creative commons
COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

법학석사 학위논문

삼각합병에 관한 연구

- 인수회사의 주주 보호를 중심으로 -

2016 년 8 월

서울대학교 대학원

법학과 상법전공

임 재 혁

삼각합병에 관한 연구

- 인수회사의 주주 보호를 중심으로 -

지도교수 노 혁 준

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함

2016 년 4 월

서울대학교 대학원

법학과 상법전공

임 재 혁

임재혁의 석사 학위논문을 인준함

2016 년 7 월

위 원 장 _____ (인)

부위원장 _____ (인)

위 원 _____ (인)

국문초록

이 글은 ‘삼각합병’ 제도에 대하여 필요한 인수회사 주주보호 수단이 무엇인지를 연구하는 것을 목표로 하였다. 2011년 상법 개정으로 도입된 삼각합병은, 인수회사의 주주총회 관련 법적 절차를 간소화하고, 대상회사의 우발 부채나 도산의 위험으로부터 인수회사를 보호하여 준다는 효용이 있으나, 인수회사 주주의 비례적 이익이 침해될 수 있다는 문제점이 있다. 현행 상법은 삼각합병을 비롯한 삼각조직재편제도에 대하여 인수회사는 삼각조직재편의 당사회사가 아니라는 이유로 주주총회의 승인결의나 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 규정하지 아니하고 있으며, 인수회사의 주주는 모회사의 주주에 불과하기 때문에 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격도 부여받지 못하게 된다. 삼각합병제도가 지배주주의 지배권을 확장하거나, 경영권 승계 작업 혹은 경영권 방어에 사용될 경우 인수회사 주주의 부·지배권이 희석화될 우려가 있음에도 불구하고 인수회사 주주는 그 절차를 전혀 통제할 수 없다.

어떠한 조직재편 거래에 대하여 경영진의 재량이 제한되고 인수회사 주주의 통제 장치가 필요하게 되는 것일까? 주주총회의 간섭을 정당화하는 이론으로서 거래규모설·투자결정설·최종구간설이 대립하나, 이 글은 ‘인수회사 경영진이 최종 구간(final period)에 직면할 경우 발생하는 이해상반행위의 위험성’에 주목하는 최종구간설을 따른다. 최종 구간이란 회사 기존 주주의 지배권이 변동되

는 거래를 뜻한다. 왜냐하면 그러한 상황에서는 거래 이후에 기존 주주가 경영진에 대한 통제를 할 수 없는바, 경영진은 기존 주주에게 충성하기보다는, 새로운 지배주주의 이익을 우선시하거나, 사익을 추구할 인센티브가 생기기 때문이다.

합병・영업양수・삼각합병・주식교환・주식을 대가로 한 지배권 주식양수는 이러한 관점에서 보면 모두 최종 구간의 거래에 해당하므로, 인수회사의 주주 보호가 필요하다. 그러나 대상회사의 자산과 부채가 포괄 승계되는 합병・영업양도와는 달리, 삼각합병은 대상회사를 자회사의 형태로 지배하기 때문에 주주 유한 책임 원칙에 따라 대상회사의 위험으로부터 일정 부분 절연되고, 해당 거래가 가져올 수 있는 인수회사 주식가치의 변동폭(β)도 작게 된다. 즉, 삼각합병의 인수회사 차원에서 인식되는 것은 '신주의 발행(자기주식의 처분)' 및 '대상회사 주식 인수'이다. 따라서 주식의 발행과 새로운 자산을 취득하는 거래로 구성되는 삼각합병의 주주 보호 수준은 합병이나 영업양수의 그것보다 낮은 수준으로 족하다.

이 글에서는 '신주 발행' 차원에서의 사전적인 인수회사 주주 보호 수단으로서, 삼각합병 과정에서 발행되는 주식 총수(처분되는 자기주식을 포함한다)가 기존 발행 주식 총수의 20%를 넘는 경우에는 인수회사 주주총회의 보통결의를 거치도록 할 것을 제안한다. 이는 비교법적으로는 미국 모범회사법의 "20% 규칙"을 본뜬 것이다. 나아가 사후적으로 불공정한 삼각합병 비율 등에 의하여 비례적 이익을 침해받은 인수회사의 주주가 삼각합병무효의 소를

제기할 수 있는 원고적격을 부여받아야 한다고 주장한다. 한편, 발행되는 신주의 양이 20% 이하인 경우와 삼각합병의 대가로 현금이 교부되는 경우가 문제될 수 있는데, 위 경우들에는 인수회사의 주주 구성에 미미한 영향만을 주게 되므로 경영진이 최종 구간에 직면한다고 볼 수 없으므로 주주총회 결의를 거칠 필요는 없다. 다만, 이러한 경우에도 기존의 소규모 조직재편에 대한 입법례와 마찬가지로 삼각합병 무효의 소의 원고적격은 인정되어야 한다.

위와 같이 삼각합병에 있어서 '신주 발행' 차원에서 주주총회 보통결의를 거쳐야 한다는 주장은, 그 경제적 실질이 유사한 '주식교환'과 '주식을 대가로 한 지배권 주식양수'에도 확장되어 적용되어야 한다. 주식을 대가로 지급하고 대상회사의 주식을 인수하는 삼각합병·주식교환·지배권 주식양수의 경우는 모두 거래의 실질이 대상회사를 주식보유의 형태로 지배하는 것이어서, 인수회사 주주가 마주하는 위험이 동일하기 때문이다. 그러므로 현행 법제 하에서는 주주총회의 특별결의와 주식매수청구권 행사를 요하는 '주식교환'의 경우 규제를 완화하고, 아무런 규제도 받지 않는 '지배권 주식양수'의 경우 규제를 신설하여, 각각 일정한 규모를 넘는 신주의 발행이 있을 경우에는 사전에 주주총회의 보통결의를 거치도록 하는 것이 제도의 정합성에 부합하는 방법이라고 생각한다.

주요어 : 삼각합병, 인수회사 주주보호, 최종구간설,
대등지위이론, 신주발행, 삼각합병무효의 소의 원고적격

학 번 : 2014-20803

목 차

제 1 장 서 론 ····· 1

제 2 장 삼각합병의 개념과 규율방식 ····· 11

제 1 절 삼각합병의 개념요소 ····· 11

1. 목적: 대상회사를 '자회사'로서 지배 ····· 11

2. 대가: 합병대가로서 '모회사 주식'의 지급 ····· 14

3. 형태: 자회사와 대상회사 간의 '합병' ····· 18

제 2 절 삼각합병의 기능 ····· 23

1. 인수회사의 법적 절차 간소화 ····· 24

2. 대상회사의 우발부채 등에서 비롯되는 위험 차단 ····· 26

3. Cross-border M&A 활성화 ····· 28

4. 그 밖의 기능들 ····· 29

제 3 절 규율의 방식: 합병과 동일하게 취급할 것인가? ··· 31

1. 문제의 소재 ····· 31

2. 사실상의 합병이론(de facto merger theory)의 내용 ··· 32

3. 검 토 ····· 38

제 3 장 기존 인수회사 주주보호 수단의 적용가능성 ····· 41

제 1 절 개 관 ····· 41

제 2 절 주주총회 특별결의 ····· 43

1. 주주총회 특별결의를 요구하는 근거 ····· 43

2. 삼각합병에의 적용여부 ····· 53

제 3 절 주식매수청구권 ····· 58

1. 주식매수청구권을 부여하는 근거 ····· 58

2. 삼각합병에의 적용여부 ····· 67

제 4 절 소 결 론 ····· 70

제 4 장 삼각합병시 인수회사 주주보호의
새로운 방향 ····· 72
제 1 절 문제의 소재 ····· 72
제 2 절 사전적 방법: 신주발행에 관한 주주통제 ····· 76
1. 문제의 제기 ····· 76
2. 외국의 입법례 ····· 79
3. 구체적 입법방향 ····· 86
제 3 절 사후적 방법: 합병무효의 소의 원고적격 부여 ·· 89
1. 문제의 제기 ····· 90
2. 삼각합병 무효의 소와 원고적격 ····· 94
3. 구체적 입법방향 ····· 97
제 5 장 삼각합병 주주보호 법리의 확장 ····· 101
제 1 절 주식교환의 경우 ····· 101
1. 문제의 소재 ····· 101
2. 장래의 개정방안 ····· 104
제 2 절 지배권 주식의 양수인 경우 ····· 108
1. 문제의 소재 ····· 108
2. 장래의 개정방안 ····· 110
제 6 장 결 론 ····· 112

참고문헌 ····· 115

Abstract ····· 123

[표] 목 차

[표 1] 기업인수 제도 개관: 인수회사 측면 ····· 11

[표 2] 기업인수 제도별 인수회사 주주 보호 수준 ····· 42

[표 3] 삼각합병 이전의 상황 (가상사례) ····· 95

[표 4-1] 공정한 삼각합병 비율의 경우 ····· 96

[표 4-2] 불공정한 삼각합병 비율의 경우 ····· 96

[표 5] 삼각합병과 주식 교환의 경제적 실질 비교 ····· 103

[표 6] 삼각합병과 지배권 주식인수의 경제적 실질 비교 ··· 110

[그 림] 목 차

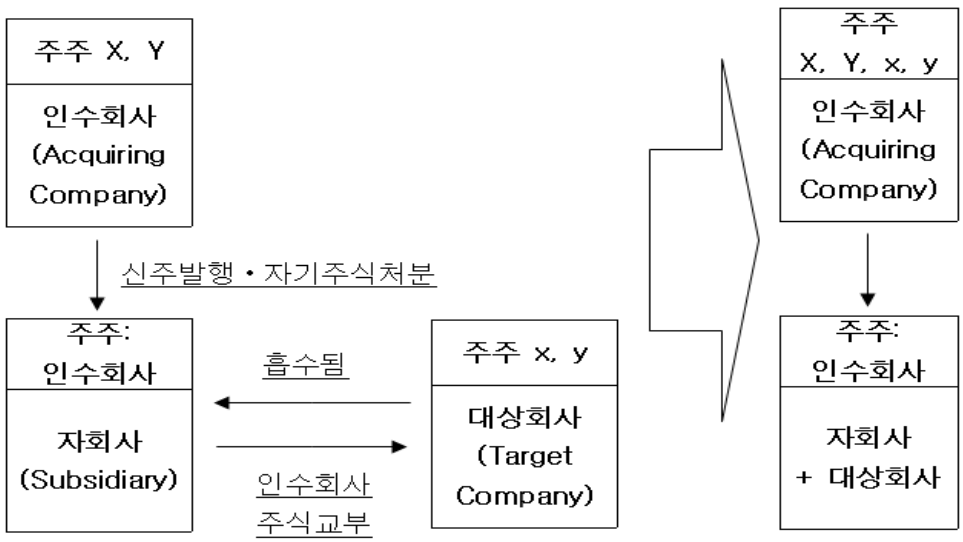
[그림 1] 삼각합병의 기본구조 ····· viii

[그림 2] 네오위즈의 삼각합병 구조 ····· 1

[그림 3] 시티그룹의 삼각합병 구조 ····· 84

삼 각 합 병 의 기 본 구 조

[그림 1] 삼각합병의 기본구조



용 어 정 의

○ **인수회사(acquiring company)**: 인수회사는 삼각합병의 실질적인 주체로서 삼각합병에 활용되는 자회사를 지배한다. 자회사의 주식 전부를 가지는 것이 필수적이지는 않지만 이 글에서는 일반적인 실무례에 따라 100% 보유를 전제로 논의한다.

○ **자회사(subsidiary)**: 자회사는 삼각합병의 명목상의 당사자가 되는 회사로서 인수회사의 주식을 취득하여 대상회사에 교부하는 역할을 한다. 일반적으로 삼각합병을 위한 특수목적법인(SPC)으로 설립된다.

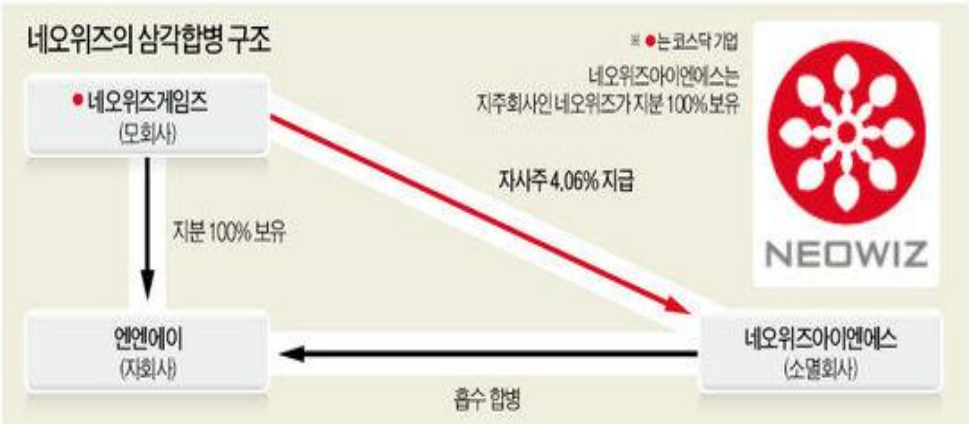
○ **대상회사(target company)**: 대상회사는 기업인수의 객체가 되는 회사이다. 삼각합병 결과 자회사에 흡수되어 법인격이 소멸하게 된다.

제 1 장 서 론

2011년 상법의 개정으로 인하여 '자회사'가 합병의 대가로서 '인수회사(모회사)'의 주식을 '대상회사'의 주주에게 교부할 수 있게 되었고, 삼각합병을 위한 경우에는 자회사에 의한 모회사주식의 취득금지에 대한 예외규정이 적용되어 우리나라에서도 삼각합병이 가능해졌다.[1] 이는 상당히 진일보한 제도의 도입이었음에도 불구하고 개정상법상의 삼각합병 제도가 미국의 법제[2]에 비하여 허용되는 범위가 제한적이고, 비효율적·비

1) 윤영신, "삼각합병제도의 도입과 활용상의 법률문제", 『상사법연구』 제32권 제2호 (2013), p.10. 상법 제523조, 제523조의2. 임재연, 『회사법Ⅱ (개정2판)』[이하 "앞의 책(회사법Ⅱ)"으로 특정하여 표기한다], 박영사 (2014), pp.624-625. 실제로 2011년 상법 개정 이후인 2012. 11. ①코스닥상장회사인 주식회사 네오위즈게임즈, ②그 100% 자회사인 엔엔에이, ③소멸회사인 네오위즈아이엔에스 간에 삼각합병이 이루어졌다. 당시 네오위즈게임즈가 보유하던 자기주식을 엔엔에이에 현물출자하였고, 엔엔에이가 소멸회사인 네오위즈아이엔에스의 주주인 네오위즈에 그 합병대가로서 인수회사의 모회사인 네오위즈게임즈의 주식 4.06%을 교부하였다. 참고로, 윤희웅·김가영, "삼각합병에 대한 법적 검토", 『증권법연구』 제14권 제2호 (2013), p.280.에 따르면 네오위즈의 삼각합병 이후 실제 우리나라에서 이루어진 삼각합병의 사례는 없다고 한다([그림 2]의 출처: http://stock.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2012110409141#2012110409141201211047173 1).

[그림 2] 네오위즈의 삼각합병 구조



2) ①미국 「모범회사법」은 합병대가로서 '금전이나 다른 재산' 혹은 '합병의 당사회사

경제적 요소가 다수 존재하기 때문에 '기업 조직재편의 유연성 제고 및 활성화'라는 법정책적 취지를 실현하는 데에는 구조적으로 한계가 있었다는 비판도 제기되었다.[3] 한편, 2014년 10월에는 역삼각합병[4], 삼각주

가 아닌 다른 회사의 주식'을 교부하는 것을 허용하고 있다. 그러므로 「모범회사법」 상으로는 삼각합병 또는 역삼각합병이 전적으로 허용된다. 모범회사법 제11.02조. 송종준, "역삼각합병제도의 도입을 둘러싼 상법상의 쟁점", 『상사법학회 2014년 춘계학술대회 발표자료집』 (2014), pp.42-46. ②미국 「델라웨어 주 회사법」은 앞서 살펴본 모범회사법과 마찬가지로 합병대가를 '존속회사의 주식'에 한정하지 않고, "현금, 재산, 권리 또는 다른 회사 또는 조직체의 증권"으로 확대하고 있기 때문에, '인수회사의 주식'을 합병대가로 하는 삼각합병 및 역삼각합병이 가능하다. 델라웨어 주 회사법 제251조. 권재열, 『미국 회사법 (델라웨어 주)』, 법무부 (2014), pp.278-301, 윤영신, 앞의 글(2013), p.10. 다른 국가의 경우도 간략히 살펴보면, ③일본에서는 2006년 새로이 「회사법」을 제정하면서 존속회사의 주식을 합병대가로 제공하는 것 이외에도 금전 등을 교부할 수 있도록 하였으며, 특히 소멸되는 회사의 주주들에게 합병 대가로서 '존속하는 회사의 모회사주식'을 교부할 수 있도록 함으로써 '삼각합병'을 명문으로 인정하였다. 일본 회사법 제749조, 제800조. 권종호, 『일본 회사법 (상) - 법률』, 법무부 (2014), pp.754-757, 김지환, "삼각합병활용의 법적 과제", 『기업법연구』 제25권 제4호 (2011), pp.71-73. 송종준, 앞의 글(2014), pp.45-46. ④독일의 경우 「조직재편법(Vorwort des Übersetzers)」 제2편(Zweites Buch)에서 '합병'을 규정하고 있는데, 여전히 합병시 '존속회사의 주식'이 소멸회사의 주주들에게 교부되어야 하므로, 삼각합병 등 삼각조직재편은 허용되지 않는다고 해석된다. 독일 조직재편법 제2조. 이형규, 『독일 조직재편법』, 법무부 (2014), pp.4-7, 노일석, "미국법상의 삼각합병과 주식교환", 『성신법학』 제3호 (2003), pp.39-40. ⑤프랑스 「회사법」의 경우에도 합병의 대가를 '인수회사의 지분이나 주식' 또는 '현금교부금'에 국한하기 때문에, 앞의 독일의 경우와 마찬가지로 삼각조직재편이 인정되지 않는다. 프랑스 회사법 제236-1조. 원용수, 『프랑스 회사법』, 법무부 (2014), pp. 554-557. ⑥영국 「회사법」에서도 앞의 독일의 경우와 마찬가지로 합병을 '양 당사자간의 흡수합병 또는 신설합병'에 제한하고 있으며, '인수회사의 주식' 또는 '현금'만을 합병의 대가로서 인정하고 있다. 영국에서는 실제로 제정법상의 '합병' 제도는 거의 이용되지 아니하고 있다는 점도 아울러 고려할 필요가 있다. 다만, scheme of arrangement를 통한다면 삼각합병이 가능하다. 영국 회사법 제904조, 제905조.

3) 송종준, "삼각합병의 구조와 관련 법적 문제", 『기업법연구』 제27권 제3호 (2013), p.142.

4) 2015년 11월 상법 개정을 통하여 우리 상법에 명문화된 '역삼각합병'은 '삼각주식교환을 통한 2단계 방식의 역삼각합병'을 도입한 것이기 때문에 미국에의 역삼각합병과는 다소 구조가 다르다. 송종준, 앞의 글(2014), pp.55-58. 즉, 우리나라에 현재 도입된

식교환[5], 삼각분할합병[6] 등의 다양한 M&A 수단의 도입을 위한 논의가 이루어졌고, 위 3가지 제도를 도입하는 것을 골자로 한 상법개정안이 정

'역삼각합병'은 역삼각합병을 직접적으로는 허용하지 않고 '삼각주식교환'을 통한 2단계의 방법으로 허용하는 '일본식 역삼각합병' 제도인 셈이다. 송종준, 같은 글, pp.45-46. 미국에서는 이와 같은 2단계 역삼각합병을 '사실상의 역삼각합병(de facto reverse triangular merger)'라고 부른다. 송종준, 같은 글, p.58. 김지평・이은상, "역삼각합병의 실무상 쟁점", 『BFL』 제76호 (2016), pp.41-42는 "2015년 개정상법 상의 2단계 방식을 통한 역삼각합병의 경우에는 대상회사 주주총회 특별결의 절차 및 구주권 제출절차를 거쳐서 삼각주식교환을 완료한 이후에 다시 역합병을 위하여 대상회사 채권자 보호절차를 거쳐야 하므로, 위 두 절차를 동시에 진행할 수 있는 정방향의 삼각합병 방식에 비하여 절차가 1달 이상 더 소요되는 불합리한 점이 있다"라고 지적하고 있다. 나아가 송종준, 같은 글, p.25에서는 "2단계의 구조를 요구한다고 하여 모회사 및 대상회사 주주나 채권자 등 이해관계자의 보호에 특별히 유리한 것도 아니고, 거래절차만 지연될 뿐이다. 그러므로 보다 간편하고 신속하게 직접 삼각합병 방식으로 역삼각합병을 허용하는 방향의 입법론적 검토가 필요하다"라고 주장하기도 한다.

5) '삼각주식교환'이란 '자회사'와 '대상회사'가 '자회사'를 완전모회사로 하는 주식교환을 하면서, 그 대가로서 대상회사의 주주에게 '인수회사의 주식'을 교부하는 구조조정제도이다. 결과적으로는 손자회사(孫子會社)가 만들어지게 된다. 2015년 11월 상법 개정으로, 완전모회사가 되는 회사(자회사)가 주식교환의 대가로서 자신의 모회사(인수회사)의 주식을 교부할 수 있게 되었고, 이와 같은 삼각주식교환을 위하여 자회사는 삼각주식교환의 대가 지급을 위하여 인수회사의 주식을 미리 취득할 수 있게 되었다. 국회 법제사법위원회, 국회 법제사법위원회, "상법 일부개정법률안(의안번호: 12002, 정부 제출) 검토보고" (2015), pp.9-10[이하 "앞의 글(검토보고)"로 특정하여 표기한다]. 상법 제360조의3 제3항 제2호, 제4호, 제6항, 제7항. 이로써 인수회사는 삼각주식교환을 통해 대상회사를 자회사의 완전자회사(손자회사)로 지배할 수 있게 되었다. 국회 법제사법위원회, "상법 일부개정법률안(의안번호: 12002) 심사보고서" (2015), pp.5-6[이하 "앞의 글(심사보고서)"로 특정하여 표기한다].

6) 분할은 경제적으로 합병과 반대의 효과를 노리는 행위이지만 절차는 합병과 유사하며, 분할합병은 '분할상대회사'와 분할된 '대상회사'의 개념을 상정하여야 하므로 더더욱 '합병'과 유사하다고 할 것이다. 김건식・노혁준・천경훈, 『회사법 (제2판)』, 박영사 (2016), p.785. 이와 같은 유사성 때문에, 상법은 '분할합병'에서도 주식매수청구권, 채권자보호절차, 보고총회, 창립총회, 합병등기, 합병무효 등에 관한 '합병'의 규정을 준용하고 있는 입법방식을 취하고 있다. 김건식・노혁준・천경훈, 같은 책, pp.779-780. 따라서 기본적으로 '삼각분할합병'은 '삼각합병'과 비슷한 구조를 가지게 되며, 단지 삼각합병에서의 '대상회사'가 분할합병에서는 '분할회사의 일부인 대상회사'가 된다는 점만 차이가 있다. 국회 법제사법위원회, 앞의 글(검토보고), pp.16-18. 상법 제530조의6 제1항 제3호, 제4호, 제4항, 제5항.

부 입법으로 발의되었다.[7] 정부 입법안이 발의된 지 1년이 지난 2015년 11월 12일, 19대 국회에서 역삼각합병・삼각주식교환・삼각분할합병의 도입을 골자로 한 상법 개정안이 통과되었다.[8]

2015년 상법 개정으로 우리 법제에 역삼각합병・삼각주식교환・삼각분할합병까지 도입됨으로써, 우리 상법도 명실공히 삼각조직재편제도를 전반적으로 구비하게 되었다. 다만, 실제로 삼각합병이 이용되었던 조직재편이 단 한 건에 불과한 탓인지는 모르겠으나, 삼각합병이 다른 인수합병 법제(예컨대, 합병・영업양수・주식교환・지배권 주식양수)와의 정합성을 갖추고 있는지에 대하여는 치열한 논의가 이루어지지 않고 있다.[9]

---

7) 노혁준, "기업재편제도의 재편: 합병, 주식교환 및 삼각합병제도를 중심으로", 『경제법연구』 제13권 제2호 (2014), p.51. 정부가 2014. 10. 6.자로 국회에 제출한 「상법 일부개정법률안(의안번호: 12002)」의 주된 내용을 인용하면 다음과 같다: "가. 삼각주식교환, 역삼각합병 및 삼각분할합병 제도의 도입(안 제360조의3및 제530조의6등) 1)2012년 개정에서는 합병 시 존속회사가 소멸회사의 주주에게 합병의 대가로 존속회사의 모회사의 주식을 취득하여 지급할 수 있도록 함으로써 삼각합병이 가능하도록 하였음. 2)주식의 포괄적 교환 시에 모회사 주식을 지급할 수 있도록 하는 삼각주식교환을 도입하고 이러한 삼각주식교환을 통하여 역삼각합병이 가능하도록 하며, 회사분할합병 시 분할회사의 주주에게 모회사주식이 지급될 수 있도록 하는 삼각분할합병 제도를 도입함. 3)자회사를 활용한 다양한 기업 인수・합병 구조를 마련함으로써 기업 인수・합병에 대한 경제적 수요를 원활히 뒷받침할 수 있을 것으로 기대됨"

8) 연합뉴스, "기업간 인수합병 쉬워진다…상법 개정안 국회 통과(2015. 11. 12.자)" (http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/11/12/0200000000AKR20151112179500004.HTML?input=1195m). 구체적인 입법과정의 시간적 경과에 대해서는 국회 법제사법위원회, 앞의 글(심사보고서), p.1 이하 참조. 상법 개정안의 골자는 ①삼각주식교환, 역삼각합병 및 삼각분할합병 제도의 도입(상법 제360조의3, 제530조의6), ②반대주주의 주식매수청구권 제도의 정비(상법 제360조의5 제1항, 제374조의2), ③소규모 주식교환의 요건 완화(상법 제360조의10 제1항, 제527조의3 제1항), ④간이한 영업양도, 양수, 임대 제도의 도입(상법 제374조의3), ⑤회사의 분할・합병 관련 규정의 정비(상법 제530조의5)라고 할 수 있다. 대부분 기존 제도를 보완하는 수준이지만, M&A 실무에 상당히 영향을 미칠 사항들도 포함되어 있다. 국회 법제사법위원회, 같은 글, pp.2-5, 노혁준, "2015년 개정상법의 주요 내용", 『BFL』 제76호 (2016), p.6 참조.

9) 같은 취지로 노혁준, 앞의 글(2014), pp.51-52. "연원과 목적이 동일한 제도를 추가로

이 글은 삼각조직재편 중 '삼각합병'에, 그리고 삼각합병에 대한 논의들 중에서는 '인수회사 주주 보호'에 초점을 맞춘다. 현행 우리 법제로는 삼각합병에 있어서 인수회사는 합병의 당사회사가 아니므로 인수회사 주주총회의 통제를 전혀 받지 않게 된다. 합병·영업양수도의 경우 주주총회 특별결의를 거치고 반대주주의 주식매수청구권이 보장되는 것과 비교하여 볼 때 삼각합병은 대단히 그 규제의 정도가 완화된 것이라는 점, 삼각합병과 그 거래구조가 유사한 주식교환의 경우에도 우리 법제는 합병과 동일한 주주 보호 장치를 두고 있다는 점에 비추어 삼각합병에 부여되고 있는 절차의 간소화가 타 제도와의 정합성을 유지하는지 의문이다.

나아가, 삼각합병 등 삼각조직재편에 대한 도입 당시 제기되었던 비판론과 같이[10], 삼각합병이 남용될 가능성에 대하여도 주의를 기울여야 할 것이다. 삼각합병은 인수회사 주주 통제를 전혀 받지 아니하기 때문에, 삼각합병을 통하여 기존 주주의 비례적 이익이 침해되더라도 기존 주주는 아무런 보호를 받을 수 없다는 문제점이 있다. 특히 삼각합병은 인수회사의 지배주주와 경영진이 결탁하여 지배주주의 지배권을 강화하는 방

도입하면서 기존 제도와의 정합성을 고려하지 않는다면 궁극적으로 제도 간 모순이 발생하게 될 수밖에 없는데, 이를 '새로운 제도의 특수성에 기인한 독특한 법리의 적용'이라는 이유로 애써 외면하는 것은 바람직하지 않다"라고 한다.

10) 메트로, "[지주회사 전성시대]현대자동차그룹, '역삼각 합병' 시나리오 유력(2016. 4. 18.자)" (http://www.metroseoul.co.kr/news/newsview?newscd=2016041800065), 이코노미스트, "['원샷법-상법 개정안' 활용한 대기업 사업재편 시나리오] 삼성·현대重 부실 계열사 교통정리 쉬워져 … 현대차·한화는 경영승계에 역삼각합병 활용 가능 … SK는 신사업 추진 부담 덜어(2016. 3. 28.자)" (http://jmagazine.joins.com/economist/view/310612), 이투데이, "통과 앞둔 원샷법, 현대차 정의선 승계 묘수 될까(2016. 2. 1. 자)" (http://www.etoday.co.kr/news/section/newsview.php?idxno=1280649), 한겨레신문, "개정 상법에 '원샷법'까지…재벌 경영권 승계 도와주나(2015. 12. 7.자) (http://www.hani.co.kr/arti/economy/economy_general/720750.html) 등 참조. 위 기사들에서는 대기업들의 경영권 승계 과정에, 삼각합병·역삼각합병·삼각분할합병 등의 삼각조직재편제도와, 2016년 2월 입법된 이른바 "원샷법"이 크게 도움을 줄 것이라고 한다.

법, 지배주주의 특수관계인에게 경영권을 승계하는 수단 및 인수회사의 적대적 인수합병 상황을 타개하기 위한 경영권 방어 수단으로 사용될 수 있다.[11] 이 경우 기존 주주의 부 또는 지배권이 희석화된다. 이 글의 주제이자 문제의식은, 위와 같이 인수회사 주주의 정당한 권리 보호 수단을 마련함과 동시에, 절차를 간소화하여 조직재편을 활성화하고자 하는 삼각합병의 입법 취지를 조화시키는 해결 방안을 모색하는 것이다. 결론적으로 이 글에서는 '신주 발행'의 차원의 규제로서, 삼각합병을 실행할 때에도 인수회사 주주총회의 보통결의를 거치도록 하며(사전적 방법), 인수회사 주주에게 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격을 부여하자(사후적 방법)는 대안을 제시하게 된다.

이 글의 논의 순서는 다음과 같다. 먼저, 제2장 제1절에서는 삼각합병의 개념요소를 '목적(자회사로의 지배)', '대가(모회사 주식의 교부)', '형태(흡수합병의 발생)'의 3가지 측면에서 분설한다. 다른 기업인수 방법인 합병・영업양수・주식교환・지배권 주식인수와 삼각합병을 비교해 나가며, 삼각합병의 고유한 '특성(3가지)'이 무엇인지를 분석해 볼 것이다. 제2절에서는 현재 삼각합병의 기능이라고 평가되는 특징들을 소개한다. 제

11) 탈법(脫法)에 해당하는 삼각합병은 어디까지나 허용될 수 없는 것이다. 예컨대, 아무런 사업상의 목적(business purpose)이 없는, 경영권 편법 승계나 탈세 목적의 삼각조직재편은 제도를 남용하는 것으로서 금지되어야 한다. 위와 같은 탈법행위에 해당하는 삼각합병의 남용에 대한 통제 및 제재는 상법적인 부분뿐만 아니라, 공정거래, 조세, 형사 영역까지 포괄할 것이다. 또는 최근 2016년 2월 제정된 「기업 활력 제고를 위한 특별법(소위 "원샷법")」과 같이, 경영권의 승계・특수관계인의 지배구조 강화・상호출자제한기업집단의 계열사에 대한 부당한 이익의 제공 등의 경우에는 그 활용을 원칙적으로 금지하는 방법(기업 활력 제고를 위한 특별법 제10조 제6항, 제13조 제1항 제2호.)의 입법도 생각해 볼 수 있다. 그 이외에도 공정거래위원회의 기업결합신고 단계에서 탈법적인 기업구조조정을 통제할 수도 있고, 편법적인 경영권 승계나 부의 이전만을 목적으로 하는 삼각합병에 대하여 과세이연의 혜택을 부여하지 않을 수도 있으며, 필요할 경우 처벌 규정까지 규정하는 방법도 있을 것이다. 다만, 이 글에서는 그 논의를 회사법의 영역으로 한정한다.

3절에서는 삼각합병에 대하여 근본적으로 어떠한 규율방식이 적용되어야 하는지를 검토한다. 사실상의 합병이론(de facto merger theory)에 따르면 삼각합병은 합병과 동일하므로 더 이상의 논의가 필요 없게 되지만, 이 글에서는 위 이론의 한계를 지적하고 대등지위이론을 전제로 논의를 전개하여 나가게 된다. 참고로, 미국에서는 삼각합병과 관련하여 세법 측면에서의 논의가 많이 이루어지고 세법의 입법에 회사법이 수반되었던 반면, 우리나라에서는 상법적인 논의가 대부분을 이루게 된다.[12)]

---

12) '삼각합병' 및 '역삼각합병'은 미국에서 유래한 제도인데, 이는 모두 세제(稅制) 상의 이익을 얻기 위하여 고안된 제도이다. 즉, 과세이연(non-recognition)의 대상이 될 수 있는지의 문제이다. Stephanie Hoffer · Dale A. Oesterle, "Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers", 『Northwestern University Law Review』 Vol. 108, no. 3 (2014), pp.1086-1088. ①미국 연방대법원은 Groman v. Commissioner 사건에서 삼각합병에 있어서 인수회사는 '합병의 당사자(a party to reorganization)'가 아니기 때문에, 대상회사의 주주들이 교부받은 인수회사의 주식은 과세이연의 대상이 될 수 없다고 판시한 바 있다. M. Carr Ferguson · Martin D. Ginsburg, "Triangular Reorganizations", 『Tax Law Review』 Vol. 28 (1973), pp.160-161, Tom Roantree, "New Triangular Merger Techniques", 『University of Pittsburgh Law Review』 Vol. 33 (1972), p.534. ②이후 Helvering v. Bashford 사건에서 역시도, 인수회사의 대상회사에 대한 주식 보유는 일시적인 것이고, 인수회사는 '합병의 당사자'가 아니기 때문에 과세이연의 혜택을 부여받을 수 없음을 재차 확인하였다. M. Carr Ferguson · Martin D. Ginsburg, 앞의 글, pp.160-161. 달리 표현하면, 대상회사의 주주들은 '인수회사'의 주식을 합병대가로서 교부받았을 뿐이지, 합병계약의 당사자인 '자회사'와는 이해관계를 갖지 못하였다는 것이다. Tad Ravazzini, "The Amalgamating Reorganization Provisions: The Asymmetry in Treatment of Forward and Reverse Triangular Mergers and Other Problems", 『Golden Gate University Law Review』 (1996), pp.564-566. 위와 같이 미국 연방대법원이 삼각합병 또는 역삼각합병의 이른바 3당사자 구조의 기업조직재편에 대하여 과세이연의 혜택을 부여할 수 없다는 입장을 일관하여 취해왔기 때문에 미국 재계에서는 끊임없이 과세이연이 되는 삼각합병을 입법적으로 도입하려고 노력하여 왔다. 그 결과 1968. 10. 22. 내국세법(Internal Revenue Code) 제368조(a)(2)(D)를 신설하는 법 개정을 통하여 삼각합병을 과세이연을 인정받을 수 있는 기업조직재편수단으로 규정되기에 이르렀다. M. Carr Ferguson · Martin D. Ginsburg, 앞의 글, pp.171-173. Stephanie Hoffer · Dale A. Oesterle, 앞의 글, pp.1086-1088. 삼각합병이 'substantially all' 요건과 'A-type reorganization'의 다른 요건들을 각각 충족한다면 과세이연 대상이 되었

제3장에서는 기존에 인수회사 주주보호 수단으로 사용되었던 대표적 방법인 '주주총회 (특별)결의' 및 '주식매수청구권'에 대하여 검토한다. 특정한 기업의 의사결정에 있어서 경영진이 주주총회의 통제를 받아야 하는 근거로는 거래규모설·투자결정설·최종구간설 등이 대립하는데, 이 글은 경영진과 기존 주주 간 이해관계의 충돌의 관점에서, 조직재편 후 '인수회사의 주주 구성 변화'를 기준으로 하는 최종구간설에 동의한다. 주식매수청구권의 근거는 소수주주의 보호·지배주주 및 경영진에 대한 견제로 요약할 수 있고, 어떠한 거래에 대하여 주식매수청구권 행사를 보장하는 것이 타당한지에 대해서는 최종구간설의 논의가 그대로 적용될 수 있다. 그렇다면, 신주가 발행되거나 자기주식의 처분이 발생하는 합병·영업양수·삼각합병·주식교환·주식을 대가로 한 지배권 주식인수 모두 주주총회의 통제가 필요하다는 결론에 이르게 된다. 다만, 합병·영업양도(자산형 거래)와 삼각합병·주식교환·지배권 주식인수(주식형 거래) 간에는 대상회사에 대한 지배 형태의 차원에서 차이가 있다. 주식형 거래의 경우 대상회사를 '자회사'의 형태로 지배하기 때문에 인수회사 주주가 마주하는 위험이 자산형 거래보다 낮게 된다. 요컨대 삼각합병의 경우에 주주 보호 수단을 두는 것이 바람직하나 주주총회 특별결의 및 주식매수청구권을 모두 요구하는 것은 과도한 규제에 해당하게 된다.

제4장에서는 위 제3장의 논의를 바탕으로, 삼각합병이 실행될 때 인수회사 주주 보호에 필요한 사전적인 수단으로서 '주주총회의 보통결의를

다. Tom Roantree, 앞의 글, pp.533-534, Tad Ravazzini, 앞의 글, pp.552-563. Carl A. Stutsman, Jr., "Triangular Mergers", 『Taxes - The Tax Magazine』 (1972), pp.821-823. New York State Bar Association Tax Section Committee of Reorganizations, "Comment: Report on Reverse Triangular Mergers and Basis-Nonrecognition Rules in Triangular Reorganizations", 『Tax Law Review』 Vol. 36 (1981), pp.397-398.

거칠 것'과 사후적인 수단으로서 '삼각합병무효의 소에 대한 원고적격을 부여할 것'을 주장하게 된다. 여기에서 주주총회 보통결의를 거치도록 하는 것은 '일정 규모 이상의 신주발행'에 대하여 규제를 두고 있는 모범회사법을 모델로 한 것이다. 한편, 발행주식총수의 20%를 기준으로 이를 넘지 않는 신주가 발행되거나 자기주식이 처분되는 소규모 삼각합병은 미미한 주주 구성 변동을 가져오는 것에 불과하고, 삼각합병의 대가로 현금이 지급되는 경우에도 지배구조의 변동이 없으므로 각각의 경우에 대해서는 주주총회 보통결의를 거칠 필요가 없다. 다만, 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격은 위와 같이 '소규모'이거나 '교부금 삼각합병'의 경우에도 인수회사 주주에게 보장되어야 할 것이다. 왜냐하면 불공정한 삼각합병으로 인하여 손해를 보는 것은 인수회사의 주주이고, 사후적으로 합병무효의 소를 제기하게 하는 것은 삼각합병을 활성화하자는 입법 취지도 최대한 보장할 수 있는 방법이기 때문이다.

