 이론적으로 부정확할 뿐만 아니라, 당사자들로 하여금 무리하게 자신에게 유리한 수치를 제출하도록 유도하는 문제가 있는 것으로 보인다. 이 글에서는 문제상황을 두 가지로 나누어 대안을 제시한다. 첫 번째 상황은 공정한 가액에서 현저하게 벗어났는지를 판단해야 하는 경우이다. 법원은 이러한 유형의 사건에서 이해관계가 반영될 수 있는 공정한 절차가 지켜졌는지에 대해서 더 주목하여 판단하는 것이 바람직하다. 두 번째 상황은 공정한 가액이 얼마인지 판단해야 하는 경우이다. 이론적으로 가장 바람직한 대안은 당사자가 제출한 수치 가운데 보다 설득력 있는 수치를 법원이 100% 받아들이는 원칙을 세우는 것이다. 그렇게 되면 적은 비용으로 판단의 오류를 줄일 수 있다. 이러한 결론은 모두 법원의 판단재량을 축소하는 방향이라고 요약할 수 있다.

주제어: 기업가치평가, 주식매수청구권, 배임죄, 현금흐름할인법, 가중평균법

* 이 논문은 서울대학교 법학발전재단 출연 법학연구소 기금의 2011학년도 학술연구비 지원을 받았다. 본 논문의 작성에 있어 귀중한 조언을 아끼지 않은 고학수 교수, 김현중 박사, 조홍식 교수, 그리고 익명의 심사위원들께 감사드린다.

** 서울대학교 법과대학/법학대학원 부교수.

I. 序 說

회사법상 비상장주식의 평가가 당사자의 법적 이해관계에 결정적인 역할을 하는 경우가 많다. 예를 들어, ① 주주가 회사에 주식매수청구권을 행사하는 경우, ② 합병비율의 불공정성을 이유로 합병무효를 주장하는 경우, ③ 신주나 전환사채 등을 현저한 저가로 발행하였다는 이유로 이사에게 배임죄를 적용하거나 민사책임을 묻는 경우 등이 전형적인 사례이다. 그 이외에도 ④ 2011년 회사법 개정에서 제 360조의24로 도입된 소수주주 축출의 경우에도 궁극적으로는 주식의 공정한 매수 가격이 얼마인지가 핵심적인 쟁점이 될 것이고, ⑤ 상법은 아니지만 기업집단에서 계열사간 주식거래가 공정거래법상 부당내부거래에 해당하는지 판단하기 위해서도 주식의 공정가치가 얼마인지 확정되어야 한다.

상장회사의 경우에는 시장가격이 존재하기 때문에 그 평가가 본격적인 쟁점으로 등장하는 경우는 별로 없지만, 시장가격이라고 할 만한 마땅한 가격이 형성되지 못한 비상장주식의 경우에는 그 평가를 둘러싸고 분쟁이 자주 일어난다. 그런데 그 기준이 확실하지 않아 많은 혼선이 빚어지고 있는 실정이다. 예를 들어, 주주가 주식매수청구권을 형성하는 경우 당사자 사이에 합의가 이루어지지 못하면 결국 법원이 그 “공정한 가액”을 산정하도록 되어 있지만(상법 제374조의2 제4항, 제5항), 법원이라고 하여 공정가액을 알아낼 수 있는 묘수가 있는 것은 아니다. 또한 우리나라의 기업집단에서는 지배주주의 사익추구나 경영권승계의 방법으로서 비상장 회사를 이용한 합병이나 주식거래 등을 이용하는데, 사후적으로 이해관계자 또는 검찰에 의하여 그 거래가 불공정한 가격에 이루어졌다는 주장이 제기되기도 한다. 이 경우에는 법원이 심지어 그 가격이 공정가액과 “현저하게” 차이가 나는지까지 판단해야 하는 어려움이 있다.

이 문제가 쉽게 해결되지 못하는 이유는 기업가치의 평가에 두 가지 상충된 측면이 있기 때문이다. 첫 번째는 비상장주식에 대해서 객관적이고도 유일한 “공정한 가격(fair price)”이라는 것이 원래 존재하지 않거나, 또는 존재하더라도 그것을 찾는 것이 쉽지 않다는 것이다. 물론 경영학의 자산가격결정(asset pricing) 분야의 연구가 대부분 계량경제학적 이론을 동원하여 보다 정확한 비상장주식의 가치를 산정하는 것이라고 할 수 있지만, 여전히 일정 부분은 추정치로 만족할 수밖에 없고, 설사 어떠한 합의가 재무이론에서 이루어진다고 하더라도 이를 법률판단에서 받아들일 것인지는 또 다른 문제이기 때문이다. 객관적으로 일의적인 가격을 전제

하는 것은, 기본적으로 계약자유의 원칙과 부합하지 않을 뿐만 아니라, 복잡한 거래의 현상과 조화되지 않을 수도 있다. 미국에서 “기업가치의 평가는 과학(science)이 아니라 예술(art)”이라고 표현하는 것도 이러한 생각을 반영한다.¹⁾

두 번째 측면은, 그럼에도 불구하고 법원은 판단을 거부할 수 없기 때문에 무엇이 정당한 가격인지 말해야 하며, 이러한 결정이 당사자의 이해관계에 결정적인 영향을 준다는 점이다. 법원에서 비상장주식의 평가에 대한 법원칙을 설정하는 것은 두 가지 의미에서 당사자들에게 사전적 인센티브 효과를 가져온다.

① 먼저 이러한 법원칙은 당사자들이 소송과정에서 어떻게 행동할 것인지에 영향을 주게 된다. 서로 이해관계가 대립되는 당사자들은 기업가치의 평가와 관련하여 거의 정반대의 수치를 제시할 인센티브를 가진다. 예를 들어, 반대주주의 주식매수청구권 사건에서 반대주주는 매수가격을 높이기 위해서 당해 비상장주식의 가치가 높다고 보고할 것이고, 반대로 회사는 그 가치가 낮다고 주장하여 가능하면 주주에게 반환되는 금액을 줄이려고 할 것이다. 회생절차에서도 채권자는 기업가치를 실제보다 과소평가할 것이고, 반대로 주주는 기업가치를 실제보다 높게 평가할 인센티브를 가진다.²⁾ 이해관계자들은 기업가치에 대하여 상당히 근접한 추정치를 가지고 있다고 하더라도 이러한 인센티브로 인하여 서로 자신들에게 유리한 숫자를 제출하는 경향이 있는데, 법원의 평가방법은 당연히 당사자들의 이러한 인센

1) In re Appraisal of Shell Oil Co., 1990 Del. Ch. LEXIS 199 (Dec. 11, 1990), 16면.

2) 회생절차에서 주주와 채권자의 가치평가에 대한 인센티브는 자명하지 않으므로 간단히 예를 들어 설명한다. 회사의 실제 가치가 100원, 채권의 액면금액은 50원, 현재 발행주식총수는 100주라고 하자. 논의의 편의를 위하여 채권을 전부 주식으로 출자전환하는 것을 내용으로 하는 회생계획을 만든다고 하면 주주와 채권자의 몫이 얼마가 되는지는 기업의 가치를 얼마로 평가하는가에 달려 있음을 보일 수 있다. 채권자에게는 출자전환을 통하여 모두 채권의 액면인 50원에 해당하는 가치의 지분을 부여하기로 합의하였다고 하자. 이러한 ① 회사의 가치가 80원으로 평가된다면, 새로운 주당 가격은 0.8원이므로, 채권자에게 50원에 해당하는 지분을 부여하려면 $0.8원 \times 62.5주 = 50원$, 즉 채권자에게 62.5%의 지분을 배정하고, 나머지 37.5%의 지분은 주주가 가지면 된다. 구체적으로 채권자는 62.5주의 신주로 출자전환을 하게 되고, 기존 주주는 62.5%의 주식을 소각하는 절차를 진행하게 된다. 기업의 가치가 낮게 평가되었기 때문에, 채권자는 본래 얻을 수 있었던 50원보다 12.5원 많은 62.5원을 가지게 되었다. ② 이에 비하여 회사의 가치가 120원으로 평가된다면 주당 가격은 1.2원이 되기 때문에, 채권자에게는 50원에 해당하는 지분 41.7주를 배정하면 되고, 주주에게는 나머지 58.3%의 지분이 배정된다. 앞 사례와 반대로 채권자는 50원에 미치지 못하는 41.7원을 가지게 된다. 이처럼 선순위자는 가능하면 회사의 가치를 과소평가하고자 하고, 후순위자는 과대평가하고자 한다. 기업의 가치평가를 둘러싼 이러한 인센티브는 회생절차 또는 그 이전의 협상 단계에서 주주와 채권자의 협상을 곤란하게 만드는 중요한 요인이 된다.

티브에 영향을 주게 된다.

② 기업가치의 평가는 기업을 둘러싼 많은 협상의 전제가 된다. 이해관계자들은 법적 분쟁이 발생하였을 때 법원이 어떻게 판단할 것인지 예상하여, 이를 기초로 자신의 행동 또는 협상전략을 결정하게 된다. 따라서 당사자들에게 예측가능성을 부여함으로써 협상을 촉진시키기 위해서는 그 기업가치가 상당히 객관적으로 예측되거나 또는 기업가치의 평가방법이 객관적으로 정립되어 있어야 한다. 이론적인 문제가 있음에도 불구하고 법령에서 비상장주식의 평가에 대해서 객관적 자료에 의한 획일적인 평가방법을 규정하고 있는 것은, 이처럼 예측가능한 지표를 제공함으로써 거래가 이루어질 수 있도록 도와주는 측면이 있다. 그러나 법원에서는 아직 객관적인 평가방법을 제시하고 있지 않아 문제가 된다.

이 글에서는 법적 측면에서 기업가치의 평가가 어떻게 문제되는지 살피고, 그에 관한 대안을 제시하고자 한다. 먼저 현행법상 비상장주식이 어떻게 평가되고 있는지를 특히 판례의 경향을 중심으로 살펴본다.³⁾ 판례의 근본적인 사고방식은 과거 미국 델라웨어 가중평균방법(Delaware block method)과 같은 것이지만, 법원에 광범위한 재량권을 부여하고 있어 거래 당사자에게 비효율적인 인센티브 효과를 가져오게 된다. 다음으로 재무이론적으로 가장 정확하다고 할 수 있는 DCF 방법(discounted cash-flow method)의 내용을 살펴보고, 미국의 사례를 중심으로 하여 이 방법의 문제점을 알아본다. 근본적으로 DCF 방법은 전문가 증인의 평가치에 큰 차이가 생기기 때문에 법원이 그 적정성을 판단하기 힘들다는 한계를 가진다.

