▣ 논 단

# 독일의 합병 반대주주의 주식평가청구권

송 지 민
독일 막스플랑크 국제비교사법연구소 방문 연구원
영국변호사 / 미국변호사 / 법학박사(상법)

요 약 문

본 논문은 합병 시 불공정한 합병비율에 처한 소수주주에 대한 대리인 문제를 완화할 수 있는 방안을 사전적 보호(ex ante protection)와 사후적 구제수단(ex post remedy)으로 나누어 개괄하였다. 합병 시 소수주주에 대한 대리인 문제, 즉 불공정한 합병을 사전에 억지하기 위해 사전적으로는 주주총회에서의 주주의 승인(shareholder approval)과 게이트키퍼 등에 의한 독립적인 평가(trusteeship strategy), 및 위법행위 유지청구권(injunction)를 활용할 수 있다. 합병의 공정성을 위한 가장 기초적인 통제수단으로 주주총회 특별결의를 요건으로 두고 있지만, 이는 지배주주의 불공정한 합병비율에 처한 소수주주를 보호하기 위한 수단이라고 보기는 어렵다. 또한 자본시장법 및 동법 시행령에서는 외부 평가기관의 평가를 통해 합병비율의 공정성을 보증하기 위한 노력을 기울이고 있으나 이는 그 범위나 평가기관의 이익충돌 가능성을 고려할 때 충분하지 않다. 또한 이론적으로는 현저하게 불공정한 합병비율에 대하여 위법행위 유지청구권을 행사하는 것이 가능하나, 합병 지연비용 등을 감안할 때, 최선의 보호수단이라고 보기는 어렵다.

합병의 사후적인 구제수단으로는 주식매수청구권 행사, 합병무효의 소 및 이사의 손해배상책임 등을 생각해 볼 수 있다. 본고는 주식매수청구권은 합병 후 주주 지위를 포기하는 탈퇴권(exit right)이며, 절차적 요건으로 인하여 소수주주가 이를 행사하지 못할 수도 있다는 한계가 있음을 지적하였다. 또한 합병무효의 소 등을 제기할 수 있지만, 조직법의 특징상 일정 시점 이후(예를 들면 합병등기 이후) 합병무효의 소는 현실적인 구제수단이 아니며, 불공정한 합병에 처한 소수주주가 원하는 구제수단일 것 같지도 않다. 합병 시 불공정한 합병비율에 처한 소수주주가 이사의 의무 위반으로 손해배상청구권을 행사하는 것도 이론적으로 가능하나, 이사는 회사에 의무를 부담하므로 소수주주의 불공정한 합병비율과 회사의 손해를 연결하는 논리구성이 필요하다. 따라서 이미 합병이 이루어진 후, 소수주주가 실제 합병에서의 대가와 공정한 비율로 평가받았다면 받을 차액만큼 주식이나 현금을 수령하는 것이 가장 합리적인 사후적 구제수단이라고 판단하였다.

또한 법경제학자인 카라브레시의 논의에 따르면 주식평가청구권은 재산규칙이 아니라

책임규칙에 해당하는데, 협상비용이 높은 거래일수록 책임규칙을 따르는 것이 보다 바람직하다. 회사의 합병은 다수의 이해관계자가 연관되어 있기에 협상비용이 높은 거래일 가능성이 크기에 책임규칙을 적용하는 것이 바람직하다. 독일의 주식평가청구권은 주주가 공정한 합병가액 평가를 법원에 청구한다는 측면에서는 주식매수청구권과 유사한 측면이 있고, 주식매수청구권의 매수가액을 법원에서 결정하는 경우에는 주식매수청구권 역시 책임규칙에 해당하므로 주식평가청구권을 도입할 필요가 없다는 견해가 있을 수 있다. 하지만 주식매수청구권은 소수주주가 합병으로 인해 향후 주가가 상승할 것이라고 예상하여도 합병비율의 불공정성으로 말미암아 주식을 매도하는 탈퇴권(exit right)인 반면, 주식평가청구권은 이를 행사한 이후에도 합병 시 불공정한 차액을 보상받은 후에도 주주로 잔존할 수 있고, 절차적 요건을 요하지 않는다는 측면에서 소수주주를 더 두텁게 보호하는 구제수단이다. 독일의 주식평가청구권 역시 존속회사와 소멸회사의 소수주주를 달리 취급하는 점, 현금보상만을 허용하는 점 등에서 문제점이 지적되고 있지만 독일 학계의 개정 논의까지 참고하여 보다 개선된 방향으로 입법을 고려해 볼 필요가 있다.