마지막으로 제5장에서는 제4장에서 내린 결론을 '주식교환'과 '지배권 주식 양수'에 확장하여 본다. 앞서 언급하였듯이, 삼각합병·주식교환·지배권 주식인수는 모두 대상회사의 '주식'을 인수하는 형태로서 그 경제적 실질이 유사하기 때문이다. 그러므로 현재 주주총회 특별결의 및 반대주주 주식매수청구권의 행사를 모두 요하는 '주식교환'의 절차를 주주총회 보통결의만을 거치도록 규제를 완화하고, '지배권 주식인수'의 과정에서 신주의 발행이나 자기주식이 처분되는 경우에는 역시 마찬가지로 주주총회의 보통결의를 거치도록 규제를 신설함이 타당하다. 물론, 발행주식 총수의 20%를 넘지 않는 소규모 거래나, 주식교환 및 주식인수의 대가로 현금이 지급되는 경우는 주주총회 보통결의를 거칠 필요가 없다. 한편, 주식교환무효의 소에 대하여서는 이미 인수회사 주주의 원고적격이 인정되고 있으므로 이 부분은 현재의 규정이 유지되는 것으로 족하

며, 지배권 주식인수의 경우 대상회사의 지배주주와 매매의 형식을 통하여 주식을 인수하는 거래이므로, 조직법상의 형성소송과는 어울리지 아니하므로 원고적격에 대한 논의가 적용될 여지는 없을 것이다.

제 2 장 삼각합병의 개념과 규율방식

제 1 절 삼각합병의 개념요소

1. 목적: 대상회사를 '자회사'로 지배

첫째, 다른 조직재편과의 차이를 본다. 삼각합병은 본질적으로 '인수회사'가 중간의 자회사를 매개로 하여 대상회사를 자회사 형태로 지배하는 것을 목적으로 하는 거래이다. 즉, 삼각합병의 가장 큰 특징은 조직재편 이후에도 대상회사가 자회사의 형태로 존속한다는 것이다.[13] 따라서 인수회사가 대상회사의 자산·부채를 포괄승계하는 '합병'이나, 실질적으로 대상회사의 조직화된 유기적 일체로서의 영업을 양수하는 '영업양수'와 같은 '자산형 거래'와 구별된다. 이와 같이 삼각합병이 이루어지게 되면 인수회사는 대상회사를 '자회사' 형태로 지배하기 때문에, '주주유한책임'이라는 완충장치를 통하여 대상회사의 위험으로부터 보호될 수 있다. 바로 이 점 때문에 삼각합병은 합병·영업양수 등의 '자산형 거래'라기보다 주식교환·구주 장외매수 등의 '주식형 거래'에 가깝다고 볼 수 있다.

[표 1] 기업인수 제도 개관: 인수회사 측면

		결합형태	채무·부외부채 승계 여부	현행법상 인수회사 주주보호 수준
자산 거래	합병	하나의 법인격	○	높음
	영업양수	하나의 법인격	△	높음

13) 삼각합병의 경우 대상회사는 인수회사의 자회사에 흡수합병되어 인수회사의 완전자회사의 형태로 존속하게 되고, 역삼각합병의 경우에는 대상회사가 그대로 존속한 채 인수회사의 자회사가 된다.

	삼각합병	완전자회사	×	낮음
주식 거래	주식교환	완전자회사	×	높음
	지배권 주식양수	일정 주식 보유	×	낮음

둘째, 대상회사를 자회사로 지배함으로 인하여 발생하는 인수회사 주주보호 수준의 차이를 본다. '삼각합병'은 인수회사와 대상회사가 인격적인 합일을 이루는 것이 아니라, 인수회사가 완전자회사의 형태로 대상회사를 지배하기 때문에 인수회사 주주 보호의 관점에서 '합병'과 다르게 취급된다. 우리 상법은 합병의 경우 인수회사 주주총회의 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 거치도록 하고 있는 반면, 삼각합병의 경우 어느 절차도 요구하고 있지 않다. 물론 이 글은, 삼각합병의 경우에도 '신주발행에 대한 규제' 차원에서 인수회사 주주총회의 보통결의를 거쳐야 한다는 입장인데, 이 글의 입장에 따르더라도 삼각합병(주주총회 보통결의)은 합병(주주총회 특별결의 및 반대주주 주식매수청구권) 보다는 낮은 수준의 인수회사 주주보호가 이루어지게 된다.

그렇다면 그 이유는 무엇일까? 기본적으로 삼각합병에서 인수회사는 그 거래의 당사자가 아니라는 생각에서 출발하여야 할 것이다.[14] 나아가,

14) 물론 사실상의 합병이론(de facto merger theory)에 따른다면 인수회사가 삼각합병에서 실질적인 당사자일 것이다. 자세한 내용은 이 글 제2장 제3절 제2항 참조. 미국 연방대법원도 Groman v. Commissioner (1937) 판결, Helvering v. Bashford (1938) 판결에서 각각 "인수회사는 합병의 당사자가 아니기 때문에 대상회사 주주들이 교부받은 인수회사 주식에 대하여 과세이연의 혜택이 부여될 수 없다"라고 판시한 바 있다. 자세한 내용은 M. Carr Ferguson · Martin D. Ginsburg, "Triangular Reorganizations", 『Tax Law Review』 Vol. 28 (1973), pp.160-161, Tom Roantree, 앞의 글, p.534, Tad Ravazzini, 앞의 글, pp.564-566 각 참조.

①삼각합병은 대상회사를 자회사로 지배하기 때문에 주주유한책임 원칙상 대상회사의 채무·부외부채가 승계되지 아니한다는 점, ②인수회사가 법인격을 유지하면서 그 주주구성이 변화하는 것에 불과하므로 인수회사 경영진이 이해상반행위를 할 유인이 적은 점, ③대상회사의 영업 일부를 인수회사의 한 부문으로 양수하거나 합병하는 경우에는 베타값(β)이 크지만 삼각합병의 경우에는 자회사 형태라는 안전막이 있기 때문에 비교적 그 값이 작은 점, ④삼각합병은 인수회사의 관점에서는 단순히 '신주를 발행'하거나 '자기주식을 처분'하는 것에 불과하므로 일반적인 신주발행·자기주식처분 혹은 주식을 대가로 하는 주식양수도에 대한 규제와의 형평이 유지되어야 한다는 점을 생각할 수 있다.

셋째, 인수회사 입장에서 삼각합병을 통하여 어떠한 이점을 누릴 수 있는지를 본다. 삼각합병에서는 인수회사의 경영진이 모든 거래를 설계하고 세부 절차를 진행하기 때문에, 항상 '인수회사'에 초점을 맞추어야 한다. 인수회사의 자회사는 인수회사의 '아바타'로서 대상회사에서 발생한 위험으로부터 인수회사를 보호하는 '방파제(防波堤)' 역할을 한다.[15] 대상회사의 채권자들이 인수회사의 책임재산에 권리를 행사할 수 없도록 하며, 대상회사에 존재할지도 모르는 부외부채의 승계 가능성을 원천적으로 차단하는 것이다. 대상회사가 고위험의 사업을 영위하거나 도산의 위험이 있더라도, 그 위험이 '인수회사'의 시스템위험으로 전이되는 것을 '자회사'라는 방파제를 통하여 차단하게 되는 것이다. 이는 바닷가에 '인공적인 방파제'를 쌓는 것과 같은 이치이다. 이 항에서 살펴본 내용을 다음과 같은 '특성(Ⅰ)'로 정리할 수 있다.

15) 노혁준, 앞의 글(2016), p.10도 "이때 자회사는 대상회사 부실의 전이를 막는 완충장치로 기능하기도 하고, 삼각구조조정이 모회사 자체의 거래는 아니기 때문에 모회사 주주총회 등 번거로운 절차를 줄이는 효능이 있다"라고 한다.

【삼각합병의 특성 (Ⅰ)】
삼각합병은 인수회사가 대상회사를 '자회사'로 보유하는 형태이기 때문에, 대상회사의 위험으로부터 인수회사가 보호되는 '주식형 거래'에 가깝다. 이 점에서 삼각합병은 합병·영업양수와 구별된다.

2. 대가: 합병대가로서 '모회사 주식'을 교부함

첫째, 삼각합병은 합병 대가로서 합병의 당사회사인 자회사의 주식이 교부되는 것이 아니라, 자회사가 취득하고 있던 인수회사(모회사)의 주식이 교부된다는 데에 그 특징이 있다. 자회사는 '삼각합병계약서가 작성되어 인수회사의 주식이 삼각합병의 대가로 지급된다는 것이 확정된 시점'을 기준으로 인수회사 주식 취득이 가능하다.[16] 자회사가 인수회사

16) 상법 제523조의2 제1항은 "제523조 제4호에 따라 소멸하는 회사의 주주에게 제공하는 재산이(…)"라고 규정하고 있는데, 위 제523조 제4호는 삼각합병계약서를 지칭하고 있다. 따라서 '삼각주식교환계약서 혹은 삼각합병계약서가 작성'되어 인수회사의 주식이 삼각조직재편의 대가로 지급된다는 것이 확정된 시점을 기준으로 자회사의 인수회사 주식 취득이 가능하다고 보아야 한다. 김지평·이은상, 앞의 글, p.34. 또 다른 근거로는 자회사와 대상회사 간에 구속력 있는 삼각합병계약이 체결되었다면, 그 이후에 취득한 인수회사의 주식은 객관적인 용도가 분명해지므로, 우리 상법의 경우에도 삼각합병계약이 체결된 이후에는 자회사의 인수회사 주식취득을 허용하여야 한다고 볼 수도 있다. 윤영신, 앞의 글(2013), p.20. 일본의 통설적인 견해도 삼각조직재편계약이 체결된 이후의 특정 시점이라면 자회사가 인수회사 주식을 취득할 수 있다고 한다. 그 근거로는 합병계약이 체결되지도 아니한 시점에서 자회사가 인수회사의 주식을 취득하게 되면, 자회사의 모회사주식 취득을 금지하는 규정의 취지가 몰각될 뿐만 아니라, 향후 합병이 결렬되는 경우에는 자회사가 취득한 인수회사 주식을 다시 처분하여야 하는 번거로움을 최소화하기 위함이라고 한다. 김지평·이은상, 앞의 글, p.34. 자회사가 취득하는 인수회사 주식의 '수량'은, 자회사와 대상회사의 삼각합병 비율에 따라 대가로 교부될 인수회사 주식 수가 계약서에 의거하여 확정되어 있을 것이므로 그 수량을 한도로 한다고 볼 것이다. 다만, 대상회사에 주식매수선택권·신주인수권부사채·전환사채 등 잠재주식이 존재하는 경우에는 예정된 수보다 더 많은 인수회사 주식이 필요할 수 있고, 반면 대상회사 주주가 주식매수청구권을 행사한 경우에는 예상했던 양보다 적은 인수회사 주식이 대가로 교부될 것이다. 따라서 자회사는 어느 정도의 오차를 두고 인수회사 주식을 취득할 수밖에 없고, 삼각합병의 효력이 발생하

주식을 취득하는 방법은 크게, '신주를 발행받는 방법[17]'과 '자기주식을 교부받는 방법'으로 나눌 수 있다.[18] 자회사는 인수회사로부터 신주발행받거나 자기주식을 교부받은 뒤, 인수회사 주식을 사용하여 대상회사와 삼각합병을 진행하고, 삼각합병의 효력 발생 이후 잔여 인수회사 주식을 처분[19]하는 것으로서 삼각합병 거래는 종료된다. 삼각합병은 합병대가로

고 난 이후에 그 잔여분을 처분할 수밖에 없다. 결국 이와 같은 기술적인 문제들은 모두 인수회사가 대상회사에게 직접 신주를 발행할 수 없는 것에 기인하고 있다. 조속히 입법적인 해결이 필요한 부분이다.

17) 신주의 발행가액과 관련하여서도 인수회사가 상장회사인 경우에는 자본시장법 및 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정의 발행가액 규제 요건을 충족시켜야 하며, 비상장회사인 경우라면 합병대가에 주식의 객관적 가치가 적정하게 반영되어야 할 것이다. 김지평・이은상, 앞의 글, p.36. 자본시장법 제156조의16, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제5-18조. 일반적인 합병에서와 마찬가지로 신주가 제3자에게 현저히 저가로 발행된 경우에는 신주발행유지청구의 소 내지 신주발행무효의 소의 대상이 될 수 있으며, 경영진에게 업무상배임죄가 성립할 수도 있고, 이사의 상법 제399조 내지 제401조의 책임이 문제될 수도 있다. 윤영신, 앞의 글(2013), p.30. 위와 같은 상법상의 제3자 배정에 부과되는 요건들 이외에도 인수회사가 자회사에 신주를 발행하는 경우에는 자본시장법 제9조, 동법 시행령 제11조, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제2-2조(간주공모규정)에서 요구하는 증권신고서의 제출 및 공시도 이행되어야 한다. 김지평・이은상, 앞의 글, p.37.

18) 김지평・이은상, 위의 글, p.35. 이 밖에도 자회사가 공개시장에서 인수회사의 주식을 매집하는 방법도 생각해 볼 수 있으나, 이러한 경우 자회사의 주식 취득 자체가 인수회사 주가를 상승시킬 압력으로 작용하기 때문에 원하는 수량을 취득하지 못할 가능성이 높고, 상장회사의 경우에 대상회사의 규모가 일정 수준 이상이라면 그 대가로 교부할 양 만큼의 주식을 매입하는 것은 현실적으로 불가능하다. 김지환, 앞의 글, p.80. 한편, 인수회사가 자기주식을 자회사에게 처분하는 방법이나, 자회사가 인수회사 주식을 공개시장에서 매입하는 방법은 자본시장법 제161조 제1항 제8호 소정의 주요사항 보고서의 제출의무가 있는 것 등을 제외하면 별다른 절차적 규제가 없다. 김지평・이은상, 앞의 글, p.35. 다만, 인수회사가 자회사에 신주를 발행하는 경우에는 정관상 근거규정이 필요하고, 제3자 배정의 경영상 목적이 요구되는 등 신주의 제3자 배정과 관련된 상법・자본시장법 등의 요건이 충족되어야 한다. 김지평・이은상, 같은 글, pp.35-36. 상법 제418조, 자본시장법 제165조의6.

19) 앞서 설명한 바와 같이 잠재주식이 존재하는 경우가 있거나 대상회사의 반대주주가 주식매수청구권을 행사하는 경우가 발생할 수 있으므로 취득하였던 인수회사 주식이 남는 경우가 발생할 수 있다. 우리 상법은 삼각조직재편 이후 대상회사의 주주에게

서 모회사 주식이 교부되는 형태이기 때문에, 현금을 사용한 교부금 합병・주식교환이나, 현금을 사용한 영업양수・지배권 주식인수와도 차이가 있으며, 주식을 대가로 한 합병・주식교환・영업양수・지배권 주식인수와도 다르다. 합병대가로서 인수회사(모회사) 주식이 교부되기 때문에 문제될 수 있는 2가지 국면을 살펴본다.

①먼저, '자회사'의 입장에서는 자회사의 주식이 아닌 그 모회사(즉, 인수회사)의 주식이 교부되므로 합병 이후에도 자회사의 주주구성이 변화하지 않는다. 실제로도 삼각합병에서 자회사는 대부분 합병을 위해 설립된 특수목적법인(SPC)이므로 자회사의 주주총회를 거친다고 하여도 요식행위에 불과하다. ②다음으로 중요하게 검토될 부분은 '인수회사'의 측면이다. 삼각합병은 대상회사의 주주에게 인수회사 주식이 합병대가로서 교부되기 때문에, 인수회사에서는 신주를 발행하거나 보유하고 있던 자기주식을 처분하여야 한다.[20] 따라서 인수회사의 주주 구성이 필연적으로 바뀔 수밖에 없으며, 기존 주주들의 지배권이 희석되어 비례적 이익이 침해될 우려가 있다. 주식교환 및 삼각합병은 인수회사의 관점에서

지급하고 남은 잔여 모회사주식에 대해서는 삼각조직재편 효력발생일을 기준으로 6월 이내에 처분하도록 규정하고 있다. 상법 제360조의3 제7항, 제523조의2 제2항. 다만 삼각조직재편 계약이 무효・취소・해제 등의 사유로 그 효력을 상실하여 원상회복이 필요한 경우나, 삼각조직재편 계약 체결 이후 자회사가 인수회사 주식을 취득하였으나 대상회사에서 주주총회 승인을 얻지 못하여 삼각조직재편이 더 이상 진행되지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 이러한 경우에는 상법 제360조의3 제7항, 제523조의2 제2항을 유추 적용하여 '삼각조직재편이 진행될 수 없음이 명확해진 날'부터 6개월 이내에 모회사 주식을 처분하도록 하여야 한다. 송종준, 앞의 글(2013), p.150. 이 경우 입법론적으로는 위와 같이 계약의 무효・취소・해제 등 사유가 발생한 경우에도 자회사가 인수회사 주식을 일정 기간 내에 처분하여야 함을 명문으로 규정하는 것이 바람직하다는 견해로는 김지평・이은상, 앞의 글, p.35.

20) 이 글에서는 '신주발행'과 '자기주식 처분'은 그 경제적 실질이 동일하다고 본다. 같은 견해로 김홍식, "삼각합병과 삼각주식교환의 법률관계에 관한 연구", 『금융법연구』 제11권 제3호 (2014), p.213.

보면 '신주가 발행(혹은 자기주식이 처분)' 되면서 대상회사를 100% 자회사의 형태로 지배하게 되는 유사한 실질을 갖는다. 인수회사에 집중하여 보면 삼각합병・주식교환은 '신주를 발행'하고 일정한 '자산(대상회사 주식 등)을 취득'하는 과정이다. 그러나 우리 상법은 '주식교환'에 대해서는 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 요구하면서도, '삼각합병'에 대해서는 어느 것도 요구하고 있지 아니하다.[21] 이 글에서는 주식교환이나 삼각합병에 있어서 인수회사가 대상회사의 주식을 100% 보유하는 것은 자산의 변동에 불과하기 때문에, 그 점을 기초로 인수회사 주주통제가 정당화될 수는 없다고 본다. 그러나 양자 모두 인수회사의 주주구성의 변화를 야기할 수 있기 때문에 기존 주주의 비례적 이익을 침해할 수 있어서, 주주총회의 통제가 필요하다는 것이다.[22]

한편, 삼각합병의 대가가 '주식'이 아닌 '현금'의 경우도 생각하여 볼 수 있다. 존속회사의 현금이 소멸회사 주주에게 지급되는 일반적인 합병의 경우와 마찬가지로, 삼각합병의 경우에도 인수회사(모회사)의 현금이 대상회사 주주에게 지급되지 못할 이유는 없을 것이다. 교부금 합병은 인수회사의 주주 구성의 변화를 가져오는 것도 아니어서 비례적 이익의 침해 우려가 적으므로, 그 대가가 존속회사의 현금인지(양자 간 합병), 모회사의 현금인지(삼각합병)에 따라 달리 취급될 것은 아니라고 생각한다. 이 글에서 교부금 삼각합병은 필요한 경우에 한하여 간략히만 언급하기로 한다. 이상에서 논의한 내용을 정리하면 아래 '특성(Ⅱ)'와 같다.

---

21) 상법 제360조의3 제2항(주식교환), 상법 제523조의2 제1항, 제522조 제3항(삼각합병).

22) 입법론적으로는 삼각합병에 대하여 인수회사 주주 보호장치(주주총회 보통결의)를 '신주발행'의 차원에서 도입한 뒤, 인수회사의 대상회사 주주에 대한 직접 신주발행(자기주식 처분)이 가능하도록 법제가 정비되어야 한다. 구체적으로 김건식・노혁준・천경훈, 앞의 책, p.759, 임재연, 앞의 책(회사법Ⅱ), pp.627-632, 송종준, 앞의 글(2013), pp.153-157 각 참조.

【삼각합병의 특성 (II)】
삼각합병은 합병 대가로 인수회사(모회사) 주식이 교부되기 때문에, 인수회사 주주의 비례적 이익이 침해될 우려가 있다.

3. 형태: 자회사와 대상회사간의 '합병'

인수회사가 주식을 활용하여 대상회사를 자회사로 만드는 기업조직 재편에는 여러 가지가 있다. 앞서 설명한 '주식형 거래'가 이와 같은 거래들인데, 예컨대 '주식 교환'이나, 대상회사의 지배주주로부터 그 주식을 현물출자 받고 인수회사의 신주를 발행해주는 형태의 '지배권 주식인수'도 결과적으로 대상회사를 자회사 형태로 지배하기 때문에 삼각합병과 경제적 실질이 유사하다고 볼 수 있다. 다만, 삼각합병이 위의 두 가지 제도와 차이를 보이는 점은, 자회사와 대상회사 간의 '합병'이 실제로 발생한다는 점이다. 자회사는 특수목적법인(SPC)으로서 인수회사의 완전자회사인 경우가 많기 때문에 실제로 자회사의 주주가 문제가 되는 상황은 거의 발생하지 않으므로, 결국 자회사와 대상회사 간 '합병'이 발생한다는 것은, '대상회사'의 주주 보호와 관련된 문제가 발생하게 된다. 이 글은 '인수회사 주주보호'의 관점에 대하여 집중하여 논의할 것이지만, 대상회사의 주주보호[23]와 관련된 논점을 이 항에서만 간단히 살핀다.

23) 대상회사에 잠재주식이 있는 경우에 그 권리자에 대한 보호 방법도 문제될 수 있다. 여기서의 '잠재주식'이란 대상회사가 발행한 전환사채(convertible bonds), 신주인수권부사채(bond with warrant), 대상회사의 임직원들이 보유하고 있는 주식매수선택권(stock option) 등이 포함된다. 송종준, 앞의 글(2013), pp.156-157. '자회사'가 '대상회사'의 권리·의무를 포괄승계하기 때문에 원칙적으로 잠재주식은 자회사에 승계되어 행사되어야 할 것인데, 그렇게 된다면 '인수회사'가 '100% 자회사' 형태로 대상회사를 소유하고자 하는 '삼각합병'의 도입 취지를 무너뜨린다. 김지환, 앞의 글, p.94. 왜냐하면 삼각합병 이후 잠재주식에 대한 권리가 실행되면 인수회사와 자회사 간 완전모자회사관계가 유지될 수 없기 때문이다. 김지평·이은상, 앞의 글, p.24. 따라서 '잠재주식'의 문제는 ①'인수회사'로 승계되든지, ②삼각합병 과정에서 인수회사의 주식 또는

이하에서 살펴보는 '대상회사 주주총회 승인 요부'의 문제는 우리가 이 글에서 다룰 '인수회사 주주총회 문제'와는 다소 국면이 다르다. ①'합병'의 경우 대상회사의 법인격 자체가 소멸하게 되어 대상회사 경영진이 최종 구간(final period)에서 이해상반행위를 할 가능성이 높을 뿐만 아니라, 대상회사 주주의 지위도 변경되기 때문에 주주총회 통제가 필요하다. ②'주식교환'도 대상회사의 주식 전체가 넘어가면서 기존 주주의 지위가 급격하게 변화하게 되므로 각각 주주총회의 통제장치가 필요할 것이다.[24] ③앞선 논의에서는 '영업양수도'는 자산형 거래로, '지배권 주식양수도'는 주식형 거래로 설명하였다. 그러나 여기서 문제되는 것은 대상회사의 모회사 또는 지주회사의 주주총회 승인절차인데, 결국 영업이든 주식이든 기존의 것을 팔고 양도주체가 매각대가를 갖는 국면이므로, 영업양도와 주식양도가 동일한 평면에 놓인다.[25] 이 부분은 결국 양도회사가 보유하고 있던 영업이나 주식이 양도회사의 사업포트폴리오에서 차지하는 비중이 높았는지를 기준으로 주주총회 통제 여부가 결정된다.[26]

그렇다면 삼각합병은 경우는 어떠한가? 적어도 대상회사의 측면에서 삼각합병에 대하여 주주총회 통제가 필요한 것은 명확하여 보인다. 왜냐

현금이 교부되는 방식으로 정산이 이루어져야 한다. 결국 전적으로 인수회사, 자회사 및 대상회사 간의 합의로 해결되어야 할 문제라고 본다. 즉, 합병계약서에 위 전환사채 등에 관하여서도 인수회사 주식을 교부하고자 하는 경우에는 그러한 취지를 기재하도록 하여야 할 것이다. 송종준, 앞의 글(2013), pp.156-157. 이처럼 합병계약에서 잠재주주의 권리 변경에 대해서도 규정하는 경우가 일반적일 것인데, 역삼각합병의 경우에는 대상회사가 계속 존속하기 때문에 잠재주주의 동의 없이는 그 권리를 변경할 수 없게 될 것이다. 김지평・이은상, 앞의 글, p.24. 역삼각합병의 경우에 대상회사가 존속하게 됨으로써 발생할 수 있는 잠재주식의 처리 문제에 대하여 검토한 것으로서 김지평・이은상, 같은 글, pp.24-28.

24) 노혁준, 위의 글, pp.101-102.

25) 노혁준, 위의 글, pp.103-104.

26) 노혁준, 위의 글, pp.102-103.

하면, ㉠첫째, 삼각합병의 경우 합병과 마찬가지로 대상회사의 법인격 자체가 소멸하기 때문이다. 대상회사의 경영진은 최후의 게임(final game)에 놓이게 되고, 대상회사의 주주가 아니라 인수회사 또는 인수회사 지배주주의 이익을 위할 유인이 생긴다. ㉡둘째, 대상회사 주주는 일률적으로 그 지위가 인수회사의 주주로 변경된다. 그간 보유하던 대상회사 주식을 모두 잃고 강제적으로 인수회사 주식을 취득하게 되는 것이다. 따라서 어떠한 이유로 보아도 대상회사의 주주를 두텁게 보호하기 위하여, 삼각합병에서 대상회사 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권을 보장한 것은 타당하다고 생각된다. 적어도 '대상회사'의 차원에서 삼각합병은 주식교환이나 지배주식 양수보다는 '합병'에 가까운 것이다.

이 글에서 자세히 논의하지는 않지만, 삼각합병의 절차는 대략 ⓐ삼각합병계약의 체결[27], ⓑ삼각합병 공시[28], ⓒ주주총회 특별결의(대상회

---

27) 상법 제523조. 삼각합병의 경우 3당사자 간 합병계약서 작성도 가능하다는 견해로는 윤희웅・김가영, 앞의 글, pp.289. 구체적으로 "삼각합병 절차에서 인수회사 주식을 합병대가로 제공하기 위하여 인수회사의 의사 역시 확정될 필요가 있으므로, 실무적으로는 인수회사를 포함한 세 당사자간에 계약을 체결하고, 세 당사자가 자회사에 의한 인수회사 주식 취득에 관한 내용, 합병의 대가인 인수회사 주식의 내용(보통주인지 종류주인지 여부 등) 및 수, 합병대가의 산정방식 등 제반 사항에 관하여 합의를 하여, 그 내용을 계약서에 기재하는 것이 합리적이다"라고 서술한다.

28) 상법 제522조의2 제1항, 제2항. 자세한 내용은 이철송, 『회사법강의 (제23판)』, 박영사 (2015), p.1064. 한편 '삼각합병정보의 공시 문제'와 관련하여 삼각합병의 실질적인 당사자이지만, 법률적으로는 제3자에 불과한 인수회사에 대하여, 법률상 공시의무를 부과하기 위하여서는 「상법」과 「자본시장법」의 개정이 필요하다(자본시장법 제161조 제1항 제6호를 개정하여 「자본시장법」에서도 삼각합병을 '합병'에 준하는 것으로 의제하여 '모회사에 관한 중요정보'를 '주요사항보고서'에 포함시키도록 하여야 한다는 취지)는 견해로는 송종준, 앞의 글(2013), p.155. 2011년 개정상법에서 삼각합병제도가 도입되고, 2015년 11월 개정상법에서 역삼각합병・삼각주식교환・삼각분할합병 제도가 도입되었음에도 불구하고, 정보공시에 관한 개정작업은 미비한 상태이고, 특히 삼각합병이 허용됨으로써 외국기업의 국내기업에 대한 인수과정에 삼각합병이 사용될 수 있음에도 불구하고 인수회사(모회사) 정보 공시를 요구하지 않은 것은 주주 보호의 치명적 결함이라는 견해로 김지환, 앞의 글, p.94. 현재로서는 인수회사의

사)[29], ⓓ반대주주 주식매수청구권(대상회사)[30], ⓔ채권자보호절차(대상회사)[31], ⓕ삼각합병대가(인수회사 주식 등)의 교부[32], ⓖ합병등기[33], ⓗ

증권신고서 제출을 통한 공시가 위 제도에 대한 보완책으로 작용할 수 있다는 견해로 김지평・이은상, 앞의 글, p.37. 일본의 '합병 관련 서류의 사전공시제도'에 대하여는 이 글 제4장 제2절 제1항 참조.

29) 상법 제522조 제3항. 인수회사의 주주총회 결의를 거칠 필요가 없으며, 자회사의 경우 인수회사의 완전자회사이기 때문에 주주총회가 문제될 여지가 없다. 다만 명목상의 회사를 설립하여 삼각합병을 하는 경우에는 실질적으로 합병과 동일하므로, '법인격부인론'이 적용되는 것과 마찬가지로 인수회사의 주주총회 특별결의가 필요하다는 견해로는, 윤희웅・김가영, 앞의 글, p.299.

30) 상법 제522조의3 인수회사는 주식매수청구권 행사 절차를 거칠 필요가 없으며, 자회사의 경우 인수회사의 완전자회사이므로 주식매수청구권이 문제될 여지가 없다.

31) 상법 제527조의5, 상법 제232조. 인수회사의 채권자보호절차를 거칠 필요가 없다는 것도 삼각합병의 중요한 특징이다. 이는 일반적인 주식양수도 거래나 주식의 포괄적 교환에서 채권자에 대한 별다른 고려가 없는 것과 마찬가지이다. 예컨대, 단순 합병과 삼각합병을 비교할 때, 단순 합병의 경우 대상회사의 자산과 부채가 인수회사에 모두 포괄 승계되기 때문에, 인수회사의 채권자로서는 책임재산이 감소할 위험성이 존재하기 때문에, 우리 상법은 이 경우 채권자보호절차를 거칠 것을 요구하는 반면, 삼각합병의 경우 주식의 포괄적 교환과 마찬가지로 인수회사가 대상회사를 자회사의 형태로 지배할 뿐이다. 대상회사의 책임재산은 '법인격'에 의하여 인수회사의 채권자로부터 보호받으며, 인수회사의 책임재산은 '주주유한책임'에 의하여 대상회사의 채권자들의 집행의 대상에서 제외된다. 따라서 삼각합병에 있어서 인수회사의 채권자가 마주하게 되는 위험성은 합병・분할합병과는 전혀 다르기 때문에, 별도로 채권자보호절차가 필요하지 않은 현행 입법례는 타당하다고 보인다. 특히 삼각합병에서 인수회사가 자회사(우리나라・일본 법제의 경우) 또는 대상회사 주주(미국의 경우)에게 신주를 발행하거나 자기주식을 처분하는 경우에, 그 실질적인 대가는 자회사로 납입되는 경우가 많으므로, 이러한 거래는 자본충실원칙에 반하는 것이며 결국 채권자의 이익을 침해하는 것이 아닌가 하는 비판이 있을 수 있다. 그러나 '채권자의 이익 침해'를 판단함에 있어, '있어야 할 재산(자본금)'이 아니라 '회사가 보유하는 재산(순자산)'의 관점에서 접근하여야 한다. 즉, 인수회사가 신주를 발행하였다면 그 주주의 관점에서는 최소한 책임재산이 감소하지는 않고, 증가하는 경우에는 증자의 효과와 유사하므로 손해가 전혀 없는 것이다. 송옥렬, 『상법강의 (제6판)』, 홍문사 (2016), pp.1211-1212. 다만 예외적인 경우에 인수회사로부터 합병교부금이 직접 대상회사의 주주에게 지급됨으로써, 그 지급된 액수에 한하여 대상회사의 채권자보다 인수회사의 채권자가 구조적으로 후순위화되는 현상이 발생할 수도 있으나, 그 이유만으로 채권자보호절차를 요구하는 것은 지나칠 것이다. 송옥렬, 같은 책, 같은 쪽. 현행 상법에서는 인수회사가 대

삼각합병의 무효[34] 등으로 개관할 수 있다. 위 절차에서 보듯이 대상회사의 측면에서는 삼각합병은 합병과 완전히 동일하다고 보아도 무방하며, 단지 대상회사 주주가 교부받는 합병대가가 존속회사가 아닌 존속회사의 모회사(인수회사) 주식이라는 점만이 차이가 있다. 그러므로 삼각합병에 있어서 '대상회사'와 관련된 규제는, 합병에서의 그것을 동일하게 적용하는 것이 타당하다.[35] 이상의 논의를 '특성(Ⅲ)'으로 정리한다.

【삼각합병의 특성 (Ⅲ)】
삼각합병은 자회사와 대상회사 간에 '합병'이 이루어지기 때문에, 대상회사의 관점에서는 합병과 경제적 실질이 동일하다. 따라서 대상회사의 측면에서는 합병에 대한 절차적 규제(주주총회 특별결의, 반대주주 주식매수청구권, 채권자보호절차)가 그대로 적용된다.

상회사의 주주에게 삼각합병교부금을 직접 지급할 수도 없다.

32) 자회사가 미리 취득하여 놓은 인수회사의 주식을 대상회사의 주주들에게 합병 대가로서 교부하게 된다. 이 경우 자회사가 어느 시점부터 모회사의 주식을 취득할 수 있는지에 대한 논의로는 김건식・노혁준・천경훈, 앞의 책, pp.758-759, 윤영신, 앞의 글(2013), pp.20-21, 김지평・이은상, 앞의 글, p.34 각 참조. 현재의 해석상으로는 '인수회사의 주식이 삼각합병의 대가로 지급된다는 것이 확정된 시점'을 기준으로 자회사의 인수회사(모회사) 주식 취득이 가능하다고 보아야 한다.

33) 상법 제528조. 자회사는 '변경등기'를, 대상회사는 '해산등기'를 하여야 한다. 합병등기는 삼각합병의 효력발생요건이다. 자세한 내용으로는 송옥렬, 앞의 책, p.1202.

34) 상법 제529조. 삼각합병 무효의 소의 원고적격은 자회사 및 대상회사의 주주, 이사, 감사, 청산인, 파산관재인 또는 삼각합병을 승인하지 아니한 채권자에 한정될 것이다. 제소기간은 합병등기일로부터 6개월이다. 삼각합병의 무효원인으로는 합병계약의 하자, 채권자보호절차의 불이행, 총회결의의 하자, 합병비율의 불공정 등을 예시할 수 있다. 자세한 내용으로는 송옥렬, 앞의 책, p.1207. 다만, 현행 상법상으로는 인수회사의 주주는 삼각합병 무효를 다툴 원고적격이 없는데, 이 글에서는 인수회사 주주 보호의 사후적 방안으로 합병무효의 소의 원고적격을 부여할 것을 주장할 것이다. 이 글 제4장 제3절 참조.

35) 우리 상법도 같은 태도를 취하고 있으며 타당하다. 이 글에서는 삼각합병의 인수회사 주주보호에 대하여 논하며, 대상회사의 주주보호는 더 이상 논점으로 삼지 않는다.

제 2 절 삼각합병의 기능

'삼각합병'에 관하여 제기할 수 있는 근본적인 의문점은, "어떠한 이유에서 양 당사자 간 합병이 아닌 3 당사자 간 삼각합병이라는 거래구조가 활용될까?"라는 내용이다.[36] 삼각합병은, ①'합병'이라는 툴(tool)을 사용하면서도(특성Ⅲ), ②합병을 진행함에 있어서 존속회사의 주식이 아닌 모회사의 주식을 그 대가로 교부하여 모회사 주주 구성의 변동을 가져오며(특성Ⅱ), ③대상회사를 하나의 법인격으로 하는 것이 아니라 자회사의 형태로 지배하여 결과적으로 '인수회사'와 '대상회사' 사이에 '자회사'라는 완충장치를 두게 되는(특성Ⅰ) 형태의 거래이다. 결론적으로 삼각합병에서 '자회사'는 오로지 '형식' 내지 '명목'에 지나지 않는다. 따라서 거래형식을 중시하는 입장에서는 삼각합병이 독자적인 제도이지만, 경제적인 실질을 중요시한다면 삼각합병을 합병과 동일시할 수도 있다. 다만, 이 글에서는 앞서 살펴본 특성Ⅰ, Ⅱ를 이유로 삼각합병과 합병은 다르다고 본다. 삼각합병의 기능을 열거하면 다음과 같다.[37]

---

36) 실제로 미국에서 삼각합병이 고안되었던 것은, 삼각합병이 대상회사의 부외부채 승계를 차단하여 주고 인수회사의 주주총회 승인절차를 생략할 수 있게 해 주면서도, '과세이연(non-recognition)' 혜택을 인정받을 수 있는 수단이었기 때문이다. 다만, 조세실질주의·실질과세의 원칙에 따라, 삼각합병은 '과세를 피하기 위한 술책(tax gimmick)'에 불과하다는 비판적인 견해도 있다. Stephanie Hoffer·Dale A. Oesterle, 앞의 글, pp.1095-1096. 이 글에서 세법상의 쟁점은 자세히 다루지 아니한다.

37) 삼각합병에 반대하는 견해로 이철송, 앞의 책, p.1062. "삼각합병이나 역삼각합병의 장점이란 영세주주들의 권리를 축소시키는 데 있으므로, 이 합병방법은 주주의 보호라는 법정책적 관점에서는 문제점이 많은 기법이라고 할 수 있다. 그래서 미국에서도 주(州)에 따라서 인수회사(모회사)도 합병의 실제 당사자로 보고 '주주총회의 결의'를 거치도록 함과 동시에 '반대주주의 주식매수청구권'을 부여하기도 한다[캘리포니아 회사법 1200(d)]"라고 서술하고 있다. 역시 삼각합병 도입에 반대하는 견해로 William K. Sjostrom, JR, "The Truth About Reverse Mergers", 『Entrepreneurial business Law Journal』 Vol. 2 (2008), pp.750-751. 위 논문에서는 주로 역합병 및 역삼각합병이 일반적인 기업공개절차에 비하여 특별히 효율적이거나 신속하지 않다고 한다.