이상의 논의를 바탕으로, 이 글에서는 다음과 같은 대안을 제안한다. ① 먼저 비상장주식의 평가가 문제되는 경우를 두 가지로 유형화한다. 첫 번째는 법원이 공정한 가액을 정확하게 특정해야 하는 상황이다. 주식매수청구, 소수주주추출 등의 경우가 그러하다. 두 번째는 합병비율의 불공정, 신주 등의 저가발행으로 인한 이사의 책임 등과 같이 법원의 판단대상이 거래가액이 공정한 가액으로부터 “현저하게” 이탈하였는지 여부인 경우이다. 양자는 서로 문제의 본질이 다르다. ② 전자의 상황은 법원이 어떠한 결정을 내리는지에 따라 비례적으로 부의 이전이 발생한다. 이 경우 법원은 당사자가 제출한 수치 가운데 보다 설득력 있는 수치를 100% 받아들이는 법원칙을 정립함으로써, 당사자들에게 계량모형의 설득력을 경쟁시키는

3) 이에 관하여는 국내에도 연구가 축적되어 있다. 예를 들어, 김병연, “주식매수청구권제도의 개선에 관한 연구”, **상장협** 제48호 (2003); 김흥기, “현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 공정한 가액에 관한 연구”, **상사법연구** 제30권 제1호 (2011).

것이 바람직하다. ③ 후자의 상황은 현저성이 인정되는지에 따라 당사자에게 미치는 연향이 불연속적이다. 이 경우 법원은 당사자들이 거래한 전체적인 맥락과 절차에 중점을 두어 공정성을 판단하여야 하며, 그 가격이 공정한지 여부에 대해서는 판단을 자제하는 것이 바람직하다. 이러한 판단기준은 모두 법원의 판단재량을 축소하는 방향이라고 요약할 수 있다.

II. 現行法上 非上場株式의 評價

1. 資産價値法과 收益價値法

비상장주식의 가치를 평가하는 방법은 이론적으로 자산가치법과 수익가치법으로 크게 나눌 수 있다. ① 資産價値法이란 회사가 현재 보유하고 있는 순자산의 시장가치를 기준으로 한다. 과거의 자료를 가지고 평가하는 것이므로 객관성의 측면에서 우수하지만, 실제 기업가치라고 할 수는 없기 때문에 이론적으로는 받아들이기 어렵다. 도산절차에서 청산가치(liquidation value)에 대응하는 방식이라고 할 수 있다. ② 收益價値法이란 회사가 미래에 벌어들이는 수익 또는 현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 합산하는 방법을 말한다. 투자자들이 주식을 매수함으로써 얻고자 하는 것이 미래의 수익 또한 현금흐름이기 때문에 이론적으로 정확한 방법이지만, 미래의 수익 또는 현금흐름을 추정해야 하고 할인율을 어떻게 정하는가에 따라 결과가 크게 달라지기 때문에 객관성이 떨어진다는 문제가 있다. 도산절차에서 계속기업가치(going concern value)에 대응한다고 보면 된다. 재무이론에서 발달된 DCF 방법도 일종의 수익가치법이라고 할 수 있다.

자산가치법은 과거의 자료를, 수익가치법은 미래의 자료를 가지고 기업가치를 평가한다는 차이가 있으나, 실제로는 서로 보완적으로 사용된다는 것을 이해하는 것이 중요하다. 자산가치법을 채용하더라도 단순히 기업회계기준에 따른 장부가액을 바로 자산가치라고 평가하는 경우는 별로 없고, 장부상의 각 자산과 부채를 실사를 통하여 시가로 재평가한 후 그 재평가가가액을 기준으로 한 자산가치를 사용하는 것이 보통이다. 이렇게 시가로 평가하는 과정에서 미래의 수익력이 부분적으로 평가될 수 있는 여지가 있다. 반면 수익가치법은 이론적으로는 정확한 방법이나, 미래의 현금흐름과 할인률을 추정하는 과정에서 평가자의 주관적 판단이 개입될 여지가 많기 때문에 현행법에서는 보다 단순화된 기준을 채용하여 변형하여 사용

한다. 보통 과거의 수익이 미래에도 그대로 유지될 것으로 추정하는 방법을 사용하는데, 이 과정에서 과거의 실적이 반영되는 것이다. 물론 일률적인 추정으로 인하여 수익가치법의 이론적 장점이 상당부분 훼손되고 있음은 어쩔 수 없다.

2. 法令上 企業價値의 評價方法

법령에서 자산가치법과 수익가치법을 수정하여 비상장주식의 평가방법을 정하는 경우도 있다. 대표적인 것이 상속세 및 증여세법(이하 “상증세법”)인데, 상속 또는 증여되는 재산의 평가기준으로서 원칙적으로 수익가치를 3, 자산가치를 2의 비율로 가중평균한 가액으로 평가하도록 하고 있다.⁴⁾ 과세표준의 자의적인 감액을 방지하기 위한 것이다. 여기서는 본래의 수익가치법과 자산가치법을 다소 수정하고 있다. ① 수익가치는 최근 3년간의 순손익액의 가중평균을 3년만기 보증채의 유통수익률을 고려하여 고시되는 할인률로 나누어 구하도록 하고 있다. 미래의 현금흐름을 추정하지 않고, 대신 최근 3년간의 순손익액의 가중평균이 미래에 계속되는 것을 전제한다는 의미이다. 객관성을 확보하기 위한 것이다. ② 자산가치를 구함에 있어서도 장부가액이 아니라 자산을 다시 평가한 가액을 기준으로 한다.⁵⁾

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)에서도 합병비율의 산정과 관련하여 비상장주식의 평가규정을 두고 있다. 비상장주식의 평가는 원칙적으로 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중평균한 가액으로 평가하는데, 여기서 수익가치를 구하는 방법을 보면, ① 현금흐름 대신 향후 2년 동안 추정재무제표상의 당기순이익을 가중평균하여 사용하고, ② 할인율은 시중 정기예금금리에 일정 배율(현재는 1.5배)을 곱하여 구하며, ③ 상증세법과 마찬가지로, 추정순이익이 영원히 계속된다는 가정하에 단순히 추정순이익을 할인율로 나누어 수익가치를 구하는 등의 특징이 있다.⁶⁾ 역시 객관성의 확보를 위해서 수익가치법을 다소 수정하고 있다.

3. 企業價値評價에 관한 判例

법령상의 평가방법은 과세표준의 계산이나 합병비율의 결정 등 특정한 목적을

4) 상속세 및 증여세법 제63조 제1항 제1호 다목, 동법 시행령 제54조 제1항.

5) 상속세 및 증여세법 시행령 행령 제54 제1항, 제2항.

6) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제176조의5 제1항 제2호, 제2항, 증권의 발행 및 공시에 관한 규정 제5-13조, 동규정 시행세칙 제5조, 제6조.

위해서 마련된 것에 불과하기 때문에, 일반적인 거래에서 반드시 따라야 할 이유가 없고, 따른다고 하여 법적 책임이 면제되는 것도 아니다. 판례는, “비상장주식의 평가방법을 규정한 관련 법규들은 그 제정 목적에 따라 서로 상이한 기준을 적용하고 있으므로, 어느 한 가지 평가방법이 항상 적용되어야 한다고 단정할 수는 없고, 당해 회사의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액을 산정하여야 할 것”이라고 판시하여,⁷⁾ 이러한 입장을 확인하고 있다.

실제로 판례 가운데는 비상장주식을 특수관계인에게 매각하면서 상증세법에 따라 산정한 가격의 적정성이 문제된 사안에서, 사업전락상 주식의 매각이 필요하다는 점은 인정하면서도, ① 매각 당시의 영업전망이 좋아 향후 주가가 오를 가능성이 있다는 점, ② 매각 대상 기업의 자산을 실사하여 그 자산가치를 반영하여 매도가격을 결정하여야 한다는 점, ③ 동종업계의 회사와 비교할 때 시장에서 받아들일 수 있는 가격과 상당히 차이가 있다는 점 등을 들어, 단순히 상증세법의 산출방식에 따라 가격을 산정한 것은 이사의 임무해태라는 판결이 있는가 하면,⁸⁾ “비상장주식의 적정거래가격을 찾는다는 것이 매우 어려우므로 피고인들로서는 참고적으로나마 전문회계법인 등 기업평가를 할 수 있는 객관적인 기관에 대상주식의 가치 내지 적정거래가격을 평가의뢰한 후 그 평가결과에 기초하여 가격홍정을 할 수도 있을 터인데… 그러한 조치도 취하지 않았다”고 하면서 배임죄의 죄책을 인정한 경우도 있다.⁹⁾ 따라서 판례는 최소한 이사가 상증세법상의 평가에 구속되지 않으며, 오히려 당해 회사의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액을 산정해야 할 의무가 있다는 입장이라고 이해된다.

문제는 그 방법을 제시하고 있지 못하다는 것이다. 당사자들이 대안으로 가장 쉽게 생각할 수 있는 방법은 회계법인에 의뢰하여 의견을 받는 것이다. 일반적으로 회계법인에서는 재무이론에 따라 미래의 현금흐름을 적정한 할인율로 할인하여 기업의 가치를 산정하는 DCF 방법을 이용하는데, 실제로 이러한 가격으로 거래가 진행되는 경우도 있다. 그런데 이렇게 회계법인에서 산정한 가격을 따르면 법적 책임으로부터 자유로울 수 있는가? 예를 들어, 에버랜드 사건 제1심인 서울중앙지법 2005. 10. 4. 선고 2003고합1300 판결에서는 법원이 다음과 같이 전문가 증인의

7) 대법원 2008. 5. 29. 선고 2005도4640 판결; 대법원 2006. 11. 24.자 2004마1022 결정; 대법원 2005. 4. 29. 선고 2005도856 판결; 2005. 10. 28. 선고 2003다69638 판결; 2006. 11. 24.자 2004마1022 결정 등 다수.

8) 서울남부지방법원 2006. 8. 17. 선고 2003가합1176 판결.

9) 서울지방법원 2003. 6. 13. 선고 2003고합237, 311 판결.

평가의 신뢰성을 문제삼아 DCF 방법에 의한 결과를 배척한 사례가 있다.