**주제어 : 독일의 주식평가청구권, 주식매수청구권, 소수주주 보호수단, 독일 조직재편법, 합병비율 불공정, 책임규칙, 카라브레시 법경제학**

〈目 次〉

Ⅰ. 서 언

Ⅱ. 합병비율 불공정에 대한 소수주주 보호
1. 사전적 보호수단
2. 사후적 구제수단

Ⅲ. 카라브레시의 법경제학과 소수주주 보호
1. 카라브레시의 법경제학 개관
2. 카라브레시의 법경제학 예시와 합병에의 적용

Ⅳ. 독일의 주식평가청구권
1. 주식평가청구권
2. 주식평가청구권의 문제점

Ⅴ. 맺음말

## Ⅰ. 서 언

만약 지배주주의 불공정한 합병비율 산정으로 인해 손해를 본 (혹은 손해를 보았다고 주장하는) 존속회사 혹은 소멸회사의 소수주주라면, 지배주주의 불공정한 합병비율 산정에 대하여 사후적으로 어떠한 구제수단을 원할까? 본고는 이 단순한 질문에서 시작되었다. 2015년 삼성

물산과 제일모직의 합병 사건 이후, 합병비율의 불공정성과 소수주주 보호에 대한 선행 연구[1]가 상당히 많이 이루어졌음에도 불구하고 본고에서 이에 대해 재논의 하고자 하는 이유는 이론적으로는 다양한 구제수단이 존재하지만, 여전히 불공정한 합병비율에 처한 소수주주가 활용할 수 있는 유의미한 구제수단이 없다고 생각하기 때문이다. 위의 질문에 대한 대답으로 본고는 합병 시 불공정하게 평가된 합병비율과 만약 공정하게 평가되었다면 적용되었을 합병비율의 차액을 금전 혹은 주식으로 보상받는 것이라고 생각하였다. 본 논문은 정답을 미리 정해두고, 역으로 이를 시행하고 있는 법역이 있는지 살펴보는 방법을 취했다. 독일에서 합병 등에 적용하는 조직재편법(Umwandlungsgesetz, 'UmwG')에 따르면 합병 시 불공정한 합병비율에 처한 소수주주는 주식평가청구권을 행사할 수 있고, 만약 법원이 불공정한 합병비율이라고 판단한 경우 평가차액을 보상해주도록 규정하고 있다. 본고는 왜 독일에서 주식평가청구권을 적용하게 되었는지, 해당 구제수단이 지니는 문제점은 없는지 등을 검토하고 시사점을 얻고자 한다. 특히 독일의 주식평가청구권은 법경제학자 카라브레시(Calabresi)[2]의 권리 이전 분류체계(taxonomy) 중 전형적인 책임규칙(Liability Rule)에 해당하는데, 불공정한 합병비율에 처한 소수주주에게 책임규칙을 적용해야 하는 것이 타당한지 여부와 우리 법제에서 이미 활용하고 있는 책임규칙인 주식매수청구권과 비교하여 독일의 주식평가청구권의 특징도 함께 살펴보겠다.

이하 논의의 순서는 다음과 같다. 먼저 제II장에서는 우리나라와 독일의 합병비율 공정성을 위한 소수주주의 사전적 보호수단 및 사후적 구제수단을 간단히 개괄한다. 제III장에서는 카라브레시 법경제학의 재산규칙과 책임규칙 등을 살펴보며 앞서 살펴본 합병 시 소수주주의 보호수단 및 구제수단을 적용해보겠다. 제IV장에서는 독일의 조직재편법상의 주식평가청구권을 구체적으로 살펴보겠고, 제V장에서 우리나라에의 함의 등을 제시하며 결론을 내리도록 하겠다.

## Ⅱ. 합병비율 불공정에 대한 소수주주 보호

회사는 경영의 효율성 제고 등의 목적으로 합병을 하지만, 동시에 합병으로 인해 소수주주의 재산권이 침해될 여지가 있기에 회사법은 소수주주 보호수단을 마련하고 있다. 법경제학적

---

1) 대표적인 선행연구 중 일부만을 살펴보면, 김건식, "삼성물산 합병 사례를 통해 본 우리 기업지배구조의 과제", 「BFL」, 제74호(2015); 노혁준, "합병비율의 불공정성과 소수주주 보호– 유기적 제도설계를 향하여–", 「경영법률」, 제26집 제2호(2016); 손창완, "상장회사 합병과 합병비율의 공정성-관련 규정 및 사례에 대한 비판적 검토", 「상사법연구」, 제38권 제3호(2019); 이상훈, "합병비율 불공정과 구제수단-비판과 대안: 불공정의 재정의와 신주의 추가발행", 「증권법연구」, 제18권 제3호(2017); 천경훈, "계열회사 간 합병과 이사의 의무", 「상사법연구」, 제36권 제2호(2017).

2) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, "Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral", *Harv. L. Rev.* Vol.85 No.6 (1972).