1. 인수회사의 법적 절차 간소화[38]

인수회사가 자회사를 이용하여 대상회사와의 삼각합병을 진행하는 경우, 인수회사의 ①'주주총회의 승인' 내지 ②'반대주주의 주식매수청구권 행사'라는 부담을 회피하며, 신속하게 절차를 진행시킬 수 있다.[39] 우리나라의 M&A 실무에서 대부분의 기업인수는 '장외 주식(구주)매수'의 형태를 띠며 합병은 거의 이용되지 않고 있는데[40], 그 이유 중 하나는 '합병'을 위해서는 번거로운 주주총회와 그에 수반되는 반대주주의 주식

38) 특히 인수회사가 분산된 소유구조를 가지고 있는 대규모 기업의 경우에는 위와 같은 효용이 극대화될 수 있다. 임재연, 『미국기업법』[이하 "앞의 책(미국기업법)"으로 특정하여 표기한다], 박영사 (2009), p.811은 이와 관련하여 인수회사가 삼각합병을 택하는 주된 이유 역시도 주주총회 결의를 거칠 필요가 없고 반대주주에게 주식매수청구권이 인정되지 않기 때문이라고 한다. 이러한 기능은 2011년 이전에 삼각합병을 도입하자는 입법론의 근거로도 활용되었다. 노혁준, 앞의 글(2014), p.75, 송종준, 앞의 글(2014), pp.40-41. 물론, 기업조직재편의 당사자인 자회사와 대상회사에서는 주주총회의 특별결의로써 삼각합병의 실행이 승인되어야 할 것이다. 임재연, 앞의 책(회사법 Ⅱ), pp.625-627 참조.

39) 노혁준, 앞의 글(2014), p.75, 윤영신, 앞의 글(2013), pp.13-14, Tad Ravazzini, 앞의 글, pp.563-564. 한편 한국상사법학회 편, 『주식회사법 대계 Ⅲ (제2판)』(김병태・노혁준 집필부분), 법문사 (2016), pp.423-424. 위 글에는 "이러한 삼각합병 제도에 의하여 모회사의 입장에서는 소멸회사의 의무나 책임이 모회사로 승계되는 것을 차단하면서, 주식의 포괄적 교환제도와 달리 주주총회의 승인과 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 거치지 않고서도 자회사인 SPC와 인수대상회사를 합병시킴으로써 인수대상회사를 완전자회사로 만드는 것이 더욱 원활하게 되었다"라고 서술하고 있다. Paul P. Senio, "The Reverse Triangular 'A' Merger – An Important New Reorganization Tool", 『Taxes – The Tax Magazine』 (1971), pp.297-299에서도 삼각합병의 장점으로서 ①인수회사의 채권자보호절차(stockholder action)를 거치지 않아도 된다는 점, ②인수회사의 소수주주 보호절차를 최소화하는 효율적 방법이라는 점을 제시한다.

40) 천경훈, "한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 시론", 『선진상사법률연구』 통권 제56호 (2011), pp.139-143에 따르면 2007년부터 2010년까지 매년 금액 순으로 추출한 상위 10개씩의 기업인수거래(10개 × 4년 = 40개) 중, 장외 구주매수로만 이루어진 것이 30건, 신주인수로만 이루어진 것이 5건, 신주인수와 구주매수가 혼합된 것이 2건, 영업양수도가 3건이었다고 한다. "합병" 또는 "주식의 포괄적 교환"은 단 한 건도 존재하지 않았다는 것을 주목할 필요가 있다.

매수청구권 행사 절차를 거쳐야 한다는 점이었다. 이를 생략할 수 있는 주된 이유는 인수회사는 삼각합병의 실행 과정에서 직접 그 당사자가 되지 않기 때문이라고 일컬어지나[41], 이 글에서는 '주주총회 특별결의'와 '주식매수청구권'이 인정되는 것이 근본적으로 타당한지를 논증할 것이다. ③또한 삼각합병 결과 대상회사는 인수회사의 완전 자회사 형태로 존재하기 때문에 책임재산의 혼융이 발생하지 않게 되므로, 인수회사가 '채권자 보호절차'를 거칠 필요도 없다.[42]

한편, 미국 캘리포니아 주(州)의 회사법은 삼각합병 및 역삼각합병에서도 인수회사의 주주에게 '합병에 대한 결의권'을 부여하고 반대주주에게 '주식매수청구권'을 인정하기도 한다.[43] 캘리포니아 회사법은 대표적으로 '사실상의 합병 이론'을 입법화한 제도로서, ㉠합병, ㉡주식교환, ㉢자산양수도의 경제적 실질은 모두 동일한 것이므로 주주총회 결의 및 주식매수청구권도 동등한 수준으로 부여되어야 한다는 태도를 취한다.[44] 반면, 우리 상법은 '주식교환'과 '합병'의 규제 정도를 동일하게 규율하면서도, 삼각합병에 대해서는 차등을 두고 있다. 주식 교환과 합병을 진행함에 있어서는 주주총회 특별결의를 거치고 반대주주의 주식매수청구권을 보장하여야 함에도, 삼각합병에서는 두 가지 모두 생략되어 있다.[45]

---

41) 김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・최문희, 『신체계 회사법 (제6판)』, 박영사 (2016), pp.538-539.

42) 송종준, 앞의 글(2014), pp.40-41. 물론 자회사와 대상회사는 필요한 경우 채권자 보호절차를 거치게 된다. 한편, 이 글에서는 인수회사 주주 보호의 측면에 논의의 초점을 맞추기 때문에 별도로 채권자보호 측면의 분석은 하지 아니한다.

43) 임재연, 앞의 책(미국기업법), p.811.

44) 김지평・이은상, 앞의 글, pp.30-31. 자세한 내용은 제2장 제3절 제2항 참조.

45) 김지평・이은상, 위의 글, 같은 쪽에 따르면 그간 국내법상으로도 ①삼각합병은 사실상 주식의 포괄적 교환과 동일한 효과를 낳기 때문에 이론적으로는 인수회사 주주총회의 승인 경료 및 주식매수청구권의 부여가 필요하다는 견해가 있었고, ②회사의 특정 사업부문을 물적 분할한 후 그 주식을 매각하는 경우에는 경제적 실질이 영업양수

그렇다면 우리 법제에서 대상회사를 자회사로 지배하는 형태의 조직재편을 의도하는 기업은 당연히 절차가 간소화된 삼각합병 또는 역삼각합병을 이용하게 된다.[46] 이처럼 특정 기업조직재편에 대하여 어느 정도의 절차적 규제가 부과되는지는, 조직재편 거래 전반에 대하여 어떠한 규율방식을 채택할 것인지와 밀접하게 관련이 있다.[47]

2. 대상회사의 우발부채 등에서 비롯되는 위험 차단

삼각합병을 활용할 경우 대상회사와 인수회사가 별개의 법인격을 유지하므로, 주주유한책임 원칙상 대상회사의 채무가 인수회사로 자동적으로 승계되는 것이 차단된다.[48] 이는 특히 인수회사가 고위험 사업을 영위하는 대상회사를 인수하고자 할 때 유리한 측면이 된다.[49] 이때 자회사는 대상회사의 '부실의 전이(轉移)'를 막는 완충장치로 기능한다.[50] 기

도와 동일하므로 상법 제374조 및 제374조의2에 따라서 주주총회의 특별결의 및 주식매수청구권 규정이 적용된다는, '사실상의 합병이론'에 입각한 견해들이 있었지만, 2015년 상법 개정으로 삼각합병・역삼각합병・삼각주식교환・삼각분할합병이 모두 도입되었으며 명시적으로 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권을 배제하고 있기 때문에, 더 이상 위 견해들은 타당성을 갖지 못한다고 한다.

46) 임재연, 앞의 책, p.811. 주식교환제도는 사문화될 수밖에 없는 운명에 놓인다.

47) 이 글에서는 삼각합병이 합병에 비하여 간소화된 절차를 제공하는 것은 타당하나, 신주 발행의 차원에서 일정한 규모 이상의 삼각합병은 주주총회 보통결의를 거쳐야 한다고 주장한다. 자세한 내용은 이 글 제3장 및 제4장 제2절 참조.

48) 윤영신, 앞의 글(2013), pp.13-14, 윤희웅・김가영, 앞의 글, pp.284-285. 마찬가지로, Paul P. Seino, 앞의 글, pp.297-298, Tad Ravazzini, 앞의 글, pp.563-564.도 삼각합병에서 대상회사의 부채가 인수회사에 승계되지 아니하는 점을 가장 큰 장점으로 든다.

49) 황현영, "상법상 교부금합병과 삼각합병의 개선방안 연구", 『상사판례연구』 제15집 제4권 (2012), p.257. 이 글에서는 "인수회사는 대상회사(대상회사)의 법률상 의무나 책임을 승계하지 않고도 경제적인 통합을 달성할 수 있어, 부채가 많고 기타 사업위험은 높으나 합병 시너지가 예측되는 회사를 인수하고자 할 때 삼각합병을 이용하는 실익이 있다"라고 서술하고 있다.

50) 노혁준, 앞의 글(2016), p.10.

업실사 과정을 통해서 인수회사는 대상회사의 부외부채의 존재 여부와 우발채무의 발생가능성 등을 엄격하게 따져볼 것이지만[51], 삼각합병 후에도 대상회사가 별개의 법인격을 갖게 되면 인수회사는 대상회사의 부채로부터 일응 보호될 수 있다.[52] 이 글에서는 자회사의 역할을 "방파제(防波堤)"에 비유한다.[53]

물론 예외적으로 법인격부인론이 적용되는 경우 인수회사가 대상회사의 채무에 대하여 책임을 지는 경우도 존재할 것이지만[54], 우리 판례는 법인격부인론을 매우 예외적인 경우에 한하여만 인정하고 있다. 또한 삼각합병의 과정에서 인수회사가 명목상의 자회사(SPC)를 설립하였다고 하더라도, 이는 합병을 위한 수단으로서의 설립에 해당하므로, 합병을 종료한 이후에는 대상회사의 영업이 실질적으로 행하여지고 있는지 여부를 기준으로 판단하여야 할 것이다.[55] 따라서 인수회사가 대상회사와 삼각

---

51) 조직재편 거래에 있어서 대상회사의 우발부채의 위험성을 파악하는 것은 기업실사의 가장 큰 목적 중 하나이다. 우발부채는 협의의 부외부채를 의미할 수도 있고, 조세・HR・환경・소송・과징금 또는 벌금 등 다양한 형태로 존재한다. 다행히 기업실사 결과 위와 같은 잠재적 위험요소를 완벽하게 파악할 수 있다면, 진술 및 보장(representations and warranties), 손해배상(indemnification), 선행조건(condition precedent) 등의 조항으로 안전장치를 최대한 마련한 뒤 합병을 진행할 수도 있을 것이지만, 그것마저도 여의치 않은 경우에는 합병을 포기하고 자산양수도(cherry-picking)나 주식양수도의 방법을 택할 수밖에 없을 것이다. 따라서 삼각합병・역삼각합병은 기존의 합병・역합병이 가지고 있던 단점을 보완하여 향후 다양한 기업인수방법에 대한 수요를 충족시켜 주리라 예상된다. 기업실사에 대한 자세한 설명으로는 대한상사법학회 편, 앞의 책(천경훈 집필부분), pp.579-583, 진술 및 보장・손해배상・선행조건조항에 대한 상세한 설명으로는, 대한상사법학회 편, 같은 책, pp.597-617 각 참조.

52) 송종준, 앞의 글(2014), pp.40-41, 김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・최문희, 앞의 책, pp.538-539, 이철송, 앞의 책, p.1062.

53) 마찬가지의 견해로 노혁준, 앞의 글(2016), p.10.

54) 임재연, 앞의 책(회사법Ⅱ), pp.625-627.

55) 김지평・이은상, 앞의 글, pp.22-23. 대법원 2006. 8. 25. 선고 2004다26119 판결은, "친자회사는 상호간에 상당 정도의 인적·자본적 결합관계가 존재하는 것이 당연하므

합병을 하고, 자회사가 흡수된 대상회사의 영업이 정상적으로 운영되고 있는 상태라면, 법인격부인론이 적용될 여지는 거의 없다고 생각된다.

3. Cross-border M&A 활성화

삼각합병은 외국기업이 국내로 진출할 때의 유용한 수단이 될 수 있다.[56] 외국회사가 국내회사와 흡수합병을 하는 것은 허용되지 않는 반면, 국내에 외국기업의 SPC를 설립한 후 국내기업을 삼각합병을 통하여 자회사로 지배하는 방법은 가능하기 때문이다.[57] 그러므로 삼각합병을 통

로, 자회사의 임·직원이 모회사의 임·직원 신분을 겸유하고 있었다거나 모회사가 자회사의 전 주식을 소유하여 자회사에 대해 강한 지배력을 가진다거나 자회사의 사업 규모가 확장되었으나 자본금의 규모가 그에 상응하여 증가하지 아니한 사정 등만으로는 모회사가 자회사의 독자적인 법인격을 주장하는 것이 자회사의 채권자에 대한 관계에서 법인격의 남용에 해당한다고 보기에 부족하고, 적어도 자회사가 독자적인 의사 또는 존재를 상실하고 모회사가 자신의 사업의 일부로서 자회사를 운영한다고 할 수 있을 정도로 완전한 지배력을 행사하고 있을 것이 요구되며, 구체적으로는 모회사와 자회사 간의 재산과 업무 및 대외적인 기업거래활동 등이 명확히 구분되어 있지 않고 양자가 서로 혼용되어 있다는 등의 객관적 징표가 있어야 하며, 자회사의 법인격이 모회사에 대한 법률 적용을 회피하기 위한 수단으로 사용되거나 채무면탈이라는 위법한 목적 달성을 위하여 회사제도를 남용하는 등의 주관적 의도 또는 목적이 인정되어야 한다"라고 판시한 바 있다.

56) 노혁준, 앞의 글(2014), p.75. "물론 여기에는 외국환거래법 등 여러 법적 요건이 충족되어야 한다. 강행법규인 조직재편법제(합병, 주식교환 등)를 곧바로 국제적으로 적용하는 것에 비할 때, 역삼각합병, 삼각합병은 (합병 자체는 국내법제에 의하면서) 해외발행 주식의 취득이라는 소유권법제를 주로 활용하는 것이므로 조금 더 융통성을 가질 수 있다는 의미이다"라고 한다. 같은 취지로 윤영신, 앞의 글(2013), pp.13-14.

57) 임재연, 앞의 책(회사법Ⅱ), pp.625-627. 한편, 윤희웅・김가영, 앞의 글, pp.284-285은 "합병은 상법상 회사만이 할 수 있는 바, 외국회사는 상법상의 회사가 아니고, 상법상 국내회사와 외국회사간의 합병을 허용하는 명문의 규정도 없으며, 실제 외국회사와 국내회사 간의 합병이 이루어진 경우에 이를 등기할 방법도 없으므로, 외국회사와의 합병은 불가능하다. 그러나 상법은 삼각합병의 대가로 교부되는 인수회사의 주식에 대한 제한규정을 두고 있지 않으므로, 외국회사가 국내회사와 합병하고자 할 때, 국내에 자회사를 설립하고 그 자회사와 국내회사를 합병하면서 인수회사인 외국회사 주식을 그 대가로서 교부하는 삼각합병을 할 수 있을 것이다"라고 한다.

하여 국내기업의 해외기업과의 제휴가 활발해지고, 외국인의 투자유치를 유도할 것을 기대할 수 있다.[58] 다만, 위와 같은 외국기업의 국내 진출은 기존에도 외국기업이 우리 증권시장에서 주식을 매수하는 방법으로도 충분히 가능하였기 때문에, 삼각합병은 오히려 외국 기업에 의한 국내 기업의 인수합병을 부추기는 것에 불과하다는 비판이 제기될 수도 있다.[59]

4. 그 밖의 기능들

첫째, 삼각합병은 인수회사가 현금을 조달하지 않고 주식만을 사용함으로써 다른 기업을 인수할 수 있는 효율적인 방법을 제공한다.[60] 즉, 현금 유출의 부담 없이 기존의 자기주식을 활용하거나 신주를 발행하는 방법으로 대상회사를 인수할 수 있는 것이다.[61] 인수회사가 상장회사이고 대상회사가 비상장회사인 경우에는, 대상회사의 주주들은 본인들이 보유하고 있던 비상장주식을 인수회사의 상장주식으로 교환하게 되므로 결과적으로 '유동성'을 확보한다는 효과도 있다.[62] 요컨대 삼각합병은 다양한 수요에 부응하여 '맞춤형 조직재편수단'을 가능하게 한다. 기업조직재편은 궁극적으로 시너지를 통하여 기업가치를 제고함으로써 사회 전반의 경제적 효용을 증진시키는 것을 추구하는데, 이처럼 삼각합병은 수요자들의 선택의 폭을 넓힘으로써 기업조직재편을 촉진할 것이다.

---

58) 황현영, 앞의 글, p.275.

59) 江頭憲治郎・門口正人・西岡淸一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 『會社法大系(4)』, 靑林書院 (2008), p.60에 의하면 일본에서 삼각합병을 도입할 당시 위와 같은 비판이 경제계를 중심으로 제기되었다고 한다.

60) 윤희웅・김가영, 앞의 글, pp.284-285. 특히 일본에서 이 기능이 부각된다고 한다. 기업인수의 효과 차원이 아니라, '기업인수의 대가를 무엇으로 할 것인가'에 초점을 맞춘다면 이 기능을 삼각합병의 핵심적 기능으로 볼 수도 있다.

61) 김지평・이은상, 앞의 글, p.21.

62) 김지평・이은상, 위의 글, 같은 쪽.

둘째, 삼각합병은 대상회사 소수주주를 축출할 수 있는 수단(scheme)을 제공한다.[63] 원래 이러한 기능은 미국에서 주로 논의되었다. 왜냐하면 '주식 교환' 제도가 존재하지 아니하는 미국 델라웨어 주 회사법의 경우, 각 주주가 주식의 교환 여부를 결정할 뿐 회사 차원에서 강제적인 주식교환이 불가능하므로, 대상회사의 소수주주가 주식을 그대로 보유하며 합리적인 경영을 방해할 가능성을 완전히 배제할 수 없었기 때문이다.[64] 그러나 삼각합병을 통하여 인수회사는 대상회사의 소수주주의 지분을 완전히 배제하고 완전자회사의 형태로 지배할 수 있게 된다.[65] 우리나라에서는, '주식의 포괄적 교환'을 통해서도 100% 완전자회사로의 지배구조를 형성할 수 있으나, '주주총회 특별결의' 및 '반대주주의 주식매수청구권 행사'의 복잡한 절차를 필요로 하여 선호되지 않고 있다.[66]

그밖에도 삼각합병의 기능으로서 ①대상회사가 상장회사라면 공개매수절차를 거쳐야 하는데 그 절차가 회피될 수 있다는 점[67], ②대상회사가 인수회사의 완전자회사가 되므로 법인세법에 따라 배당에 따른 과세이연 등 연결납세제도의 혜택을 향유할 수 있다는 점[68], ③같은 기업집

63) 김지평・이은상, 위의 글, p.22.

64) 임재연, 앞의 책(미국기업법), p.786.

65) 임재연, 위의 책, pp.786-788. 다만 미국의 개별 주(州) 법에 따라 주식교환(share exchange)이 허용되는 주들도 있는데, 그러한 경우에는 삼각합병 및 역삼각합병을 사용하지 아니하고, 기존의 주식교환제도를 통해서도 대상회사의 소수주주의 배제라는 법률효과를 얻을 수 있다고 한다. 삼각합병을 통하여 인수회사는 향후 대상회사 소수주주들의 방해를 받지 아니하고 대상회사를 경영할 수 있다.

66) 김지평・이은상, 앞의 글, p.22.

67) 송종준, 앞의 글(2014), pp.40-41.

68) 김지평・이은상, 앞의 글, pp.23-24. 법인세법 제76조의8. 미국의 설명으로는 Paul P. Seino, 앞의 글, pp.297-298 참조. 위 글에서는 ①기존의 'B유형 기업조직재편'과는 달리 합병을 위한 거래 과정에서 non-voting stock, securities, 현금 등이 추가적인 과세 없이도 합병대가로 사용될 수 있다는 점, ②기존의 'C유형 기업조직재편'과는 달리

단 내에 동일 또는 유사한 목적을 가진 회사들이 있다면 이러한 회사들 간의 통합 및 자회사화를 하는 방안으로 사용될 수 있다는 점[69], ④기업지배구조의 변동이 있고 난 후 그 기업결합이 실패한 것으로 판명된 경우에도 자회사를 매각하는 방법으로 쉽게 기업결합 이전의 상태로 회귀할 수 있다는 점[70], ⑤삼각합병을 통하여 비공개기업의 pipe-financing이 가능하다는 점[71] 등이 제시되고 있다.

제 3 절 규율의 방식: 합병과 동일하게 취급할 것인가?

1. 문제의 소재

삼각합병에 대해서는 그 경제적 실질이 합병과 유사하므로 합병에 대한 규제를 그대로 적용하여야 한다는 입장을 취할 수도 있다. 즉, 삼각합병은, 합병에서 필요한 인수회사 주주총회 특별결의, 반대주주의 주식매수청구권 및 채권자보호절차가 요구되지 않기 때문에, 인수회사 경영진들이 위와 같은 절차적 규제를 회피하기 위하여 사용할 수 있다는 것이다. 앞서 이 글에서는 삼각합병은 기본적으로 '자회사'를 활용한 합병

주(州) 차원에서 부과될 수도 있는 취득세로 인한 잠재적인 문제가 최소화된다는 점, ㉢대상회사의 주주들에게 과세이연(non-recognition)의 혜택이 부여된다는 점 등을 삼각합병 및 역삼각합병 제도의 세제(稅制)상의 이익으로 들고 있다.

69) 윤희웅・김가영, 앞의 글, pp.286-287. 국내 사례로서, 네오위즈 그룹 내의 상장회사인 '네오위즈게임즈'가 비상장완전자회사인 '엔엔에이'를 보유고 있었는데, 엔엔에이와 유사 사업을 영위하는 '네오위즈아이엔에스'를 인수하기 위하여 삼각합병을 활용한 예가 있다. 이 글 각주 1) 참조.

70) di Mandavi Jayakar・e Aditya Parolia, 앞의 글, pp.83-84. 만일 흡수합병을 한 경우라면 회사의 분할을 하여야 하는데, 이는 자회사를 매각하는 것보다 훨씬 어려운 문제이다.

71) William K. Sjostrom, Jr., 앞의 글, pp.752-753.

이므로, 주주유한책임 원칙상 인수회사 주주가 대상회사의 채무나 부외부채 등의 위험으로부터 보호될 수 있기 때문에, 양자 간 합병과 다른 제도로 보아야 함을 설명한 바 있다. 그러나 미국에서의 전통적인 사실상의 합병이론(de facto merger theory)에 따르면 삼각합병은 합병과 본질적으로 동일한 것이고 절차적 규제를 우회하기 위한 수단에 불과하므로 합병과 동일하게 취급되어야 한다.

이와 대비되는 이론으로는 대등지위이론(equal dignity theory)이 있다. 대등지위이론은 델라웨어 주 법원의 Hariton vs. Arco Electronics 판결 (1963), Orzeck vs. Englehard 판결 (1963)에서 각각 확립된 이론으로[72], 그 핵심은 "모든 회사법 규정은 대등한 지위를 가지며, 어떠한 조치가 하나의 규정에 의하여 성취된 경우에는, 그와 다른 절차를 가진 다른 규정이 적용될 수 없다"라고 요약될 수 있다.[73] 다만, 미국 캘리포니아 주 회사법은 사실상의 합병이론에 기초하고 있다. 사실상의 합병이론에 근거한다면, 합병·영업양수도·삼각합병·주식교환 등에 대하여 동일한 규제를 적용하면 될 것이고, 대등지위이론이 적용된다면 각각의 조직재편거래에 대하여 타당한 규제의 정도가 설정되어야 할 것이다.

2. 사실상의 합병이론(de facto merger theory)의 내용

가. 개 관

우리 상법에서의 개념과는 정확히 대응되지 않지만, 미국 세법에서는 '비과세 기업조직재편(tax free reorganization)'의 유형으로서 ①법률상 합병(A유형), ②주식 대 주식형(B유형), ③주식 대 자산형(C유형)이

72) Melvin A. Eisenberg, 송상현·김건식 譯, 『주식회사 법리의 새로운 경향: 회사의 구조 - 그 법학적 분석』, 경문사 (1983), p.235.

73) Melvin A. Eisenberg, 송상현·김건식 譯, 위의 책, 같은 쪽.

각각 규정되어 있다.[74] 1977년 이전의 미국 법들은 위 3가지 기업인수 거래에 대하여 어떠한 형식을 취하느냐에 따라서 그 취급을 달리 하고 있었다.[75] 1977년 미국 캘리포니아 주에서는, 기업조직재편을 달성하기 위한 위의 3가지 유형 중 어떠한 방법을 사용하든 간에 '인수회사' 및 '대상회사'에서 거쳐야 할 절차를 동일하게 규정하였다.[76] 즉, 사실상의 합병이론은 어떠한 거래가 실질적으로 '합병'과 동일하다면, 그 조직재편이 자산양수·주식교환·지배권 주식인수의 형태로 이루어졌더라도, 합병에 대한 절차적 규제(주로 주주총회 승인결의와 주식매수청구권)가 적용되어야 한다는 것이다. '사실상의 합병이론'이 대두된 것은, 역방향의 B유형 혹은 C유형의 기업조직재편이 있는 경우, 형식적으로는 '인수회사'이지만 실질적으로는 '피인수회사'에 해당하는 '대상회사'의 주주총회 결의와 주식매수청구권 행사절차를 거쳐야 한다는 판결 이후에서였다.[77]

㉠'사실상의 합병이론'은, Pennsylvania 주 대법원의 Farris v. Glen Alden Corporation 판결 (1958)에서 최초로 판시되었다.[78] 사실상의 합병이론의 요지는 회사의 결합이 '합병'의 특성과 효과를 가지고 있는 경우에는, 그것이 설령 '자산양수도'의 형식을 취하고 있더라도 합병과 동일하게 취급되어야 한다는 것이다.[79] ㉡이후 Applestein v. United Board and Carton Co. 판결(1960)에서는 '주식 대 주식형 결합'도 사실상 '합병'으로 보았는데, 그 근거로서 ⓐ대상회사는 인수회사에 모든 자산 및 채무를 이전하고 소멸하였던 점, ⓑ회계처리에는 지분합산법이 사용

74) 김재문, "미국법상의 사실상의 합병이론", 『법조』 (1993), pp.91-94.

75) 김재문, 위의 글, p.93.

76) 김재문, 위의 글, p.94.

77) 김재문, 위의 글, pp.96-97.

78) Melvin A. Eisenberg, 송상현·김건식 譯, 앞의 책, p.232.

79) Melvin A. Eisenberg, 송상현·김건식 譯, 위의 책, pp.232-234.

되었던 점, ⓒ양 회사의 임원과 이사진이 통합되었고, 주요 임원들이 그대로 존속하였던 점, ⓓ피인수회사의 주주들은 인수회사의 주식을 취득하여, 소유권을 계속 보유하고 있었던 점이 제시되었다.[80] 마찬가지로 ㉣ Rath v. Rath Packing Company 판결 (1965)도 이 이론을 수용하였다.[81]

사실상의 합병이론을 받아들이게 되면, 삼각합병은 합병과 그 경제적 실질이 동일하므로 인수회사의 주주총회 특별결의・반대주주의 주식매수청구권・채권자보호절차를 각각 거쳐야 할 것이다. 즉, 삼각합병에 대하여 어느 정도의 인수회사 주주 통제가 필요한지에 대하여 더 이상의 논의가 불필요하게 된다. 그러나 사실상의 합병이론은 개개의 조직재편 방법이 가지고 있는 특성을 무시하고, 결과적으로는 불필요한 규제가 발생하게 될 위험성이 있다. 특히 삼각합병은 ①대상회사를 자회사 형태로 보유한다는 점(특성Ⅰ), ②합병 과정에서 존속회사의 주식이 아닌 모회사 주식이 교부된다는 점(특성Ⅱ)에서 차이가 있다. 특히 위 특성Ⅰ 때문에 인수회사는 대상회사의 도산위험이나 부외부채로부터의 완충장치를 갖게 되며, 합병에 비하여 베타값(β)도 작아지게 된다. 이하에서는 우선 '사실상의 합병이론'을 입법화한 캘리포니아 주 회사법에 대하여 살펴보고, 사실상의 합병이론을 받아들인 미국 판례들을 검토하도록 하겠다.

나. 캘리포니아 주 회사법

캘리포니아 주 회사법은 기업조직재편(reorganization)으로서, ①간이합병이 아닌 합병의 경우, ②대상회사 주식의 50% 이상을 매수하고 그 대가로 인수회사 주식이 교부되는 경우, ③대상회사 자산의 실질적 전부를 매수하고 그 대가로 인수회사 주식 등을 교부하는 경우를 열거한

80) 김재문, 앞의 글, pp.98-99.

81) Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 앞의 책, pp.236-237.

다.[82] 이러한 기업조직재편에 해당하는 경우에는 주주총회의 승인결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사를 요한다.[83] 즉, 인수회사의 관점에서 볼 때, 합병·주식거래(stock deal)·자산거래(asset deal)를 불문하고 주주총회 승인결의 및 반대주주 주식매수청구권 행사절차를 거칠 것이 요구되는 것이다.[84] 캘리포니아 주 회사법도 삼각합병을 인정하고 있는데[85], 삼각합병의 경우에도 인수회사(모회사) 주주총회 및 반대주주 주식매수청구권 절차를 각각 거칠 것이 요구된다.[86] 인수회사의 종류주식이 삼각합병과 관련하여 새로이 발행되거나 교부되는 경우에도 원칙적으로 인수회사 종류주주총회를 거쳐야 한다.[87]

한편, 캘리포니아 주 회사법은 기업조직재편이 발생하는 경우 일률적으로 주식매수청구권 행사를 거치도록 하고 있으나[88], 시장성의 예외(market exception)가 적용되는 상장회사의 경우에는 그렇지 아니하다.[89] 주식매수청구권의 행사가액은 공정가격(fair market value)이다.[90] 인수회사가 대상회사 주식의 90% 이상을 보유하고 있는 경우에는 간이합병(short-form-merger)이 적용되고[91], 인수회사가 대상회사 주식의 6

82) 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.819-820. 캘리포니아 주 회사법 제181조.

83) 임재연, 위의 책, p.820. 캘리포니아 주 회사법 제1201조(주주총회 승인결의에 대하여), 제1300조(주식매수청구권에 대하여).

84) 임재연, 위의 책, p.820.

85) 노혁준, 앞의 글(2014), p.56. 캘리포니아 주 회사법 제1101조.

86) 노혁준, 위의 글, p.63, 임재연, 앞의 책(미국기업법), p.811. 캘리포니아 주 회사법 제1201조(주주총회 승인결의에 대하여), 제1300조(주식매수청구권에 대하여).

87) 임재연, 위의 책, p.786. 캘리포니아 주 회사법 제1201조.

88) 캘리포니아 주 회사법 제1300조(a).

89) 캘리포니아 주 회사법 제1300조(b)(1).

90) 캘리포니아 주 회사법 제1300조, 제1301조, 제1303조, 제1304조, 제1305조, 제1306조, 제1308조.

분의 5 이상을 보유한 경우 소규모합병(small-scale-merger)으로써 인수회사 주주총회 승인을 거치지 않아도 된다.[92] 요컨대, 캘리포니아 주 회사법은 사실상의 합병이론에 근거하여, 합병・삼각합병・주식거래・자산거래에 대하여 차등을 두지 않고 인수회사 주주총회의 승인결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 각각 요구하고 있는 것이다.[93]

다. 미국 판례

1) Farris v. Glen Alden Corp. 판결 (1958)[94]

①Glen Alden Corp.는 광산업(coal-mining)을 하는 회사이고, 소외 List Industries는 지주회사로서 부동산, 영화, 직물업 등을 영위하고 있는 회사였다(List Industires는 본래 광산업을 운영하지는 않았음). ②그런데 List Industries가 Glen Alden Corp.에 기존에 보유하는 전 자산을 양도하고 그 대가로 Glen Alden Corp.의 주식을 받는 거래를 실시하였고, 그 결과 List Industries는 Glen Alden Corp. 주식의 76.5%를 보유하게 되었다. ③이후 회사의 상호도 변경되었고(Glen Alden Corp. → List Glen Alden), 양 회사의 기존 이사진이 함께 이사회를 구성하였으며, List Industires는 해산하고 List Industries가 보유하던 Glen Alden

---

91) 캘리포니아 주 회사법 제1110조(a), (i).

92) 캘리포니아 주 회사법 제1201조(b). 다만 이 경우에도 정관변경이 수반된 경우에는 인수회사 주주총회 승인을 거쳐야 한다. 캘리포니아 주 회사법 제1201조(c).

93) 이러한 점에서 캘리포니아 주 회사법이 사실상의 합병이론을 취하고 있다. 반면 우리나라의 경우, 합병・영업양수도의 경우에는 인수회사 주주총회 특별결의가 필요한 반면, 주식거래의 경우 주식교환・이전의 방법을 사용하지 아니하는 한 주주총회의 어떠한 통제도 받지 않으며, 삼각합병의 경우에도 인수회사 주주총회의 통제를 받지 않게 된다.

94) Farris v. Glen Alden Corp., 393 Pa. 427, 143 A.2d 25(1958). 이 판결을 다룬 서술로는 Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 앞의 책, p.232, 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.816-818.

Corp.의 주식은 청산과정에서 주주들에게 분배되었다.

Glen Alden Corp.의 주주 대다수는 위 거래에 동의하였으나, 이를 반대하는 소수주주인 원고(Farris)는 이 사건이 사실상의 합병(de facto merger)이므로 반대주주인 본인이 공정가격(fair value)에 의한 주식매수청구권을 행사할 수 있어야 한다고 주장하며 소를 제기하였다.[95] 이 사건의 쟁점은, 자산양수도(stock-for-asset)의 형식을 취한 이 사건 거래가 사실상의 합병(de facto merger)으로 인정될 수 있는지 여부였는데, 법원은 이 사건 조직재편은 합병과 동일하므로, Glen Alden Corp.의 주주들은 반대주주의 주식매수청구권을 가진다고 판시하였다.[96]

2) Applestein v. United Board and Carton Co. 판결 (1960)[97]

①United Board and Carton Co.는 공개회사로서 1,000명이 넘는 주주가 있었으며, 소외 Interstate Container Co.는 Saul Epstein의 1인 회사였다. ②1959년 7월, United Board and Carton Co.는 Epstein으로부터 그가 보유한 Interstate Container Co. 주식 전부를 양수하기로 하였다. ③주식양도의 대가로 Epstein에게 United Board and Carton Co. 전체 주식의 40% 상당을 교부하기로 하였으며, Epstein을 포함한 4명이 United Board and Carton Co. 이사로 선임되어 경영에 참여하게 되었다.

---

95) 당시 펜실베니아 주 제정법은 합병과는 달리 자산을 양수하는 회사에 대하여는 반대주주 주식매수청구권을 인정하지 않고 있었다.

96) 그 판단의 근거는, ①Glen Alden Corp.의 기존 주주들은 그 실질이 완전히 새로운 회사의 주식을 보유하게 되는 것이라는 점, ②자산양수도 이후 새로운 Glen Alden Corp.의 경영진이 변경되는 점, ③이 거래로 인하여 기존 주주들이 보유하던 주식의 지분비율이 감소하는 점 등이 있었다. 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.816-818 참조.

97) Applestein v. United Board & Carton Corp., 161 A.2d 474 (N.J. 1960). 이 판결을 다룬 서술로는 Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 앞의 책, pp.232-234, 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.814-815.

United Board and Carton Co.의 주주인 원고(Applestein)는 이 거래는 실질적으로 합병이므로 반대주주의 주식매수청구권이 인정되어야 한다고 주장하며 이 사건 소를 제기하였다. 이 사건의 쟁점은 주식을 대가로 한 장외 구주매수의 형식을 취한 조직재편 거래가 사실상의 합병으로 인정될 수 있는지 여부였다. 법원은 이 사건에서 두 회사의 결합은 실질적으로 합병에 해당하므로, 제정법에 의하여 원고에게 반대주주 주식매수청구권이 인정된다고 판시하였으며, 나아가 주주의 동의를 받지 아니하고 제정법상 합병에 필요한 절차를 따르지 아니한 이 사건 기업조직재편은 무효라고 하였다.[98]

3. 검 토

현재 상황으로서 사실상의 합병이론을 받아들이기는 어렵고, 실제로 이를 받아들이는 입법례도 미국 캘리포니아 주 회사법을 제외하면 찾아보기 힘들다. 사실상의 합병이론에 따르면, 어떠한 기업조직재편이 실질적으로 '합병'에 해당하는지에 대하여 예측이 불가능하게 되는 측면도 있다. 예컨대, 앞서 살펴본 Farris v. Glen Alden Corp. 판결에서는 총주식수의 76.5%에 해당하는 합병대가가 교부된 반면, Applestein v. United Board and Carton Co. 판결에서는 40%에 해당하는 주식만이 교부되었음에도 두 판결은 모두 사실상의 합병을 인정하였다. 더욱이 합병·영업양수도가 이루어질 때 인수회사 주주가 마주하는 위험의 정도와, 삼각합병·주식교환·지배권 주식매수가 이루어져서 대상회사를 자회사로 보유할 때 인수회사에 인식되는 위험의 정도는 다를 수밖에 없다. 그런데 위와 같은 조직재편을 일률적으로 '사실상의 합병'으로 간주하고 동일한 절차

98) 그 판단의 근거는, ①제정법에 의하여 규정된 '합병'의 경제적 효과를 모두 향유하면서도, 그 절차를 회피하는 것은 비정상적이라는 점, ②회사법의 일부분이 다른 부분을 무효화하는 것은 타당하지 아니하다는 점이었다. 임재연, 위의 책, pp.814-815 참조.

를 거치도록 하면 과도한 규제가 발생하게 된다.

미국에서도 사실상의 합병이론은 '대등지위이론'에 의하여 많은 비판을 받았고, 대부분의 판례들은 사실상의 합병이론을 채택하지 않고 있다고 평가된다.[99] 최근에 미국에서는 개별 조직재편들을 성문화하여 이 문제를 해결하고 있다.[100] 한편, '대등지위이론'이란 각각의 조직재편방법은 서로 독립적이고 대등한 것으로써, 하나의 방법에 의한 조직재편이 이루어졌다면, 설령 다른 조직재편 방법이 더 무거운 규제를 가하고 있다고 하더라도 그 규제가 적용될 필요는 없다는 것으로, 대표적으로 Hariton v. Acro Electronics 판결 (1963)[101]이 있다. 델라웨어 주 대법원은, Acro Electronics, Inc.(양도회사)와 Loral Electronics Corporation(양수회사)이 자산양수도 거래를 하며 그 대가로 양수회사 주식을 교부하기로 하였는데, 양도회사의 반대주주가 이 사건 거래는 사실상의 합병이기 때문에 본인에게 주식매수청구권이 보장되어야 한다고 소를 제기한 그 사안에서, "자산양수도에 관한 법규정과 합병에 관한 법규정은 상호 독립적이며, 대등한 지위에 있기 때문에 경영진들은 그 목적에 따라 둘 중 어느 방법을 선택하여도 무방하다"고 판시하며 청구를 기각하였다.[102]

여러 조직재편의 경제적 실질이 피상적으로는 동일할지라도, '인수회사가 대상회사를 합병하여 법인격을 소멸시키는 것', '대상회사의 자산을

99) 임재연, 위의 책, p.819.