“이에 대하여 피고인들 및 그 변호인들은, 안전회계법인에 의뢰하여 미래현금흐름 할인법(Discounted Cash Flow)을 적용하여 에버랜드의 적정 주가를 평가한 결과 추정치 기준으로 5,446원, 실적치 기준으로 10,412원으로 산정되었으므로, 이 사건 전환가격인 1주당 7,700원은 적절한 수준에서 결정된 것이라고 주장한다. 살피건대, 미래현금흐름할인법이란, 당해 기업이 보유하고 있는 유무형의 영업용 자산을 활용함으로 인해 창출될 것으로 예상되는 잉여현금흐름을 그에 내재된 위험을 반영한 적절한 할인율로 할인함으로써 기업가치를 구하는 평가방법을 말한다. 그러나 위 평가방법은 주가 산정의 핵심적 요소인 현금흐름예측이나 할인율의 결정이 어려울 뿐만 아니라, 그 평가과정에서 평가자의 자의가 개입될 여지가 있다는 단점이 있다. 이러한 사정은, 이 사건에 있어서 ① 에버랜드와 사업목적, 재무구조, 자산구성, 수익구조 등이 완전히 다른 주식회사 호텔신라를 유사기업으로 상정한 점, ② 시장수익률의 변화에 대하여 개별증권의 수익률이 얼마나 민감하게 반응하는지를 보여주는 베타값을 임의로 적용하고, 1996. 12. 현재 에버랜드 차입금 평균 이자율은 에버랜드가 세무서에 신고한 법인세 세무조정계산서 등을 기초로 산정하면 11.85%로 계산이 뵈어도 12.88%를 타인자본 비용으로 보고 할인율을 산정한 점에 비추어도 알 수 있다. 따라서 안전회계법인의 미래현금흐름할인법에 의한 평가액은 그대로 받아들이기 어렵다.”

DCF 방법은 이론적인 우수성에도 불구하고 여전히 법원에서 기업가치평가의 주요방법으로 승인되고 있지 못하다. 그렇다면 당사자들은 어떠한 방법으로 기업가치를 평가하여 거래를 추진하여야 하는가? 비상장주식 평가의 적정성을 확보하기 위해서 당사자들이 어떠한 조치를 취해야 하는지 법원이 명확하게 제시하지 않고 있다는 것은 거래의 법적 위험을 높이는 요인으로 작용한다. 특히 법원이 기업가치를 평가함에 있어서 “다양한 평가방법의 종합적인 고려” 및 “법원의 광범위한 재량”을 핵심으로 삼고 있기 때문에 그 법적 불확실성은 더욱 높아진다.¹⁰⁾ 그 결

10) 예를 들어, 대법원 2006. 11. 24.자 2004마1022 결정에서는, 매도된 주식의 거래가격을 기초로 시장가치 22,025원이 산정되었는데, 반면 순자산가치는 1,386원, 수익가치는 0원으로 산출되었다. 원심 판결에서는 이를 단순히 평균한 7,803원을 적정한 가격으로 판결하였으나, 대법원은 순자산가치와 수익가치는 산출방식에 오류가 있을 뿐만 아니라 거래가격과 너무 차이가 나기 때문에, 가격의 평가요소의 하나로 고려할 수 없다고 하였다. 그러면서 순자산가치와 수익가치의 적정한 평가금액을 산출하기 어려운 경우에는 시장가치를 가지고 공정한 매수가액을 결정할 수도 있다고 하고 있다.

과 최근 하급심에서는 단순히 시장가치, 순자산가치, 수익가치를 균등하게 또는 적절히 가중하여 평균치를 활용하는 관행이 형성되고 있는 것으로 보인다. 이러한 관행은 미국의 Weinberger 판결 이전 델라웨어 가중평균방법(Delaware block method)이라고 할 수 있다.

III. DCF 方法을 통한 企業價値의 評價

1. DCF 方法의 意義

수익가치법의 전형적인 사례가 DCF 방법이다. DCF 방법은 미래의 현금흐름을 적절한 할인율로 할인한 금액을 기업가치로 삼는 방법으로서, 결국 회사가 벌어들이는 미래의 현금흐름의 현재가치(present value)를 구하는 것이다. 이론적으로는 다양한 추정이 가능하지만, 미국에서 일반적으로 사용하는 방법은 추정기간을 향후 5년으로 잡고, 할인율은 CAPM(capital asset pricing model)¹¹⁾을 통하여 추정하는 방법이다.¹²⁾ 이 모형에서 할인율은 자본의 기회비용에 해당하는 개념이기 때문에 어디까지나 투자자의 관점에서 생각하는 것이 중요하다. 예를 들어, 모형에 따라서는 기업의 성장률을 상정하여 할인율에서 공제하기도 하는데, 할인율이 기회비용의 개념이라는 점을 고려한다면, 단순히 기업의 성장률을 공제하는 것은 기업가치를 과대평가하는 결과가 될 수 있다. 어떤 기업이 매년 3% 성장하더라도 다른 기업이나 산업도 함께 3% 성장하였다면, 그 기업에 투자한 투자자는 기회비용의 관점에서는 아무런 수익을 얻지 못한 셈이 되기 때문에 이를 할인율에서 공제해서는 안 되는 것이다. 이러한 이유에서 일반적으로 DCF 방법에서 말하는 성장률은 다른 회사나 산업과 비교한 초과성장률을 의미한다.

흔히 상증세법이나 자본시장법에서 말하는 수익가치와 DCF 방법을 혼동하는 경우가 있으나, 앞서 언급한 바와 같이 법령에서 수익가치라고 할 때는 추정의 단점을 피하기 위해서 과거의 자료를 바탕으로 한 수정된 수익가치를 사용하기 때문에, 전형적인 수익가치법인 DCF 방법과는 차이가 있다. 다시 말해서, 법령에서 수익가치

11) CAPM은 개별 주식의 위험프리미엄을 측정하는 가장 전형적인 모형이다. 자세한 내용은, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen, *Corporate Finance*, (8th, 2006), 188-197면.

12) In re United States Cellular Operating Co., 2005 WL 43994 (Del. Ch. 2005).

라고 하는 경우에는 보통 ① 과거의, ② 회계학적 또는 장부상의 수익을 가지고 계산하는 것을 말하는 경우가 많지만, DCF 방법에서는 ① 미래의, ② 현금흐름을 여러 통계학적 방법을 통하여 추정하게 되는 것이다. 그 결과 법령상의 수익가치는 객관적으로 쉽게 구할 수 있으나, DCF 방법에는 많은 주관과 추정이 개입하게 된다. 우리나라 판례에서 가중평균되는 요소의 하나로 언급되는 수익가치는 과거의 수치에 기초한 것이 아니라 미래의 전망에 기초하고 있다는 점에서 법령상의 수익 가치와는 차이가 있으나,¹³⁾ 그렇다고 해서 DCF 방법을 요구하는 것으로 보이지는 않는다. 미국의 델라웨어 가중평균방식에서도 마찬가지이다.

이론적으로 본다면 기업가치는 DCF 방법에 의하여 평가하는 것이 옳다. 근본적으로 DCF 방법이 다른 방법보다 설득력이 있는 이유는 그 논리가 기업가치를 평가하는 이유와 정확히 부응하기 때문이다. 기업가치를 평가한다는 것은 투자자들이 그 기업의 주식을 얼마에 사고자 할까를 묻는 것인데, 이는 결국 투자자들이 그렇게 함으로써 과연 무엇을 얻고자 하는 것일까라는 질문과 연결된다. 현재까지의 다양한 실증연구는 거의 모두가 투자자들은 ① 미래의 ② 현금흐름을 얻고자 한다는 것으로 요약될 수 있는데, 예를 들어 기업의 현금흐름이 그대로라면, 설사 회계학적 수익이 변동하더라도 기업의 시장가격이 변동되지 않는다는 것이다. 이처럼 투자자들이 얻고자 하는 것이 미래의 현금흐름이라면, 기업이란 “미래의 현금흐름”의 묶음과 다를 바가 없고, DCF 방법은 바로 이 묶음의 현재가치를 직접 구한다는 점에서 투자자의 요구에 정확히 부응하고 있는 것이다.

2. 美國에서의 DCF 方法의 利用

(1) 델라웨어 州 加重平均方式과 Weinberger 判決

기업가치의 평가에 대해서 법령이 침묵하고 있는 것은 미국도 마찬가지이다. 회사법에서는 단순히 법원은 “공정한 가격(fair value)”을 결정해야 한다고만 규정하고 있고,¹⁴⁾ 구체적인 지침을 제시하고 있지 않다. 그러나 1983년까지 미국 델라웨

13) 예를 들어, 대법원 2006. 11. 24.자 2004마1022 결정에서 은평방송 주식의 수익가치를 산정함에 있어서는 “기준시점 당시 은평방송이 서울 은평구에서 독점적으로 종합유선방송사업을 영위할 수 있었는지 여부, 종합유선방송업의 현황 및 전망, 거시경제전망, 회사의 내부 경영상황, 사업계획 또는 경영계획 등을 종합적으로 고려하여야 한다”고 판시하면서, “은평방송이 합병 당시 3년간 적자가 누적된 상태에서 자본잠식에 이를 정도로 그 경영상태가 좋지 않았다는 이유만으로” 주당 수익가치를 0원으로 산정한 것은 “미래의 추정이익에 의한 수익가치 산정에 관한 법리를 오해한 것”이라고 하였다.

어 주 법원은 물론이고 다른 대부분의 주에서도 주식매수청구권의 행사시 그 매수 가격의 결정에 있어서는 “델라웨어 가중평균방식(Delaware block method)”만을 인정하고 있었다.¹⁵⁾ 이 방법은 주식의 순자산가치(net asset value), 시장가치(market value), 수익가치(earning value) 등을 가중평균하여 기업가치를 산정하는 방법으로서, 앞서 살펴본 우리나라 판례가 취하고 있는 입장과 매우 유사하다. 우리나라 판례와 마찬가지로 법원이 가중치를 결정함에 광범위한 재량을 가지고 있었던 것도 유사하다. 여기서 기업의 수익가치는 DCF 방법에서 말하는 미래의 현금흐름을 할인한 것이 아니라, 단순히 과거의 수익을 가지고 수익가치를 추정하였다. 보통 과거 5년치를 이용하는 경우가 많았다.

델라웨어 가중평균방식은 그 강제가 1983년 폐기되기까지 오랫동안 사용되었고, 그 이후에도 여러 법원에서 계속 이용되고 있다. 이처럼 오랜 생명력을 가지는 이유는 그 나름대로의 합리성이 있기 때문일 것이다. 어차피 기업가치의 평가에서 정확한 숫자에 도달한다는 것이 불가능한 희망이라고 한다면, 여러 수치의 중간 어디엔가 그 진실이 있을 가능성이 높다는 것이다. 어떤 접근방법도 만족스럽지 않기는 하지만, 그렇다고 해서 다양한 접근방법 모두가 완전히 오류로만 이루어진 것은 아니므로, 조금씩 진실을 포함하고 있는 여러 수치를 적절하게 가중평균하는 것으로 오류를 줄일 수 있다고 생각할 수 있다. 과거의 지표를 가지고 기업가치를 평가한다는 점에서 이론적으로 문제가 있지만,¹⁶⁾ 이것은 객관성의 확보라는 점에서 정당화될 수 있다.

델라웨어 가중평균방식은 이처럼 나름대로의 합리성을 가지고 있었으나, 가중치를 정하는 아무런 기준이 주어지지 않아 법원이 너무 광범위한 재량을 가진다는 점,¹⁷⁾ 그리고 기업가치를 과소평가하는 경향이 있다는 점¹⁸⁾ 등에서 많은 비판에

¹⁴⁾ Model Bus. Corp. Act § 13.02(a); Del. Code Ann. tit. 8, §262(a).

¹⁵⁾ Joel Seligman, “Reappraising the Appraisal Remedy”, 52 *George Washington Law Review* 829 (1984), 841면; Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, “The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law”, 31 *Journal of Corporation Law* 119 (2005), 124면.

¹⁶⁾ Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law* (2000), 651-52면.

¹⁷⁾ Victor Brudney, “Efficient markets and Fair Values in parent Subsidiary Mergers”, 4 *Journal of Corporation Law* 63 (1978), 78면; Note, “Using Capital Cash Flows to Value Dissenters’ Shares in Appraisal Proceedings”, 111 *Harvard Law Review* 2099 (1998), 2104면.

¹⁸⁾ 기업이 정상적으로 또는 효율적으로 경영되고 있다면 자산가치는 기업의 전체 영업력을 나타내는 수익가치보다 낮을 수밖에 없고, 이 경우 평가에 무관한 자산가치를 고

직면했으며, 그 결과 1983년 Weinberger 판결¹⁹⁾에 의하여 극적인 법리적 전환이 이루어지게 된다. 이 사건에서 원고들은 합병이 승인될 당시 UOP 주식이 주당 최소한 26달러의 가치가 있었다고 주장하면서, 그 근거로 DCF 방법을 이용한 평가를 제시하였는데, 이러한 DCF 방법은 델라웨어 가중평균방식에서 인정하는 평가 방법이 아니었기 때문에 하급심에서는 이러한 원고의 주장이 받아들여지지 않았다. 그러나 델라웨어 주 대법원은 델라웨어 가중평균방식이 금융계 등에서 일반적으로 통용되는 평가기법을 배제하면서 배타적으로 적용되는 방식으로 보기에는 명백히 시대에 뒤떨어진 방식이라고 판단하였다. 따라서 종래의 델라웨어 가중평균방식은 더 이상 배타적으로 적용될 수 없고, “금융계에서 받아들여질 것으로 일반적으로 인정되는 모든 평가방법(any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community)”을 고려할 수 있다고 판시하여, 종래 가중평균방식의 강제를 폐기하였다.

판결의 사실관계까지 고려한다면 델라웨어 주 대법원이 DCF 방법의 손을 들어 준 것은 분명하지만, 일반적으로 Weinberger 판결을 이렇게 해석하지는 않는다. 판결에서는 종전의 델라웨어 가중평균방식을 사용하지 말라고 하지도 않았고, DCF 방법을 반드시 사용하라고 하거나 우월한 방법이라고 추천하지도 않았기 때문이다. Weinberger 판결에서 말하고자 한 것은 종전의 델라웨어 가중평균방식을 “유일한(exclusive)” 평가방법으로 삼는 것을 폐기한다는 것뿐이다. 따라서 법원이 여러 가지 평가방법을 모두 고려하여 당해 사건에서 가장 적절한 방법을 적용하면 되는 것이므로, 오히려 법원의 재량을 그 전보다 확대한 것이라고 보아야 한다. 우리나라의 현재 관행이 가중평균법이기도 하지만, 대법원의 판시만 본다면 법원이 재량을 가지고 여러 요소를 종합적으로 고려하라는 것이므로, 이러한 점에서

러하게 되면 기업가치가 낮게 평가된다. 이것이 일반적인 상황이므로, 자산가치에 과다한 비중을 두면 기업가치가 항상 실제보다 낮아지는 문제가 있다. 반대로, 자산가치가 수익가치보다 높다면 이 기업은 계속되어서는 안 되고 청산을 해야 하는 상황이므로 이 경우에는 수익가치가 평가와 무관하게 되는데, 따라서 평가와 무관한 수익가치가 가중평균되어 전체 기업가치를 낮춘다는 것이다. Elmar Schaefer, “The Fallacy of Weighing Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock”, 55 *Southern California Law Review* 1031 (1982); Zenichi Shishido, “The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations”, 62 *Fordham Law Review* 65 (1993); Don S. Clardy, Comment, “Valuation of Dissenters’ Stock Under the Appraisal Remedy: Is the Delaware Block Method Right for Tennessee?”, 62 *Tennessee Law Review* 285 (1995).

¹⁹⁾ Weinberger v. UOP, Inc., 457 A.2d 701 (Del. 1983).

Weinberger 판결과 같은 상황이라고 할 수 있다.

(2) Weinberger 判決 이후의 傾向

Weinberger 판결은 델라웨어 가중평균방식이 유일한 평가방법이 아니라는 내용일 뿐, 특정한 평가방법을 배척하거나 선호하는 판시를 한 사실이 없다.²⁰⁾ 따라서 종전의 델라웨어 가중평균방식도 법원이 적절하다고 판단한다면 사용할 수 있는 것이었다. 그러나 Weinberger 판결 이후 델라웨어 주 법원에서는 DCF 방법에 대해서 호의적인 평가를 하기 시작했고,²¹⁾ 실제로 이에 따라 기업가치의 평가가 이루어진 경우도 많아졌다.²²⁾ 그 이유는 Weinberger 판결의 판시에서는 명시적으로 언급되지 않았지만, Weinberger 판결이 그 사실관계와 복합되면서 마치 DCF 방법에 대하여 승인한 판결이라고 인식되었기 때문일 것으로 짐작된다. 최소한 델라웨어 주에 있어서는 여러 평가방법 가운데 DCF 방법이 가장 널리 이용되고 있다.²³⁾

그러나 델라웨어 주 법원이 DCF 방법만을 채용하는 것은 아니며, 여전히 다양한 방법이 사용되고 있는 것도 사실이다. 예를 들어, 비슷한 유형의 다른 회사와의 비교를 통하여 기업가치를 결정하거나(comparable company approach),²⁴⁾ 순자산가치를 가지고 평가하기도 하고,²⁵⁾ 장부상의 수익가치를 가지고 평가한 사례도 있

²⁰⁾ Rosenblatt v. Getty Oil Co., 493 A.2d 929 (Del. 1985), 940면.

²¹⁾ Neal v. Alabama By-Products Corp., 1990 WL 109243 (Del. Ch. Aug. 1, 1990), 7면 (“It is considered by experts to be the preeminent valuation methodology.”); Grimes v. Vitalink Commc’ns Corp., 1997 Del Ch. LEXIS 124 (Del. Ch. Aug 26, 1997), 3면 (DCF approach is “increasingly the model fo chice for valuations in this Court.”); Ryan v. Tad’s Enters., Inc., 709 F.3d 682 (Del. Ch. 1996), 702면 (“The discounted cash flow valuation model is well established and accepted in the financial community.”).

²²⁾ ONTI, Inc. v. Integra Bank, 751 A.2d 904 (Del. Ch. 1999), 916면 (“While no method of valuation is preferable per se in Delaware, since the abolishment of the Delaware Block method for appraisals in 1983, this Court frequently has employed the discounted cash flow as at least one method of valuation.”). DCF 방법을 일부 또는 전부 채용한 판결은 공간되지 않고 단순히 WL 번호만 붙은 것들이 많은데, 예를 들어, Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 1990 WL 161084 (Del.Ch. Oct. 19, 1990). 공간된 것들만 예를 들어 보면, In re Radiology Assocs., Inc. Litig., 611 A.2d 485 (Del. Ch. 1991); Glibert v. MPM Enterprises, Inc., 709 A.2d 663 (Del. Ch. 1997).

²³⁾ Barry M. Wertheimer, “The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value”, 47 *Duke Law Journal* 613 (1998), 627면; Hamermesh & Wachter, 위 각주 15), 125면.

²⁴⁾ Rapid-American Corp. v. Harris, 603 A.2d 796 (Del. 1992); Hodas v. Spectrum Tech., Inc., 1992 Del. Ch. LEXIS 252 (Dec. 7, 1992).

다.²⁶⁾ 심지어 여전히 델라웨어 가중평균방식을 채용한 판결도 있다.²⁷⁾ 델라웨어 주 바깥에서는 이러한 경향이 보다 더 두드러지게 나타나고 있으며,²⁸⁾ 일부 주에서는 여전히 델라웨어 가중평균방식을 유일한 평가방법으로 판시하는 경우까지도 있다.²⁹⁾ 결국 델라웨어 주에서는 DCF 방법이 상당히 선호되는 있기는 하지만, 그 이외의 주에서는 DCF 방법의 선호도가 이보다 낮은 가운데, 여전히 다양한 평가 방법들이 동원되고 있다고 정리할 수 있겠다.

3. DCF 方法과 專門家 證人의 問題

최소한 델라웨어 주에서는 활발하게 이용되고 있음에도 불구하고, 미국에서도 DCF 방법은 당사자들의 이해관계를 조정하기에 그렇게 좋은 수단이라고 할 수 없다는 비판이 많다. 물론 그 이유는 이 방법이 대단히 주관적이기 때문이다. 평가자의 주관의 개입은 미래의 현금흐름의 평가와 할인율의 선택 모두에 대해서 이루어 지는데, 특히 할인율의 결정은 거의 자의적으로 이루어진다고 해도 과언이 아닐 정도로 기준을 설정하기 힘들다는 것이다. 사채의 가치를 평가하는 경우와 비교해 보면, 사채의 경우에는 비교적 쉽게 시장에서 다른 투자안을 참조하여 할인율을 정할 수 있으나, 주식의 경우에는 각 기업의 위험을 비교하는 것이 매우 어렵기 때문에 “동일한 위험”을 수반하는 주식을 찾기가 매우 어렵고, 따라서 할인율을 바로 구하는 것이 쉽지 않다. 미국에서 DCF 방법을 채용할 때 거의 예외 없이 CPAM을 통하여 할인율을 구하는 것은 이 때문인데, CPAM마저도 많은 가정 하에서만 성립하는 모형이라 그 할인율이 정확하다는 보장은 없다.

²⁵⁾ Kahn v. Household Acquisition Corp., 591 A.2d 166 (Del. 1991); Campbell v. Caravel Academy, Inc., 1988 Del. Ch. LEXIS 86 (June 16, 1988); Robbins & Co. V. Israel, 1985 Del. Ch. LEXIS 498 (Oct. 2, 1985).

²⁶⁾ Pinson v. Campbell-Taggart, Inc., 1989 Del. Ch. LEXIS 50 (Nov. 8, 1989).