100) 임재연, 위의 책, 같은 쪽.

101) Hariton v. Acro Electronics 41 Del. Ch. 74, 188 A.2d 123 (1963). 이 사안은 자산양수도(stock-for-asset)을 다룬 것이다. 구체적인 서술로는 Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 앞의 책, p.235, 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.818-819 참조.

102) 한편 주식형 거래(stock-for-stock)에 대하여서도 델라웨어 주 법원은 대등지위이론에 입각하여 판시를 한 바 있다. Orzeck v. Englehart, Court of Chancery of Delaware, New Castle, 192 A.2d 36 (1963). Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 앞의 책, pp.235-236 참조.

양수하는 것' 및 '대상회사를 완전자회사화 하여 지배하는 것' 간에는 자산·부채의 포괄적 승계 여부·우발채무 등의 위험인수 유무·인수회사 주주의 지배력 희석 여부 등에서 각각 차이가 존재한다. 그러므로 어떠한 조직재편이 인수회사의 주주에게 야기할 수 있는 위험의 정도·인수회사 경영진의 이해상반행위의 가능성·거래의 규모 등을 종합적으로 고려하여 개별 조직재편별로 부과된 주주보호 수준이 적절한지가 검토될 필요가 있다. 요컨대, 기존 제도와의 정합성을 고려하면서 삼각합병에 대하여 합리적인 수준의 인수회사 주주 보호 장치를 마련하고자 하는 것이 이 글의 문제의식이다.

제 3 장 기존 인수회사 주주보호 수단의 적용가능성: 주총특별결의와 주식매수청구권

제 1 절 개 관

인수회사의 주주 보호 방식으로 가장 보편적인 방법은 주주총회의 승인을 받도록 하는 방법과 반대주주의 주식매수청구권 행사를 인정하는 방법이 있다. 또한 주주총회의 승인은 '보통결의(단순결의)'와 정족수가 가중된 '특별결의'로 나눌 수 있다. 우리 상법을 기준으로 살펴보면, ①주주총회의 보통결의를 얻도록 하는 예로서는 이사·감사의 선임, 재무제표의 승인, 이사의 보수결정, 자기주식취득의 승인 등이 있고[103], ②주주총회의 특별결의에 의한 승인을 얻도록 하는 것으로는 주식교환·이전의 승인, 영업양수도의 승인, 정관변경 결의, 자본금감소의 결의, 합병의 승인 등이 있으며[104], ③반대주주의 주식매수청구권이 인정되는 예는 합병, 분할합병, 주식교환, 주식이전의 경우[105]가 있다. 정확하게 대응되는 것은 아니지만, 우리 상법은 주주총회의 특별결의를 받도록 하는 중요 사항에 대하여 주식매수청구권 행사를 아울러 보장하는 경우가 많다.

---

103) 상법 제382조 제1항(이사의 선임),상법 제409조 제1항(감사의 선임), 상법 제449조 제1항(재무제표의 승인), 상법 제388조(이사의 보수결정), 상법 제341조 제2항(자기주식취득의 승인). 이철송, 앞의 책, p.480.

104) 상법 제360조의3 제1항, 제2항(주식교환의 승인), 상법 제360조의16 제1항, 제2항(주식이전의 승인), 상법 제374조 제1항(영업양수도의 승인), 상법 제433조 제1항, 제434조(정관변경 결의), 상법 제438조 제1항(자본금감소 결의), 상법 제522조 제1항, 제3항(합병의 승인). 이철송, 위의 책, 같은 쪽.

105) 상법 제522조의3 제1항(합병), 상법 제530조의11 제2항, 제522조의3 제1항(분할합병) 상법 제360조의5 제1항(주식교환), 상법 제360조의22, 제360조의5 제1항(주식이전), 상법 제374조의2 제1항(영업양수도). 이철송, 위의 책, p.575.

이를 기업인수거래에 집중하여 살펴보게 되면 다음 [표]와 같다.

[표 2] 기업인수 제도별 인수회사 주주 보호 수준

		주주총회의 승인	반대주주 주식매수청구권
자산 거래	합병	특별결의	인정
	영업양수	특별결의	인정
	삼각합병	×	×
주식 거래	주식교환	특별결의	인정
	지배권 주식양수	×	×

인수회사가 대상회사를 인수하는 방식은 크게 자산거래(asset deal)와 주식거래(stock deal)로 구별되며, 前者는 합병·영업양수도·자산양수도로 나누어지고 後者는 주식양수도·주식교환으로 구분된다.[106] 다만 이 글에서는 논의의 집중도를 고려하여 자산양수도에 대해서는 별도로 분석하지 않도록 한다. 우리 상법은 ①자산거래인 합병·영업양수도에 대해서는 일률적으로 주주총회의 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 규정하고 있으나, ②주식거래에 대해서는 ㉠주식교환의 경우에는 자산거래와 동일한 규제를 적용하면서도 ㉡주식양수도의 경우 그 규모를 불문하고 어떠한 통제장치도 마련하고 있지 아니하다.[107]

이 글의 주제는 '삼각합병'의 인수회사 주주 보호에 필요한 수단으로서

106) 노혁준, 앞의 글(2015), p.91.

107) 노혁준, 위의 글, pp.90-91. 다만 소규모합병(인수회사의 신주발행이 기발행주식 총수의 10%를 넘지 않는 경우)·소규모영업양도(인수회사의 영업에 중대한 영향을 미치지 아니하는 경우)·소규모주식교환(인수회사의 신주발행이 기발행주식 총수의 10%를 넘지 않는 경우)에 해당한다면 주주총회의 특별결의를 거칠 필요가 없다.

어떠한 방법이 적절한지를 살펴보는 것이다. 이하에서는 '주주총회 특별결의(제2절)' 및 '주식매수청구권(제3절)'이 각각 요구되는 근거를 살피고, 합병에 적용되는 위 제도들이 삼각합병에도 적용되어야 하는지를 검토한다. 위 [표]에서 살펴보듯이, 이는 '삼각합병'을 '자산형 거래'로 바라보느냐, '주식형 거래'로 바라보느냐 하는 문제와도 일맥상통한다. 삼각합병은 자회사와 대상회사간 '합병'이 이루어진다는 점에서는 '자산형 거래'의 성격을 가지고 있다고도 볼 수 있지만, 결과적으로 인수회사가 대상회사를 자회사의 형태로 보유하는 것에 지나지 않기 때문에 '주식형 거래'라고 볼 여지도 있게 된다.[108] 이 글은 삼각합병을 '주식형 거래'로 이해한다.

제 2 절 주주총회 특별결의

1. 주주총회 특별결의를 요구하는 근거

주식회사 경영에서의 일반적인 의사결정은 원칙적으로 주주총회를 거쳐 선임된 이사들로 구성된 이사회에 맡겨져 있다.[109] 특히 세계적 추세도 전문 경영인들로 구성된 이사회의 권한을 확대하면서 주주총회의 권한을 약화시키고 있다.[110] 이와 같이 일상적 의사결정이 경영진에 의하여 이루어지는 것은 '소유와 경영의 분리'라는 주식회사의 기본 이념에도 부합한다.[111] 그러나 기업구조조정이나 정관변경 같은 회사의 근본적

108) 특히 삼각합병의 변형인 역삼각합병과 주식교환은 그 경제적 실질이 완전히 동일하다. 다만, 역삼각합병과 주식교환 간에는 그 경제적 실질이 동일함에도 불구하고 규제의 차익이 발생하고 있다는 문제점이 있다. 자세한 내용은 이 글 제5장 제1절 참조.

109) 김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・최문희, 앞의 책, p.63. 상법 제393조 제1항.

110) 송옥렬, 앞의 책, p.885.

인 변동(fundamental change)에 해당하는 사항에 대하여는 주주총회가 직접 의사를 결정하도록 되어 있고, 이는 우리나라뿐만 아니라 전 세계 입법례에서 공통적으로 나타나는 현상이다.[112] 주주총회와 이사회의 권한배분이라는 문제는, 처음부터 어떠한 선험적인 법리가 존재하는 것은 아니고 입법자들의 정책 판단의 산물이라고 볼 수도 있다.[113] 그럼에도 불구하고 이사회의 전권사항과 주주총회 승인 사항의 사이에 선(線)을 긋는 문제이므로, 어떠한 거래에 대하여 주주총회의 승인을 거칠 것이 필요한 것인지를 심도 있게 살펴볼 필요가 있다.

가. 거래규모설

거래규모설은 주주총회의 통제 필요성을 '거래의 규모(size)'에 따라 판단하는 견해로서, 주식회사가 규모가 큰 거래를 함에 있어서는 좋은 결정에 따라 주주에게 발생하는 효용도 커지기 때문에 개별 주주들이 적극적으로 주주총회 결의에 참여할 가능성이 높고 그에 따라서 주주총회 결의가 더 효율적이 될 가능성도 높아진다는 것이다.[114] 즉, 회사행위의 규모가 커질수록 회사 결정의 '품질'을 높이는 주주 통제의 가치 또한

111) 노혁준, 앞의 글(2015), p.85.

112) 노혁준, 위의 글, 같은 쪽.

113) 송옥렬, 앞의 책, p.886. 특히 이 책에서는 주주총회의 권한과 관련된 문제는 단순히 주주총회의 최고기관성이나 주식회사에서의 소유와 분리라는 개념으로부터 연역적으로 해결될 성질의 것이 아니라고 한다. 나아가 "주주의 소극성 및 정보력의 부족 등을 고려한다면 주주총회의 권한을 약화시키고 대신 이사회의 권한을 강화시키는 것이 바람직하다고 볼 여지도 있지만, 소규모의 회사에서는 의사결정에 직접적 이해관계를 가지는 주주에게 경영자의 결정을 뒤집을 수 있는 권한을 부여하는 것이 필요한 경우도 있을 것이다"라고 서술되어 있다.

114) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박준 · 송옥렬 · 안수현 · 윤영신 · 천경훈 · 최문희 譯, 『회사법의 해부』, 소화(2014), p.294가 위 견해를 소개하고 있다.

증대된다는 것이다.[115] 거래 규모가 증가함에 따라서 주주에게 미치는 영향도 커지기 때문이라고 볼 수도 있다.[116] 개별 주주들의 입장에서는 관련 정보를 수집하고 의결권을 행사하는 데 드는 비용이 그로 인한 효용보다 큰 것이 일반적이므로 작은 규모의 거래에서는 방관자가 되는 것이 합리적이지만, 거래 규모가 증대되면 주주 집단이 갖게 되는 이해관계도 커지기 때문에 오히려 주주총회에 적극적으로 참여하는 것이 주주에게도 합리적인 결과가 된다.[117] 우리 상법이 소규모합병[118]·소규모주식교환[119]의 기준을 발행주식 총수의 10%를 기준으로 하고 있는 것이나, 모범회사법(MBCA)이 발행주식총수의 20%를 기준으로 이를 넘는 신주발행에 대하여 주주총회 승인결의를 요구하는 것("20% rule")[120]도 거래규모를 반영하여 주주총회의 통제 여부를 결정하는 예이다.

이와 관련하여 최근 국내에서는, 지배주주가 존재하고 그들과 경영진이 합의한 가운데에 이루어지는 제국건설(empire building)의 위험이 큰 우리나라의 현실을 고려하여, 객관적 시가 이외에 경영권 프리미엄이 수반될 가능성이 높은 조직재편에서는 '거래 규모'에 따라 인수회사 주주보호 제도를 재편하여야 한다는 견해가 있다.[121] 이 견해는 '거래규모'와

115) Edward B. Rock, "The logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism", 『The Georgetown Law Journal』 Vol. 79 (1991), pp.453-463.

116) 윤영신, "자기주식의 합병대가 산입 문제와 조직재편거래상 주주총회 승인요건의 재정비 방안 - 특히 소규모합병과 합병대가유연화와 관련하여 -", 『상사법연구』 제26권 제2호 (2007), p.35.

117) 노혁준, 앞의 글(2015), p.85.

118) 상법 제527조의3.

119) 상법 제360조의10.

120) 모범회사법 제11.04조(g), 제6.21조(f).

121) 노혁준, 앞의 글(2015), pp.83-111.

연동된 통제방법을 주장한다. 즉, 우리 상법은 합병의 경우 발행되는 신주가 기발행주식수의 10%를 넘는지 여부, 영업양수의 경우 인수회사의 영업에 중대한 영향이 미치는지 여부를 각각 기준으로 하고 있는데[122], 이 견해는 순자산의 20%를 기준으로 '소규모성'을 판단할 것을 제안한다. 나아가 지배주식의 거래에서도 기존 지배주주에게 막대한 경영권 프리미엄이 지급되면 인수회사 경영진의 제국확장에 사용될 수 있기 때문에 일정한 주주 통제장치가 필요하고, 이는 지급된 대가가 인수회사의 주식인지 현금인지를 불문한다고 한다.[123] 다만, 인수회사의 입장에서 대상회사를 직접 경영하게 되는 자산형 거래(합병・영업양수)와 주식보유를 통하여 간접적으로 경영하는 주식형 거래(주식교환・지배주식 양수)는 인수회사 주주의 입장에서 인식되는 위험의 정도가 다르므로 규제의 수준이 달라야 한다고 주장한다.[124] 실질적으로 이 견해는 '대상회사의 지배권을 취득하였는지 여부'에 따라 인수회사 주주 통제 여부를 결정하여야 한다고 주장하기 때문에, 소위 '지배권취득기준설'이라고도 생각될 수 있으나, 결과적으로 '규모'를 기준으로 하여 일률적으로 주주총회의 관여 여부를 결정하므로 거래규모설의 일종이라고 생각된다.[125]

---

122) 노혁준, 위의 글, p.91. 상법 제527조의3 제1항(합병의 경우), 상법 제374조 제1항 제3호(영업양수의 경우).

123) 노혁준, 위의 글, pp.97-98. 또한 지배권 주식거래와 주식교환은 동일한 '주식거래'의 성질을 가지므로 동등한 수준으로 규율되어야 한다고 주장한다.

124) 즉, 위 견해를 요약하면, ①합병・영업양수의 경우 인수회사 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권을 거쳐야 하고, ②지배권 주식양수・주식교환의 경우 주주총회 보통결의만을 거치도록 하며, ③다만 인수회사의 순자산의 20% 이하의 대상회사의 영업양수 혹은 주식양수가 있는 경우(소규모합병, 소규모영업양수, 소규모 주식인수, 소규모 주식교환)에는 주주총회 통제를 거칠 필요가 없다는 것이다.

125) 다만 이 견해는 "사실 위 세 가지 판단 기준은 서로 배타적이기보다는 함께 고려되어야 할 사항들이다. 이 글에서 강조하고자 하는 것은 우리나라의 현실을 고려할 때 거래규모가 주주총회의 통제를 발동시키는 주요 요소가 될 수 있다는 점이다. (…) 거래규모에 연동된 통제방식은 기존 회사법제와 융합하기 쉬운 장점을 갖고 있기도 하

나. 투자결정설

투자결정설은 회사의 의사결정을 사업결정(business decision)과 투자결정(investment decision)으로 나누고, 前者의 경우는 전문성과 신속성을 요하기 때문에 경영진에게 일임하고 後者의 경우에는 주주에게 그 판단을 맡겨야 한다는 견해이다.[126] 즉, 몇몇의 경우에서는 회사행위 또는 회사의 의사결정이 일반적인 것이 아니며, 투자판단과 유사하여 주주들이 스스로 결정을 내릴 능력이 있기 때문에 주주총회의 통제를 받아야 한다는 것이다.[127] 캘리포니아 주 회사법[128]이 현금형 합병에 대하여

다"라고 주장하고 있다. 본질적으로는 '경영권 프리미엄이 오고갈 가능성이 높은 기업인수 거래'에 대하여 주주총회의 통제가 필요한데(지배권취득여부 기준), 규제의 편의성·법적 안정성을 고려하여 '거래 규모'를 판단 기준으로 제시하고 있다. 만일 상법이 '대상회사의 지배권을 취득하는 경우에 인수회사의 주주총회 통제절차를 거친다'라고 규정하게 되면 지배주주 판단 기준이 무엇인지(실제로 대규모 상장회사에서는 과반수에 훨씬 못 미치는 지분으로도 지배권을 취득한다), 지배주식을 산정함에 있어서 어느 범위(특수관계인)까지 합산할 것인지 등 문제가 발생하여 일률적인 규율이 어렵게 될 것이기 때문이다. 위 견해는 일관성을 유지하며 타당한 대안을 제시하고 있다.

126) William T. Allen·Reinier Kraakman·Guhan Subramanian, 『Commentaries and Cases on the Law of Business Organization (3rd Edition)』, Aspen (2009), p.451, Reinier Kraakman·John Armour·Paul Davies·Luca Enriques·Henry Hansmann·Gerard Hertig·Klaus Hopt·Hideki Kanda·Edward Rock, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·천경훈·최문희 譯, 앞의 책, pp.294-295에서 각각 위 견해를 소개하고 있다.

127) Reinier Kraakman·John Armour·Paul Davies·Luca Enriques·Henry Hansmann·Gerard Hertig·Klaus Hopt·Hideki Kanda·Edward Rock, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·천경훈·최문희 譯, 앞의 책, pp.294-295. William T. Allen·Reinier Kraakman·Guhan Subramanian, 앞의 책, p.451에서는 회사의 의사결정의 주체를 정함에 있어서는 누가 최적의 정보(best information)를 가지고 있는지 및 최적의 유인(best incentives)을 보유하는지를 기준으로 결정하여야 한다고 한다. ①경영진(managers)의 경우 충분한 정보와 판단 능력은 가지고 있으나 기업을 매각하는 경우와 같은 때에는 유인의 왜곡이 발생하는 경우가 있으므로, 사업결정(business decisions)을 할 권한만이 주어져야 하고(마이크로소프트사가 윈도우즈를 개발하거나 보잉사가 보잉747기를 개발하기로 하는 결정을 그 예로 든다), ②주주(shareholders)의 경우 투자결정(investment-like decisions)을 할 권한이 부여되어야

주주총회의 승인절차를 생략하도록 하고 있는 것은, 현금형 합병이 단순한 사업결정에 불과하다는 생각에 기인한 것으로 보인다.[129] 또한 회사법은 일반적으로 대규모 투자 및 금전 차입의 경우에도 이사회 단독으로 결정할 수 있도록 위임하는 것이 보통인데, 이 역시 위와 같은 투자 및 차입의 결정은 사업결정에 가깝다고 보기 때문이다.[130]

그러나 위와 같은 견해는 결정적으로 '사업결정'과 '투자결정'을 나누는 기준의 모호함이 난점으로 지적될 수 있다.[131] 또한 이러한 설명은 자산형 거래(asset deal)에는 주주총회의 승인결의를 요하면서도 주식형 거래(stock deal)은 이사회의 결의만으로 가능하게 한 법제를 설명하기가 대단히 어렵다.[132] 앞서 살펴본 '거래규모설'은 기 발행주식 총수라든지, 순자산과 같은 일응의 명확한 기준을 제시할 수 있는 반면, '투자결정설'은 규범적인 기준밖에 제시할 수 없으며, 만일 수치화·계량화된 기준을 사용하게 되면 결국 '거래규모설'과 동일한 결론에 이르게 된다.

다. 최종구간설

최종구간설은 경영진과 기존 주주 간 이해관계의 충돌(conflict of

하는데(예컨대, 대규모 합병·자산양수도·주식교환의 경우), 그 이유는 위와 같은 인수합병 거래가 잘못된 경우 이를 바로잡는 데에서 주주들에게 발생하는 이익이 크기 때문에 주주들도 의사결정에 적극적으로 개입할 인센티브가 생기고 주주들도 대규모 기업인수거래의 효용성을 판단할 능력은 있기 때문이다.

128) 캘리포니아 회사법 제181조, 제1201조(b), 제1200조, 제1300조.

129) 노혁준, 앞의 글(2015), 같은 쪽.

130) Reinier Kraakman·John Armour·Paul Davies·Luca Enriques·Henry Hansmann·Gerard Hertig·Klaus Hopt·Hideki Kanda·Edward Rock, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·천경훈·최문희 譯, 앞의 책, p.294.

131) 노혁준, 앞의 글(2015), 같은 쪽.

132) 윤영신, 앞의 글(2007), p.35.

interest)의 관점에서, 그 거래가 경영진에게 최종 구간(final period)이어서 경영진들이 기존 주주들의 이익을 등한시할 이해상충의 위험성이 있다면 주주총회의 관여가 필요하다는 견해이다.[133] 최종 구간에서 회사의 경영진은 현재 주주의 이익보다는 다른 회사와의 은밀한 거래를 통하여 대가를 수수하거나 새로운 회사에서의 고용 가능성을 더 중시할 유인이 있다.[134] 달리 표현하면 최종구간설은 그 거래로 인하여 '기존 주주의 지배권이 변동되는지 여부'를 기준으로 판단하게 된다.[135] 합병에서의 소멸회사나, 회사의 자산을 전부 양도하는 회사의 경영진이 최후의 게임(final game)에 직면하는 대표적인 예이다. 이때에는 대상회사 경영진의 도덕적 해이를 방지하기 위하여도 주주총회의 특별결의가 필요할 것이다. 대상회사의 경영진들은 더 이상 대상회사의 주주에게 충성을 다할 인센티브가 존재하지 않으며, 도리어 인수회사의 주주의 이익에 유리한 결정을 하여 향후 인수회사로부터 일정한 과실(果實)을 수취할 것을 도모할 위험성도 있기 때문이다.[136]

---

133) Ronald J. Gilson · Bernard S. Black, 『The Law and Finance of Corporate Acquisitions (Second Edition)』, The Foundation Press (1995), pp.714-722, Ronald J. Gilson · Reinier Kraakman, "What Triggers Revlon?", 『Wake Forest Law Review』 Vol. 25 (1990), pp.44-45, pp.54-55.

134) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박준 · 송옥렬 · 안수현 · 윤영신 · 천경훈 · 최문희 譯, 앞의 책, p.294.

135) William T. Allen · Reinier Kraakman · Guhan Subramanian, 앞의 책, pp.450-452. 예컨대 동등한 크기의 두 회사간에 발생하는 합병이나 주식교환은, 각 회사의 기존주주의 지배권을 희석시키게 되고, 거래 이후의 주주의 경영진에 대한 통제를 약화시키기 때문에 경영진이 이해상충행위를 할 유인이 생긴다. 마찬가지로 회사가 보유하고 있는 모든 재산을 처분하는 경우도 경영진은 최후 구간에 직면하기 때문에 이해상충의 가능성이 높아진다. 반면, 현금을 대가로 한 자산양수의 경우에는 거래 이후에도 경영진과 주주의 관계가 유지되므로, 경영진의 이해상충의 유인이 줄어든다. 왜냐하면 만일 경영진이 주주에게 피해가 가는 자산양수(현금을 대가로 교부하는 경우)를 하였다면, 사후적으로 주주들이 해당 이사를 해임하는 등 책임을 물을 수 있기 때문이다.

위와 같이 회사가 흡수합병되거나 영업의 전부를 양도하는 경우뿐만 아니라, 기존 주주의 '지분권의 변동'이 발생하는 경우에 경영진은 이해상충의 위험성이 있다고 본다. 거래 결과 기존 주주의 지분 변동이 발생하고 지배주주가 교체되게 된다면, 경영진에게 기존 주주에 대한 충실의무를 저버리고 새로운 주주들의 이해관계를 우선시하거나 사적인 이익을 추구할 인센티브가 생기기 때문이다.[137] 예컨대 주식교환·지배권 주식의 양수(주식을 대가로 한 경우)와 같은 경우에는, 합병이나 영업양수의 정도에는 미치지 못하지만, 경영진들이 기존 주주의 이익을 보호하기보다 새로운 지배주주에게 충실할 유인이 생긴다. 다만, 현금(교부금)이 합병·자산양수·주식양수·주식교환의 대가로 지급되거나 조직재편 이후의 지배권 변동이 소규모 거래의 경우에는, 인수회사의 지배권 변동이 없거나 미미하기 때문에 경영진이 이해상반행위를 할 위험성이 적으므로 주주총회의 통제를 받을 필요가 없다.[138]

라. 소 결 론

앞서 설명한 '거래규모설', '투자결정설' 및 '최종구간설'은 서로 배타적이고 비양립적인 관계가 아니라, 상호 보완적인 내용들이라고 생각한다.[139] 다만, ①'거래규모설'에 따르면 기업인수의 대가로 현금 등이 제

---

136) 노혁준, 앞의 글(2015), p.87. 예컨대 인수회사에 유리한 거래를 묵인하면서 향후 통합된 인수회사에서 임원으로서의 지위를 보전하기로 약속받는 경우를 들 수 있다. Ronald J. Gilson·Bernard S. Black, 앞의 책, pp.720-721에 따르면, 반복되는 거래(repeated transactions)에서는 경영진이 사익을 추구하는 행위를 하게 되면 향후 그에 대한 처벌을 받기 때문에(be penalized) 부정을 저지를 유인이 감소된다고 한다. 반면, 어떠한 거래가 최종 구간(a transaction is the last in series; the final period)에 놓인 경우에는 거래 이후에 불이익을 받을 가능성이 소멸하기 때문에 경영진에게 이해상반행위를 할 유인이 다시 생기게(reappears) 된다.

137) 윤영신, 앞의 글(2007), p.35.

138) 노혁준, 앞의 글(2015), p.87.

공되는 경우에까지 주주총회의 통제를 받게 되는데, 주주 구성에 변동이 없는 현금형 거래에까지 모두 주주총회 결의를 받도록 할 필요는 없을 것이다. 왜냐하면 그러한 경우에는 사후적으로 주주총회에서 해당 이사에 대한 책임을 묻는 방법으로 해결될 수 있기 때문이다. 미국 모범회사법이나 델라웨어 주 회사법 역시도 현금형 거래에 대해서는 주주총회 승인결의를 요구하고 있지 아니하다. 거래규모설의 내용은 소규모의 조직재편에 대하여 주주총회 승인절차 등을 면제하는 것으로서 반영되면 충분할 것이다. ②그리고 '투자결정설'의 경우에는 사업결정과 투자결정 자체의 구분이 모호하고, 그러한 이유에서 실제로 그 견해를 취하고 있는 학자도 쉽게 발견되지 아니한다.

어떠한 기업구조조정에 대하여 주주총회의 통제를 부과할 것인가는, 각각의 거래에 어떠한 '위험성'이 내재되어 있는지에 따라 개별적·구체적으로 검토되어야 할 문제일 것이지만[140], 인수회사의 지배권이 변동될 가능성을 기준으로 주주총회 승인 여부를 판단하는 최종구간설의 입장이 타당하다고 생각된다. 우리나라에서는 대규모 상장회사에 지배주주가 존재하는 경우가 대부분이고, 경영진이 지배주주의 지시를 받아 지배주주의 특수관계인에게 경영권을 승계하기 위한 방법의 일환으로서 조직재편제도를 활용하는 경우가 많다. 이러한 경우에 가장 문제되는 것이 바로 '기존 주주의 비례적 이익 침해'이다.[141] 최종구간설은 경영진이 최

139) 같은 취지로 노혁준, 위의 글, p.88.

140) 노혁준, 위의 글, p.87.

141) 노혁준, 위의 글, pp.87-88도 "오히려 문제되는 것은 근본적 변동 과정에서 지배주주의 사익 추구 행위이며, 특히 기업인수거래의 가장 중요한 위험요소 중의 하나는 지배주주와 경영진이 합의한 가운데에 이루어지는 제국건설(empire building)이라고 생각된다. 자산을 기준으로 한 재계 서열에 집착하여 무분별하게 외형을 키우고 그 피해는 결국 소수주주에 미치는 일들이 빈번하게 발생하고 있다"라고 한다. 물론 위 글은 기본적으로 거래규모설을 취하여 현금형 거래도 주주총회의 통제를 받아야 한다

후의 거래에 직면하는 경우에 그 회사의 주주가 아닌 다른 회사의 주주의 이익에 헌신할 수 있음을 지적하고 있다. 삼각합병의 경우에도 대상회사의 규모가 클수록 인수회사의 지배구조 변동이 커지게 되므로, 경영진의 사익 추구 위험성이 높아지게 된다.

한편 경영진과 주주의 이해상충에 주목하는 미국의 경우와, 지배주주와 소수주주의 이해관계 충돌이 문제되는 우리나라의 경우에 다소 차이가 있는 것은 사실이다. 그러나 우리나라에서도 조직재편에서 지배주주의 이해관계는 그들의 통제 하에 있는 경영진들이 대변하게 되므로, 결국 우리나라에서도 대립 구조는 '지배주주 및 경영진 對 소수주주'로 형성된다. 따라서 미국의 통설적인 견해인 최종구간설을 수용하여, '인수회사 주주의 지배력 변동 여부'를 주주총회 통제의 기준으로 삼아도 무방할 것이다. 거래규모설은 최종구간설을 보완하는 차원으로만 적용한다. 요컨대 ㉠'최종구간설'을 기준으로, 인수회사의 지배권을 변동시키는 조직재편은 주주총회 통제가 필요하다. ㉡다만, 인수회사의 지배권이 변동하는 인수거래일지라도 대상회사의 주주에게 교부되는 인수회사 주식의 양이 적은 '소규모 조직재편'은 기존 주주의 비례적 이익이 침해되는 정도가 미미하므로 인수회사 주주총회의 통제를 받을 필요가 없다. ㉢나아가 인수회사의 지배구조가 변동된다고 하더라도, 인수회사의 자산과 부채를 포괄적으로 승계하는 합병·영업양도와 같은 '자산형 거래'와, 대상회사를 자회사 형태로 지배하는 삼각합병·주식교환·지배권 주식양수와 같은 '주식형 거래'는 인수회사 주주가 당면하는 위험의 크기에는 차이가 있기 때문에[142], 주주총회 통제의 수준이 세분화되어야 한다. 그렇

고 주장하기 때문에, 이 논문과는 판단 기준에서 차이점이 있다.

142) 예컨대 인수회사의 주식을 대가로 인수합병이 이루어져 인수회사 지배구조에 변경이 생기는 경우(즉, 인수회사 기존주주의 지배권희석화가 발생하는 경우)에도 인수회사가 대상회사와 하나의 법인격으로 통합되며 자산과 부채를 포괄승계하는 '단순 합

지 않으면 주주의 이익을 과도하게 보호하는 결과 경영의 효율성이 저해될 수 있기 때문이다. 이 글의 입장을 요약하면 아래와 같다.

【새로운 기준(Ⅰ): 주주총회 특별결의】

①인수회사 주주의 지배권을 변동시킬 우려가 있는 조직재편 중, 일정 규모 이상의 거래는 인수회사 주주총회 승인을 얻어야 한다.

②인수회사가 '대상회사를 합병'하는 것과 '자회사 형태로 지배'하는 것은 인수회사 주주에게 인식되는 각각의 위험의 정도가 다르므로, 양자의 규제 수준에 차등을 두어야 한다.

2. 삼각합병에의 적용여부

가. 우리 상법의 태도

앞서 설명한 바와 같이 우리 상법은 2011년 개정을 통하여 삼각합병을 도입하였는데, 인수회사는 합병의 주체가 아니기 때문에 인수회사 주주총회의 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 회피할 수 있다고 설명되고 있으며[143], 실제로 상법에서도 인수회사의 주주총회 결의를 거치도록 규정하고 있지 아니하다. 삼각합병을 도입한 취지 자체가 인수회사의 주주의 간섭을 받지 않고 경영진이 자율적으로 기업구조 조정을 진행하게 함으로써, 기업인수합병을 활성화하려는 데에 있었기 때문에 삼각합병에서 인수회사의 주주총회 특별결의 절차를 거칠 필요가 없다는 점은 당연하게 생각되고 있다.[144] 그러나 ①삼각합병을 통하여

병'과 인수회사가 대상회사를 완전자회사로 보유하는 '삼각합병' 간에는 인수회사 주주의 입장에서 직면하는 위험의 크기에 분명한 차이가 있다. 왜냐하면 삼각합병의 경우 대상회사가 파산한다고 하더라도 주주유한책임원칙에 따라 인수회사의 자산은 보호받을 수 있기 때문이다.

143) 김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・최문희, 앞의 책, p.539.

144) 송옥렬, "기업인수의 대상과 그 대가의 선택", 『21세기 상사법・민사소송법의 과제

인수회사의 주주의 지분이 희석될 우려가 있는 점, ②인수회사의 경영진은 지배주주의 이익을 위하여 삼각합병을 남용하여 경영권 방어나 탈법적인 경영권 승계에 악용할 가능성이 상존하는 점, ③재무상태가 건전하지 못한 대상회사와의 삼각합병을 통하여 자회사의 가치가 하락할 경우 인수회사 주주에게도 충분히 그 위험이 인식될 수 있다는 점에서 위와 같은 통설적인 견해는 인수회사 주주 보호의 이념을 간과하고 있다.

나. 각 이론에 따른 분석

앞서 '주주총회 특별결의'로 대표되는 주주의 통제가 필요한 근거에 대하여 거래규모설, 투자결정설 및 최종구간설에 대하여 살펴보았다. 삼각합병의 경우를 위 각 이론에 대입하여 살펴보면, 첫째, '거래규모설'에 따를 경우 대상회사의 규모에 따라서 인수회사의 주주가 삼각합병에 대하여 승인을 할 권한이 있는지를 판단하게 될 것이다. '규모'라 함은 일응 대상회사의 주주에게 교부되는 인수회사의 주식 및 교부금을 기준으로 할 수 있을 것이다. 예컨대, 미국 모범회사법의 경우 삼각합병의 실행 과정에서 대상회사 주주에게 교부되는 신주 또는 잠재적 주식의 양이 기 발행주식 총수의 20%를 초과하는 경우 주주총회의 승인을 얻도록 하고 있다.[145] 그러나 거래규모설을 일관하게 되면 인수회사 주주가 직면

(하촌 정동윤 선생 고희기념논문집)』 (2009), p.217에 의하면, "미국에서는 이른바 삼각합병이라는 합병방식을 사용하기도 한다. 삼각합병을 하는 이유는 여러 가지가 있으나, 합병시 인수회사 주주총회의 동의를 얻어야 하는 문제를 피하려는 목적도 중요하다 (…) 이 과정에서 중요한 것은 P회사(인수회사)의 주주가 주주총회의 의결이라는 방식으로 간섭할 수 없다는 점이다. S회사(자회사)를 만드는 현물출자는 P회사의 이사회가 자유롭게 할 수 있고, 합병은 어디까지나 S회사와 T회사(대상회사) 사이에서 이루어진 것이기 때문에 P회사의 주주는 아무런 간섭할 권한이 없는 것이다"라고 서술하고 있다. 위 서술은 우리나라에 삼각합병이 도입되기 이전의 글인바, 기존 우리 학계의 삼각합병에 대한 전통적인 시각을 대표한다고 할 수 있다. 그러나 이 글에서는 "삼각합병에 대하여 인수회사 주주는 아무런 간섭할 권한이 없는 것이다"라는 명제에 대하여 반론을 제기하려는 것이다.

하게 되는 위험의 정도에 따르지 않고 오로지 양적 판단만 이루어지기 때문에 불필요한 규제가 생길 우려가 있다.

둘째, '투자결정설'에 의하여 살펴볼 경우 삼각합병에 대하여 주주총회의 특별결의가 필요하다고 볼 수도 있고, 필요하지 않다고 볼 수도 있다. 즉, 어느 쪽으로든 해석이 가능하다는 것인데, 이렇게 그 기준이 모호하다는 점이 바로 '투자결정설'이 비판을 받는 이유이기도 하다.[146] 우리나라 상법과 일본 회사법은, 합병의 경우에는 인수회사 주주총회의 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 거칠 것을 요구하는 반면, 삼각합병에 있어서는 위 절차들을 거치도록 하고 있지 아니하다.[147] 우리나라와 일본 법제를 투자결정설에 의한 것이라고 분석한다면, 상법 등이 '자산형 거래'인 합병 및 영업양수도는 인수회사의 투자결정으로 보는 반면, '주식형 거래'의 성격을 가진 삼각합병은 주식양수도와 마찬가지로 인수회사의 사업결정으로 여긴다고 해석할 수도 있다.[148]

---

145) 노혁준, 앞의 글(2014), pp.62-63. 모범회사법 제11.04조(g), 제6.21조(f). 다만, 모범회사법은 주주총회의 보통결의가 필요하다는 점과 반대주주가 주식매수청구권을 행사할 수 없다는 점에 주의를 요한다.

146) 만일 '투자결정설'의 입장에서 인수회사의 주주총회 특별결의가 필요하다고 생각한다면, 삼각합병은 인수회사가 주식을 현물출자하여 대상회사의 주식을 취득하는 것에 다름없으므로 이는 어떠한 주식에 투자를 할 것인지에 대한 판단과 유사한 '투자결정(investment decision)'이라고 할 것이다. 반대로 삼각합병에 주주총회 특별결의가 필요하지 않다고 하려면, 삼각합병은 회사의 자산을 활용하여 대상회사의 주식을 매집하는 것과 다르지 않으므로 단순한 사업결정과 다르지 않다는 주장도 가능하다. 이와 같이 투자결정설에 의할 경우 인수회사 주주의 입장에서는 '회사의 내부적 팽창'과 '구조상의 변경'을 구별하기 어렵게 된다. 같은 취지로, 송상현·김건식, 앞의 책, pp.266-267 참조.

147) 노혁준, 앞의 글(2014), p.64.

148) 물론 우리나라와 일본 모두 주식교환의 경우에 주주총회의 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 요구하고 있다(상법 제360조의3, 일본 회사법 제795조, 제797조; 소규모주식교환이 성립하는 경우에는 예외적으로 인수회사의 주주총회 승인절차를 생략할 수 있다). 즉, '주식형 거래' 중 지배권주식의 양도에는 주주의 통제를 요

셋째, 현재 미국의 다수설적인 견해인 '최종구간설'에 의한다면 삼각합병의 경우에는 인수회사 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다. 왜냐하면 삼각합병의 경우에도 대상회사의 주주에게 인수회사의 주식이 지급되므로, '주주의 비례적 이익'의 측면에서 합병과 차이가 없기 때문이다. 즉, 삼각합병 이후에 인수회사의 지배구조가 변동될 가능성이 있으므로, 경영진은 기존 주주의 이익 보호에 전념하는 것이 아니라, 새로운 주주 구성을 염두에 두고 본인의 이익을 극대화하는 쪽으로 행동하게 된다. 더욱이 일반적으로 지배주주들이 존재하는 우리나라 상장회사에서는, 지배주주와 경영진이 결탁한 가운데에서 발생할 수 있는 남용가능성을 생각하면 주주총회 통제의 필요성이 크다. 다만, 인수회사에서 '교부금 삼각합병'을 진행하는 경우이거나, 삼각합병 결과 인수회사 기존주주의 지배권 변동이 극히 미미한 '소규모 삼각합병'의 경우에는 주주총회 특별결의가 필요하지 않을 것이다.[149]

다. 소 결 론

이 글에서는 '인수회사 주주의 지배권 희석화 여부'를 기준으로 인수회사 주주총회의 통제가 필요한지 여부를 판단하기로 하였다(새로운 기준Ⅰ). 삼각합병의 경우 인수회사의 주식이 자회사에게 이전된 이후 대상회사 주주에게 교부되기 때문에, 결과적으로 대상회사의 주주가 인수회사의 주주로 신분이 전환되게 되고 당연히 인수회사 주주의 지배권의 희석화가 발생하게 된다. 즉, 인수회사의 경영진이 최후의 게임에 직면하게 되고, 지배주주와 소수주주 간 이해관계가 상충되는 경우에는 경

구하지 않으면서도, 주식교환에 대해서는 강한 주주 통제를 부과하고 있는 것이다. 위와 같은 태도는 투자결정설에 의하여서도 쉽게 설명되지 않는다. 자세한 내용은 이 글 제5장 제1절, 제2절 각 참조.