²⁷⁾ Rosenblatt v. Getty Oil, 위 각주 20); Gonsalves, v. Straight Arrow Publishers, Inc., 1996 WL 696936 (Del. Ch. Nov. 27, 1996); Kahn v. Tremont Corp., 1996 WL 145452 (Del. Ch. Mar. 21, 1996).

²⁸⁾ Leader v. Hycor, Inc., 395 Mass. 215, 479 N.E.2d 173 (1985); Elk Yarn Mills v. 514 Shares of Common Stock of Elk Yarn Mills, 742 S.W.2d 638 (Tenn. Ct. App. 1987); In re Valuation of Common Stock of McLoon Oil Co, 565 A.2d 997 (Me. 1989); Oakridge Energy, Inc. v. Clifton, 937 P.2d 130 (Utah 1997).

²⁹⁾ 예를 들어, 테네시주가 그러한데, 법에 의하여 요구되는 것은 아니다. Blasinggame v. American Materials, Inc., 654 S.W.2d 659 (Tenn. 1983); Elk Yarn Mills v. 514 Shares of Common Stock of Elk Yarn Mills, 742 S.W.2d 638 (Tenn. Ct. App. 1987).

단순히 불확실성만 문제되는 것은 아니다. 가치평가를 하는 산식에서 분자와 분모가 모두 불확실한 추정치를 이용하게 되므로, 그 계산결과를 조작하는 것도 매우 용이하다. DCF 방법에 의한 기업가치의 평가는 대부분 회계법인 등 전문가 증인이 제시한 평가액에 의존하여 이루어지지만, DCF 방법이 변수의 추정에 크게 의존한다는 특성으로 인하여 최종적인 평가금액은 전문가 증인에 따라 큰 차이가 나는 경우가 대부분이다.³⁰⁾ 특히 할인율 추정의 차이가 현금흐름 추정의 차이보다 일반적으로 평가액에 더 큰 차이를 가져오기 때문에, 할인율의 추정이 더 큰 문제가 된다.³¹⁾ 이러한 현상은 우리나라에서도 DCF 방법에 의한 평가금액을 제출하는 일부 하급심에서 나타나고 있는 현상이며, 법원이 DCF 방법을 불신하게 되는 근본적인 원인이라고 할 수 있다.

이처럼 전문가 증인의 평가결과에 큰 차이가 생길 수밖에 없는 이유는 아마도, “평가를 수행한 전문가 증인이 각 당사자로부터 보수를 수령하였고, 그 결과 의식적이든 무의식적이든 전문가의 의견이 상당 부분 고객의 이익을 위해서 형성되기 때문”일 것이다.³²⁾ 회계법인의 이러한 인센티브는 어려운 설명을 요하지 않는다. 그 결과 주식매수청구권 사건에서 반대주주 측의 전문가 증인은 거의 언제나 기업가치를 대단히 높게 보고하는 경향이 있고, 반대로 회사 측의 전문가 증인은 언제나 대단히 낮은 평가액을 보고하는 경향이 있다.³³⁾ 텔라웨어 주 법원에서도 이러한 일은 항상 일어나고 있으며, 전문가 증인의 평가액이 10배 정도까지 차이가 나는 경우도 그렇게 희귀한 것이 아니라고 한다.³⁴⁾

전문가 증인 사이에 평가액에 큰 차이가 나는 것은 법원의 판단이 오류를 범할 가능성을 높이고, 그 결과 소액주주 또는 반대주주의 구제가 충분하게 이루어지지 못하도록 만든다는 점에서 심각한 문제를 야기한다. 사전적인 관점에서 보더라도, 주식의 가치가 얼마로 평가될 것인지 그 예측가능성이 현저하게 떨어지기 때문에

³⁰⁾ Hamermesh & Wachter, 위 각주 15), 125-26면.

³¹⁾ Note, 위 각주 17), 2107면.

³²⁾ In re Appraisal of Shell Oil, 위 각주 1), 16면. 비슷한 지적으로 Salomon Bros., Inc. v. Interstate Bakeries Corp., 1992 Del Ch. LEXIS 100 (May 1, 1992), 20면 (“It appeared to me, both from the experts’ reports and their testimony, that their assumptions and choices of multiples were colored by their respective clients’ interests.”).

³³⁾ Wertheimer, 위 각주 23), 630-31면.

³⁴⁾ Id. 예를 들어, Glibert v. MPM Enterprises, Inc., 709 A.2d 663 (Del. Ch. 1997) 사건에서는 MPM의 가치를 한쪽에서는 \$357 million, 다른 한쪽에서는 \$82 million으로 추정하였다.

소액주주로서는 행동을 정하기가 쉽지 않게 된다. 그리고 이러한 불확실성의 증가는 투자자 포트폴리오의 분산위험을 증가시키기 때문에, 위험기피적인 투자자들로 하여금 자신이 보유하고 있는 주식을 과소평가하도록 만들게 되고,³⁵⁾ 이러한 과소평가는 다시 투자자들의 의결권 행사에 왜곡을 초래할 수 있다. 따라서 DCF 방법이 이론적으로 우수하다고 하더라도, 이를 법원에서 채용하기 위해서는 이러한 전문가 증인의 문제가 해결되어야 한다.

IV. 代案의 摸索

1. 問題狀況의 區分

기업가치평가가 과연 “법적” 쟁점인지에 대해서는 논의가 있을 수 있다. 이러한 논의는 법원의 역할과 연결될 수 있다. 기업가치평가를 “규범적” 또는 “법적” 논쟁에 가까운 것이라고 본다면 법원이, 비록 평가를 위한 발달된 도구를 이용하지는 못하더라도, 보다 적극적으로 판단을 내리는 것을 옹호하게 된다. 반면 기업가치평가를 법원이 하는 것을 당사자 사이에 협상이 이루어지지 않았기 때문이라고 하거나, 아니면 단순한 사실관계의 파악이라는 관점에서 접근한다면, 법원은 적극적으로 판단을 내리기 보다는 다른 전문가의 판단에 의뢰할 것이다. 이 글은 심오한 법철학적 논의는 접어둔 채, 현실적으로 드러나는 문제에 착목하여 바로 판결을 내려야 하는 법원의 입장에서 대증요법을 생각해 보기로 한다.

법원의 관점에서 본다면 기업가치평가와 관련된 다양한 문제는 그 판단의 부담이라는 측면에서 두 가지 범주로 나누어 볼 수 있을 것이다. 하나는 당사자 사이에서 기업가치에 대한 합의가 있었던 경우이다. 이 경우 법원이 다루어야 하는 쟁점은 대부분 합의된 거래가격이 공정한 가격에 비하여 “현저하게” 저가 또는 고가인지 여부이다.³⁶⁾ 계열사간 주식거래나 신주의 저가발행을 둘러싼 배임죄 문제,

³⁵⁾ Note, 위 각주 17), 2108-09면.

³⁶⁾ 이러한 관점에서 당사자 사이에 거래가격에 대하여 합의가 이루어졌음에도 불구하고 특정하게 법정된 가격을 강제하는 자본시장법 시행령 제176조의5 제1항은, 현저성 판단이 배제된다는 점에서 예외적인 경우에 속한다. 동 조항은 합병시 기업가치의 평가방법을 구체적으로 정하면서, 상장회사는 시장가격의 가중평균을, 비상장회사는 자산가치와 수익가치의 가중평균을 이용하도록 하고 있다. 준속회사나 소멸회사 가운데 하나 이상이 상장회사이면 이 평가방법에 의한 합병비율 산정이 사실상 강제된다. 이

합병비율의 불공정으로 인한 합병무효 문제 등이 전형적인 경우이다. 이 경우는 공정한 가격에 대한 판단이 잘못되더라도 그 판단이 일정한 범위에 들어가는 한, 최종적으로 “현저하게” 벗어났는지에 대한 판단이 잘못된 우려는 크지 않다. 바꾸어 말해서, 법원의 오판은 공정한 가격을 “현저하게” 잘못 판단한 경우에만 발생한다. 따라서 판단의 부담은 상대적으로 작다고 할 수 있다. 마찬가지로 기업가치 평가가 당사자와 상관없는 독립적인 제3자에 의하여 평가되었다면, 그 평가방법에 다소 오류가 있다거나 심지어 독립성이나 인센티브의 사소한 왜곡이 있다고 하더라도 최종적인 판단은 크게 잘못되지 않았을 가능성이 높다.

이러한 유형의 사건에서 법원이 느끼는 부담은 사실 공정한 가격에 대한 판단에 있는 것이 아니라, 그 판단이 가져오는 최종적인 결과가 배임죄와 같은 형사책임을 인정한다거나 합병무효가 되는 등 극단적이라는 점과, 공정한 가격에 대한 판단이 변하면서 그에 따라 결과가 연속적으로 달라지는 것이 아니라 일정한 구간에서는 변화가 없다가 어느 순간 극단적으로 도약이 일어나는 식으로 비연속적인 결과를 가져온다는 점에 있다. 만일 법원의 판단해야 하는 상황이 그 경계선상에 있다면 법원이 느끼는 판단의 부담을 대단히 클 수 있다.

두 번째의 유형은 당사자 사이에 기업가치가 얼마인지 합의가 이루어지지 않은 경우이다. 대표적으로 주식매수청구권의 매수가격을 결정하는 문제가 그러하다. 이러한 유형에서 법원의 판단은 당사자 사이에서 富를 배분하는 역할을 하기 때문에, 위와 같이 “이 정도 범위에서의 매수가격이라면 공정하다”라는 식으로는 결론을 내릴 수 없어서 판단의 부담이 가중된다. 판단에 따라 당사자 사이의 부의 배분도 연속적으로 달라지기 때문에, 법원이 느끼는 부담은 모든 구간에서 비슷할 것이다. 문제는 법원이 그러한 판단을 할 능력을 갖추고 있지 않다는 점이다. 따라서 이 상황에서는 결국 전문가 증인의 판단을 신뢰할 수밖에 없고, 전문가 증인의 인센티브 왜곡을 어떻게 차단할 것인가가 핵심적인 쟁점으로 등장한다. 두 번째 유형은 법원이나 전문가 증인의 사소한 평가방법의 잘못이나 인센티브의 왜곡이 그에 비례하여 최종판단의 오류를 야기한다는 점에서 첫 번째 유형과 구분할 수 있다.

를 준수하지 않을 경우 존속회사가 제출하는 증권신고서를 금융위원회가 자본시장법 제120조 제2항에 근거하여 수리하지 않고 있기 때문이다. 판례는 이 규정에 따른 합병비율에 대해서, 그 산정이 허위자료나 터무니없는 추정에 근거하는 등과 같은 특별한 사정이 없는 한, 불공정하지 않다고 보고 있다(2008. 1. 10. 선고 2007다64136 판결; 2009. 4. 23. 2005다22701, 22718 판결).

2. 公正價額으로부터 顯著하게 벗어났는지의 判斷

첫 번째 유형의 사건에서 법원은 당사자 사이에서 합의된 가격이 “공정한” 가액으로부터 “현저하게” 벗어났는지를 판단해야 한다. 당사자들이 임의로 가격을 정할 수 있다면 지배주주 또는 경영진의 사적 이익 추구가 더 쉬워질 것으로 생각할 수 있지만, 반드시 그러한 것은 아니다. 오히려 객관적인 자료에 기초한 가격이 지배주주 또는 경영진에게 더 유리한 경우도 있기 때문이다. 따라서 가격결정의 객관성은 핵심적인 쟁점이 아니라. 법원은 회계법인이 DCF 방법으로 추정된 평가액을 사후적으로 부정하는 경우도 있지만,³⁷⁾ 상증세법에 의한 객관적 평가를 따르는 경우에도 법적 책임을 인정한다.³⁸⁾ 어느 기준을 사용하더라도 법원은 그 결과를 부정할 가능성이 있다.

결국 “공정성” 또는 “현저성”을 객관적으로 판단하는 것이 사실상 불가능하다는 점을 고려하면, 첫 번째 유형의 사건에서 근본적인 문제는 그 가격결정의 자료가 객관적이지 못하다는 것이 아니라, 그 거래나 합의를 한 당사자를 다른 이해관계자가 신뢰할 수 없다는 것에 있다. 회사법은 이러한 문제를 해결하는 방법으로 보통 제3의 감시자 또는 평가자를 찾는다.³⁹⁾ 입법례를 보면, 지배주주나 경영진의 이해상충이 염려되는 상황에서 회사법이 그러한 임무를 맡기는 자는 주주, 이해관계 없는 이사(disinterested directors), 법원 등을 들 수 있다. 다시 말해서, 주주의 다수나 이해관계 없는 이사의 다수의 승인을 요하거나, 법원에서 거래의 공정성을 심사하도록 하는 것이다.⁴⁰⁾ 누가 가장 적절한지는 얼마나 효과적으로 감시나 평가가 이루어질 수 있는가 하는 것에 달려 있다. 우리나라에서는 지배주주의 사적 이익 추구의 맥락에서 문제가 되므로 주주를 감시자로 하는 것은 일단 논외로 하고, 이하에서는 법원과 이사회만 살펴본다.

(1) 法院의 公正性 審査

거래가 공정하게 이루어졌는지를 사후적으로 판단하는 것은 누가 하더라도 어렵고 사전적으로 예측가능성도 떨어진다.⁴¹⁾ 법원이 그 역할을 하더라도 마찬가지이다.

37) 각주 8), 9) 판결.

38) 예를 들어, 앞에서 설명한 서울중앙지법 2005. 10. 4. 선고 2003고합1300 판결.

39) 물론 이 경우에도 감시자에게 어떻게 적절한 감시의 인센티브를 부여할 수 있는지, 즉 누가 감시자를 감시할 것인지(who monitors monitor)의 문제는 해결되지 않는다.

40) 개정된 상법 제398조 (이사회의 승인과 거래의 공정성을 함께 요구함).

41) Robert Clark, *Corporate Law* (1986), 180-189면에서는 이러한 측면에서 이사회에 이해

그 결과 이사에게 불공정하게 이익을 가져다주는 거래라도 그 불공정성이 쉽게 드러나지 않으면서 거래가 이루어질 수도 있고, 반대로 사실은 회사나 주주에게 이익이 되는 거래임에도 불구하고 사후적으로 불공정하게 판단될 우려로 인하여 거래가 정지되기도 한다.⁴²⁾ 다시 말해서, 필요한 경우에 아무 역할도 하지 못하거나, 불필요한 경우에 나서서 오히려 장애물이 될 수 있다는 것이다. 법원의 사후적 판단의 이러한 단점은 자주 지적되는 바이지만, 이 글에서는 이와 연관된 다른 측면을 강조하고자 한다. 바로 기업가치평가의 문제가 법원에서 사건화가 되는 것에 당사자의 이해관계가 반영되지 않는다는 점이다.

회사법에서 법원에 기업가치평가를 맡긴 것은 이해관계자 가운데 누군가, 예를 들어 소액주주나 채권자 등이 불만을 가지고 법원에 달려갈 것이라고 전제한 것이다. 최근에는 주주 등 이해관계자에 의한 문제제기가 조금씩 증가하고 있으나, 이러한 전제는 우리나라에서 잘 성립하지 않았다. 기업가치평가를 둘러싼 많은 사건들이 검찰의 배임죄 기소나 시민단체에 의하여 제기된 대표소송에 기인한 것이었다. 검찰이나 시민단체는 회사의 이해관계자가 아니기 때문에, 그 문제제기가 사회적으로 적절한 사안에서 적절한 수준으로 이루어진다는 보장이 없다. 기업가치평가가 쟁점인 경우도 마찬가지이다. IMF 금융위기 이후 회사법 질서의 구축에 기여한 검찰이나 시민단체의 공을 폄하할 수 없지만, 이해관계자의 소극성이 계속 유지되는 한 사회적으로 효율적인 수준의 분쟁이 법원으로 나오는 것에는 한계가 있다고 보인다. 이 문제는 결국 대표소송을 어떻게 활성화할 것인가의 문제로 이어진다고 하겠는데, 주주의 소극성을 염두에 둔다면 결국 변호사의 인센티브에 의존하는 미국식 해법밖에는 답이 없는 것이 아닌가 한다.⁴³⁾

(2) 利害關係 없는 理事의 承認

공정가액으로 거래가 이루어지는지 사전에 감시할 수 없을까? 다시 말해서, 이러한 사전감시가 효과적으로 작동하였음이 입증된다면, 그 내용을 법원이 다시 판

상충이 있는 거래를 아예 금지시켰던 과거의 입법도 합리적인 수 있음을 강조하고 있다. 현재 대부분의 입법례에서는 이해상충이 있는 거래를 이사회 또는 주주의 승인을 거치거나 공정성의 입증을 거쳐 허용하는 방식을 취한다.

42) Gevurtz, 위 각주 16), 323면.

43) 이에 관하여는 다른 논문에서 보다 상세하게 논의하였다. Ok-Rial Song, "Improving Corporate Governance through Litigation: Derivative Suits and Class Actions in Korea", in *Transforming Corporate Governance in East Asia* 91-115 (Hideki Kanda, et al. ed., 2008).

단하지 않는다는 것이다. 이러한 논리에서 미국 회사법에서 주로 채용하는 방식이 이해관계 없는 이사(disinterested directors)의 승인이다. 미국 회사법에서 이사는 원래 주주이익을 위해서 경영진을 감시할 목적으로 창안된 것이기 때문이다.

문제는 과연 누구를 이러한 “이해관계 없는” 이사로 볼 것인가 하는 점이다. 그 개념에 대해서는 델라웨어 주 회사법에서도 명시적으로 정하고 있는 것은 없다. 그러나 거래 당사자와 친인척 관계에 있다거나, 거래 당사자인 회사에 법률자문을 하는 자 등과 같이,⁴⁴⁾ 형식적으로는 거래 당사자와 이해관계가 없더라도 실질적으로는 이해관계가 있을 수 있는 다양한 상황이 있기 때문에, 사실상 그 선을 명확하게 그을 수 있는지도 의문이다. 이해관계 없는 이사에 대한 최초의 정의는 아마도 1988년 개정 모범회사법에서 등장한 “qualified director”라는 개념이라고 보인다. 여기에서는 추상적인 문언과 함께 거래 당사자와의 이해관계에 대해서 자세하게 열거하는 방식을 취하고 있다. 거래 당사자와 가족관계에 있거나, 재무적 또는 전문적인 조언을 하는 관계에 있는 경우에는 이해관계가 “있는” 것으로 본다.⁴⁵⁾ 그러나 아무리 사전적으로 정해 둔다고 하더라도 결국 이 문제는 법원에서 구체적인 사정에 근거하여 판단될 수밖에 없을 것이다.

그러나 우리나라 회사법에서 이러한 방법을 채용하기에는 많은 어려움이 예상된다. ① 무엇보다도 “이해관계 없는 이사”의 개념이 정립되어 있지 못하다. 이사회에서 의결권이 제한되는 특별이해관계인이나(상법 제391조 제3항, 제368조 제4항), 사외 이사의 결격요건(상법 제382조 제3항) 등의 개념이 존재하지만, 이는 경제적, 실질적인 이해관계에 주목하는 미국의 이해관계 없는 이사의 개념과는 큰 차이가 있다. ② 사외이사의 도입이 10여년이 넘었음에도 불구하고 아직 기업현실에서는 사외 이사의 역할이 미미한 실정이다. 여러 제도적 한계도 있기는 하지만, 한편으로는 기업과 전혀 상관없는 자가 - 전형적인 “이해관계 없는 이사”라고 할 수 있는 자임에도 불구하고 - 기업의 중요한 의사결정에 실질적으로 개입하는 것이 아직 받아들여지는 상황이 아니라고 보이기도 한다. ③ 이해관계 없는 이사가 선임되었다고 하더라도, 문제가 되는 중요한 거래에서 그 이사가 지배주주나 경영진의 영향력에서 자유로울 수 있는 가능성이 얼마나 있을지도 의문이다.

44) Rocket Mining Corp. v. Gill, 483 P.2d 897 (1971) (친인척관계라 하더라도 이해관계 없는 이사에 해당한다고 함); Sarner v. Fix Hill, Inc., 199 A.2d 6 (1964) (법률자문을 하는 자는 이해관계 없는 이사가 될 수 없다고 함).

45) Model Business Corporation Act § 8.62(d) (1988).