149) 노혁준, 앞의 글(2015), p.87.

영진이 지배주주의 이익만을 고려할 위험성이 다분하다. 특히 인수회사의 지배주주와 경영진이 의기투합하여 소수주주의 이익을 도외시할 가능성이 높은 우리나라의 현실을 고려하면, 삼각합병의 남용가능성을 방지하기 위하여 주주총회의 결의를 거치도록 할 필요성이 있다.

다만, 삼각합병이 인수회사의 주주총회의 통제를 받는 것이 타당하다는 결론에 이르더라도, 그 수준은 합병에 적용되는 그것과는 달라야 한다. 왜냐하면 삼각합병과 단순 합병을 비교할 때, 인수회사의 주주가 마주하는 위험의 정도가 다르기 때문이다(새로운 기준Ⅱ). 인수회사의 주주 입장에서, 인적·물적 자원의 포괄승계가 발생하는 '합병'이 인수회사가 대상회사를 100% 자회사로 보유하는 형태의 '삼각합병' 보다 더 큰 위험(risk)을 초래하는 것은 분명하다.[150] '합병'의 경우 부외부채까지도 모두 인수회사의 위험으로 이전되는 반면, '삼각합병'의 경우 주주유한책임이라는 방파제가 있기 때문에 대상회사에서 발생하는 손실은 인수회사가 보유한 대상회사 주식의 가치라는 한도에서만 인식되기 때문이다.[151] 인수회사의 입장에서는 '합병'을 통한 직접 경영인지, '삼각합병'을 통하여 주식을 보유한 뒤 이루어지는 간접 경영인지에 따라서 경영 양태에 차이가 발생할 수도 있다.[152] 그러므로 이 글에서는 삼각합병의 경우에는 인수회사 주주에게 인식되는 위험의 정도가 합병보다 작기 때문에, 주주총회 보통결의 정도로서 인수회사 주주 보호가 충분하다고 본다.[153]

---

150) 노혁준, 위의 글, pp.93-94.

151) 노혁준, 위의 글, p.93.

152) 노혁준, 위의 글, p.93.

153) 이 글 제4장 제2절에서 상세히 논의한다.

제 3 절 주식매수청구권

1. 주식매수청구권을 부여하는 근거

반대주주의 주식매수청구권(appraisal right)이란 주주총회를 통하여 주주의 이해관계에 중대한 영향을 발생시키는 어떠한 사항이 결의된 경우, 그 결의에 대하여 미리 반대의 의사를 표시한 주주가 회사에 대하여 본인이 보유하고 있던 주식의 매수를 청구할 수 있는 권리이다.[154] 주식매수청구권은 모든 주주총회 결의 사항에 대하여 인정되는 것이 아니라 법률이 규정한 사항(triggering event)에 한정하여 발생하는 것이며, 만일 회사와 주주 간에 정관으로 규정하는 등 임의적인 방법으로 주식매수청구권을 부여한다고 하더라도 이는 주주에게 '출자를 환급'하는 것이므로 허용될 수 없다.[155] 주식매수청구권은 소수주주에게 출자를 회수하여 자

---

154) 송옥렬, 앞의 책, p.923. 주식매수청구권의 법적 성질은 형성권(形成權)으로 본다. 대법원 2011. 4. 28. 선고 2010다94953 판결은, "영업양도에 반대하는 주주의 주식매수청구권에 관하여 규율하고 있는 상법 제374조의2 제1항 내지 제4항의 규정 취지에 비추어 보면, 영업양도에 반대하는 주주의 주식매수청구권은 이른바 형성권으로서 그 행사로 회사의 승낙 여부와 관계없이 주식에 관한 매매계약이 성립하고, 상법 제374조의2 제2항의 '회사가 주식매수청구를 받은 날로부터 2월'은 주식매매대금 지급의무의 이행기를 정한 것이라고 해석된다. 그리고 이러한 법리는 위 2월 이내에 주식의 매수가액이 확정되지 아니하였다고 하더라도 다르지 아니하다"라고 판시한 바 있다. 노혁준, "합병으로 인한 주식매수청구시의 가격결정(대법원 2006. 11. 24. 선고 2004마1022 판례평석)", 『민사판례연구』 제30집 (2008), pp.612-613에 따르면, "19세기 미국에서 각 주주들은 회사의 구조적인 변동을 거부(veto)할 수 있었다. 즉 각 주주들은 원시정관의 내용에서 벗어나는 변화에 대해 거부권을 행사할 수 있었다. 하지만 오히려 소수의 횡포를 부를 수 있는 이러한 접근방식은 곧 폐기되었고, 다수결에 의해 회사의 근본적인 구조를 변경시킬 수 있게 되었다. 전통적인 견해에 따르면 주식평가 및 매수청구권은 이러한 비토권상실에 대한 보상 차원에서 도입되었다고 한다"라고 서술되어 있다. 이 견해에 따르면 주식매수청구권이 삼각합병에 적용되는지가 타당한가에 대한 논증을 더 이상 진행하는 것이 불가능하므로, 이러한 전통적 견해는 이 각주에서 소개하는 것으로 그친다.

155) 송옥렬, 앞의 책, p.924. 대법원 2007. 5. 10. 선고 2005다60147 판결은 " 주주 간의

발적으로 회사와의 관계를 청산할 수 있는 퇴사권(exit right)을 부여한 것인데[156], 사전적으로 경영진 혹은 지배주주에 의한 일방적인 가격설정 내지 축출을 방지하여 소수파 주주의 비례적 이익을 보호함으로써, 결과적으로 경영진 및 지배주주의 기회주의적인 행동을 통제한다고 설명되어지고 있다.[157] 이 글의 주제의식은 삼각합병에서 인수회사의 주주에게 주식매수청구권을 부여하는 것이 타당한가에 있기 때문에, 이하에서 주식매수청구권의 인정근거에 대한 다양한 견해를 소개한다. 기본적으로 주식매수청구권에 대하여 전통적인 견해는 '소수주주의 보호'라는 차원에서 접근을 하고 있었는데, 최근에는 '경영진 혹은 지배주주에 대한 견제'라는 차원이 부각되고 있다.[158]

가. 최종구간에서의 지배주주·경영진의 이해상충행위 방지

앞서 살펴본 바와 같이 회사의 경영진이 최후의 게임(final game)을 마주하는 경우, 더 이상 회사 및 주주에 대한 충실의무·선관주의의무를 다하지 아니하고 사적인 이익, 심지어는 상대방 회사의 이익을 고려할 유인이 발생할 수 있게 된다.[159] 주식매수청구권이 다량으로 발생

분쟁 등 일정한 사유가 발생할 경우 어느 주주를 제명시키되 회사가 그 주주에게 출자금 등을 환급해 주기로 하는 내용의 규정을 회사의 정관이나 내부규정에 두는 것은 그것이 회사 또는 주주 등에게 생길지 모르는 중대한 손해를 회피하기 위한 것이라 하더라도 법정사유 이외에는 자기주식의 취득을 금지하는 상법 제341조의 규정에 위반되므로, 결국 주주를 제명하고 회사가 그 주주에게 출자금 등을 환급하도록 하는 내용을 규정한 정관이나 내부규정은 물적 회사로서의 주식회사의 본질에 반하고 자기주식의 취득을 금지하는 상법의 규정에도 위반되어 무효이다"라고 판시하였다.

156) 송옥렬, 위의 책, p.923.

157) 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·최문희, 앞의 책, pp.567-568.

158) 민정석, "합병 반대주주의 주식매수청구권의 법적 성격과 주식매수대금에 대한 지연손해금의 기산점", 『BFL』 제48호, 서울대학교 금융법센터 (2011), p.75.

159) Ronald J. Gilson·Bernard S. Black, 앞의 책, p.720. 거래 이후에 경영진에게 부과될 수 있는 불이익이 감소하기 때문에 다시 경영진의 이해상반행위의 위험성이 높아

하게 되면 회사는 그 비용을 감당하지 못하여 조직재편을 진행할 수 없게 되므로, 주식매수청구권은 지배주주나 경영진의 기회주의적 행동을 억제하는 역할을 한다.[160] 즉, '최후의 거래'가 이루어지기 때문에 경영진들이 효율적으로 통제되지 못하는 '최종 구간'이 발생하게 되는데, '주주총회의 승인결의'와 더불어 반대주주에게 '주식매수청구권'을 행사할 수 있도록 함으로써 경영진의 이해상반행위를 방지하게 된다.[161] 주주의 통제는 '주주총회 결의'와 '주식매수청구권'이라는 양대 축으로 이루어지기 때문에, 이 견해는 앞서 살펴본 최종구간설의 연장선에서 이해하면 된다.

이와 더불어 합병·영업양수 등 회사에 중대한 영향을 미치는 기업인수 거래의 경우, 주주들이 예측하지 못하였던 베타(β) 값에 변동이 생기게 되는데, 경영진들은 최후의 게임을 맞이하는 상황이기 때문에 베타 값을 임의로 변경할 유인이 발생하게 된다고도 분석된다.[162] 주주들이 회사의 모든 거래를 통제하는 것이 아니기 때문에, 경영진은 개인적인 이익을 추구하는 이해상충행위를 하며 사익을 추구할 가능성이 있다.[163] 여기서 베타(β)라고 함은 '시장변화에 대한 그 회사 주식의 민감도'를 의미한다.[164] 그러나 반대주주에게 주식매수청구권이 보장되어 있는 경우, 경영진 또는 지배주주가 술수(gimmick)를 부리게 되더라도, 이에 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사하고 높은 가격에 주식을 팔

지게 되고, 이를 '최종 구간의 문제(final period problems)'라고 한다.

160) 송옥렬, 앞의 책, p.924.

161) 노혁준, 앞의 글(2008), pp.613-614.

162) 노혁준, 위의 글, 같은 쪽.

163) Ronald J. Gilson · Bernard S. Black, 앞의 책, pp.719-720.

164) 베타(β)에 대한 자세한 설명으로는, Richard A. Brealey · Stewart C. Myers · Alan J. Marcus, 『Fundamentals of Corporate Finance』, McGraw-Hill/Irwin (2007), pp.346-352, Richard A. Brealey · Stewart C. Myers · Alan J. Marcus, 남상구 譯, 『재무관리의 이해 (제10판)』, McGraw-Hill Education Korea (2013), pp.194-198.

고 퇴사하면 된다. 주식매수청구권은 기업인수 거래에서 발생하는 비용의 큰 비중을 차지하기 때문에, 주식매수청구권이 존재한다는 사정만으로도 경영진 혹은 지배주주의 기회주의적인 행동을 통제할 수 있다.[165]

나. 소수주주 보호 및 파레토최적의 달성

주식매수청구권을 통하여 사전적으로 소수주주가 축출로부터 보호될 수 있고, 소수주주가 보유한 지분 가치가 상승되며, 사후적으로 파레토최적을 달성할 수 있게 된다는 견해도 있다.[166] 주식매수청구권이 존재함으로써 대리인비용이 감소하게 되고 소수주주 뿐만 아니라 모든 주주의 효용을 증진시키게 된다는 것이다.[167] 예컨대, 합병이 이루어지는 상황을 가정하여 보면, 합병 이후 시너지가 발생할 것을 기대하는 주주들은 합병결의에 찬성하고 통합 회사의 주주로 남음으로써 만족을 얻고, 합병 그 자체의 경제적 효과에 의문을 갖거나 합병비율에 불만족하는 반대주주는 주식매수청구권을 행사하여 탈퇴(exit)함으로써, 어느 누구도 손해를 보지 않는 구조조정을 할 수 있게 된다.[168] 법경제학적인 관점에서 모든 법제는 파레토최적을 유도하기 위하여 설계되어야 하는데, 주식매수청구권은 이처럼 사회적인 효율성을 극대화할 수 있는 장치이다.[169]

---

165) 노혁준, 앞의 글(2008), p.614.

166) Frank H. Easterbrook · Daniel R. Fischel, 『The Economic Structure of Corporate Law』, Harvard University Press (1991), pp.145-147.

167) Frank H. Easterbrook · Daniel R. Fischel, 위의 책, pp.145-146. 회사의 주식가치를 높임으로써 회사 지배권 거래를 통하여 사회적으로 효용이 발생하게 된다. 구체적으로 "In other words, appraisal remedy disdains 'sharing', and in so doing increases total wealth"이라고 한다.

168) 노혁준, 위의 글, 같은 쪽.

169) 파레토 최적 내지 파레토 효율성(Pareto efficiency)이란 개인들의 선호와 관련된 분배의 효율성으로서, "적어도 어떤 한 사람의 후생을 확실히 증가시키면서 다른 사람 누구도 후생이 감소하지 않도록 하는 변화가 불가능한 경우"를 파레토 효율성이라고

이 견해는 주식매수청구권이 소수주주가 지배주주에 의하여 축출되는 상황에 있어서도 '소수주주가 받을 수 있는 최소 가격'을 미리 정하여 두는 보호장치로서 기능하게 된다고도 한다.[170] 다만 이 부분은 전통적으로 영미법에서 주식매수청구권의 도입 취지를 설명하는 정도의 의미가 크다.[171] 앞서 설명한 첫 번째 견해가 '지배주주 혹은 경영진의 사익 추구행위 견제'에 방점을 두었다면, 본 견해는 '소수파 주주의 이익 보호'를 설명하는 전통적인 분석이다. 현재 '소수주주의 정당한 이익 보호'라는 이념에 대하여 부인하는 견해는 찾기 힘들다. 따라서 이 견해가 주식매수청구권이 어떠한 상황에서 발동되어야 하는가에 대한 실질적인 기준을 제시하여 준다고 보기는 어렵다. 결국, '어떠한 상황에서 어느 정도로 소수주주를 보호하여야 하는가?'라는 물음에 다시 답을 해야 하기 때문이다. 요컨대 이 견해는 주식매수청구권을 적용함에 있어서 '소수주주 보호'라는 연혁적 취지를 고려하도록 하는 정도의 역할을 한다.

다. 그 밖의 논거들

이외에도, ①첫째, 시장가격과의 괴리로부터의 소수주주 보호・대상회사에 객관적인 평가 기회의 제공・경영진 및 지배주주의 기회주의적 행동 감시근거로 드는 견해가 있다.[172] 주식매수청구권의 행사 가액은

한다. 이와 대비되는 개념으로는 칼도어-힉스 효율성(Kaldor-Hicks efficiency)이 있다. Robert D. Cooter・Thomas Ulen, 한순구 譯, 『법경제학 (제6판)』, 경문사(2013), p.23.

170) 노혁준, 앞의 글(2008), p.613.

171) 예컨대 영국에서는 100% 공개매수(mandatory bid)의 마무리 수단으로 축출(squeeze-out) 제도가 사용되고 있다고 한다. 미국에서는 소수주주 축출의 방법으로 교부금합병이 주로 이용된다고 한다. 송옥렬, 앞의 책, p.857 참조. 참고로, 우리 상법은 1995년 상법에 주식매수청구권 제도만을 도입하였고, 2011년 상법 개정으로 비로소 '지배주주에 의한 소수주식의 전부취득 제도'를 신설하였다.

172) Hideki Kanda・Saul Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of

일반적으로 공정 가액(fair price)인데, 만일 그 주식의 시장가격이 저평가된 경우에도 주주들은 정당한 대가를 보상받을 수 있다.[173] 또한 주주들은 그들의 경영진에 대하여 정기적으로 평가를 하고 싶어 하는데, 주식매수청구권이 행사되게 되면 회사 또는 법원에 의하여 기업가치가 평가되므로 경영진의 실적에 대하여 점검(reckoning)할 수 있는 기회가 된다.[174] 나아가 경영진은 회사의 근본적 변동이 있는 조직재편의 경우 신인의무를 위배하는 행위를 할 가능성이 높은데, 주식매수청구권의 존재는 이러한 이사들의 임무위배행위를 발견(discovery)하는 계기가 된다.[175] 따라서 주식매수청구권은 그 존재만으로도 경영진의 이해상충행위를 억제하는 역할을 할 것이다.

②둘째, 주주들은 제각기 위험에 대한 다른 태도를 갖고 있는데, 주식매수청구권을 통하여 서로 다른 주주들의 선호가 조화(preference reconciliation)될 수 있다는 견해도 있다.[176] 만일 주주들이 자본시장에 대한 접근이 제한되어 효과적인 포트폴리오를 갖추고 있지 못한 경우에도, 주식매수청구권은 회사로 하여금 조직재편으로 인하여 손해를 인식하는 주주에 대해서는 적절한 보상을 하도록 한다.[177] 회사가 조직재편으로 인하여 손실을 입는 주주에게 보상하는 재원은 관념적으로는 조직재편을 이익이라고 생각하는 주주로부터 이전되는 것이다.[178] 따라서 기업 조직

Corporate Law", 『University of California at Los Angeles Law Review』 Vol. 32 (1985), pp.437-445.

173) Hideki Kanda · Saul Levmore, 위의 글, pp.437-441.

174) Hideki Kanda · Saul Levmore, 위의 글, pp.441-443.

175) Hideki Kanda · Saul Levmore, 위의 글, pp.443-445.

176) Peter V. Letsou, "The Role of Appraisal in Corporate Law", 『Boston College Law Review』 Vol. 39 (1998), pp.1140-1149.

177) Peter V. Letsou, 위의 글, pp.1124-1125.

178) Peter V. Letsou, 위의 글, p.1125.

재편이 효율적이라고 생각하는 주주는 찬성결의를 하면 되고, 반대하는 주주는 주식매수청구권을 행사하고 퇴사하면 되므로, 결과적으로 모든 주주는 사전적으로(ex ante) 높은 가격에 주식 거래가 가능해진다.[179]

③셋째, 사전적으로는 다수주주들이 전략적으로 행동하는 것을 예방하고, 사후적으로는 반대 주주에게 공정 가격(fair price)에 의한 보상을 보장해 줄 수 있는 제도라는 견해가 있다.[180] 최초에는 주식매수청구권이 축출(squeeze-out)에 대한 소수주주 보호 차원에서 입법화되었으나, 오늘날 주식매수청구권은 경제 환경의 효율성을 증진시키는 역할을 한다.[181] 특히 주식매수청구권은 소수주주로 하여금 집단행동을 할 수 있는 방법을 제공하기 때문에, 사전적으로 지배주주의 사익추구행위를 방지할 수 있다고 한다.[182] 나아가 이 견해는 주식매수청구권이 주식형 거래 등에도 확장되어 적용되어야 하며[183], 주식매수청구권 행사 이후 행사 가액이 변제될 때까지의 시간에 따른 화폐가치의 변동분(time value)도 반영되어야 한다고 주장한다.[184]

주식매수청구권의 근거에 대하여 백가쟁명식으로 주장되고 있기는 하지만, 결국 요점은 ㉠회사의 의사결정이 다수파 주주의 선임을 받은 경영진 혹은 주주총회에서의 다수결로 이루어진다는 데에서 필연적으로 발생하는 소수주주의 이익 침해라는 문제를 보완하기 위한 제도가 주식

179) Peter V. Letsou, 위의 글, p.1125.

180) Alexander Khutorsky, "Coming in from the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-out Transactions", 『Columbia Business Law Review』 (1997), pp.141-152.

181) Alexander Khutorsky, 위의 글, pp.162-163.

182) Alexander Khutorsky, 위의 글, pp.158-159.

183) Alexander Khutorsky, 위의 글, pp.159-160.

184) Alexander Khutorsky, 위의 글, pp.160-162.

매수청구권 제도라는 것이다. ㉡나아가 반대주주에게 정당한 이익을 보상해 주어야 하므로, 경영진이 회사에 근본적 변동을 가져오는 조직재편을 추가 비용 없이 실행하기 위해서는 객관적으로 합리적인 결과가 도출되는 방안을 주주들에게 제시하여야 한다. 따라서 주식매수청구권은 그 존재만으로 지배주주나 경영진의 사익추구행위를 방지하는 역할을 한다.

그러나 소수주주 보호 및 경영진 견제의 필요성이 대두된다고 하여 주주에게 그가 보유하고 있던 주식의 가액 이상의 프리미엄을 지급할 수는 없다. 주식매수청구권 제도는 최소한 반대주주가 회사에 공정한 가격(fair price)으로 주식을 매도할 수 있는 권리를 부여함으로써, 회사・지배주주・소수주주의 이해관계를 조화(reconciliation)시킨다. 다만, 본질적으로 주식매수청구권을 인정하는 것은 주식회사에서 금지하는 출자의 환급이 이루어지기 때문에 그 역기능도 고려되어야 한다. 특히, 주식의 자유로운 양수도가 가능한 상장회사 주식에 대하여서도 주식매수청구권을 폭넓게 인정하는 것이 타당한가의 의문도 있다.[185]

---

185) 모범회사법(MBCA)은 주주의 주식매수청구권이 발동되는 거래를 열거하면서도(모범회사법 제13.02조(a)), ①유동성 있는 시장에서 매도 가능한 주식(주식 시장에서 거래되고 2,000명 이상의 주주 및 2,000만 달러 이상의 시장 가치를 가진 회사의 주식)이면서(모범회사법 제13.02조(b)(1)), ②이해상충거래가 아닌 경우(모범회사법 제13.02조(b)(4))의 경우에는 이른바 “시장성의 예외(market exception)”를 인정하여 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 배제하고 있다. 구체적 내용은 엄세용, “주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구”, 『증권법연구』 제14권 제2호(2013), pp.175-176. 위와 같은 시장성의 예외가 인정되는 근거에 대하여서는 ㉠주식매수청구권 발동거래가 발표되면 시장(市場)은 최대의 효율성 내에서 당해 회사 주식을 평가하여 신뢰할 수 있는 공정가격을 형성한다는 점, ㉡만일 공정가격이 형성되지 않게 되면 별도의 경쟁적 제안이 이루어지게 되어 결국 반대주주는 시장에서 주식을 매도할 수 있다는 점이 제시되고 있다. 구체적 내용은 엄세용, 위의 글, p.176. 한편, 주식매수청구권의 기능이 단순히 ‘탈퇴권을 보장’하는 것을 넘어, ‘다수파 주주 및 경영진의 기회주의적 행동을 억제하는 역할’도 포함하기 때문에, 시장성의 예외를 인정하여서는 안 된다는 견해로는 송옥렬, 앞의 책, pp.924-925.

라. 소 결 론

우리 상법도 대체로 '최종구간설'의 입장에서 분석이 가능하다. 예컨대, 영업양수도・합병・분할합병・주식교환・주식이전 등[186]에서 주식매수청구권이 인정되고 있는 반면, 정관변경・자본금감소 등[187]에서는 설령 주주총회의 특별결의를 거치더라도 반대주주의 주식매수청구권이 보장되고 있지 않다.[188] 즉, 인수회사가 대상회사와 하나의 법인격으로 통합되는 합병・분할합병이나, 지주회사로 모든 주식이 이전되고 기존 주주들은 지주회사의 주주로 신분이 전환되는 주식이전과 같은 경우가 대표적으로 회사의 경영진이 최후의 게임(final game)에 직면하는 경우라 하겠다. 반면, 자본금의 감소나 정관변경은 회사의 중대한 변동이기는 하지만 회사가 계속 존속되고 주주 구성에 변동이 없기 때문에 경영진이 최종구간(final period)에서 이해관계 상충이 발생할 유인이 없다.[189]

나아가, 주식 거래(stock deal)를 살펴보자면, 회사가 다량의 신주를 발행하거나 대규모 주식양수도가 이루어지는 경우에는 반대주주의 주식매수청구권이 보장될 필요는 없을 것이다. 같은 취지에서 모범회사법은 발행주식 총수의 20%를 넘는 신주가 발행되는 경우에 '주주총회의

186) 상법 제374조의2 제1항(영업양수도), 상법 제522조의3(합병), 상법 제530조의11 제2항(분할합병), 상법 제360조의5(주식교환), 상법 제360조의22(주식이전).

187) 상법 제433조 내지 제436조(정관변경), 상법 제438조 내지 제446조(자본금의 감소).

188) 송옥렬, 앞의 책, p.924.

189) 같은 취지로 송옥렬, 위의 책, 같은 쪽에서는 "특히 정관변경은 회사의 기초가 변경되는 것이므로 주식매수청구권이 인정되어야 한다고 생각할 수 있겠으나, 대부분의 정관변경은 주주의 이해관계에 큰 영향이 없다는 점을 고려하여 제외시킨 것으로 이해하면 된다"라고 서술하고 있다. 다만 모범회사법(MBCA)에서는 '정관변경'을 주식매수청구권의 발동사유(triggering event)로 규정하고 있다. 합병(merger), 주식교환(share exchange), 자산양수도(disposition of assets), 정관변경, 그 밖의 정관이 정하는 사유가 있는 경우에 주식매수청구권이 발생하게 된다. 다만 시장성의 예외(market exception)도 적용됨에 유의하여야 한다. 모범회사법 제13.02조.

보통결의'를 얻을 것을 요구하면서도 '반대주주의 주식매수청구권'은 보장하고 있지 아니하다.[190] 따라서 이 글은 주식매수청구권의 행사와 관련하여 당해 거래가 '최종 거래' 인지가 최우선적인 요소로 고려되어야 하고, 부수적으로 그 거래로 인하여 '베타(β)' 값이 급변할 수 있는지가 참작되어야 한다고 주장한다. 예를 들어, '합병'이나 '영업양수'의 경우에는 해당 조직재편 이후 인수회사가 대상회사의 자산과 부채를 포괄승계하기 때문에 인수회사의 가치에 직접적으로 영향을 미치게 되지만, '주식교환'이나 '지배권 주식양수'의 경우에는 인수회사는 자회사의 형태로 대상회사를 지배하게 되어, 주주유한책임의 원칙에 따라 자회사의 도산이나 우발부채의 위험으로부터 일정 정도 보호되기 때문에 같은 최종 구간이라도 할지라도 인수회사 주주에게 인식되는 위험의 정도는 다르게 된다. 이 논문의 입장을 정리하면 아래와 같다.

【새로운 기준(II): 주식매수청구권】

①회사의 경영진이 최종 구간(final period)에 직면하는 거래의 경우, 원칙적으로 반대주주의 주식매수청구권이 보장되어야 한다.

②다만 조직재편이 인수회사 주식가치에 미칠 수 있는 영향(β)이 낮은 경우 주식매수청구권까지 보장될 필요는 없다.

2. 삼각합병에의 적용여부

결론부터 말하자면, 삼각합병에 있어서 인수회사의 주주에게 주식매수청구권을 부여할 필요는 없다고 생각한다. 이를 논증하기에 앞서 먼저 '합병'의 경우를 살펴보면, ①합병 과정에서 인수회사 경영진은 최종 구간에 직면하기 때문에 반대주주의 주식매수청구권 행사절차가 필요하다(새로운 기준Ⅱ ①). 인수회사는 대상회사의 자산과 부채를 모두 포괄승

190) 모범회사법 제6.21조(f).

계하며 부외부채의 위험도 떠안게 된다. ②당연히 인수회사의 주주구성도 변동하게 되며, 대상회사의 주식가치를 어느 정도로 평가하는가에 따라(합병비율) 인수회사 기존주주의 지배권이 대폭 희석되는 상황도 발생할 수 있다. ③마지막으로 합병 거래는 인수회사의 주식 가치에 직접적인 영향을 미친다. 달리 표현하자면 베타(β) 값이 크다는 것이다. 따라서 경영진 및 지배주주의 이해상반행위를 통제하여야 할 필요성이 크다. 다만 합병에 있어서 반대주주 주식매수청구권이 보장되어야 하는 주된 이유는 이 거래가 '최종 구간'이기 때문이라는 데 주의를 요한다.

'삼각합병'의 경우, ㉠그 조직재편 이후에 인수회사는 대상회사를 완전자회사의 형태로 지배하는 것에 불과하다. 즉, 인수회사의 주식 보유현황이 변화하여 결과적으로 순자산이 증가할 수는 있으나, 합병과 같이 인수회사의 포트폴리오가 급격하게 변하는 것은 아니다. ㉡다만, 삼각합병의 경우에도 대상회사의 주주에게 인수회사가 신주를 발행하거나 자기주식을 처분하기 때문에, 인수회사의 지배구조에 변화가 올 수밖에 없다. 삼각합병이 지배주주에 의하여 지배권의 공고화나 경영권 승계 과정에 사용되게 되면, 소수주주들은 불합리하게 비례적 이익을 침해당할 위험이 있다. 그러므로 삼각합병의 경우에도 최종구간설에 의하면 인수회사 주주 보호의 필요성이 존재하는 것은 사실이나, 주주총회의 보통결의를 거치도록 하는 것으로 충분하다. ㉢삼각합병으로 인한 인수회사 주식의 변화율(β)이 민감하다고 보기도 어렵다.[191] 왜냐하면 합병이 대상회사의

191) 일반적으로 베타(β)는 시장 움직임에 대하여 그 개별 증권이 얼마나 민감한지를 측정하는 척도로서, 그 민감도를 말한다. 포트폴리오 관점에서 보면 '증권의 위험'이 베타로 측정된다. 즉, 잘 분산된 포트폴리오를 가진 회사의 베타는 낮아지게 된다. Richard A. Brealey · Stewart C. Myers · Alan J. Marcus, 남상구 譯, 앞의 책, pp.194-198.이 글에서는 기업인수 거래가 인수회사의 주식가치에 미치는 영향과 관련하여 베타값을 서술하고 있다. 삼각합병의 경우 인수회사가 대상회사를 '자회사'로 보유하기 때문에 대상회사의 도산 위험이나 부외부채의 승계로부터 보호된다는 특징이

자산·부채를 포괄 승계하는데 반하여, 삼각합병은 인수회사의 자산 구성이 변경되는 것에 불과하기 때문이다.

부연하자면, 삼각합병에서 인수회사의 주주에게 주식매수청구권을 보장하지 아니하는 이유는, 기본적으로 주식매수청구권은 주주에게 예외적으로 인정되는 퇴사(exit)권으로서 회사조직의 근본적인 변동이 있는 경우에만 부여되는 것인데, 인수회사의 신주발행·자기주식 처분이 그와 같은 중대한 변경에 해당한다고 보기 어렵기 때문이라고도 볼 수 있다. 즉, 다른 주식인수 내지 현물출자 거래와 형평에 맞지 않는 것이다.[192] 그렇다면 이 글에서 차후 주장하는 바와 같이 삼각합병에서 인수회사의 '주주총회 보통결의'를 거치도록 할 필요도 없지 않는가 하는 비판이 있을 것이다. 그러나 ⓐ삼각합병이 이루어지고 나면 인수회사 주주의 구성이 변화함에 따라 소수주주의 비례적 이익이 침해될 위험성이 여전히 존재하는 점, ⓑ삼각합병은 단순히 신주발행이나 자기주식처분이 이루어지는 측면 이외에 대상회사를 완전자회사 형태로 지배하게 되는 조직법적인 성격도 있다는 점, ⓒ삼각합병이 이루어질 때 인수회사 주주는 신주발행유지청구의 소나 신주발행무효의 소를 제기할 수도 있겠지만 어디까지나 불완전한 수단에 불과하므로 보다 효과적인 보호수단을 부여할 필요가 있다는 점이 비판에 대한 재반론이 된다.[193]

있다는 점은 앞서 본 바와 같다. 따라서 '증권의 위험' 차원에서 보면, 자산과 부채가 포괄 승계되는 단순 합병에 대비하여, 일정한 절연 효과를 누리는 삼각합병의 경우가 그 위험의 정도가 낮아지게 되므로, 베타값도 삼각합병의 경우가 합병의 경우보다 낮아지게게 된다. 다만 기업의 입장에서는 베타값이 낮은 투자방법이 항상 바람직한 것은 아니다. Richard A. Brealey·Stewart C. Myers·Alan J. Marcus, 남상구 譯, 같은 책, pp.199-201 참조.

192) 노혁준, 앞의 글(2014), p.67.

193) 노혁준, 위의 글, pp.67-68.

제 4 절 소 결 론

본 장에서는, ‘주주총회 특별결의’와 ‘반대주주의 주식매수청구권’이라는 주주 보호 수단에 대하여 그 인정 근거를 살펴보고, 삼각합병을 함에 있어 인수회사의 주주총회 특별결의나 반대주주 주식매수청구권 행사절차를 거치도록 하여야 하는지를 판단하기 위하여 우리나라에 실정에 맞추어 각각의 새로운 기준을 제시하였다.

①먼저, ‘주주총회 특별결의 요부’를 판단함에 있어서는 주주 통제의 수준을 ‘주주총회 보통결의’와 ‘주주총회 특별결의’의 두 가지 수준으로 세분화한 후, 일단 인수회사 주주구성의 변동이 발생하게 되면 주주총회의 승인을 얻는 것이 필요하다고 본다. 다만 주주구성의 변동이 발생하는 모든 거래에 주주총회 승인을 요하게 된다면 단순한 사업 결정에서도 높은 비용이 소모될 수 있으므로, ‘일정한 규모를 넘는 거래(발행주식 총수의 20%)’라는 제한요건을 부가하였다. 나아가 인수회사 경영진이 최종 구간에 직면하는 경우에는 인수회사 주주 보호의 필요성이 높기 때문에 주주총회 특별결의를 거치도록 하여야 할 것이다. 다만, 대상회사를 자회사로 보유하는 삼각합병의 경우에는 인수회사 주주 구성이 변경되므로 경영진이 최종 구간에 직면하여 이해상충행위를 할 유인이 생기기는 하지만, 대상회사를 자회사의 형태로 보유하기 때문에 인수회사 주주의 입장에서 인식되는 위험성이 합병의 그것보다는 낮으므로 주주총회 보통결의를 거치는 정도로 인수회사 주주 보호에 충분하다고 생각된다.

②다음으로, ‘주식매수청구권’과 관련하여서는, 논의의 전제로서 주식매수청구권이 회사에 높은 비용을 부담시키는 경영진 및 지배주주에 대한 견제 장치로서, 출자의 환급이 동시에 이루어진다는 역기능이 고려되어

야 할 것이다. 따라서 주식매수청구권의 행사는 기본적으로 '최종 구간'의 거래에만 적용되어야 하지만, 최종 구간의 거래라고 할지라도 그 조직재편이 인수회사의 주식가치 변화에 끼칠 수 있는 영향이 적은 경우에는 주식매수청구권의 보장까지는 필요하지 않다. 왜냐하면 인수회사 주주의 비례적 이익을 보호함에 있어서는 일정한 규모 이상의 거래에 대하여 '주주총회의 보통결의'를 거치도록 하는 것으로 충분하기 때문이다.

제 4 장 삼각합병시 인수회사 주주보호의 새로운 방향

제 1 절 문제의 소재

앞서 살펴본 바와 같이, '주주총회 특별결의'와 '주식매수청구권'은 인수회사의 주주 보호 필요성이 가장 높을 경우에 사용하면 되는 강력한 주주 보호 수단이다. '최종구간설'에 따라 합병·영업양수의 자산형 거래와 삼각합병·주식교환·지배권 주식양수의 주식형 거래에 대하여 모두 주주 보호 장치가 필요하다는 것은 앞서 본 바와 같다.[194] 그러나 삼각합병의 경우, 인수회사가 자회사의 형태로 대상회사를 지배하기 때문에 대상회사의 위험이 어느 정도 차단되고, 그 거래로 인한 인수회사 주식가치 변동 폭도 합병·영업양수에 비하여 크지 않기 때문에 위 제도들을 전면적으로 활용하는 것은 형평에 맞지 않다. 그렇다면 삼각합병에 대하여 어떠한 '주주 보호 장치'를 마련하여야 하는가? 일정한 경우에 주주총회 보통결의를 요구한다고 한다면, 그 '일정한 요건'은 어떻게 구성되어야 하는 것일까? 본 장에서는 위와 같은 질문에 답을 하고자 한다.

---

194) '최종구간'이 발생하지 않는 두 가지 경우가 있다. ①먼저, 인수회사와 대상회사 간 규모의 차이가 있어서, '소규모' 조직재편이 인정되는 경우까지 경영진의 인센티브 왜곡이 발생한다고 보기는 어렵다. 왜냐하면 이 경우에는 인수회사 또는 존속회사의 기존 주주가 조직재편 이후에 사익을 추구한 경영진을 해임하는 등의 구제방법을 취할 수 있기 때문이다. ②다음으로, 인수 대가로 현금이 교부되는 경우이다. 예컨대 교부금합병, 교부금주식교환, 현금을 대가로 한 지배권주식인수의 경우가 이에 해당한다. 현금을 대가로 한 경우에는 조직재편 이후에 인수회사 주주의 지배권 변동이 전혀 없게 된다. 따라서 앞서 설명한 경영진에 대한 사전적·사후적 통제가 가능하게 된다. 바꾸어 표현하자면, 교부금합병·교부금주식교환·현금을 대가로 한 지배권주식인수의 경우 인수회사의 경영진은 최종 구간에 직면하지 않는다. 인수회사의 입장에서는 현금을 지출하고 그 대가로 일정한 주식을 매입하는 것에 불과하기 때문이다.

이 글에서는 삼각합병의 개념적 요소로서 대상회사를 '자회사'로 지배하는 것(목적), 합병대가로 '모회사의 주식'이 교부되는 것(대가), 자회사와 대상회사 간 '합병'이 실제로 이루어지는 것(형태)을 각각 제시한 바 있다. ①위 요소들 중 '대가' 부분에서 보듯이, 삼각합병에는 자회사가 아닌 '인수회사(모회사)'의 신주발행이 수반된다. 그렇다면 대상회사 주주에 대한 신주의 제3자 배정은 우리 상법상의 경영상 목적(상법 제418조 제2항 단서)을 준용하는 것으로 충분한지, 삼각합병의 경우에는 달리 볼 여지는 없는지, 나아가 일정 규모 이상의 제3자 배정 신주발행의 경우 일반론적인 차원에서 별도의 규율이 필요한지[195]에 대하여 검토할 필요가 있다. ②다음으로 위 요소들 중 '형태' 부분에서 나타나듯이, 삼각합병에서 '합병'의 주체는 인수회사가 아닌 '자회사'와 '대상회사'이다. 인수회사 주주총회의 보통결의를 거치도록 하는 것이 인수회사 주주 보호의 사전적 차원이라면, 사후적인 측면에서 합병무효의 쟁송에 있어 모회사 주주인 인수회사 주주에게 탄력적인 지위가 인정될 수는 없는지도 검토한다.

---

195) '신주발행'의 측면에서 규제가 필요하다는 주장은 앞서 살펴본 '최종구간설'의 분석으로 뒷받침될 수 있다. '최종구간설'의 핵심은 회사의 지배권이 변동되거나 회사가 소멸하는 등의 최종 구간에 해당하는 조직재편에 직면하여서는 경영진이 주주 이익을 보호하기보다는 사익을 추구하는 유인을 강하게 받는다는 것이다. Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박준 · 송옥렬 · 안수현 · 윤영신 · 천경훈 · 최문희 譯, 위의 책, p.317. 회사 자체가 소멸하거나 주주 구성이 완전히 변경되는 합병에서의 소멸회사, 영업양수도에서의 영업양도회사, 삼각합병 및 주식교환에서의 대상회사의 각 경영진이 최종구간에 직면한다는 점은 당연하고, '신주가 발행'되는 형태의 조직재편에서 인수회사의 경영진도 최종구간에서의 이해상충 문제가 발생할 수 있다는 점이 중요하게 된다. 인수회사의 기존주주의 지배구조가 그대로 유지된다면, 경영진은 거래 이후에도 기존주주와의 관계가 계속 유지되고, 만일 사익을 추구하거나 비합리적인 경영을 할 경우 주주로부터 해임을 받는 등 사후적인 통제를 받게 되고, 나아가 경영진은 이사로서의 지위를 향후에도 유지하는 데 대한 유인도 존재하므로 이해상반행위를 하지 않을 유인이 있게 된다.

이하에서 살펴보는 바와 같이 이 글은 삼각합병의 남용 가능성을 방지할 사전적·사후적 방법의 인수회사 주주 보호가 이루어져야 한다고 주장한다. 삼각합병의 남용가능성에 대하여 간략히 설명하자면, ㉠먼저, 삼각합병은 인수회사의 경영진이 지배주주와 결탁하여 기존주주의 주식을 희석화하면서, 특정 주주의 지배권을 강화하는 수단으로 사용될 수 있는 위험이 있다.[196] 즉, 삼각합병은 원칙적으로 인수회사의 주주총회 통제를 전혀 받지 않기 때문에[197], 지배주주 및 이사회가 임의로 삼각합병을 실

196) 결과적으로 인수회사의 주주들의 입장에서 삼각합병은 사실상 신주의 제3자 발행이 있는 경우와 비슷하다. 송옥렬, 앞의 책, pp.1092-1093에 따르면, 주주는 자신이 회사에 대하여 가지고 있던 지분이 희석되는 문제가 발생할 수 있는데, 신주발행이 기존 주주의 지분 비율에 따라 이루어지지 않으면 언제나 지분비율의 변동이 초래되기 때문에, 발행가액에 따라서는 주주간의 부의 이전이 발생할 수 있다고 지적한다. 즉, 지분비율이 희석되는 문제는 '지배권의 희석화', 부의 이전이 발생하는 것은 '부의 희석화'의 문제가 된다. 일반적인 상장회사의 주주들의 경우 지배권에는 큰 관심이 없기 때문에 부의 희석화가 문제가 될 것이지만, 지배주주가 삼각합병을 지배권을 강화시키는 목적으로 사용할 경우에는 일부 주주들의 지배권이 불합리하게 희석될 수 있는 위험도 있다. 특히, 지배권 강화의 경우에는 경영권 방어와는 달리 경영상 목적도 쉽게 인정될 것이고, 특히 자기주식 처분에 대하여서는 상법 제418조 제2항 단서조항을 적용하지 않는 우리 실무 하에서는 기존 지배주주가 인수회사가 보유하고 있는 자기주식을 활용하는 방식으로 지배권을 강화하는 데 사용할 가능성이 높다.

197) 물론 삼각합병이 이루어지는 과정에서 인수회사가 자회사에 대하여 신주의 제3자 발행을 하는 경우에는 그 신주발행의 단계에서 제3자 배정의 요건(상법 제418조 제2항)을 통한 사전적인 통제가 가능하게 된다. 따라서 오로지 지배주주의 지배권을 강화하기 위한 삼각합병 혹은 경영권 방어만을 목적으로 하는 삼각합병은 신주발행유지청구(상법 제424조)의 대상이 되고, 발행 이후에도 인수회사의 주주는 신주발행무효의 소(상법 제429조)를 제기할 수 있을 것이다. 현행 상법상 신주의 제3자 배정에 대한 통제 방식이 적절한지 여부는 별론으로 하고, 일단 삼각합병이 인수회사의 자회사에 대한 신주발행과 결합되는 경우라면 최소한의 주주보호는 이론적으로 이루어질 수 있다. 그러나 그 실효성은 별개의 문제이다. 또한, 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결은 경영권을 방어하기 위하여 신주의 제3자 발행이 이루어진 사안에서 "회사가 경영권을 방어하기 위하여 우호적인 제3자에게 신주를 배정하는 것은 주주의 신주인수권을 침해한 것이다"라고 판시한 바 있다. 다만 신주발행무효의 소에서 신주발행에 무효원인이 있다는 이유만으로 무효판결이 선고되지는 않고, 무효 판결이 선고되기 위해서는 거래의 안전에 미치는 영향까지 비교형량이 이루어짐에 주의를 요한다. 송

행하면서 본인들에게 우호적인 대상회사 주주들을 끌어들여 인수회사에 대한 지배력을 극대화하면서 대상회사를 인수하여 무분별한 제국의 건설(empire building)이 가능해질 수 있다.[198] ㉡다음으로, 대상회사의 주주가 경영권을 승계하려는 자일 경우, 삼각합병이 경영권의 탈법적인 승계 수단으로 남용될 가능성도 배제할 수 없다.[199] 즉, 경영권 승계에 신주의 제3자 배정 방식을 사용하기는 어렵기 때문에, 삼각합병을 활용하여 지배주주의 특수관계인에게 다량의 인수회사 주식이 교부될 유인이 있다.[200] 한편, '사전적 방법'과 '사후적 방법'의 적용 여부는 '소규모 삼각합병'과 '교부금 삼각합병'에 대해서는 차이가 있다. 최종구간설에 의하

옥렬, 앞의 책, p.1117 참조.

198) 노혁준, 앞의 글(2015), p.83

199) 예컨대, 2015년 삼성물산과 제일모직의 합병과정에서도 대기업의 지배주주의 특수관계인에 대한 경영권 승계작업의 일환이 아닌가 하는 비판이 제기되었었는데, 그 당시에는 삼성물산의 소수주주였던 엘리엇이 합병비율의 공정성에 대한 문제를 제기함으로써 법적 공방이 발생하였다. 그런데, 만일 위와 같은 삼성물산과 제일모직의 합병과정이 '삼각합병'이었다고 가정한다면 엘리엇과 같은 삼성물산의 소수주주들은 그 삼각합병 과정에서 이의를 제기할 효과적인 방법이 없다. 이러한 비교에서 보면 삼각합병이 탈법적인 경영권 승계에 남용될 가능성의 개연성도 충분히 존재할 것이다. 실제로 시민단체 등을 중심으로 위와 같이 경영권 승계에 삼각합병이 남용될 가능성에 대한 문제 제기가 지속적으로 이루어졌다. 이 글 각주 8) 참조.

200) 송옥렬, 앞의 책, p.1117. 이 책에 따르면 "우리나라 기업집단에서는 제3자 배정이 회사의 경영권을 승계하기 위한 목적으로 이루어지는 경우도 많은데, 이러한 목적도 원칙적으로 제418조 제2항 단서의 경영상 목적이라고 할 수 없으므로 무효원인이 된다고 보는 것이 타당하다"라고 한다. 다만, "판례는 경영권을 승계하기 위한 목적이 있었다고 하여 그것만으로 무효가 될 수 없다는 취지의 언급을 한 것이 있으나(대법원 2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결), 이 사건에서는 경영권의 승계 목적이 부각되지 않았으므로 아직 판례의 입장이 명확한 것은 아니다"라고 서술되고 있다. 또한 '신주의 발행'과 동일한 경제적 효과가 있는 '자기주식의 처분'을 통해서도 위와 같은 목적을 달성할 수 있을 것이다. 자기주식 처분도 그 경제적 실질이 신주의 발행과 동일하므로, 이 글에서는 삼각합병의 대가로서 인수회사가 보유하던 자기주식이 처분되는 경우와 인수회사가 신주의 제3자 발행을 하는 경우를 동일하게 인식하고, 같은 수준의 규제가 적용되어야 한다고 본다.

면, 두 가지 경우에는 인수회사 주주 구성의 변동이 없거나 그 정도가 미미하므로 사전적 주주 통제 장치가 필요하지 않다. 다만, 그 경우라도 사후적으로 삼각합병 무효의 소의 원고적격이 부여될 필요는 있다.[201]

제 2 절 사전적 방법: 신주발행에 관한 주주통제

1. 문제의 제기

우리 상법은 삼각합병 과정에서 대상회사에 대한 직접 신주 발행이 불가능하기 때문에, 인수회사가 자회사에 신주를 발행하거나 자기주식을 처분하여야 한다. 자기주식의 처분도 그 본질에 있어서는 신주의 발행과 동일하기 때문에 신주 발행에 대한 통제가 자기주식의 처분에도 동일하게 적용되어야 할 것이다.[202] '경영상 목적 조항(상법 제418조 제2항 단

201) ①첫 번째 이유는, 소규모 삼각합병에서 인수회사의 기존 주주는 그 정도는 낮지만 부 및 지배권 희석화의 위험이 있고, 교부금 삼각합병에서는 부의 측면에서 비례적 이익 침해의 위험이 있다. ②둘째로, 사후적 방법의 통제 수단을 인수회사 주주들에게 부여한다고 하더라도 삼각합병 거래 자체가 위축되거나 그것을 이유로 거래 자체가 중단될 우려가 상대적으로 낮다. 주주총회 보통결의를 거쳐야 하는 사전적인 절차에 비하여, 소송으로서 다투게 하는 사후적인 방법이 가져오는 시간적·경제적 비용이 낮기 때문이다. ③셋째로, 현행 법제에서 소규모합병, 소규모주식교환, 소규모분할합병의 경우에 인수회사 주주총회의 승인결의를 거치지 않아도 되지만, 인수회사 주주들이 합병·주식교환 무효의 소에서의 원고적격이 부여되고 있는 것과의 정합성을 기할 수 있기 때문이다. 상법 제360조의14(주식교환무효의 소), 상법 제529조(합병무효의 소), 상법 제530조의11 제1항, 제529조(분할합병무효의 소).

202) 다만 우리 법원은 "자기주식 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총 자산에는 아무런 변동이 없고, 기존 주주의 지분 비율도 변동되지 아니하여 형식적으로는 신주발행과 그 효과를 일부 달리한다(서울서부지방법원 2006. 6. 29. 선고 2005가합8262 판결)", "신주발행의 경우는 주식회사의 자본금과 기존 주주들의 지분비율에 직접적으로 영향을 주는 반면 자기주식 처분의 경우는 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로 회사의 자본금에는 아무런 변동이 없고 거래당사자가 아

서)'에 대하여 우리 판례는 단순히 경영권 방어의 목적으로 이루어진 제3자 배정 방식의 신주 발행은 무효라는 입장을 견지하고 있지만[203], 실제로 위와 같은 극단적인 경우를 제외하고 대부분의 경우 신기술의 도입·재무구조의 개선이라는 경영상 목적이 인정된다.[204] 삼각합병의 경우 기본적으로 대상회사를 인수하여 시너지를 발생시키는 것을 목적으로 하므로, 오로지 경영권방어수단으로 가능성이 낮을 뿐만 아니라, 위와 같은 경영상 목적이 인정되는 경우가 대부분일 것이다.

닌 한 기존 주주들의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 본질적인 차이가 있[다](서울중앙지방법원 2015. 7. 7.자 2015카합80597 결정; 삼성물산 합병사건)" 라고 판시하는 등 대부분의 사례에서 자기주식의 처분은 신주발행과 다르다는 태도를 견지하고 있다. 이러한 판례의 태도에 문제를 제기하는 견해로서, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·최문희, 앞의 책, pp.501-503.

203) 대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결은 "주식회사가 신주를 발행함에 있어 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 범위 안에서 정관이 정한 사유가 없는데도, 회사의 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진의 경영권이나 지배권 방어라는 목적을 달성하기 위하여 제3자에게 신주를 배정하는 것은 상법 제418조 제2항을 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것이다" 라고 판시한 바 있다.

204) 수원지방법원 2007. 9. 21. 선고 2007가합5499 판결은 인수회사의 최대 주주로부터 자회사의 주식을 현물출자받고 그 대가로 인수회사의 주식을 신주 발행하여 교부한 사안에서 "피고는 지주사업의 원활한 추진을 위하여, 분할 전 회사의 주요자산을 승계하고, 피고 및 피고의 자회사들과 중요한 거래관계를 맺고 있으며, 분할 전 회사의 주요 브랜드를 상호로 사용하는 노루페인트에 대한 지분율을 확대하여 지배를 강화할 경영상의 필요성이 있었고, 노루페인트의 주식을 취득하는 방법으로서 피고의 정관이 정하는 바에 따라 피고의 대표이사이자 최대주주인 소외인가 보유하고 있는 노루페인트의 주식을 현물출자받는 것이 일반 증권거래장에서 주식을 취득하는 경우보다 시간, 비용면에서 효율성을 제고할 수 있었으며, 실제로 감정가액보다 낮은 가격에 주식을 출자받았으므로 이 사건 신주발행은 피고의 경영상 목적 달성을 위하여 적정하고 비례적인 조치로서 적법하다고 할 것이다(원고는 이 사건 신주발행으로 인하여 일반 주주들의 지분율이 감소함으로써 주주배정 방식에 의한 신주발행을 하였을 경우에 주식 시가가 상승함에 따라 얻을 수 있었던 이익의 기회를 상실하였으므로 이 사건 신주발행이 위법하다는 취지의 주장도 하나, 그와 같은 사정들은 신주발행에 따른 주식의 가치가 상승한 결과에 대한 것으로서 이를 이유로 제3자 배정 방식에 의한 신주발행이 위법하다고 할 수 없[다]"라고 판시하였다.

한편, 우리 판례는 자기주식 처분에 있어서 신주발행의 규제를 적용하고 있지 않고, 실무적으로도 자기주식 처분에 대하여 신주인수권 규정이 적용되어 제3자 배정에 대하여 이루어지는 통제 구조가 적용되어야 한다고 보는 견해는 많지 않다.[205] 그러나 ①실질적으로 자기주식 처분은 주식을 소각한 뒤에 신주를 발행하는 것과 완전히 동일하다는 점, ②삼각합병에서 이루어지는 인수회사의 자회사에 대한 자기주식 처분은 인수회사 기존 주주의 지배권·부의 희석화라는 손해를 끼칠 위험성이 있다는 점을 고려하면 자기주식의 처분에 있어서도 제3자 배정의 경영상 목적 요구 조항(상법 제418조 제2항 단서)이 유추적용 내지 준용되는 것으로 보아야 한다. 이하에서의 논의는 '자기주식 처분'과 '신주발행'의 경제적 실질이 동일하다는 것을 전제로 한다.

삼각합병에 대한 인수회사 주주총회의 통제는 '신주발행'의 관점에서 이루어져야 한다고 생각한다. 삼각합병·주식교환·주식을 대가로 한 지배권 주식양수의 경우에는 인수회사의 관점에서는 신주가 발행되고 자산이 유입되는 거래이다. 인수회사가 '대상회사 주식을 보유하는 것'을 회사의 근본적 변동이라고 보기는 어려우나, '인수회사의 신주 발행'은 기존 주주의 소유권을 희석시키면서 특정 주주에게 유리하게 작용할 수 있고, 이사회의 참호구축을 가능하게 하므로 주주의 통제가 필요하다.[206] 그렇기 때문에 미국 증권거래소에서는 발행 주식의 20%를 초과하여 신주가 발행되는 경우에는 현금공모가 아닌 이상 주주총회의 승인결의를

---

205) 김지평·이은상, 앞의 글, p.35. 수원지방법원 성남지원 2007. 1. 30.자 2007카합30 결정, 서울북부지방법원 2007. 10. 25.자 2007카합1082 결정 등. 반대로 자기주식 처분은 실질적으로 신주발행과 유사하므로 신주 발행절차에 따라 자기주식을 처분하여야 한다는 예외적인 판례로써 서울서부지방법원 2006. 3. 24.자 2006카합393 결정 참조.

206) Reinier Kraakman·John Armour·Paul Davies·Luca Enriques·Henry Hansmann·Gerard Hertig·Klaus Hopt·Hideki Kanda·Edward Rock, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·천경훈·최문희 譯, 앞의 책, p.307.

얻도록 규정하고 있다.[207] 이 논문에서는 인수회사의 기존 주주의 비례적 이익 침해를 막을 수 있는 효과적인 보호 수단에 초점을 맞춘다.

2. 외국의 입법례

가. 개 요

이 논문의 주제는 '삼각합병'에 있어서 인수회사 주주 보호의 수준을 어느 정도로 설정할 것인가에 있다. 나아가 위 논의를 조직재편의 경제적 실질이 비슷한 주식교환·지배권 주식양수에까지 확장하여 적용하려는 것이다. 이하에서는 미국 모범회사법, 델라웨어 주 회사법, 일본 회사법에 대하여 기업조직재편에 대하여 어떠한 주주 보호 장치가 필요한지, 바꾸어 말하면 인수회사 주주가 조직재편 거래에 있어서 경영진을 어떠한 방법으로 통제할 수 있는지에 대한 입법례를 살펴보도록 한다. 조직재편에 직면하여 발생할 수 있는 주주와 경영진의 이해충돌 문제에 대한 입법례는 대체적으로 ①주주 승인 요건, ②독립된 제3자의 승인 요건, ③반대주주의 주식매수청구권 행사로 요약할 수 있다.[208] 이 중 '②'의 요건은 회계사나 검사인의 자격을 갖춘 자나 투자은행 등 전문적이면서 독립적인 제3자의 승인 요건을 두는 것인데[209], 이 글에서는 '①(주주

---

207) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박준 · 송옥렬 · 안수현 · 윤영신 · 천경훈 · 최문희 譯, 위의 책, pp.308-309. NYSE Listed Company Manual 제312.03조(c), American Stock Exchange Compnay Guide 제712조, 제713조. 다만 위 규정들은 '부의 희석화' 보다는 '지배권의 희석화'의 문제에 초점을 맞추고 있다.

208) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박준 · 송옥렬 · 안수현 · 윤영신 · 천경훈 · 최문희 譯, 위의 책, pp.317-321.

209) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansman · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식 · 노혁준 · 박

총회 승인)' 및 '③(주식매수청구권)' 요건을 중점적으로 살피도록 한다.

나. 모범회사법

미국의 「모범회사법」은 합병・삼각합병・주식교환을 '신주 발행' 차원에서 인수의 대가가 주식인지(주식형 거래), 현금인지(현금형 거래) 인지를 구분하여 규율하고 있다.[210] ①주식형 거래의 경우 합병・주식교환・자산양수・주식양수의 법적 형식을 불문하고 '신주 발행'의 규모 차원에서 주주총회 통제가 적용된다.[211] 즉, 삼각합병의 경우에 인수회사의 기존 발행주식 총수의 20%를 초과하는 신주가 발행되는 경우에는 주주총회의 승인 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차가 요구되고, 신주의 비율이 20% 이하인 경우에는 주주총회 승인이나 주식매수청구권 행사를 거칠 필요가 없게 된다.[212] 주주총회의 승인이 요구되는 경우의 정

준・송옥렬・안수현・윤영신・천경훈・최문희 譯, 위의 책, pp.317-318. "s 909(4) Companies Act 2006(영국), §11 Umwandlungsgesetz, §319 Handelsgesetzbuch(독일), L 236-10 Code de Commerce(프랑스), Art2501-VI Civil Code(이탈리아) 참조. 비공개회사의 경우 회원국들은 더 느슨한 체제를 도입할 수 있다. 예컨대 독일의 경우 비공개회사의 합병에 있어서 전문가 평가는 주주가 요구하는 때에만 필요하다. §48 Umwandlungsgestez"라고 서술되어 있다.

210) 노혁준, 앞의 글(2014), p.63, 윤영신 앞의 글(2007), p.36.

211) 윤영신, 위의 글, p.36. 모범회사법 제11.04조(g), 제6.21조(f)(합병・주식교환에 대하여), 모범회사법 제6.21.조(f)(자산양수・주식양수의 대가로 주식이 교부된 경우에 대하여). 후자의 경우 모범회사법이 직접 '자산양수', '주식양수'의 형태를 명시적으로 밝히고 있지는 아니하지만, "거래 결과나 전체의 거래과정에서(a result of the transaction or series of integrated transactions) 발행된 주식이 이전에 발행된 주식의 20% 초과를 구성하는 경우(comprise more than 20 percent of the voting power of the shares of the corporation)에는 주주총회의 승인을 요한다(requires approval of the shareholders)"라고 규정되어 있기 때문에 자산양수거래와 주식양수거래에서 인수 대가로 신주가 발행된 경우도 당연히 주주총회의 통제를 받는다.

212) 모범회사법 제11.04조(g), 제6.21조(f)(주주총회 승인결의에 대하여), 모범회사법 제13.02조(a)(1)(주식매수청구권에 대하여). 이를 "20% 규칙(20% rule)"이라고도 한다. 노혁준, 앞의 글(2014), p.63에 의하면, 모범회사법의 법리의 적용을 받지 않는 경우에

족수는, 의결권 있는 주식 과반수의 출석 및 출석한 주식의 과반수이다.[213] ②반면, 현금형 거래에 대해서는 합병・주식교환・자산양수・주식양수의 거래 규모를 불문하고 주주총회의 통제를 받을 필요가 없다.[214]

다. 델라웨어 주 회사법

델라웨어 주 회사법은 ①주식형 거래에 대해서는 합병의 경우에 한하여 주주총회의 승인결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사를 요하고, 주식을 대가로 한 주식양수・자산양수에 대해서는 인수회사 주주총회 통제를 두지 않는다.[215] 이때 의결정족수는 전체 의결권 있는 주식의 과반수이다.[216] 삼각합병 및 역삼각합병의 과정에서 주주총회의 승인은 필요하지 않다.[217] 주식매수청구권도 주주총회에서 합병 등 거래에 대하

도 미국의 주요 거래소에 상장된 회사라면 위 "20% 규칙"을 따르게 되며, 본래 위 "20% 규칙"은 미국의 거래소에서 투자자 보호를 위해 부과되는 것이었다고 한다. 구체적인 요건은 다소 차이가 있지만, NYSE, NYSE MKT, NASDAQ 모두 "20% 규칙"을 적용하고 있다고 한다.

213) 노혁준, 위의 글, pp.64-65. 모범회사법 제11.04조(e)(합병・주식교환에 대하여), 모범회사법 제6.21조(f)(그 밖의 신주발행이 수반되는 조직재편에 대하여).

214) 윤영신, 앞의 글(2007), p.36. 임재연, 앞의 책(미국기업법), p.805는 "현금형 거래에 대한 인수회사 주주총회의 승인에 관하여는 대부분의 주 제정법이 아무런 규정을 두고 있지 않은데, 일반적으로 주주는 이같은 권한이 없는 것으로 해석한다. 대부분의 경우 인수회사는 대상회사에 비하여 그 규모가 크고, 주식형 거래와 달리 현금형 거래에서는 인수회사의 주주가 자신의 지분이 희석되지 않으므로 이같은 승인권한을 인정할 필요가 없기 때문이다"라고 설명하고 있다. 모범회사법 제11.04조(g) 참조.

215) 윤영신, 앞의 글(2007), p.36. 다만 델라웨어 주 회사법은 주식교환(stock exchange) 제도를 두고 있지 않다. 노혁준, 앞의 글(2014), p.62. 델라웨어 주 회사법 제251조(c)(주주총회 승인결의에 대하여), 델라웨어 주 회사법 제262조(주식매수청구권에 대하여).

216) 노혁준, 위의 글, p.65. 델라웨어 주 회사법 제251조(c).

217) 임재연, 앞의 책(미국기업법), pp.811-812. 델라웨어 주 회사법 제251조(c)는 합병이 각 당사회사의 주주들(the stockholders of each constituent corporation)로 구성된 주주총회에서 승인되어야 함을 규정하고 있고, 삼각합병에서의 합병 당사회사는 자회사와 대상회사이기 때문에, 인수회사 주주총회의 승인결의가 필요없다고 해석된다.

여 결의가 이루어질 것을 전제로 하며 합병 당사회사의 주식에 대하여 발생한다고 규정되어 있으므로, 삼각합병에서는 인수회사가 합병의 당사회사도 아니고 주주총회의 승인결의도 요구되지 않으므로 반대주주의 주식매수청구권이 인정되지 않는다.[218] ②한편, 현금형 거래에 대하여는 합병·자산양수·주식양수 등 조직재편의 유형을 불문하고 주주총회의 승인결의를 요구하고 있지 아니하다.[219] ③델라웨어 주 회사법은 모범회사법처럼 "20% 규칙"을 직접 두고 있지는 않다. 다만, 합병의 경우에도 기존 발행주식의 20% 이하의 신주가 발행되는 경우에는 주주총회의 승인결의를 거칠 필요가 없다.[220] 또한, 미국의 주요 거래소에 상장된 회사의 경우 거래소 규칙에 의하여 "20% rule"을 적용받고 있기 때문에, 상장회사의 경우 기업조직재편에 있어서 주식을 대가로 교부하는 경우에는 결국 위 20% 규칙의 적용을 받게 될 것이다.[221]

---

218) 델라웨어 주 회사법 제262조(b)(합병당사회사 주식에 대하여 주식매수청구권이 행사될 수 있다는 점에 대하여), 델라웨어 주 회사법 제262조(a)(합병에 대한 주주총회에서 반대의사를 표시할 것을 전제로 한다는 점에 대하여).

219) 윤영신, 앞의 글(2007), p.36, 임재연, 앞의 책(미국기업법), p.805.

220) Reinier Kraakman · John Armour · Paul Davies · Luca Enriques · Henry Hansmann · Gerard Hertig · Klaus Hopt · Hideki Kanda · Edward Rock, 김건식·노혁준·박준·송옥렬·안수현·윤영신·천경훈·최문희 譯, 앞의 책, p.315. 델라웨어 주 회사법 제251조(f).

221) 노혁준, 앞의 글(2014), p.63. NYSE Listed Company Manual 제312.03조(c)(2)(뉴욕증권거래소에 대하여), NYSE MKT Company Guide 제712조(b)(NYSE MKT에 대하여) NASDAQ Listing Rule 제5635조(a)(1)(A)(나스닥에 대하여). 다만 위 상장거래소 규칙들의 경우 발행된 신주의 수가 기존 발행 주식 수의 '20% 이상'[equal to or in excess of 20 percent of the voting power outstanding before the issuance of the common stock(NYSE 규칙의 경우), an increase in outstanding common shares of 20% or more(NYSE MKT 규칙의 경우), equal to or in excess of 20% of the voting power outstanding before the issuance of stock(NASDAQ 규칙의 경우)]을 요건으로 한다는 점이, '20% 초과'를 규정하고 있는 모범회사법 제6.21조(f)(1)(ii)(more than 20 percent of the voting power of the shares of the corporation that were outstanding immediately before the transaction)와의 차이점이다.

라. 일본 회사법

일본의 경우 우리나라의 입법례와 유사한 형태를 가지고 있다. 즉, 미국 모범회사법・델라웨어 주 회사법이 조직재편을 위하여 지급한 '대가'가 주식인지, 현금인지 여부에 따라 규제의 차등을 두고 있다면, 일본 회사법의 경우에는 인수 대가와는 관계없이 조직재편의 형태에 따라 규제를 다르게 부과하고 있다. ①'합병'의 경우 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권이 행사될 것이 요구된다.[222] 다만 합병의 대가로 교부되는 존속회사의 주식, 사채, 그 밖의 재산의 양이 존속회사 순자산액의 20%를 초과하지 아니하는 경우에는 '간이합병'으로서 인수회사의 주주총회를 생략할 수 있다.[223] 이 경우에는 반대주주의 주식매수청구권 조차 보장되지 아니한다.[224] ②'사업양수(영업양수)'의 경우 대상회사 사업을 '전부' 양수하는 경우에 한하여 주주총회 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 요하나, 사업양수의 대가가 인수회사의 순자산액의 20%를 넘지 아니하는 경우에는 주주총회의 특별결의를 거치지 않아도 된다.[225] 이 경우에도 반대주주의 주식매수청구권 행사절차를 거칠

---

222) 江頭憲治郎, 『株式會社法 (第5版)』, 有斐閣 (2014), p.863, 江頭憲治郎・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 앞의 책, p.66. 일본 회사법 제795조 제1항, 제309조 제2항 제12호(주주총회 특별결의에 대하여), 江頭憲治郎, 앞의 책, p.865, 江頭憲治郎・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 앞의 책, pp.68-70. 일본 회사법 제797조(주식매수청구권에 대하여).

223) 江頭憲治郎, 앞의 책, p.873, 江頭憲治郎・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 앞의 책, pp.73-74. 일본 회사법 제796조 제2항.

224) 江頭憲治郎, 앞의 책, p.876. 그 이유는 간이합병(우리 상법에서의 소규모합병에 대응한다)의 경우에 인수회사 주주에게 미치는 영향이 미미하기 때문이라고 한다. 일본 회사법 제797조 제1항 단서.

225) 江頭憲治郎, 앞의 책, pp.948-949. 일본 회사법 제467조 제1항 제3호, 제309조 제2항 제11호(주주총회 특별결의에 대하여), 江頭憲治郎, 앞의 책, p.950. 일본 회사법 제468조 제2항(간이사업전부양수에 대하여), 일본 회사법 제469조 제1항(주식매수청구권에 대하여).

필요가 없다.[226] ③'삼각합병[227]'의 경우에는 인수회사 주주총회의 특별결의를 거칠 필요가 없으며, 반대주주의 주식매수청구권도 보장되지 않는다.[228] ④'주식교환'의 경우에도 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사절차가 요구된다.[229] 합병·사업양수의 경우와 마찬가

226) 일본 회사법 제469조 제1항 제2호.

227) 일본의 경우 2006년 삼각합병이 도입되어 2007년 시행되었다. 江頭憲治郎·門口正人·西岡清一郎·市村陽典·相澤哲·河和哲雄, 앞의 책, p.60에 따르면, 일본에서는 경제계를 중심으로 삼각합병 도입에 대하여 반대의견이 강하게 제기되었다고 한다. 일본 경제계는 삼각합병이 인정되게 되면 적대적 기업인수가 유발되기 때문에, 삼각합병의 요건을 엄격히 규정하여야 한다고 주장하였다. 江頭憲治郎, 앞의 책, p.844에 따르면, 이처럼 삼각합병 제도가 도입되면 외국 자본에 의하여 손쉽게 일본 기업이 적대적 인수합병의 대상이 될 것을 우려하여, 회사법 시행 이후 1년의 유예기간을 두고 2007년부터 시행되었다고 한다. 아래에서 설명하는 '합병 관련 서류의 사전공시제도'도 외국기업의 일본기업에 대한 인수합병으로 인한 국부의 유출을 막기 위하여 도입되었던 것이다. 일본에서는 위와 같이 삼각합병 제도가 입법화된 이후 미국 시티그룹이 삼각합병을 통하여 일본의 닛코 코디알 그룹을 완전히 자회사화 하였다([그림]의 출처: http://img.shinhan.com/cib/ko/data/FSB_0810_08.pdf).

[그림 3] 시티그룹의 삼각합병 구조

228) 노혁준, 앞의 글(2014), p.64.

229) 江頭憲治郎, 앞의 책, p.931. 일본 회사법 제795조 제1항, 제309조 제2항 제12호(주주총회 특별결의에 대하여), 江頭憲治郎, 같은 책, p.932, 일본 회사법 제797조(주식매수청구권에 대하여). 한편 일본의 경우에 '주식교환' 제도를 도입할 당시에는 인수회사의 주주총회 특별결의를 요구할 필요가 없다는 반대 견해가 있었다고 한다. 그 이유는 ①흡수합병이 이루어진 경우 인수회사는 대상회사의 기존채무 뿐만 아니라, 장래의 채무, 우발 채무 등을 포괄승계하게 되므로 인수회사로서도 회사 전체의 위험이 증대되는 측면이 있으나, ②주식교환의 경우 인수회사가 무거운 의무를 부담하는 것

지로 인수회사 순자산액의 20%을 초과하지 않는 주식교환대가가 지급되는 경우에는 '간이주식교환'이 성립하여 주주총회 승인결의나 반대주주의 주식매수청구권의 적용을 받지 않는다.[230] ⑤지배주식 취득의 경우 지급되는 대가를 불문하고 별다른 주주 통제가 이루어지지 않는다.

다만, 일본에서는 삼각합병이 이루어지는 경우에, 외국기업을 인수회사 일본기업을 대상회사로 하는 삼각합병에서 국부의 유출을 막고 국내 기업을 보호하기 위하여 삼각합병을 시도하는 인수회사의 '주요 경영정보의 공시'를 의무화하였다.[231] '합병 관련 서류의 사전공시제도'는 외국 기업들이 일본 내에 100% 자회사를 설립한 이후 일본 기업을 대상으로 삼각합병・역삼각합병을 실행하여, 결과적으로 일본의 국부가 유출될 것을 방지하고자 만든 일종의 안전장치이다. 삼각합병이 계획되어 있는 경우, 대상회사 주주들의 삼각합병에 대한 찬성・반대 여부, 주식매수청구권의 행사 여부 등을 확정적으로 판단하기 위한 근거자료로써 인수회사가 소멸회사 등의 주주총회에 참고서류로서 사전에 공시하여야 하는 서류가 열거되었다.[232] 대상회사의 주주에 대하여, ㉠합병 대가 교부의 방법, ㉡합병대가가 존속회사 이외 법인의 주식 등인 경우에는 해당법인(인수회사)의 재무・사업의 상황 등[233], ㉢합병조건의 상당성을 뒷받침하

은 아니기 때문이라고 한다. 자세한 내용은 노혁준, 앞의 글(2014), p.64.

230) 江頭憲治郎, 앞의 책, pp.938-939. 일본 회사법 제796조 제2항(주주총회 결의에 대하여), 일본 회사법 제797조 제1항 단서(주식매수청구권에 대하여).

231) "일본 법무성, 삼각합병에 대한 공시규제 강화", 『주간 금융브리프』 16권 13호(2007), pp.20-21.

232) 江頭憲治郎・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 앞의 책, p.61. 입법 취지를 고려해볼 때, 대상회사는 일본 국내기업을 상정한 것이다. 즉, 일본 국내기업이 외자에 의하여 무분별하게 침탈될 것에 대비하여, '소멸회사의 주주들'이 소멸회사의 주주총회에서 삼각합병 등을 반대(veto)하기 위한 근거자료(정보)를 사전에 제공하겠다는 목적에서, '합병 관련 서류의 사전공시제도'가 도입된 것이다.

233) 예컨대, 삼각합병・역삼각합병에서는 합병의 대가로서 인수회사(모회사)의 주식이

는 근거자료를 각각 사전에 공시하도록 강제하였다.[234] 다만 위 제도는 인수회사의 주주 보호와 관련되는 것이 아니고, 대상회사의 주주들의 원활한 판단을 돕기 위한 것이므로 더 이상 다루지 않는다.

3. 구체적 입법방향

가. 주주총회 '보통결의' 요구

삼각합병 과정에서 인수회사의 기존 주주들이 지배권의 손해를 입을 개연성이 있고, 인수회사 주주의 구성이 변동되기 때문에 경영진은 기존 주주의 이익 보호에 충실하지 않고 사익을 추구하거나 새로운 지배주주에 충실할 이해상충의 유인이 발생한다(최종구간설). 따라서 경영진이 최종 구간에 직면하는 삼각합병에 대하여 주주총회에 일정한 통제 권한을 부여할 필요가 있다. 이는 기존 주주의 비례적 이익을 보호함과 동시에 경영진의 이해상충행위를 통제하는 기제로 작용하게 된다. '주주총회의 승인결의'를 얻도록 하는 방법 중에서는 주주총회의 특별결의 또는 보통결의를 거치도록 할 수 있다. 결국 입법 정책적인 판단의 문제인데, 앞서 살펴본 바와 같이 채무 및 부채의 포괄승계 여부・대상회사의 도산 시 인수회사에 인식되는 위험의 정도・β의 크기 등을 고려할 때, 자회사를 통한 주주유한책임 법리에 따라 안전막이 형성되는 삼각합병과 합병은 인수회사 주주 차원에서 인식되는 위험의 정도에 차이가 있다.

따라서 삼각합병에 설정되는 주주 보호의 정도는 합병이나 영업양

교부되므로 인수회사의 재무・사업의 상황 등이 사전에 공시되어야 한다.

234) 江頭憲治郎・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 앞의 책, p.61. 우리나라에도 2015년 상법 개정과 관련하여, 삼각조직재편제도의 전면적인 도입은 외국기업에 의한 국내자본・국내기업의 침탈이 우려된다는 염려가 있었는바 위 제도의 도입을 검토하여 볼 만한 가치가 있다고 생각된다. 삼각합병 등으로 인한 외국기업에 의한 국부 유출의 우려를 표시한 글로 국회 법제사법위원회, 앞의 글(검토보고), p.10.

수에서의 주주 보호 수단(주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권)보다는 완화된 것이어야 한다. 그러므로 삼각합병에 대하여 주주총회의 보통결의 수준으로 '신주발행 차원'에서의 통제가 이루어지면 적절할 것이다. 삼각합병은 그 결과가 회사의 자산상태가 변동하는 것이지 회사 조직의 근본적인 변동이라고는 보기 어렵기 때문에, 주주총회 특별결의를 요구하는 것은 과도한 규제가 된다. 이는 ①삼각합병이 가져다주는 절차적 편의성과 ②인수회사 주주의 이익 보호라는 두 가지 가치를 비교형량한 결과이다. '소규모성'을 판단하는 기준으로는 미국의 모범회사법과 일본의 회사법이 채택하고 있는 "20% rule"을 수용할 만하다.[235]

나. 반대주주의 주식매수청구권 '미보장'

한편, 삼각합병은 어디까지나 대상회사를 '완전자회사'의 형태로 지배하는 것이기 때문에, 대상회사의 자산·부채가 포괄승계되는 단순합병과는 명백히 차이가 존재한다.[236] 기본적으로 자회사의 형태로 대상회사를 보유하게 되면 '주주유한책임'이라는 안전막을 통하여 대상회사의 채권자들로부터 인수회사의 책임재산이 분리되기 때문이다.[237] 따라서 삼각합병의 결과 인수회사의 주주에게 인식되는 위험의 정도는, 단순 합병의 결과 인수회사의 주주들에게 인식되는 위험의 수준보다 구조적으로 낮을 수밖에 없다. 나아가 인수회사의 입장에서는 삼각합병 이후 대상회

235) 노혁준, 앞의 글(2015), p.99.