(3) 節次的 接近方法에 대한 辨明

결국 법원의 개입에도 많은 문제가 있기는 하지만, 현재의 시점에서만 본다면 기업가치평가의 문제에 관하여 법원이 감시자로서의 역할을 포기하는 것도 쉽게 선택할 수 있는 옵션은 아닌 것으로 생각된다. 그러나 장기적인 관점에서 본다면 법원이 이해관계 없는 이사들의 의사결정을 존중하게 되면, 기업도 이해상충 거래의 승인에 참여하는 이사가 실질적 독립성을 갖출 수 있도록 하는 효율적인 선순환이 가능하다. 실제로 미국에서 사외이사가 자발적으로 정착하게 된 것도 법원에서 독립적인 사외이사의 승인을 거래의 적법성 조건으로 삼았던 것에 기인한다. 법원이 기업가치의 실제적 평가를 포기하고 그 공정한 절차가 지켜졌는지, 예를 들어, 이해관계 없는 이사 다수의 승인이 있었는지 또는 그 이사들이 모두 실제로 이해관계가 없는지 등에 주목하게 되면, 사전적으로 기업에 “법원에서 이해관계 없는 이사로 판단될 만한 이사”를 선임하고자 하는 인센티브를 제공할 수 있다. 만일 회사가 그러한 인센티브를 가지게 된다면 기업가치평가가 문제되는, 즉 이해상충이 심각한 거래는 점차 줄어들게 된다. 예를 들어, 법원이 이해상충 거래에서 원칙적으로 절차적인 공정성을 중시하지만, “이사들이 실질적으로 독립적이지 않기 때문에” 그 승인의 효력을 부인하기 시작하면 기업의 인센티브가 바뀔 수 있다는 것이다. 반면 현재와 같이 법원이 계속 개입하는 경우에는 굳이 기업이 이해관계 없는 독립적인 이사를 선임할 인센티브가 없고, 그 결과 사외이사를 비롯하여 이사에 의한 감시제도는 그 기능을 할 수 없게 된다. 이처럼 장기적인 관점에서 기업의 지배구조에 미치는 영향을 본다면, 법원이 절차적 접근방법을 취하는 것을 옹호할 수 있다.

3. 公正價額을 정확하게 정하는 判斷

주식매수청구권 사건과 같이 법원이 정하는 가액에 따라 당사자 사이의 부의 배분이 이루어지는 경우에는 좀더 정확한 평가가 이루어져야 할 것이다. 앞서 살펴본 우리나라 법원의 입장은 시장가치, 자산가치, 수익가치를 가중평균하는 방법이지만, 당사자의 이해관계를 조정한다는 측면에서 본다면 객관성 또는 예측가능성에 치중한 나머지 오류가 발생할 가능성이 높다. 법원의 오류 가능성의 확대는 그 자체로도 당사자 사이의 부를 잘못 배분한다는 점에서 문제가 되지만, 사전적으로도 이해관계자에게 기회주의적 행동을 할 인센티브를 제공한다. 따라서 보다 정확한 기업가치평가가 요구된다. 이론적으로 본다면 미래의 현금흐름을 추정하여 그

현재가치를 구하는 DCF 방법이 가장 정확하다는 것에는 의문을 가지기 힘들다. 그러나 실제로 주식매수청구 사건에서는 회사와 반대주주가 주장하는 평가액에 큰 차이가 나는 것이 보통이고, 심지어 모두 회계법인 등 전문가에 의하여 산정된 것이 그러한 경우도 많다. 만일 전문가 증인이 제출한 수치가 고객의 이해관계에 따라 달라진다고 하면 그 오류비용은 오히려 현재 우리나라 법원이 채택하는 방법보다 더 클 수도 있다. 결국 문제는 전문가 증인의 인센티브를 효과적으로 규제할 수 있는가에 달려 있고, 이하에서는 그 방법을 고찰한다.

(1) 客觀的인 第3者에 의한 推定

전문가 증인이 고객의 이익에 봉사하는 경우, 전문성이 없는 법원으로서 쉽게 생각할 수 있는 방법은 다시 객관적인 제3자에게 기업가치의 평가를 의뢰하는 것이다. 실제로 당사자 사이의 추정치가 너무 차이가 나는 경우 새로이 독립적인 평가기관을 선임하는 것은 델라웨어 주 법원에서 채택하고 있는 방식이기도 하다.⁴⁶⁾ 이렇게 선임된 평가기관은 다시 독립적인 평가를 수행하기도 하지만, 경우에 따라서는 각 당사자의 전문가 증인이 제출한 평가액을 다시 검토하는 역할을 하기도 한다.⁴⁷⁾ 법원에서는 일상적으로 부동산이나 골동품의 평가를 감정인에게 의뢰하기 때문에 이러한 방법은 매우 익숙하다는 장점이 있다.

그러나 이 방법은 기업가치평가에 있어서는 그렇게 효과적이라고 생각되지 않는다. ① 우선 비용이 많이 소요된다. 단순히 제출된 평가액을 검토하는 역할이라면 큰 비용이 들지는 않겠지만, 만일 선임된 평가자가 다시 독립적으로 평가를 한다고 하면 다시 중복하여 평가비용이 들어가는 셈이 된다. ② 충분한 평가능력을 가지고 있는 평가자를 확보하는 것이 쉽지 않다. 평가작업은 대단히 많은 시간과 노력을 요하기 때문에, 이러한 평가자를 찾았다고 하더라도 선뜻 법원의 요청에 협조할지는 의문이다. ③ 결정적으로 새로 선임된 평가기관이 당사자들로부터 충분히 독립적일 수 있는지 문제가 될 수 있다. 전문가들은 대부분은 평소에 여러 경로로 인간관계를 맺게 마련이고, 이러한 사정까지 고려할 때 법원이 독립적인 제3자를 찾아내는 것은 쉽지 않을 수 있다. 잘못하면 당사자들이 새로 지정된 평가자를 탄핵하는 등 불필요하게 절차만 길어질 수 있다. 이러한 여러 단점을 고려할 때 실제로 법원이 독립적인 제3자의 평가자를 채용하는 것은 쉽지 않을 것이다.

⁴⁶⁾ In re Appraisal of Shell Oil Co., 607 A.2d 1213 (Del 1992).

⁴⁷⁾ Kleinwort Benson Ltd. v. Silgan Corp., 1995 WL 276911 (Del. Ch. June 15, 1995).

(2) 加重平均法

DCF 방법에 현재 법원이 채용하는 가중평균법의 지혜를 접목시킬 수도 있다. 양 당사자의 전문가 증인이 서로의 인센티브에 따라 기업가치를 왜곡하여 평가한다면 진실은 그 중간 어디엔가 있을 것이라는 짐작이다. 따라서 양 추정치의 중간 정도에서 법원이 재량으로 정한다면 오류의 발생가능성을 줄일 수 있다. 실제로 Weinberger 판결 이후 최근까지도 델라웨어 법원은 DCF 방법을 포함한 여러 평가액을 모두 고려하여 적절하게 그 중간을 취하는, 흔히 냉소적으로 “splitting the baby”라고 불리는 접근방법을 취하고 있다.

이 방법은 독립적인 제3자를 찾지 않아도 되므로 앞서 살펴본 제3의 평가자와 관련된 문제가 발생하지 않는다. 또한 당사자가 추정치를 왜곡하려는 인센티브가 비슷하다고 한다면 실제로 진실에 접근할 가능성도 높다. 그러나 이 방법은 다음과 같은 측면에서 문제가 있는 것으로 보인다. ① 이 방법은 근본적으로 양심적으로 진실에 근접한 수치를 제출한 당사자에게 불리한 결과를 가져온다. 따라서 규범에 부합하게 행동한 자를 처벌하는 방법이라는 점에서 규범적으로 승인하기 힘들다. ② 결정적으로 이러한 방법이 법원의 관행으로 굳어지게 되면 당사자들은 사전적으로 최대한 자신에게 유리한 수치를 제출할 인센티브를 가지게 되고, 그 결과 당사자들이 제출하는 평가액의 차이가 더욱 벌어지게 된다는 문제가 있다. 물론 왜곡의 정도가 너무 지나쳐서 추정치가 얼핏 보아도 비합리적이거나 법원도 그 평가를 받아들이지 않을 것이기 때문에, 당사자들은 최소한 표면적으로는 합리적으로 보일 수 있는 선에서 가장 유리한 평가액을 제출할 것이다.⁴⁸⁾ 그러나 그 한도에서 평가치가 벌어지게 되고, 당사자들이 제출하는 수치의 편차가 일정하지 않기 때문에 법원의 최종판단에 오류가 개입될 가능성이 높아진다. ③ 이렇게 당사자들이 제출하는 평가액의 차이가 벌어지게 되면, 최종적으로 법원이 결정한 공정한 기업가치라는 것은 당사자의 주장과 큰 차이를 보이게 될 것이다. 그렇게 되면 법원 판단의 당사자에 대한 설득력이 현저하게 감소된다는 문제가 생긴다.

(3) 法院의 裁量의 最小化

전문가 증인의 문제를 해결하는 유력한 방법은 법원이 보다 설득력이 있는 어느 한 당사자의 주장을 따르는 것을 원칙으로 삼는 것이다(choosing one party's valuation). 다시 말해서, 법원이 가지는 재량을 최소화하고, 어느 당사자가 제출한 평가액을

⁴⁸⁾ Wertheimer, 위 각주 23), 698면.

전부 인정하는 것이다. 1990년대 두 중요한 판결에서 델라웨어 주 법원은, 전문가 증인의 보고에 큰 차이가 있는 경우, 법원은 그 보고의 신뢰성을 심사하고, 그 결과 보다 더 신뢰할 수 있는 전문가 증인의 평가를 채택해야 한다는 입장을 제시한 바 있다.⁴⁹⁾ 다시 말해서, 서로 다른 평가치의 중간을 택하거나 가중평균을 구해서 는 안 되고, 설득력에서 조금이라도 더 앞서는 당사자의 의견을 100% 받아들여 승소 판결을 내려야 한다는 것이다. Technicolor 판결에서 제시하는 이유는 매우 직관적이다.⁵⁰⁾

“단순히 법원이 어느 한 전문가 증인의 평가를 채택하는 것은, 그것이 선택으로써 확립된다면 매우 긍정적인 영향을 가져올 수 있다… 만일 법원이 모든 평가를 배척하고 독자적으로 평가를 하거나, 여러 평가를 모두 고려하여 적절하게 조정한다면, 당사자들은 합리적인 경계를 넘어 무리한 수치를 제시하고자 하는 인센티브를 가지게 된다… 반대로 법원이 어느 한 쪽의 입장을 수용할 것이 분명하게 예상된다면, 당사자들은 자신들의 평가액을 가장 합리적으로 보일 수 있도록 추정치를 정할 인센티브를 가진다. 그렇게 되면 각 당사자가 제출한 평가액의 차이는 줄어들게 된다.”

이 방법은 규범적인 측면이나 당사자에게 미치는 사전적인 인센티브 효과의 측면에서 위에서 살펴본 두 방법보다 더 바람직한 점이 있다. ① 이 방법은 법원이 당사자가 제출한 평가액의 설득력을 평가한다면 당사자들은 모형의 설득력을 높이기 위한 경쟁을 할 것이라는 전제를 하고 있다. 당사자가 그 평가액을 가장 합리적으로 보일 수 있도록 노력하는 과정에서 인센티브 왜곡의 효과가 줄어들고, 결과적으로 당사자가 제출한 평가액의 차이가 줄어들게 된다는 것이다. ② 법원이 일방 당사자의 주장을 100% 받아들이는 것은 얼핏 오류의 가능성이 높을 것 같기도 하지만, 이처럼 당사자가 제출한 평가액의 편차가 줄어들다면 어느 한 당사자의 수치를 100% 인정한다고 하더라도 실제로는 오류가 크지 않을 수 있다. ③ 이 방법은 양심적으로 진실에 가까운 수치를 제시한 자에게 보상을 하는 방식이라는 점에서 규범적으로도 정당화가 쉽다. ④ 당사자가 제출한 모형이나 평가액의 설득력을 전문성이 결여된 법원이 직접 판단한다는 것은 불가능할 것이다. 법원으로서

49) Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 1990 WL 161084 (Del.Ch. Oct. 19, 1990); Gonsalves, v. Straight Arrow Publishers, Inc., 1996 WL 696936 (Del. Ch. Nov. 27, 1996).

50) Cede & Co. v. Technicolor, 위 각주 49), 26면, 각주 17.

는 결국 다시 독립적인 제3자에게 설득력을 검토해 줄 것을 의뢰해야 할 것이다. 그러나 단순히 모형이나 추정치만 검토하는 것은 직접 추정을 하는 것보다는 훨씬 쉬운 작업이므로 보다 쉽게 이러한 제3자를 확보할 수 있다는 장점이 있다.

이처럼 법원이 자유롭게 기업가치를 정하는 재량을 최소화하는 방법은 직관적으로 매우 설득력이 있을 뿐만 아니라, 이론적으로도 게임이론에 근거하여 당사자들이 서로 정보가 불확실한 상황에서도 기업의 실제 가치에 근접한 추정치를 제시하는 것이 균형이 됨을 보일 수 있다.⁵¹⁾ 그러나 심지어 미국에서도 아직 그러한 법리가 법원이나 학계의 큰 호응을 얻지는 못하고 있다는 것으로 보인다. 1990년의 Technicolor 판결에서 위와 같은 논리가 처음 제시된 이후, 그러한 입장을 따른 유일한 판결은 1996년에 가서야 다시 한 건이 나왔을 뿐이며,⁵²⁾ 그 이후에는 판례 데이터베이스에서 검색이 되지 않았다. 학계에서도 1990년대 말과 2000년대 초반에 법경제학적 논의가 약간 발견될 뿐⁵³⁾ 크게 호응을 얻고 있는 것 같지는 않다. 그 사이, 그리고 1996년 이후 델라웨어 법원은 앞서 설명한 “splitting the baby” 방법을 여전히 사용하고 있다. 이러한 현상에 대한 설명은 아직 만족스럽게 이루어지고 있지 못하는데, 아마도 항상 어느 일방 당사자의 주장을 100% 받아들여야 한다는 것에 대한 거부감이 주된 요인이 아닐까 짐작한다. 우리나라 법원실무에서도 이러한 관행의 형성은 어려울 것이다.

V. 結 語

기업가치평가의 문제는 결국 거래를 둘러싼 이해관계자와 그 이익을 대변하는 전문가들의 인센티브의 문제이다. 현재 이용 가능한 최선의 정확한 방법은 재무이

51) Christian J. Heinrich, “Game Theory and Gonsalves: A Recommendation for Reforming Stockholder Appraisal Actions”, 56 *Business Lawyer* 697 (2001), 703-718면에서는 Robert Gibbons, “Learning in Equilibrium Models of Arbitration”, 78 *American Economic Review* 896 (1988) 논문에서 이루어진 증명을 소개하고 있다. 이 방법의 효율성에 관한 법경제학적 논증으로는 Amy Farmer & Paul Pecorino, “Bargaining with Informative Offer: An Analysis of Final-Offer Arbitration”, 27 *Journal of Legal Studies* 415 (1998); Jason Micah Ross, “Baseball Litigation: A New Calculus for Awarding Damages in Tort Trials”, 78 *Texas Law Review* 439 (1999) 등을 참조하라.

52) Gonsalves, v. Straight Arrow Publishers, 위 각주 49).

53) 위 각주 51) 논문.

론이나 계량기법에 근거한 DCF 방법이며, 미국 회사법의 흐름을 선도하는 델라웨어 주에서는 자주 이용되는 방법이기도 하다. 그러나 모든 이해관계자는 이 지식을 자신에게 유리한 방향으로 이용하고자 하고, 제3의 감시자인 법원은 그 정보에 접근하는 것에 한계가 있다. 미국에서도 이러한 문제가 부각되어 DCF 방법이 널리 이용되고 있지 못한 것으로 보인다.

이 글에서는 이러한 문제상황을 두 가지로 나누어 대안을 제시한다. 첫 번째 상황은 당사자들이 거래가격을 합의한 가운데, 그 거래가격이 공정한 가액에서 현저하게 벗어났는지를 판단해야 하는 경우이다. 이 상황에서 법원은 당사자들의 이해관계를 고려할 인센티브가 없으므로 당사자가 정한 거래가격을 존중하는 것이 바람직하다. 다만 소수자의 이해관계를 보호하기 위해서, 다수자에 의하여 진행된 절차가 다양한 이해관계를 반영할 수 있는 공정한 절차였는지에 더 주목하는 것이 좋다. 두 번째 상황은 공정한 가액이 얼마인지 판단해야 하는 경우이다. 법원은 결국 전문가 증인에 의존할 수밖에 없지만, 전문가 증인의 인센티브의 왜곡을 바로 잡는 것은 쉽지 않다. 이론적으로 가장 바람직한 대안은 당사자가 제출한 수치 가운데 보다 설득력 있는 수치를 법원이 100% 받아들이는 원칙을 세우는 것이다. 그렇게 되면 적은 비용으로 판단의 오류를 줄일 수 있다. 그러나 이러한 방법은 전문가 증인을 이용할 수 없는 당사자에게 불이익을 준다는 문제를 수반한다.

이 글에서 제시한 대안은 모두 법원의 판단재량을 축소하는 방향이라고 요약할 수 있다. 공정한 가격을 찾는 것은 어디까지나 법원의 임무라는 사고방식과는 달리,⁵⁴⁾ 이 글에서는 그러한 판단을 사실상 당사자 또는 경제학자의 판단에 위임하는 결과가 된다. 그것은 이 글에서 기업가치평가를 바라보는 시각과도 깊은 관계가 있다. 근본적으로 기업가치평가에 관한 지식은 법원이 아니라 다른 전문가의 영역이라는 것이다. 그렇다면 그 영역은 다른 전문가 집단에게 양보하는 것이 옳다는 것이 이 글의 목시적인 시각이라고 할 수 있다. 그러나 기업가치의 “공정한” 평가라고 하여 추가되는 “법적” 평가기준이 더 추가될 수 있는지는 이 글에서 고찰하지 못하였다. 이 글의 주장은 이러한 측면에서 한계를 가진다.

투고일 2011. 8. 16

심사완료일 2011. 9. 5

계재확정일 2011. 9. 8

⁵⁴⁾ Wertheimer, 위 각주 23), 701-02면.

참고문헌

- 김병연, “주식매수청구권제도의 개선에 관한 연구”, **상장협** 제48호 (2003).
- 김홍기, “현행 주식가치평가의 법적 쟁점과 공정한 가액에 관한 연구”, **상사법연구** 제30권 제1호 (2011).
- Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen, *Corporate Finance* (8th, 2006).
- Robert Clark, *Corporate Law* (1986).
- Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law* (2000).
- Victor Brudney, “Efficient markets and Fair Values in parent Subsidiary Mergers”, 4 *Journal of Corporation Law* 63 (1978).
- Don S. Clardy, “Valuation of Dissenters’ Stock Under the Appraisal Remedy: Is the Delaware Block Method Right for Tennessee?”, 62 *Tennessee Law Review* 285 (1995).
- Amy Farmer & Paul Pecorino, “Bargaining with Informative Offer: An Analysis of Final-Offer Arbitration”, 27 *Journal of Legal Studies* 415 (1998).
- Lawrence A. Hamermesh & Michael L. Wachter, “The Fair Value of Cornfields in Delaware Appraisal Law”, 31 *Journal of Corporation Law* 119 (2005).
- Christian J. Heinrich, “Game Theory and Gonsalves: A Recommendation for Reforming Stockholder Appraisal Actions”, 56 *Business Lawyer* 697 (2001).
- Note, “Using Capital Cash Flows to Value Dissenters’ Shares in Appraisal Proceedings”, 111 *Harvard Law Review* 2099 (1998).
- Jason Micah Ross, “Baseball Litigation: A New Calculus for Awarding Damages in Tort Trials”, 78 *Texas Law Review* 439 (1999).
- Elmar Schaefer, “The Fallacy of Weighing Asset Value and Earnings Value in the Appraisal of Corporate Stock”, 55 *Southern California Law Review* 1031 (1982).
- Joel Seligman, “Reappraising the Appraisal Remedy”, 52 *George Washington Law Review* 829 (1984).
- Keith Sharfman, “Valuing Averaging: A New Procedure for Resolving Valuation Disputes”, 88 *Minnesota Law Review* 357 (2003).

Zenichi Shishido, “The Fair Value of Minority Stock in Closely Held Corporations”,
62 *Fordham Law Review* 65 (1993).

Barry M. Wertheimer, “The Shareholders’ Appraisal Remedy and How Courts
Determine Fair Value”, 47 *Duke Law Journal* 613 (1998).

<Abstract>

Valuing a Firm Revisited in Corporate Law

Song, Ok-Rial*

In many corporate law transactions such as merger, issuance of new shares, appraisal remedy, and self-dealing, valuing stock has often been a central legal issue. Despite the remarkable achievement of recent financial asset pricing theories, the courts are very unlikely to feel comfortable in handling this issue, mainly because the estimates reported by each plaintiff and defendant shows quite a huge gap that could not be completely explained by mere statistical errors. Since this tendency may cause the court to make an error in finding “fair” price, both parties have an ex ante incentive of committing an opportunistic behavior. Currently the Korean courts place an emphasis more on objectivity or verifiability of firm valuation, but it does not seem to cure this incentive problem. In this regard, this paper proposed a new approach, by recognizing that valuing a firm is not a legal but an economic issue that can be better handled by economists. (1) When the court has to decide whether the agreed price was “significantly” high or low compared with the fair price, the court decision should depend more on whether the process including an approval of disinterested directors was fairly made. (2) When the issue is measuring the exact value of a firm, the court should be recommended to completely buy one party’s valuation which is more convincing than the other party’s. Both approaches will be likely to diminish the power of the judiciary, which seems to be inevitable.

Keywords: Valuation, Appraisal Right, Fiduciary Duty of Directors, Discounted Cash-Flow Method, Delaware Block Method

* Associate Professor, College of Law/School of Law, Seoul National University.