236) 한편 미국 모범회사법(MBCA)의 경우, 단순합병·(역)삼각합병·주식교환을 모두 '신주 발행'의 차원에서 규율하고 있다. 자세한 내용은, 노혁준, 앞의 글(2014), p.63 참조. 위와 같이 합병을 신주발행의 차원에서 이해하는 것은, 전통적으로 영미법에서 우리에게는 당연히 받아들여지는 '합병'이나 '포괄승계', '인격의 합일'이라는 개념이 친숙하지 않기 때문인 점도 있다. 애초에 '합병'이라는 제도, 특히 그에 따른 '포괄승계'라는 효과가 전통적인 영미법계에서는 받아들여지지 않았기 때문이다.

237) 노혁준, 앞의 글(2015), p.93.

사를 직접 경영하는 것인지, 주식 보유를 통하여 간접적으로 경영하는 것인지에 따라 경영 양태로 달라진다.[238] 앞서 설명한 바와 같이 삼각합병이 가져오는 인수회사의 시장가치에 대한 영향력(β)은 합병의 그것보다 작을 수밖에 없다. 따라서 인수회사의 발행주식 총수의 20%를 초과하는 주식의 발행·이전이 이루어지는 삼각합병 대해서 주주총회의 특별결의가 아닌 보통결의에 의한 승인을 제안하는 것이며, 별도의 주식매수청구권 행사절차는 보장하지 않도록 하는 것이다.[239]

다. 소규모성의 판단: '발행주식 총수'의 '20%'

이 글에서 주장하는 '대량신주발행 규제조항의 도입'은 미국 모범회사법(MBCA) 및 주식거래소 규칙에 있는 이른바 "20% rule"과 같은 조항을 신설할 필요가 있다는 주장이다. 미국 모범회사법에서는 삼각합병·역삼각합병·주식교환의 경우에, 신주발행의 관점에서 기업인수 과정에서 발행되는 인수회사의 신주가 기존 발행 주식 총수의 20%를 넘는 경우에는 인수회사 주주총회의 승인결의를 거치도록 하고 있음은 앞서 본 바와 같다.[240] 발행주식 총수의 20%를 기준으로 정하는 것은 미국의 모범회사법과 일본 회사법이 '소규모성'을 판단하는 기준으로 설정한 것인데, 논의의 여지가 전혀 없는 것은 아니지만 그 기준에 일응의 타당성이 있다고 생각한다.[241] 현재 우리 상법은 소규모성에 대하여 10%의 기준을 채택하고 있는데, 이 글의 주장은 삼각합병에 대하여 주주 보호의

238) 노혁준, 위의 글, 같은 쪽.

239) 노혁준, 위의 글, pp.97-98.

240) 다만 미국 모범회사법의 경우 ①삼각합병에서 인수회사의 대상회사 주주에 대한 직접 신주발행이 가능하다는 점, ②인수회사의 주주총회 승인결의의 정족수가 가중되지 아니한 보통결의라는 점에 주의를 요한다.

241) 노혁준, 위의 글, p.99.

관점에서 규제를 신설하는 것이므로, 새로운 규제를 두는 대신 소규모의 기준을 완화함으로써(10%→20%) '조직재편의 편의성 및 효율성'과 '주주의 정당한 이익 보호'라는 양(兩) 가치를 조화하려는 것이다.

한편 '20%'의 분모(分母)는, 삼각합병의 대가가 현금인지 인수회사의 주식인지를 불문하고 인수회사의 '발행주식 총수'에 미치는 영향을 기준으로 통일적으로 판단하는 것이 타당하다.[242] '발행주식 총수'를 기준으로 판단하는 것은, 결국 '기존 주주의 지배권 변동에 미치는 영향'을 기준으로 한다는 것이다. 이 글은 '최종구간설'의 입장을 따르고 있기 때문에 기존에 발행된 주식 수와 비교하여 20%가 넘는 신주가 발행되거나 자기주식이 처분된 경우에는 인수회사에 '상당한' 주주 구성 변동을 가져올 수 있으므로, 경영진이 '최후의 게임'에 직면할 수 있다는 점에 주목한다. 요컨대, 인수회사로부터 자회사에게 지급될 삼각합병의 대가로서, 인수회사의 '기존 발행 주식 총수의 20%를 초과'하는 '신주의 발행' 혹은 '자기주식의 처분'이 이루어지는 경우에는 인수회사의 '주주총회 보통결의'를 거치도록 하는 방향으로 상법이 개정되어야 한다.

제 3 절 사후적 방법: 합병무효의 소의 원고적격 부여

242) 다만, 이와 달리 '순자산'을 기준으로 판단하여야 한다는 견해로 노혁준, 위의 글, p.100. 이에 따르면 합병대가로서 주식이 교부되는 경우에 "순자산"을 기준으로 소규모성을 판단하여야 한다고 한다. 그 근거로서는 "①수범자의 입장에서 볼 때 단일한 기준이 이해하기 쉽고, ②인수회사가 대가로 일부 현금, 일부 주식을 교부하는 것이 가능하므로 통합된 기준이 제시될 필요가 있으며, ③거래규모설의 관점에서는 인수회사의 지분구조가 바뀌는 것보다는 거래의 규모 자체가 문제되는 것이므로 인수회사의 순자산에 미치는 영향을 기준으로 함이 타당하다"라고 한다. 다만 현재 우리 상법은 소규모 합병·주식교환을 판단함에 있어 '순자산'이 아닌 '기존 발행주식 총수'를 기준으로 하고 있다.

1. 문제의 제기

‘합병무효의 소’의 경우 조직법상 거래의 하자를 다투는 소송으로서, 신주발행 무효의 소와 마찬가지로 그 법적 성격은 ‘형성의 소’이다.[243] 주식회사에 관하여 제기되는 회사소송 중 상법이 규정하는 특별한 소송의 형태는 형성의 소인 경우가 대부분이며, 일부 확인의 소의 형태를 취하는 경우도 있다.[244] 형성의 소의 제소권자는 대부분 주주・이사・감사 등과 같이 법률로서 한정되어 있으며, 제소권자가 아닌 자가 소를 제기한 경우 원고적격(당사자적격)을 흠결한 것으로서 부적법 각하된다.[245] 삼각합병 무효의 소도 합병무효의 소와 동일하게 형성소송이므로, 원고의 지위(주주의 지위 보유 문제 등)와 관련된 쟁점은, 본안판단의 문제가 아니라 소송요건(원고적격)의 문제로 다루어지게 된다.

한편, 삼각합병무효의 소의 소송물은 구실체법설에 의하면 ‘삼각합병무효를 청구할 실체법상 권리(상법 제529조)’이고 소송법설에 의하면 ‘삼

243) 서울대학교 금융법센터, “회사소송제도의 개선을 위한 연구”, 『2012년도 법무부 연구용역 과제보고서』 (2012), p.90.

244) 노혁준, “주식회사 관련 소송의 당사자”, 『BFL』 제69호, 서울대학교 금융법센터 (2015), pp.34-35[이하 “앞의 글(주식회사 관련 소송)”로 특정하여 표기한다]. 위 저자는 ①위와 같이 회사법에서 특별히 규정하고 있는 소송들을 “제1유형”으로, ②조직법으로서의 회사법상 특유한 법리가 문제되는 소송이지만 상법에 아무런 조항이 없는 소송들(이사회결의 무효확인의 소, 신주발행 부존재확인의 소, 회사 임원 및 주주 지위 확인의 소)을 “제2유형”으로, ③주식회사가 당사자이기는 하지만 조직법으로서의 회사법과 무관한 쟁점을 다루는 소송들(손해배상청구의 소, 배당금지급청구의 소, 임금지급청구의 소)을 “제3유형”으로 각각 분류하고 있다.

245) 임재연, 『회사소송 (개정판)』, 박영사 (2014), p.10. 한편, 주주총회결의무효확인・부존재확인의 소, 이사회결의무효확인・부존재확인의 소는 판례에 의하여 확인의 소로 분류되는데, 확인의 소의 경우 원칙적으로 제소권자에 대한 제한이 없으나, 주주・이사・감사가 아닌 자가 소를 제기하는 경우와 같은 경우에는 확인의 이익을 갖추지 못하게 되어 역시 부적법 각하된다.

각합병이 무효라는 것을 구하는 청구 자체'이므로, 어느 견해에 의하든 개별 무효원인은 공격방어방법에 해당하지 소송물 자체를 구성하지는 않는다.[246] 우리 학설과 판례가 삼각합병 무효의 소의 원인을 직접 열거한 것은 없으나, 일반적인 합병무효원인으로는 ①합병제한에 관한 법률위반, ②합병계약서 작성시 법정 요건 흠결, ③채권자보호절차 미준수, ④주주총회 특별결의의 하자, ⑤반대주주 주식매수청구권 미부여[247], ⑥불공정한 합병비율[248] 등을 제시하므로, 삼각합병에도 준용될 것이다.[249] 다만,

---

246) 서울대학교 금융법센터, 앞의 글, pp.37-38. 대법원 2009. 4. 23. 선고 2005다22701 판결도 "합병 전 한국주택은행의 신탁계장에 관한 회계처리 및 탈세의 문제, 합병 전 한국주택은행의 대차대조표의 부정확성, 국민주택기금의 운영상의 문제, 아이엔지(ING) 베어링의 출자미이행 문제 및 합병계약 위반의 문제 등을 이유로 한 원고의 합병무효 주장에 대하여 원심이 명시적으로 판단하지 아니하였다 하더라도, 이 사건 합병비율이 합병을 무효화할 만큼 현저하게 불공정하다고 인정할 만한 증거가 없다는 이유로 원고의 합병무효 주장을 배척한 원심의 판단에는 위와 같은 원고의 주장을 배척하는 취지가 들어 있다고 볼 수 있고, 또한 기록상 원고가 주장하는 위와 같은 사정들이 실제 존재한다거나 그러한 사정들이 이 사건 합병비율의 불공정성 여부에 현저한 영향을 미쳐 이 사건 합병을 무효로 돌리는 사유가 된다고 인정할 만한 자료를 찾아볼 수도 없으므로, 원심이 설령 그에 관한 판단을 누락하였다고 하더라도 거기에 상고이유에서 주장하는 바와 같이 판결에 영향을 미친 위법이 있다고 할 수 없다"라고 판시하여, 합병비율의 불공정을 포함한 개개의 합병무효원인은 공격방어방법에 불과하다는 점을 판시하였다.

247) 대법원 2010. 7. 22. 선고 2008다37193 판결은 분할합병계약의 승인을 위한 주주총회를 개최하면서 소수주주들에게 소집통지를 하지 않음으로 인하여 위 주주들이 주식매수청구권 행사 기회를 갖지 못하였으나, 분할합병무효의 소를 제기한 소수주주가 자신이 보유하고 있던 주식을 제3자에게 매도함으로써 그 투하자본을 이미 회수하였다고 볼 수 있고, 위 분할합병을 무효로 함으로 인하여 당사자 회사와 그 주주들에게 이익이 된다는 사정이 엿보이지 아니하는 점 등을 참작해 볼 때, 분할합병무효청구를 기각한 원심판단을 수긍한 사례로서, 일부 주주들에 대한 소집통지의 하자로 인한 주식매수청구권을 행사할 수 없었던 경우 분할합병무효사유에 해당하나 제반 사정을 고려하여 재량기각하였다.

248) 대법원 2009. 4. 23. 선고 2005다22701, 22718 판결, 대법원 2008. 1. 10. 선고 2007다64136 판결은 "현저하게 불공정한 합병비율을 정한 합병계약은 사법관계를 지배하는 신의성실의 원칙이나 공평의 원칙 등에 비추어 무효이고, 따라서 합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병할 각 회사의 주주 등은 상법 제529조에 의하여 소로써 합병의

삼각합병은 현행 법제 하에서는 인수회사 주주총회 특별결의나 주식매수청구권 행사절차를 거칠 필요가 없으므로 위 요건들 중 ④·⑤가 적용될 여지는 없고, 합병비율의 불공정성(⑥)이 주로 문제될 것이다.

이 글에서 주목하는 부분은, 삼각합병에서 인수회사 주주에게 원고적격이 인정될 수 있는가 하는 부분이다. 원고적격(당사자적격)이란 소송절차에 있어서 실제로 당사자가 되는 자가, 소송절차에서 특정된 청구의 당부(즉, 소송물인 권리관계의 존부)에 대해서 본안판결을 받을 수 있는 자격을 말한다.[250] 당사자적격이 인정될 수 있기 위해서는 '소송의 결과에 대한 직접적이고 중대한 법률상 이해관계의 존재'가 필요한데, 구체적으로 어떠한 경우에 당사자격격이 인정되는가에 대해서는 소송의 유형에 따라 다르다.[251] ㉠이행소송의 경우 형식적 당사자 개념에 따라 이행청구권을 주장하는 자에게 원고적격이 생기고, ㉡확인소송의 경우 '확인의 이익'을 보유하는 자가 원고적격이 있으며, ㉢형성소송의 경우 형성소송 법정주의에 따라 명문의 규정이 있는 자에게 원고적격이 부여된다.[252]

우리 상법은 위와 같이 조직재편행위의 효력을 다투는 소송에 대하여 명시적으로 원고적격·제소기간·관할·대세효 등 소송절차 및 효력

무효를 구할 수 있다"라고 판시하였다. 현저하게 불공정한 합병비율을 정한 합병계약은 사법관계를 지배하는 신의성실의 원칙이나 공평의 원칙 등에 비추어 무효이고, 따라서 합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병할 각 회사의 주주 등은 상법 제529조에 의하여 소로써 합병의 무효를 구할 수 있다"라고 판시한 바 있다.

249) 서울대학교 금융법센터, 위의 글, pp.93-95.

250) 神作裕之·中島弘雅·松下淳一·阿多博文·高山崇彦, 『會社裁判にかかる理論の到達点』, 商事法務 (2014), p.266. 소송물인 특정의 권리 또는 법률관계에 관하여 원고로서 소송을 수행하고 본안 판결을 받을 수 있는 자격이라고 설명되기도 한다. 노혁준, 앞의 글(주식회사 관련 소송), p.40.

251) 神作裕之·中島弘雅·松下淳一·阿多博文·高山崇彦, 위의 책, 같은 쪽.

252) 이시윤, 『신민사소송법 (제6판)』, 박영사 (2012), p.141.

에 관한 사항을 규정하고 있다.[253] 회사법상 소송에서 원고적격은 그로 인하여 불이익을 입은 자 모두에게 적용되는 것이 아니고, '중요한 이해관계를 가진 자'들 중 '법률이 정하는 자'에게 한정되어 인정된다고 보아야 하며[254], 우리 법제는 조직재편에 대한 무효를 다투는 '형성소송'에 있어서 원고적격이 있는 자를 한정적으로 열거하고 있다. 따라서 상법이 합병무효의 소의 원고를 '주주 등'으로 한정하는 이상, '인수회사(모회사)의 주주'는 원고적격이 없다.[255] 즉, 삼각합병의 당사회사는 자회사와 대상회사이므로 인수회사의 주주는 '모회사의 주주'에 불과하므로 '주주'에 포함될 수 없게 된다. 이는 이중대표소송의 국면과 비슷한 것이다.[256]

---

253) 노혁준, 앞의 글(주식회사 관련 소송), p.34

254) 서울대학교 금융법센터, 앞의 글, p.15 역시도 주주총회결의취소의 소에 대한 서술이기는 하지만, "주주가 결의에 의하여 개별적으로 법률상 이익을 침해당하였는지 여부는 원고적격의 판단기준이 되지 아니함"이라고 설명하고 있다.

255) 상법 제529조.

256) 대법원 2004. 9. 23. 선고 2003다49221 판결은 "어느 한 회사가 다른 회사의 주식의 전부 또는 대부분을 소유하여 양자 간에 지배종속관계에 있고, 종속회사가 그 이사 등의 부정행위에 의하여 손해를 입었다고 하더라도, 지배회사와 종속회사는 상법상 별개의 법인격을 가진 회사이고, 대표소송의 제소자격은 책임추궁을 당하여야 하는 이사가 속한 당해 회사의 주주로 한정되어 있으므로, 종속회사의 주주가 아닌 지배회사의 주주는 상법 제403조, 제415조에 의하여 종속회사의 이사 등에 대하여 책임을 추궁하는 이른바 이중대표소송을 제기할 수 없다"라고 판시한 바 있다. 따라서 判例의 태도를 고려할 때, 삼각합병 무효의 소에서 인수회사의 주주에게는 원고적격이 인정되지 아니할 것이다. 한편, 이중대표소송에서, 모회사 주주에게도 자신의 이익을 위해서 소를 제기할 인센티브가 있기 때문에 상법 제403조의 해석으로도 이중대표소송을 인정할 여지가 있다는 반대의 견해도 있다. 송옥렬, 앞의 책, p.1068 참조. 위 대법원 판결의 원심(서울고등법원 2002나13746 판결)도 당해 이사의 행위는 결국 모회사의 손해를 발생시키고 달리 구제수단이 없다는 실질적 고려에 입각하여 이중대표소송을 허용한 바 있다. 이중대표소송의 경우 2006년, 2013년 상법 개정안에 포함되었으나 재계의 강력한 반대에 입법되지 못하였다. 김건식・노혁준・천경훈, 앞의 책, 박영사(2016), p.482. 일본 회사법의 경우 삼각합병에서 일정한 요건 하에 인수회사(모회사) 주주의 원고적격을 인정되는 경우도 있으나 이 경우는 '대상회사의 주주였던 자'에게 원고적격이 부여되는 것이므로, 일본의 법제에 따르더라도 인수회사 주주는 여전히 삼각합병의 무효에 대한 원고적격이 없다. 자세한 내용으로는 神作裕之・中島弘雅・

2. 삼각합병 무효의 소와 원고적격

이 글에서 다루고자 하는 것은 삼각합병의 경우에 법률에 규정된 원고가 될 수 있는 자를 '인수회사(모회사) 주주'까지 확장하는 문제이다. 따라서 원고적격의 본질로 돌아가서, 형성소송에서 '누구에게 원고적격이 인정되어야 하는지'가 검토되어야 할 것이다. 형성의 소의 원고적격에 대하여 명문의 규정이 있는 경우에는 그에 따라야 한다는 데에 대부분의 견해가 일치하나, 명문의 규정이 없는 때에는 ①해당 소송물에 가장 강한 이해관계를 가져서 충실한 소송 수행을 기대할 수 있는 자를 원고로 하여야 한다는 견해[257], ②법률관계의 변동에 따라 이익이 있는 자가 원고적격을 갖는다는 견해[258], ③형성의 효과를 발생시키는 것에 대하여 이익을 보유하는 자에게 원고적격이 인정되어야 한다는 견해[259] 등이 존재한다. 위 견해들을 종합하면 결국 원고적격은 '소송물'에 대한 '이해관계' 또는 '이익'을 보유하는 자에게 인정되어야 한다는 당위(當爲)를 도출할 수 있게 된다.[260] 그렇다면 삼각합병 무효의 소의 '소송물에 대한 이

松下淳一・阿多博文・高山崇彦, 앞의 책, pp.275-279. 일본 회사법 제828조 제2항 제7호 내지 제12호, 제851조. 일본 회사법은 합병 등 기업조직재편에서의 대가의 유연화가 폭넓게 도입된 것에 아울러, 조직재편(합병, 주식교환, 주식이전 등)의 효력발생일 이후에 당해 기업조직재편으로 주주로서의 지위를 상실한 「주주였던 자(구 주주)」에게도 원고적격을 인정하는 방향으로 개정되었다고 한다. 이 내용은 특히 우리나라에 시사하는 바가 크다고 생각된다. 2011년 개정상법으로 인하여 교부금합병이 도입되었고, 2015년 개정상법으로 역삼각합병, 삼각주식교환, 삼각분할합병이 가능해졌기 때문에 우리나라에서도 위와 같이 「주주였던 자」가 주주총회결의의 취소 혹은 기업조직재편의 무효를 구할 가능성이 높아졌기 때문이다. 아직 우리나라에서는 「주주였던 자」의 원고적격에 대하여 정면으로 다룬 판례는 없어 보이지만, 향후 충분히 발생할 수 있는 문제이다. 기업조직재편으로 인하여 회사에서 축출된 주주의 경우 그 권리구제를 위해서라도 관련 회사소송에서의 원고적격이 인정되어야 한다.

257) 이시윤, 앞의 책, p.142.

258) 호문혁, 『민사소송법 (제10판)』, 법문사 (2012), p.234.

259) 神作裕之・中島弘雅・松下淳一・阿多博文・高山崇彦, 앞의 책, p.269.

해관계'를 누가 보유하게 되는 것일까?

예컨대, 다음과 같은 삼각합병 상황을 가정하여 보자.[261] A회사(인수회사)가 S회사(자회사)를 활용하여 T회사(대상회사)를 삼각합병 하는 가운데, A회사의 경영진과 지배주주 X가 A회사에 대한 지배권을 확장할 목적으로 T회사와 합병을 하려고 계획하고 있다. T회사는 Z의 1인회사이며, Z는 X의 특수관계인이다. A회사의 기업가치는 10,000이며, 발행주식수는 100주이고, X가 70주, Y가 30주를 각각 보유하고 있다. 한편 T회사의 기업가치는 5,000이며 발행주식수는 100주이고 Z가 100주를 모두 보유하고 있다. T는 삼각합병을 목적으로 설립된 특수목적법인(SPC)이라고 한다. 합병시너지는 5,000이다. 공정하게 산정된 합병비율은 1:0.5이나, A회사의 경영진과 지배주주 X는 합병비율을 1:1로 산정한 삼각합병계획안을 마련하였고, A회사의 주주총회 승인결의나 반대주주 주식매수청구권의 행사절차 없이 삼각합병을 완료하였다. (합병비율을 산정함에 있어서 시너지는 산입하지 아니하며, 합병 이후 S회사의 기업가치 증가분이 전부 A회사의 기업가치 증가분으로 인식된다고 가정한다)

[표 3] 삼각합병 이전의 상황 (가상사례)

A회사	주식수	개별 주식가치	**T회사**	주식수	개별 주식가치
X(지배주주)	60	100	Z(1인주주)	100	50
Y(소수주주)	40	100			
기업가치	10,000		기업가치	5,000	

260) 물론, 형성소송의 원고는 법률로써 열거되는 경우가 대부분이므로, 사실상의 이해관계가 있다고 하더라도 법률로써 규정된 자가 아니라면 원고적격이 부정될 것이다.

261) 이하 <가상사례>라 한다.

합병대가가 공정하게 산정된 경우에 비하여, 불공정한 합병비율이 산정된 경우에 손해를 보는 자는 인수회사의 소수주주 Y가 된다. 구체적으로는 공정한 합병에 비하여 불공정한 합병이 발생한 경우에 지배권이 6.6% 줄어들고(26.6% → 20%), 보유 주식가치가 1,332 만큼 감소(5,332 → 4,000)하게 된다. 만약 이 <가상사례>가 단순 합병인 경우라면, 소수주주 Y는 합병에 반대할 것이고, 그러한 경우 주주총회 특별결의 요건을 갖추지 못하여 더 이상 합병의 진행이 불가능하게 될 것이다. 그러나 삼각합병을 사용하게 되면 인수회사의 주주총회 특별결의를 거칠 필요가 없게 되므로, 위와 같은 <가상사례>의 불공정한 삼각합병이 인수회사의 경영진 및 지배주주의 의사에 따라 행하여질 위험성이 있다. 구체적으로 A회사의 소수주주 Y의 지배권 및 부의 희석화를 표현하면 아래와 같다.

[표 4-1] 공정한 삼각합병 비율의 경우

	단순합산 기업가치	합병 시너지	보유 주식수	개별 주식 가치	지배권 비율	부의 총합
X(지배주주)	15,000	5,000	60	133.3	40%	7,998
Y(소수주주)			40	133.3	**26.6%**	**5,332**
Z(신 주주)			50	133.3	33.3%	6,666
총계			150		100%	20,000

[표 4-2] 불공정한 삼각합병 비율의 경우

	단순합산 기업가치	합병 시너지	보유 주식수	개별 주식 가치	지배권 비율	부의 총합
X(지배주주)	15,000	5,000	60	100	30%	6,000
Y(소수주주)			40	100	**20%**	**4,000**

Z(신 주주)			100	100	50%	10,000
총계			200		100%	20,000

앞서 살펴본 바와 같이, 형성의 소에서의 원고적격은 '소송물'에 대하여 '이해관계' 혹은 '이익'을 갖는 자가 보유하여야 한다. 삼각합병 무효의 소의 소송물은 삼각합병 무효를 청구할 실체법상 권리(구실체법설) 또는 삼각합병이 무효인 것을 구하는 청구 자체(소송법설)인데, 이 경우 삼각합병이 무효로 됨에 따라 손해를 회복하는(이익을 얻는) 사람은 인수회사의 소수주주일 것이다(<가상사례>의 Y). 따라서 삼각합병의 경우 인수회사의 주주에게 원고적격이 부여되어야 함을 우리는 위 <가상사례>를 통하여 알 수가 있다. 한편, 현행 법제에서는 인수회사 측에서 삼각합병의 무효를 다툴 수 있는 자(주주)는 자회사의 1인주주인 인수회사일 뿐인데, 인수회사의 합병무효의 소제기는 기대가능성 자체가 없다.

3. 구체적 입법방향

앞서 살펴본 바와 같이, 인수회사 주주에 대한 절차적 보호수단으로서 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격을 부여할 논리적 근거가 있다. 불공정한 합병비율에 의하여 이루어진 삼각합병의 결과 실제로 불이익을 입는 것은 인수회사의 주주이기 때문에, 그 남용에 대한 안전장치로서 최소한의 권리를 인수회사의 주주들에게 부여하자는 것이다. 다만, 삼각합병의 입법 취지가 주주총회의 절차적 규제를 간소화하여 기업조직재편을 활성화하는 데에 있다는 점도 아울러 고려하여, 인수회사의 주주는 삼각합병의 하자에 대하여 삼각합병 무효의 소라는 사후적 방법으로 다투도록 하는 것이다. 한편, 예외적으로 보전의 필요성이 큰 경우 삼각합병 금지 가처분에 의하는 방법도 생각하여 볼 수 있을 것이고, 만약 이

글의 주장과 같이 삼각합병 무효의 소에 대하여 인수회사 주주의 원고적격이 인정되어, 본안(本案)의 전제성이 충족된다면 가처분의 신청인적격도 인정될 것이다.[262] 다만, 이 글에서는 가처분을 제외하고 본안 소송에 대해서만 상세히 다룬다.

현행 상법에서는 이중대표소송이 인정되지 아니하는 것과 마찬가지로[263], 기업조직재편 무효의 소에 대한 원고적격도 '당사자가 되는 회사의 주주'로 엄격히 제한된다.[264] 따라서 삼각합병에서 인수회사의 주주는 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격이 없다.[265] 그러나 ①삼각합병에 대하여 인수회사 측 주주의 사후 통제가 이루어질 수 있는 수단이 전혀 없다는 점, ②불공정한 합병비율 등 삼각합병의 남용으로 인한 손해는 인수회사 주주에게 귀결된다는 점, ③사후적인 통제방법인 삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격을 인수회사 주주들에게 부여하더라도 여전히 사전적인 부분에 있어서 합병 또는 영업양수의 경우(주주총회 특별결의

262) '삼각합병 금지 가처분'에 대한 신청인적격의 경우 삼각합병 무효의 소에 관한 원고적격이 인수회사 주주에게 인정된다면, 별도의 법률 개정 없이도 법원이 해석론으로 충분히 인정할 수 있게 된다. 임시의 지위를 정하기 위한 가처분의 경우, 다툼이 있는 권리관계에 대하여 그 주장 자체에 의하여 정당한 이익을 보유하는 자가 정당한 채권자가 되고, 그 주장 자체에 의하여 채권자와 저촉되는 지위에 있는 자가 채무자가 되기 때문이다. 사법연수원, 『보전소송』, 사법연수원 출판부 (2012), pp.14-15. 다만 현행 법제 하에서는 삼각합병 무효의 소에 있어서 인수회사 주주의 원고적격을 인정하고 있지 아니하고 있으므로 삼각합병 금지 가처분의 신청인적격도 인정되지 아니한다. 삼각합병 금지가처분에 대한 피신청인은 자회사가 될 것이다. 물론, 신주발행 또는 자기주식 처분 단계에서 금지 가처분을 할 경우 피신청인은 인수회사가 된다.

263) 대법원 2004. 9. 23. 선고 2003다49221 판결. 각주 256) 참조.

264) 합병에 대하여 상법 제529조, 주식의 포괄적 교환·이전에 대하여 상법 제360조의14, 제360조의23, 분할·분할합병에 대하여 상법 제530조의11, 제529조, 제530조의12.

265) 같은 견해로 김지평·이은상, 앞의 글, p.40. "상법 제360조의14의 주식교환 무효의 소나 동법 제529조의 합병 무효의 소에 대한 규정에서 원고적격이 있는 자를 한정적으로 규정하면서 모회사의 주주를 포함하지 않은 이상 법률 해석을 통하여 이들에게 주식교환 무효의 소의 원고적격을 인정하기는 어렵다"라고 한다.

및 반대주주의 주식매수청구권)보다 낮은 수준의 주주 통제(주주총회 보통결의)가 이루어지기 때문에 삼각합병의 입법 취지는 몰각되지 아니할 것이라는 점 등을 고려하면 인수회사 주주에게 사후적 통제방법으로서 삼각합병 무효의 소에 관한 원고적격을 부여하는 방법이 입법론으로서 검토되어야 할 것이다. 한편, 교부금 삼각합병이나 소규모 삼각합병의 경우에도 주주총회의 보통결의는 생략될 것이지만, 인수회사 주주에게 삼각합병 무효의 소의 원고적격은 부여되어야 한다.

삼각합병은 인수회사가 완전자회사(SPC)를 활용하여 진행하는 경우가 대부분이므로, 현행 회사소송에 대한 판례 및 실무상 자회사의 1인주주인 인수회사 자체를 제외하고는 조직재편에 대한 소송을 제기할 수 있는 원고 자체가 존재하지 않게 된다. 그렇다면 인수회사의 지배주주가 삼각합병을 남용하여 지배주주의 지배권을 강화하고 소수주주의 비례적 이익을 침해하는 경우나, 경영진이 기존 주주의 이익을 보호하지 아니하고 삼각합병에 따른 새로운 지배주주에게 충성하거나 본인의 사익을 추구하는 경우에, 정당한 권리를 침해받은 기존 주주의 권리 보호에 효과적인 수단이 없게 된다. 즉 인수회사의 주주의 비례적 이익 침해라는 결과가 발생하였음에도, 삼각합병에 대하여 인수회사 측에서는 누구도 사후적 이의를 제기할 수가 없게 되는 불합리한 결과가 발생하게 된다. 일반적으로 이중대표소송을 허용할 것인가에 대한 논의는 차치하고서라도, 최소한 삼각합병이 실행되는 경우에 인수회사(모회사)의 주주들에게는 원고적격을 부여하는 것이 타당할 것이다.

한편, 일본 회사법은 합병 등 기업조직재편에서의 대가의 유연화가 폭넓게 도입된 것에 아울러, 조직재편(합병, 주식교환, 주식이전 등)의 효력발생일 이후에 당해 기업조직재편으로 주주로서의 지위를 상실한 「주

주였던 자(구 주주)」에게도 원고적격을 인정하는 방향으로 개정되었다.[266] 이 글의 주장과는 다른 국면이지만, 조직재편에서 모회사의 주주에게 원고적격을 확대하는 경향에 대하여는 환영할 만하다. 원고적격을 '주주'에 한정하는 엄격한 도그마에서 벗어나, '조직재편을 다툴 정당한 이익이 있는 자'에게까지 확장하고 있는 것이기 때문이다. 우리나라에서는 2011년 개정상법으로 인하여 교부금합병이 도입되었고, 2015년 개정상법으로 역삼각합병, 삼각주식교환, 삼각분할합병이 가능해졌음에도 불구하고, 아직 위와 같은 입법적인 논의가 전무하다. 일본의 입법례에서 참고하듯이, 대상회사였던 주주가 인수회사의 주주가 된 경우에도 삼각합병 관련 소송의의 원고적격을 확장하는 것과 아울러, 인수회사의 주주에게도 삼각합병무효의 소에 대한 원고적격이 부여되어야 할 것이다.

266) 神作裕之・中島弘雅・松下淳一・阿多博文・高山崇彦, 앞의 책, pp.275-279.

제 5 장 삼각합병 주주보호 법리의 확장

제 1 절 주식교환의 경우

1. 문제의 소재

지금까지 삼각합병에 대하여 어느 정도의 주주 보호가 필요한지 대하여 검토하였다. 조직재편 거래에 대하여 어느 정도의 주주 통제가 필요한지 여부에 대하여서는 '최종구간설'의 입장에 따르되, 개별 조직재편마다 인수회사의 주주가 직면하는 위험성의 정도에 따라서 그 정도의 차등을 두자는 것이 이 글의 골자였다. 합병과 삼각합병 모두 인수회사의 주주 구성이 변하기 때문에, 최종구간에 직면하여 인수회사의 경영진이 지배주주의 이익이나 사익을 추구하기 위한 이해상충의 인센티브가 생긴다는 점은 동일하다. 다만, 삼각합병은 대상회사를 '자회사의 형태'로 지배한다는 점에서, 대상회사의 부외부채나 도산의 위험이 자회사의 주주 유한 책임 원칙에 따라 일정 부분 절연되고, 그에 따라 삼각합병이 가져올 인수회사 주식의 가치의 민감도(β)가 합병보다 낮은 수준이다. 따라서 합병에 대하여 '주주총회 특별결의'와 '반대주주의 주식매수청구권'을 보장한다면, 삼각합병에 대해서는 '주주총회 보통결의'를 요하는 정도로 주주 보호 수준을 설정하면 충분할 것이다. 앞선 분석에서도 마찬가지였지만, 합병·영업양도가 대상회사의 자산과 부채를 포괄 승계하게 되는 '자산형 거래(asset deal)'라면, 삼각합병·주식교환·지배권 양수의 경우 대상회사의 주식을 보유하며 간접적으로 경영하는 '주식형 거래(stock deal)'에 해당한다. 따라서 삼각합병에 있어서의 주주 보호 논의를 그 경제적 실질이 동일한 주식교환·지배권 주식양수에 확장할 수 있을 것이다. 본 절에서는 '주식교환'의 경우를 먼저 살펴보기로 한다.

우리 상법은 '주식교환'에 대하여 '주주총회의 특별결의'를 거칠 것을 요구하면서, '반대주주의 주식매수청구권 행사' 절차도 강제하고 있다.[267] 특히, 2015년 개정 상법을 통하여 '역삼각합병'이 도입되었는데, 역삼각합병은 그 경제적 실질에 있어서 기존의 제도인 '주식 교환'과 완전히 동일하다.[268] 이처럼 삼각합병과 역삼각합병에서는 인수회사는 합병의 당사회사가 아니라는 이유로 주주총회의 어떠한 통제도 받는데, 그와 거래구조가 동일한 주식교환의 경우 강한 수준의 주주 통제가 이루어진다는 점에서 불합리한 '규제 차익'이 발생하게 되었다. 만일 현행 법제가 유지된다면, 어떠한 기업도 주식교환 제도를 이용하지 않을 것임은 명약관화하다.[269] 같은 취지에서 삼각합병이 도입된 이후에 주식의 포괄적 교환·이전에 대하여 주주총회 특별결의를 요구하지 않는 것이 타당하다는 견해도 존재하였다.[270]

주식교환은 대표적인 주식형 거래의 일종으로서, 지배권 주식의 인수와 비교하여 볼 때 대상회사를 완전자회사의 형태로 보유할 수 있다는 장점이 있다. 삼각합병과 주식교환은, 대상회사가 명목상으로라도 존속하는지 여부에서만 차이가 있다.[271] 한편 주식교환은 대상회사를 자회사의

---

267) 송옥렬, 앞의 책, p.1210. 상법 제360조의3 제1항, 제2항(주주총회 특별결의에 대하여), 상법 제360조의5(반대주주의 주식매수청구권에 대하여)

268) 역삼각합병은 법률 형식상 거래당사자가 자회사와 대상회사이기 때문에 삼각합병과 마찬가지로 인수회사의 주주총회 특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권 행사를 요구하지 않는데, 인수회사가 대형 상장회사인 경우 조직재편에 있어서 주주총회 특별결의의 요부 및 주식매수청구권의 행사 가부가 큰 장애요소임을 감안하면 실무상으로도 매우 중요한 문제라는 견해로 김지평·이은상, 앞의 글, p.30.

269) 같은 견해로 노혁준, 앞의 글(2016), p.12. 역삼각합병이 활성화되면 주식의 포괄적 교환 규정은 사실상 사문화될 것이기 때문에 그 개정 필요성에 대한 주장이 제기될 수 있다고 한다.

270) 송옥렬, 앞의 책, p.1210.

271) '대상회사가 명목상으로 존속하는 형태의 삼각합병'이 바로 2015년 상법 개정을 통

형태로 지배하는 조직재편이기 때문에, 인수회사 주주가 마주하는 위험의 크기가 합병의 경우보다 낮은 수준에서 형성된다. 왜냐하면 대상회사에서 발생할 수 있는 위험이 인수회사로 전이되는 것이 '주주유한책임원칙'에 따라 방지될 수 있기 때문이다. 우리 상법은 주식양수에 관하여는 주식교환을 제외하고는 어떠한 경우에도 주주 통제를 요구하고 있지 않은데[272], 이러한 점에서 보면, 우리 상법은 '주식 거래'의 '인수회사 주주보호 법제'에 있어서 정합성을 갖추지 못한 것이다. 그러므로 삼각합병·주식교환·주식을 대가로 한 지배권주식양수의 경우에 '신주 발행' 차원에서의 규제 정도는 동일하여야 한다. 다만, 앞서 삼각합병의 경우에 언급한 바와 마찬가지로 현금을 대가로 한 주식교환(교부금 주식교환)이나 소규모 주식교환의 경우에는, 인수회사 주주 구성이 전혀 변하지 아니하거나 그 영향이 미미하기 때문에 경영진이 최종 구간에 직면한다고 볼 수 없으므로, 주주총회의 통제 장치가 불필요하다.

삼각합병(역삼각합병)과 주식교환의 경제적 실질을 비교하면 아래 [표]와 같다. 유일한 차이점은 대상회사가 명목상 존재하는지, 소멸하는지 여부인데, 최종구간설·거래규모설·투자결정설 중 어느 견해에 따르더라도 대상회사가 명목상으로 존재하는지, 소멸하는지 여부가 인수회사 주주보호 관점에서 유의미한 차이를 결정짓지는 못한다.

[표 5] 삼각합병과 주식 교환의 경제적 실질 비교

	삼각합병	주식 교환
조직재편 후 지배구조	인수회사의 완전자회사	인수회사의 완전자회사

하여 도입된 '역삼각합병'이다.

272) 노혁준, 앞의 글(2015), pp.91-92.

대상회사 채무 및 부외부채 승계 가능성	승계되지 아니함	승계되지 아니함
대상회사 주주의 구성	변경 (인수회사 100%)	변경 (인수회사 100%)
대상회사의 존속 여부	소멸 (역삼각합병: 존속)	존속
인수회사 주주총회 특별결의 (현행)	**不要**	**要**
인수회사 반대주주 주식매수청구권 (현행)	**不可**	**可**
인수회사 채권자 보호절차	不要	不要

2. 장래의 개정방안

가. 주주총회 '보통결의' 요구

주식교환에 대하여 ①회사가 다른 회사의 주식을 양수하는 거래는 일반적으로 주주총회의 결의를 거치지 아니하고 이루어지는 점, ②주식의 포괄적 교환 및 삼각합병을 통하여 회사 주주 구성이 달라질 수 있으나, 인수회사의 관점에서 신주발행의 실질을 갖는 주식교환을 반드시 주주총회 특별결의사항이라고 볼 수 없는 점, ㉢현행 회사법이 '자회사에 관한 사항'을 '모회사의 주주총회 결의사항'이라고 보지 않는 점 등에 비추어 오히려 '주식의 포괄적 교환' 제도에서 '주주총회 특별결의' 절차를 삭제하는 것이 타당하다는 견해도 있다.[273] 그러나 이 견해에 따르면 신

273) 송옥렬, "2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점 - 기업재무 분야를 중심으로", 『저스티스』 제127호 (2011), pp.75-76, 송옥렬, 앞의 책,, p.1201. "그러나 사실 자회사 형태로 대상회사를 지배하게 되는 포괄적 주식교환에 주주총회 특별결의를 요하는 것이 회사법의 정합성에 어긋나는 제도라고 생각한다. 회사가 하는 거래에 주주총회가 간섭한다는 것은 그것이 주주의 이해관계에 중요하다는 의미이다. 대상회사를 자

주발행을 수반하는 삼각합병・주식교환・지배권 주식양수에 있어서 경영진이 지배주주와 결탁하여 특정 주주의 이익만을 추구하거나 사익을 추구하는 위험성을 배제할 수 없다. 따라서 대규모의 신주 발행을 규제하는 차원에서도 일정 규모 이상의 주식교환에 대해서는 '주주총회 보통결의'를 거치도록 해야 한다.[274]

주식교환에 있어서 인수회사 주주보호는 주주총회의 특별결의가 아니라 '보통결의'로 충분하다. ㉠주식교환은 합병의 경우와는 달리 대상회사를 자회사 형태로 보유하기 때문에 주주유한책임이라는 안전막을 통하여 대상회사에서 발생하는 위험이 차단될 수 있는 점[275], ㉡인수회사의 차원에서 보면 주식교환은 '신주의 발행'과 '대상회사 주식의 보유' 2가지로 구성되는데, 대상회사 주식을 보유하는 것은 자산상태의 변화에 불과하므로 그것을 회사의 근본적인 변동이라고는 보기 어려운 점, ㉢주식교환에 따른 인수회사 주식 가치 변동의 민감도(β)가 합병보다는 낮은 점, ㉣주식교환을 제외한 주식양수 거래에 대하여서 기존의 법제가 아무런 주주 통제를 부여하고 있지 않았던 점[276] 등이 그 근거가 된다.

나. 반대주주 주식매수청구권 '미보장'

회사로 지배하는 것이 인수회사 주주의 이해관계에 중요한지 여부는 구체적인 상황에 따라 다르겠으나, 최소한 회사법은 그렇게 보지 않는다"라고 서술되어 있다.

274) 같은 견해로 노혁준, 앞의 글(2014), p.76. 이에 따르면, "주식교환시 인수회사(즉 완전모회사가 되는 회사)의 주주 보호의 수준은 합병시의 그것과 달리 정하여야 한다. 즉 주식교환시 인수회사에 주주총회 특별결의절차 및 주식매수청구권을 인정할 필요는 없고, 다만 일정수준 이상의 신주발행(자기주식의 교부 포함)이 이루어질 때에만 주주총회의 승인을 얻도록 하면 충분하다. 이는 합병 이외의 구조재편과정에서 인수회사의 신주발행이 이루어질 때에는 마찬가지로 적용되어야 할 법리이다"라고 한다.

275) 노혁준, 앞의 글(2015), p.93.

276) 노혁준, 위의 글, 같은 쪽.

이처럼 '삼각합병(역삼각합병)'과 '주식 교환'은 동일한 경제적 실질을 가짐에도 불구하고 우리 상법이 그 취급을 달리하고 있다. 이에 대하여 역삼각합병에 대해서도 주식의 포괄적 교환과 같이 주주총회의 특별결의와 반대주주의 주식매수청구권이 요구되어야 한다는 견해도 존재하였다.[277] 그러나 이러한 태도는 과도한 규제를 양산하는 불필요한 입법방식이다. 특히, 2011년・2015년 상법 개정에서 입법자들은 인수회사가 대상회사를 자회사의 형태로 보유하는 삼각합병 등에서 인수회사의 주주총회 특별결의나 주식매수청구권을 요구하지 아니할 수 있다는 결단을 하였던 점도 고려되어야 한다. 앞서 살펴본 바와 같이 주식매수청구권은 '인수회사의 소수주주를 보호'하면서 '지배주주와 경영진의 이해상충행위를 견제'하는 2가지 역할을 수행한다. 따라서 주식매수청구권이 발동되는 요건은 기본적으로 '최종구간'에 해당하는 거래로 하되, 그 중에서도 인수회사 주주에게 커다란 변동을 주는 조직재편에 한정되어야 한다. 왜냐하면 주주총회의 승인결의와 달리 주식매수청구권의 경우 주식회사에서 원칙적으로 금지되는 출자의 환급이 허용되고, 주식매수청구권의 행사는 인수회사에게 상당한 시간적・경제적 비용의 부담을 유발하기 때문이다.

'삼각합병(역삼각합병)'과 '주식의 포괄적 교환'의 경제적 실질이 동일하므로, 양자의 취급을 동일하게 하는 것이 제도의 정합성의 측면에서 타당하다고 생각한다. 따라서 삼각합병과 마찬가지로 주식교환의 경우에도 '주주총회의 보통결의'를 요구하되, '반대주주의 주식매수청구권 행사' 절차는 삭제되어야 한다. 일정한 주식형 거래에 대하여 주주총회 보통결의를 요구하는 것은 '신주 발행' 차원에서의 규제이지, 회사의 조직변경 국면의 접근이 아니기 때문이다. '대상회사의 주식인수'와 '인수회사의 신주발행'이라는 2가지 요소로 구성된 거래인 '주식의 포괄적 교환'에 주식

277) 노일석, 앞의 글, pp.73-74.

매수청구권의 행사까지 요구하는 것은 과도한 규제일 것이다.[278] 만일 주식의 포괄적 교환에 대하여 주식매수청구권 행사절차를 그대로 둔 채로 삼각합병 제도를 운용한다면, 강한 규제가 적용되는 주식교환은 사실상 사문화될 것이다.[279] 인수회사의 입장에서 볼 때 주식교환은, '인수회사의 신주발행을 대가로 한 주식양수'에 불과하므로 삼각합병·주식교환·주식을 대가로 한 지배권주식인수에 통일적으로 '주주총회 보통결의'만을 거치게 하여 간의 주주 보호 법제의 정합성을 유지하여야 한다.[280]

다. 소규모성의 판단: '발행주식 총수'의 '20%'

다만, 이 글이 취하는 '최종구간설'에 따르더라도 소규모의 거래는 인수회사 주주의 이해관계에 영향을 주지 않을 것이다. 바꾸어 말하자면, 소규모의 삼각합병·주식교환·주식을 대가로 한 지배권주식양수의 경우에는 신주가 발행됨에 따라 발생하는 인수회사 주주 구성의 변동이 미미하기 때문에 경영진의 입장에서는 '마지막 게임(final game)'이 아니다. 소규모 주식교환의 경우에는 만일 경영진이 비합리적인 판단을 하거나 사익을 추구하였다면 사후 주주총회에서 경영진에 대하여 그 책임을 물을 수 있을 것이다. 그러므로 '소규모성'이 인정되는 주식교환에 대해서는 삼각합병의 경우와 마찬가지로 주주총회의 승인결의를 거칠 필요가

278) 송옥렬, 앞의 책, p.1210. 노혁준, 앞의 글(2014), p.65. 인수회사 주주의 입장에서 볼 때 주식의 포괄적 교환은, 인수회사가 제3자 배정 신주발행을 하여 대상회사의 주식 전부를 인수하는 것에 불과하므로, 대상회사의 자산 및 부채가 포괄적으로 승계되는 합병과는 차이가 있다.

279) 노혁준, 앞의 글(2014), p.66.

280) 노혁준, 앞의 글(2015), p.94. 위 글에서는 소규모성의 판단 기준을 인수회사 '순자산'의 20%로 설정하고 주식양수도·주식의 포괄적 교환을 불문하고, 위 20%를 넘는 거래의 경우 주주총회의 보통결의를 거칠 것을 제안하고 있다. 이 경우 반대주주의 주식매수청구권은 보장할 필요가 없다고 한다. 구체적인 내용은 노혁준, 같은 글, pp.91-101 참조.

없으며, 반대주주의 주식매수청구권 행사 절차도 보장될 필요가 없다. 구체적으로는 인수회사의 '기 발행주식 총수'를 기준으로 '20%'를 소규모성의 판단 기준으로 설정할 수 있다.[281] 이는 합병・주식교환・지배권주식인수의 경우를 불문하고 인수회사의 발행주식 총수의 20%를 기준으로 그 이하의 신주가 발행되는 경우에는 주주총회 승인 및 주식매수청구권 행사를 요하지 않는 「모범회사법」의 예를 따른 것이다.[282] 주식교환 대가로 '현금'이 교부된 경우(교부금 주식교환)에는 인수회사 주주의 비례적 이익이 침해될 위험이 없으므로 주주총회 승인이 필요 없다.

제 2 절 지배권 주식의 양수인 경우

1. 문제의 소재

지금까지 삼각합병・주식교환의 경우에 인수회사에서 일정 규모 이상의 신주가 발행되는 경우에는 인수회사 주주총회의 보통결의를 거쳐야 한다는 내용을 서술하였다. 삼각합병・주식교환・주식양수의 경우 모두 주식거래라는 점에서, 조직재편의 경제적 실질은 유사하다고 볼 수 있다. 따라서 인수회사의 지배주식 양수에 있어서도 삼각합병・주식교환의 예와 마찬가지로 주주총회 보통결의를 거치도록 하는 것이 바람직하다.[283] 현행 상법은 주식양수도의 경우에는 지주회사가 보유하고 있던 자회사 주식을 전부 매각하는 등의 예외적인 경우를 제외하고는 어떠한 주주총

281) 이와 달리 "순자산"을 기준으로 하여야 한다는 견해로 노혁준, 위의 글, pp.109-111.

282) 노혁준, 앞의 글(2014), pp.62-63. 모범회사법 제11.04조(g), 제6.21조(f)(합병・주식교환에 대하여), 모범회사법 제6.21.조(f)(자산양수・주식양수의 대가로 주식이 교부된 경우에 대하여). 이 글 제4장 제2절 제2항 참조.

283) 같은 견해로 노혁준, 앞의 글(2015), p.110.

회의 통제도 두고 있지 않으므로[284], 지배권 주식양수에 대하여 주주총회의 승인결의를 요구하는 것은 규제의 강화가 될 것이다.

이 글에서 초점을 맞추는 부분은 '주식'을 대가로 한 '대상회사의 주식 인수'이다. 현금을 대가로 하는 경우라면, 인수회사에서 신주가 발행되지 않으므로 인수회사 주주 구성의 변동이 전혀 없게 되고, 단순히 인수회사의 자산 구성의 변화만이 발생한다. 따라서 '최종구간설'의 입장에 따르면, 인수회사의 경영진은 대상회사의 주식을 인수함에 있어서 인수회사가 신주를 발행하거나, 자기주식을 처분할 경우에만 '최종 구간'에 직면하므로, 그 경우에 한하여 주주의 통제가 필요하다.[285] 삼각합병의 논의를 지배권 주식인수에 적용하기 위하여, 양자의 경제적 실질이 유사함을 아래 [표]를 통하여 비교한다. 지배권 주식양수의 경우 대상회사에 대하여 100% 주식을 취득하는 것이 아니므로, 이 점에서는 주식교환·삼각합병과 차이가 발생하지만, 대상회사의 주식을 어느 비율로 취득하는지 여부는 '인수회사' 주주 보호의 차원에서는 유의미한 요소가 되지 못한다. 현행 상법은 삼각합병과 지배권 주식양수에 대하여 동일한 규제를 부여하고 있기 때문에 그 차원에서 정합성을 유지했다고는 볼 수 있으나[286], 인수회사 주주 보호 장치를 두지 아니한 것은 타당하지 않다.

---

284) 김건식·노혁준, 『지주회사와 법』, 소화 (2005), p.315. 대법원 2004. 7. 8. 선고 2004다13717 판결의 취지에 따르면 지주회사가 보유하고 있던 자회사 주식을 전부 매각하는 경우 주주총회의특별결의 및 반대주주의 주식매수청구권의 행사가 필요하다고 한다. 왜냐하면 지주회사는 자회사를 '보유'를 영업으로 하는 회사이기 때문에 자회사 주식의 전부 매도는 영업의 양도와 같기 때문이다.

285) 반대의 견해로는 노혁준, 앞의 글(2015), p.98. 거래규모설 및 우리나라의 대규모 상장회사의 제국건설 현상을 견제할 필요성에 비추어 본다면, 주주총회의 관여가 필요한 것은 그 대가가 주식인지, 현금인지를 불문하며, 대가가 현금인 경우에도 원칙적으로 주주총회의 승인이 필요하다고 한다. 위 견해는 기본적으로 '거래규모설'을 따르기 때문에 인수회사의 주주 구성이 변동되는지 여부(최종 구간인지 여부)가 주주총회의 경영 통제의 근거가 되지 않는 점에서 이 글과 차이가 있다.

[표 6] 삼각합병과 지배권 주식인수의 경제적 실질 비교

	삼각합병	지배권 주식양수
조직재편 후 지배구조	인수회사의 완전자회사	인수회사의 주식보유
대상회사 채무 및 부외부채 승계 가능성	승계되지 아니함	승계되지 아니함
대상회사 주주의 구성	변경 (인수회사 100%)	변경
대상회사의 존속 여부	소멸 (역삼각합병: 존속)	존속
인수회사 주주총회 특별결의 (현행)	不要	不要
인수회사 반대주주 주식매수청구권 (현행)	不可	不可
인수회사 채권자 보호절차	不要	不要

2. 장래의 개정방안

가. 주주총회 '보통결의' 요구

이 글이 취하는 '최종구간설'에 따르면, 주식을 대가로 한 지배권 주식 인수의 경우에는 '인수회사 경영진·지배주주 대 소수주주'의 이해관계 충돌이 발생할 가능성이 높다. 지배권 주식 인수 결과 인수회사의 주주 구성이 변동하기 때문에, 인수회사의 경영진은 기존 주주의 이익을 보호하기보다는 거래 이후의 지배주주의 이익에 헌신할 가능성이 높다.

286) 합병·영업양수도의 자산거래(asset deal)와 삼각합병·주식교환·지배권 주식양수의 주식거래(stock deal)에 대하여 각각에 대하여 규제의 정합성이 유지되어야 할 것이다. 같은 견해로 노혁준, 위의 글, p.101. "자산거래와 주식거래의 형평을 맞추면서 정합성을 유지할 필요가 있다"라고 서술되어 있다.

그 결과 인수회사 기존 주주의 비례적 이익이 침해된다. 이와 같은 대리인 비용을 최소화하기 위해서는 사전적으로 인수회사 주주총회의 승인절차를 거치도록 하는 것이 필요하다. 다만, 주주 보호의 필요성은 합병·영업양도와 삼각합병·주식교환·지배권 주식인수의 경우가 차이가 있으므로 주주총회의 보통결의를 거치도록 하면 충분할 것이다.

나. 반대주주 주식매수청구권 '미보장'

지배권 주식 인수의 경우 인수회사가 대상회사의 주식을 보유하는 형태로 간접적으로 경영한다는 점에서, 대상회사의 자산과 부채를 포괄승계한 뒤 직접 경영하는 합병·영업양수와는 차이가 있다. '신주 발행' 차원에서 본다면, 지배권 주식인수의 경우 인수회사에게 '신주가 발행'되고 그 대가로 대상회사 주식을 매입하여 '자산상태가 변동'되는 과정으로 인식된다. 대상회사의 도산 위험이나 부외부채도 주주 유한 책임에 따라 인수회사에 일정 부분 차단된다. 따라서 합병·영업양수와는 달리, 지배권 주식양수의 경우 한 단계 낮은 수준의 주주 보호인 '주주총회 보통결의'를 거치는 것으로 족하며 주식매수청구권 보장은 필요하지 않다.

다. 소규모성의 판단: '발행주식 총수'의 '20%'

'소규모'의 주식인수의 경우에는 인수회사의 주주 구성 변동에 미치는 영향이 미미하기 때문에, 경영진에게 최종 구간의 문제가 발생하지 아니하므로 주주총회의 사전적인 승인을 얻을 필요가 없다. 소규모성은 앞서 삼각합병·주식교환의 경우와 같이, 인수회사 주식 인수의 대가로 발행되는 신주나 교부되는 자기주식의 양이 인수회사 발행주식 총수의 20%를 기준으로, 이를 넘는 경우에는 인수회사 주주총회의 보통결의를 거치도록 하고, 20% 이하의 경우에는 총회의 결의를 거칠 필요가 없다.

제 6 장 결　　론

지금까지 삼각합병의 인수회사 주주 보호를 중심으로 하여 논의를 전개하였다. 인수회사의 법적 절차를 간소화함으로써 조직재편 거래를 활성화하고자 하는 삼각합병의 도입 취지를 최대한 존중하는 한편, 삼각합병의 실행으로 인하여 '인수회사 주주의 비례적 이익'이 침해될 수 있음을 고려하여 '사전적'으로 신주 발행 차원에서 주주총회 보통결의의 승인을 얻도록 하고, '사후적'으로도 인수회사 주주가 삼각합병무효의 소를 제기할 수 있는 원고적격을 인정할 수 있도록 하는 것이 핵심 내용이다. 그에 더하여 이와 같은 주주 보호의 체계는 삼각합병과 경제적 실질이 유사한 '주식교환' 및 주식을 대가로 한 '지배권 주식의 인수'에도 확장 적용되어야 한다는 것이다. 이러한 논지 전개는 이론적으로는 '최종구간설'에 바탕을 둔 것이며, 비교법적으로는 미국 '모범회사법'의 입법례와 유사한 구조를 갖추는 셈이 된다.

삼각합병은 대상회사를 '자회사' 형태로 지배하게 되는 조직재편으로서 합병·영업양도 등 자산형 거래와 다르고, 합병대가로서 존속회사(자회사)가 아닌 인수회사(모회사) 주식이 지급된다는 점, 자회사와 대상회사 간에 실제 '합병'이 이루어진다는 점에서 주식교환·지배권 주식의 양수와도 차이가 있는 거래이다. 다만, 삼각합병이 경영권의 승계·지배주주의 지배력 확장·경영권 방어 등에 사용될 경우, 경영진과 지배주주는 소수주주의 이익을 보호하지 않고 사익을 추구할 '최종 구간'에 직면하게 되며, 소수주주들의 비례적 이익이 침해될 수밖에 없다. 한편, 사실상의 합병이론(de facto merger theory)에 따라 모든 기업인수에 동일한 규제를 적용하는 것은 과도한 규제를 형성하게 될 뿐이다. 이에 이 글에서는 삼각합병에 대한 주주보호 법제가 필요하다는 전제 하에서, ①인수회사

의 법적 절차를 간소화하고, ②대상회사의 우발부채·도산 위험을 자회사를 통해서 차단하며, ③Cross-border M&A를 활성화할 수 있는 삼각합병의 기능과 조화를 이룰 수 있는 '새로운 방안'을 모색하였던 것이다.

인수회사 주주 보호를 위하여 사용되었던 기존 수단은 '주주총회 특별결의'와 '주식매수청구권'으로 대별할 수 있다. 이 글에서는 회사의 경영진이 최종 구간에 직면하는 경우에는 원칙적으로 주주 보호 수단을 두어야 하지만, 주주 보호의 수준은 해당 조직재편이 인수회사 주주에게 미칠 수 있는 위험의 정도·인수회사 주식가치의 변동에 미칠 수 있는 영향(β)을 고려하여 차등적으로 적용되어야 함을 논증하였다. 삼각합병은 경영진이 최종 구간의 거래를 함으로써 지배주주와 결탁하거나 사적인 이익을 추구할 이해상충의 유인을 발생시키므로 주주 보호 수단이 필요하다. 그러나 ㉠삼각합병 결과 대상회사를 '자회사'의 형태로 지배하게 되기 때문에 주주 유한 책임 원칙에 따라 인수회사 주주에게 인식되는 위험의 정도가 낮고, ㉡삼각합병을 통한 β값의 변화도 합병의 그것보다 작으며, ㉢결과적으로 삼각합병은 인수회사의 차원에서 보면 '신주 발행'과 '자산 취득'이 결합된 거래이므로, 자산과 부채의 포괄승계가 이루어지는 합병·영업양수와 동일하게 취급할 수는 없는 것이다. 따라서 삼각합병에 있어서는 주식매수청구권이 보장될 필요는 없으며, 일정 규모(발행주식 총수의 20%)를 넘는 신주의 발행 혹은 자기주식의 처분이 있을 때 '주주총회의 보통결의'를 거치도록 하는 것으로 충분하다.

이처럼 삼각합병을 실행하기에 앞서 신주 발행 혹은 자기주식의 처분이 이루어지는 국면에서 '사전적'인 '주주총회의 보통결의'라는 관문을 거치도록 함에 더하여, '사후적'인 통제방법으로서 인수회사 주주에게 '삼각합병 무효의 소에 대한 원고적격'이 부여되어야 한다. 삼각합병 무효의

소는 형성소송이고, 현행 법제 하에서는 회사법상 형성소송의 원고를 법률에 명시된 자로 제한하고 있으므로 인수회사의 주주는 원고적격이 없다. 그러나 실제로 불공정한 삼각합병으로 인하여 손해를 입는 것은 자회사가 아니라 인수회사의 주주이므로, 소송물에 대하여 중대한 이해관계를 가지는 인수회사의 주주에게 원고적격이 부여되어야 한다. 만일, 위와 같이 원고적격이 부여된다면 인수회사 주주는 삼각합병 금지 가처분에 대한 신청인적격도 아울러 보유하게 될 것이다. 다만, 앞서 설명한 사전적 방법(주주총회 보통결의)과 사후적 방법(합병무효의 소의 원고적격)에는 적용 범위의 차이가 있다. ㉮첫째로, 신주발행 혹은 자기주식의 처분이 20% 이하인 '소규모' 삼각합병의 경우에 인수회사 주주총회의 보통결의는 거치지 아니하여도 무방하나, 그러한 경우에도 인수회사 주주들에게 원고적격은 인정되어야 한다. ㉯둘째로, 삼각합병의 대가로 현금이 교부될 수 있는 경우에는, 인수회사 주주 구성의 변동이 초래되지 않기 때문에 주주총회 보통결의는 거치지 아니하여도 되지만, 인수회사 주주에게 합병무효의 소의 원고적격은 인정될 것이다.

이 글에서는 합병・영업양수・삼각합병・주식교환・지배권 주식양수의 5가지 기업인수 방법을 반복하여 비교하였다. 이 중 삼각합병・주식교환・지배권 주식양수의 경우 인수회사가 대상회사의 주식을 보유함으로써 간접적으로 경영하게 된다는 점에서 경제적 실질이 유사하게 된다. 따라서 삼각합병에서의 인수회사 주주 보호의 논의를 '주식교환'과 '지배권 주식의 양수'에 확장하여 적용할 수 있다. 20%가 넘는 신주 발행을 동반하는 주식교환과 지배권 주식양수의 경우에는 주주총회 보통결의를 거치도록 하는 것이 제도의 정합성을 높이게 된다. 삼각합병의 순기능을 보장하면서도, 인수회사 주주의 비례적 이익 침해를 구제하고, 조직재편 간 제도의 정합성을 제고할 수 있는 입법이 진행되어야 할 것이다. ▨

참 고 문 헌

1. 국내 문헌

가. 단행본

권재열, 『미국 회사법 (델라웨어 주)』, 법무부 (2014)

권종호, 『일본 회사법 (상) - 법률』, 법무부 (2014)

_____, 『일본 회사법 (하) - 시행령·시행규칙』, 법무부 (2014)

김건식・노혁준・천경훈, 『회사법 (제2판)』, 박영사 (2016)

김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・최문희, 『신체계 회사법 (제6판)』, 박영사 (2016)

김순석・홍복기・김재범・권종호・정경영・정동윤・송종준, 『주석상법: 회사(Ⅱ) (제5판)』 (2014)

김화진, 『기업지배구조와 기업금융 (제2판)』, 박영사 (2012)

_____, 『상법강의 (제3판)』, 박영사 (2016)

김화진・송옥렬, 『기업인수합병』, 박영사 (2007)

노혁준 편저, 『BFL 총서 8: 회사분할의 제 문제』, 소화 (2013)

사법연수원, 『법인세법』, 사법연수원 출판부 (2015)

_____, 『보전소송』, 사법연수원 출판부 (2012)

송옥렬, 『상법강의 (제6판)』, 홍문사 (2016)

원용수, 『프랑스 회사법』, 법무부 (2014)

윤영신・최완진・정찬형, 『주석상법: 회사(Ⅴ)(제5판)』 (2014)

이시윤, 『신민사소송법 (제6판)』, 박영사 (2012)

이창희, 『세법강의 (제13판)』, 박영사 (2015)

이철송, 『회사법강의 (제23판)』, 박영사 (2015)

이태로・한만수, 『조세법강의 (신정10판)』, 박영사 (2014)

이형규, 『독일 조직재편법』, 법무부 (2014)

_____, 『독일 주식법』, 법무부 (2014)

임재연, 『미국기업법』, 박영사 (2009)

_____, 『회사법 Ⅰ (개정2판)』, 박영사 (2014)

_____, 『회사법 Ⅱ (개정2판)』, 박영사 (2014)

_____, 『회사소송 (개정판)』, 박영사 (2014)

정동윤・양명조, 『주석상법: 회사(Ⅰ)(제5판)』 (2014)

정찬형・송옥렬・권재열・홍복기・안수현, 『주석상법: 회사(Ⅲ) (제5판)』 (2014)

한국상사법학회 편, 『주식회사법 대계 Ⅲ (제2판)』, 법문사 (2016)

호문혁, 『민사소송법 (제10판)』, 법문사 (2012)

Melvin A. Eisenberg, 송상현・김건식 譯, 『주식회사 법리의 새로운 경향: 회사의 구조 - 그 법학적 분석』, 경문사 (1983)

Reinier Kraakman・John Armour・Paul Davies・Luca Enriques・Henry Hansmann・Gerard Hertig・Klaus Hopt・Hideki Kanda・Edward Rock, 김건식・노혁준・박준・송옥렬・안수현・윤영신・천경훈・최문희 譯, 『회사법의 해부』, 소화 (2014)

Richard A. Brealey · Stewart C. Myers · Alan J. Marcus, 남상구 譯, 『재무관리의 이해 (제10판)』, McGraw-Hill Education Korea (2013)

Robert D. Cooter · Thomas Ulen, 한순구 譯, 『법경제학 (제6판)』, 경문사 (2013)

나. 논문 및 발표문

국회 법제사법위원회, “상법 일부개정법률안(의안번호: 12002, 정부 제출) 검토보고” (2015)

_____, “상법 일부개정법률안(의안번호: 12002) 심사보고서” (2015)

김의석, “삼각합병의 구조화 방식과 과세체계”, 『조세법연구』 제19집 제1호 (2013)

김재문, “미국법상의 사실상의 합병이론”, 『법조』 (1993)

김정호, “삼각조직재편”, 『경영법률』 제25권 제1호 (2014)

김지평 · 이은상, “역삼각합병의 실무상 쟁점”, 『BFL』 제76호 (2016)

김지환, “삼각합병활용의 법적 과제”, 『기업법연구』 제25권 제4호 (2011)

김화진, “소수주식의 강제매수제도”, 『서울대학교 법학』 제50권 제1호 (2009)

김홍식, “삼각합병과 삼각주식교환의 법률관계에 관한 연구”, 『금융법연구』 제11권 제3호 (2014)

노일석, “미국법상의 삼각합병과 주식교환”, 『성신법학』 제3호 (2003)

노혁준, “2015년 개정상법의 주요 내용”, 『BFL』 제76호 (2016)

_____, “기업재편의 활성화와 그 딜레마”, 『상사법연구』 제34권 제3호 (2015)

_____, “기업재편제도의 재편: 합병, 주식교환 및 삼각합병제도를 중심으로”, 『경제법연구』 제13권 제2호 (2014)

_____, “주식의 포괄적 교환·이전에 관한 연구”, 서울대학교 박사학위 논문 (2002)

_____, “주식회사 관련 소송의 당사자”, 『BFL』 제69호, 서울대학교 금융법센터 (2015)

_____, “합병으로 인한 주식매수청구시의 가격결정”, 『민사판례연구』 제30집 (2008)

민정석, “합병 반대주주의 주식매수청구권의 법적 성격과 주식매수대금에 대한 지연손해금의 기산점”, 『BFL』 제48호, 서울대학교 금융법센터 (2011)

서울대학교 금융법센터, “회사소송제도의 개선을 위한 연구”, 『2012년도 법무부 연구용역 과제보고서』 (2012)

송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점 - 기업재무 분야를 중심으로”, 『저스티스』 제127호 (2011)

_____, “기업인수의 대상과 그 대가의 선택”, 『21세기 상사법·민사소송법의 과제(하촌 정동윤 선생 고희기념논문집)』 (2009)

송종준, “역삼각합병제도의 도입을 둘러싼 상법상의 쟁점”, 『상사법학회 2014년 춘계학술대회 발표자료집』 (2014)

_____, “삼각주식교환제도의 법리와 운용상의 쟁점: 2015년 개정상법을 중심으로”, 『저스티스』 제152호 (2016)

_____, “삼각합병의 구조와 관련 법적 문제”, 『기업법연구』 제27권 제3호 (2013)

안경봉・박훈, “삼각합병과 과세제도”, 『법학논총』 제22권 제2호 (2010)

엄세용, “주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구”, 『증권법연구』 제14권 제2호(2013)

윤영신, “삼각합병제도 도입과 활용상의 법률문제”, 『상사법연구』 제32권 제2호 (2013)

_____, “자기주식의 합병대가 산입 문제와 조직재편거래상 주주총회 승인요건의 재정비 방안 - 특히 소규모합병과 합병대가유연화와 관련하여 -”, 『상사법연구』 제26권 제2호 (2007)

윤희웅・김가영, “삼각합병에 대한 법적 검토”, 『증권법연구』 제14권 제2호 (2013)

이강, “M&A 활성화를 위한 세법적 개선방안 - 삼각합병을 중심으로”, 『경제법연구』 제13권 제2호 (2014)

정봉진, “역삼각합병이 계약상 권리 양도 금지 조항에 미치는 영향에 관한 미국법 연구”, 『아주법학』 제8권 제1호 (2014)

천경훈, “한국 M&A의 특성과 그 법적 시사점에 관한 시론”, 『선진상사법률연구』 통권 제56호 (2011)

황현영, “상법상 교부금합병과 삼각합병의 개선방안 연구”, 『상사판례연구』 제15집 제4권 (2012)

2. 외국 문헌

가. 단행본

Frank H. Easterbrook・Daniel R. Fischel, 『The Economic Structure of Corporate Law』, Harvard University Press (1991)

Melvin A. Eisenberg, 『The Structure of the Corporation: A Legal Analysis』, Beard Books (2006)

Reinier Kraakman・John Armour・Paul Davies・Luca Enriques・Henry Hansmann・Gerard Hertig・Klaus Hopt・Hideki Kanda・Edward Rock, 『The Anatomy of Corporate Law (Second Edition)』, Oxford University Press (2009)

Richard A. Brealey・Stewart C. Myers・Alan J. Marcus, 『Fundamentals of Corporate Finance』, McGraw-Hill/Irwin (2007)

Ronald J. Gilson・Bernard S. Black, 『The Law and Finance of Corporate Acquisitions (Second Edition)』, The Foundation Press (1995)

Steven Shavell, 『Foundations of Economic Analysis of Law』, The Belknap Press of Harvard University Press (2004)

William T. Allen・Reinier Kraakman・Guhan Subramanian, 『Commentaries and Cases on the Law of Business Organization (3rd Edition)』, Aspen (2009)

江頭憲治郎, 『株式会社法 (第5版)』, 有斐閣 (2014)

_____・岩原紳作・神作裕之・藤田友敬, 『会社法判例百選 (第2版) (別冊ジュリスト 205號)』, 有斐閣 (2011)

_____・門口正人・西岡清一郎・市村陽典・相澤哲・河和哲雄, 『会社法大系(4)』, 青林書院 (2008)

神作裕之・中島弘雅・松下淳一・阿多博文・髙山崇彦, 『会社裁判にかか

る理論の到達点』, 商事法務 (2014)

나. 논문 및 발표문

Alexander Khutorsky, “Coming in from the Cold: Reforming Shareholders’ Appraisal Rights in Freeze-out Transactions”, 『Columbia Business Law Review』 (1997)

Carl A. Stutsman, Jr., “Triangular Mergers”, 『Taxes - The Tax Magazine』 (1972)

Carl Braubach · Laurie A. McCluskey, “Triangular Reorganizations: Proposed Regulations”, 『Journal of Corporation Law』 (1981)

di Mandavi Jayakar · e Aditya Parolia, “Triangular Mergers, How to view them?” , 『Bocconi Student-Edited Legal Papers』 giu 2014 Issue. 3 (2014)

Edward B. Rock, “The logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism”, 『The Georgetown Law Journal』 Vol. 79 (1991)

Hideki Kanda · Saul Levmore, “The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law”, 『University of California at Los Angeles Law Review』 Vol. 32 (1985)

Luca Enriques, “A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-border M&A: The Compulsory Share Exchange”, 『University of Pennsylvania Journal of International Law』 (2013)

M. Carr Ferguson · Martin D. Ginsburg, “Triangular Reorganizations”, 『Tax Law Review』 Vol. 28 (1973)

New York State Bar Association Tax Section Committee of

Reorganizations, “Comment: Report on Reverse Triangular Mergers and Basis – Nonrecognition Rules in Triangular Reorganizations”, 『Tax Law Review』 Vol. 36 (1981)

Paul P. Seino, “The Reverse Triangular ‘A’ Merger – An Important New Reorganization Tool”, 『Taxes – The Tax Magazine』 (1971)

Peter V. Letsou, “The Role of Appraisal in Corporate Law”, 『Boston College Law Review』 Vol. 39 (1998)

Ronald J. Gilson · Reinier Kraakman, “What Triggers Revlon?”, 『Wake Forest Law Review』 Vol. 25 (1990)

Shannon D. Kung, “The Reverse Triangular Merger Loophole and Enforcing Anti-Assignment Clauses”, 『Northwestern University Law Review』 Vol. 103, no. 2 (2009)

Stephanie Hoffer · Dale A. Oesterle, “Tax-Free Reorganizations: The Evolution and Revolution of Triangular Mergers”, 『Northwestern University Law Review』 Vol. 108, no. 3 (2014)

Tad Ravazzini, “The Amalgamating Reorganization Provisions: The Asymmetry in Treatment of Forward and Reverse Triangular Mergers and Other Problems”, 『Golden Gate University Law Review』 (1996)

Tom Roantree, “New Triangular Merger Techniques”, 『University of Pittsburgh Law Review』 Vol. 33 (1972)

William K. Sjostrom, JR, “The Truth About Reverse Mergers”, 『Entrepreneurial business Law Journal』 Vol. 2 (2008)

Abstract

Research on Triangular Merger

- Focusing on the topic of protecting the interests of the shareholders of the acquiring company in the case of triangular merger -

Im, Jayhyuk.
Law Department
The Graduate School
Seoul National University

This article aims to suggest ways of protecting the shareholders of the acquiring company when triangular merger occurs. Triangular merger was adopted in South Korea upon the revision of the Commercial Act in 2011. While this policy has the upsides of simplifying the procedure of merger as well as protecting the acquiring company from a myriad of unexpected risks related with the target company, it has some dangers of violating the interests of the shareholders of the acquiring company. The current legislation does not settle any procedure for protecting the interests of the

shareholders of the acquiring company, thereby leaving the shareholders powerless even in cases where triangular merger is abused.

While there are several arguments as to in which situations shareholders should take control of the managers of the company, this article supports the 'final game' or 'final period' argument. This argument suggests that when the managers confront the final game, they will not do their best to protect the interests of the former shareholders, as we know of the term 'fiduciary duty'. Rather, they will choose to pursue their own interest or that of the potential major shareholders', in order to maintain their status as managers.

In this aspect, managers of the acquiring company face the 'final game' in all of the transactions such as merger, transfer of business, triangular merger, stock merger, stock exchange and subscription of shares. However, unlike in cases of merger and transfer of business, in the case of triangular merger, the acquiring company controls the target company as a subsidiary, which means it can be protected from the risks that the target company faces via the principle of the limited liabilities of shareholders. From the perspective of the acquiring company, triangular merger consists of issuing new stocks and subscribing the target company's stocks. The level of shareholders protection in the case of triangular merger, therefore, is lower than that in the case of merger and transfer of business.

This article argues that triangular merger should be approved through a general meeting of the stockholders of the acquiring company only when the amount of its newly issued stocks exceeds 20% of the total number of the issued stocks. It will not require the special quorum, but the normal quorum of shareholders will be enough. This opinion derives from the Model Business Corporation Act in the United States. Additionally, this paper argues that the shareholders of the acquiring company should have the right to make lawsuits for nullification of triangular mergers.

The two main arguments of this article are to enable the acquiring company to control the issuance of new stocks through a shareholders meeting and to grant shareholders of the acquiring company the qualification as plaintiffs in lawsuits for nullification of merger. These are both ways to enhance the coherence of the current regulation on acquiring transactions. Therefore, in terms of stock exchange or subscription of stocks, the first rule should also be applied. In short, we should lower the level of regulation on stock exchange (special approval → normal approval) and establish a new regulation on the subscription of stocks (none → normal approval), depending on the scale of stock issuance. Meanwhile, appraisal right must not be given to the shareholders of the acquiring company in transactions such as triangular merger, stock exchange and subscription of target's stocks.

keywords : Triangular Merger, Protection of Acquiring Comapany's Shareholders, Final Period Theory, Equal Dignity Theory, Standing of Lawsuits for Nullification of Triangular Merger

Student Number : 2014-20803