으로 말하면, 합병 시에는 지배주주와 소수주주의 이익충돌, 즉 대리인 문제(agency problem)가 발생한다.[3] 특히 지배주주(주로 총수일가)가 세력구축(empire building)을 위한 합병을 하는 경우에는 소수주주에게 불공정한 합병비율을 산정할 유인이 더 크기에 소수주주를 보다 두텁게 보호해야 한다. 다수의 법역에서 지배주주와 소수주주의 이익충돌을 완화하기 위해 사전적 보호수단과 사후적 구제수단을 두고 있다.[4] 사전적 보호수단으로는 합병 시 주주총회 특별결의, 위법행위 유지청구권, 게이트키퍼의 독립적인 합병 검사 등이 있으며 사후적 구제수단으로는 주식매수청구권, 이사에 대한 손해배상청구권, 합병무효의 소[5]등을 생각해볼 수 있다.[6] 아래에서는 우리나라와 독일의 합병 시 불공정에 대한 소수주주 보호수단을 개괄하겠다.

## 1. 사전적 보호수단

### 가. 주주총회 특별결의

우선, 합병의 공정성을 위한 가장 기초적인 통제수단은 주주총회의 특별결의라고 할 수 있다.[7] 우리나라의 경우에는 상법 제522조에 따라 합병 시 주주총회 특별결의를 요하며, 동법 제434조에서 출석한 주주의 의결권의 3분의 2이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1로 해야 한다고 규정하고 있다. 독일은 더 강화된 주주승인요건을 합병에 적용하여 주주총회에 참석한 의결수의 4분의 3을 요구하고 있다.[8] 주주총회결의는 합병의 공정성을 위한 기초적인 수단이며

---

3) Kraakman, Reinier, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017, pp.29~31.

4) Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.186 et seq.

5) 공정한 합병비율을 위한 법제를 합병비율 자체를 실체적으로 규정하는 직접규제와 공정한 합병비율을 보장하기 위해 간접적으로 이루어지는 간접규제로 구분하며 간접규제를 사전절차적 규제(주주총회결의, 합병비율 산정절차의 규제), 사후쟁송적 규제(합병무효소송, 손해배상책임소송), 제3유형(합병관련가처분, 주식매수청구권)으로 구분한 문헌은 노혁준, 앞의 논문(주 1), 89면.

6) 독일에서 합병 시 소수주주보호를 위해 세 가지 보호장치(주주총회, 독립감사에 의한 평가, 법원의 평가)로 구분하여 설명하는 문헌은 Engert, Andreas, "How (Not) to Administer a Liability Rule－The German Appraisal Procedure for Corporate Restructurings", *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020* (Stefan Grundmann, et al., eds.), De Gruyter (2020), p.4.

7) Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.184; 노혁준, 앞의 논문(주 1), 109면{합병승인 주주총회의 하자는 독립된 합병무효원인이 된다. 합병의 공정성을 위한 가장 근본적인 통제수단이 주주총회 특별결의이기 때문이다}.

8) §50(1) UmwG; §65(1) UmwG; Joachim Schmitt, Robert Hörtnagl, Rolf-Christian Stratz, Umwandlungsgesetz, Umwandlungssteuergesetz, 7 Auf. C.H. Beck, 2016. §50 Rn.1{정관에 의해 만장일치까지 주주승인 요건을 강화할 수 있다}; 정대익, "합병비율 불공정에 대한 독일의 사후적 구제수단-보상청구권과 개정 논의를 중심으로", 「금융법연구」, 제15권 제3호(2018), 323면; 독일을 포함한 유럽연합에서는 주식매수청구권과 같은 사후적 탈퇴 전략(exit strategy)보다는 사전적으로 주주승인을 요하는 의사결정권한(decision right strategy)이나, 수탁자 전략(trusteeship strategy)을 주로 활용한다는 설명으로는 Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.187.

고따라서 소수주주를 일부 보호하는 기능을 하지만[9] 지배주주와 소수주주간의 대리인 문제를 해소할 정도로 강력한 보호수단은 아니다.[10] 합병 시 주주의 승인은 아무리 강화된 형태의 특별결의(super-majority)일지라도 여전히 지배주주에 의해 합병여부가 결정되기 때문이다.[11] 즉, 주주총회결의는 일정 비율의 주주가 합병을 승인하였다는 의미지만, 반대로 해석하면 합병에 반대하는 소수주주가 존재한다는 의미이기도 하다. 따라서 합병 시 소수의 다수결(Majority of Minority, 'MOM)'의 승인을 요하는 방법 등을 고려해볼 수 있으나, 소수의 다수결 승인은 자칫하면 소수주주에게 거부권(veto right)을 부여하는 셈이 될 수도 있다는 문제가 있으며 추가적인 승인절차는 합병회사에게 비용, 시간 측면의 부담이 되므로 소수주주 보호와 합병 비용 간 균형을 고려하여 도입 여부를 결정할 필요가 있다.[12]

### 나. 게이트키퍼 등에 의한 독립된 평가

다수의 법역에서 합병 이전에 독립적인 평가에 의해 합병비율의 공정성을 기하여 대리인 비용을 줄이려는 노력을 기울이고 있다.[13] 우리나라의 경우에는 합병가액의 10% 범위를 초과하여 할인·할증하는 경우(자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 이하 '자본시장법' 시행령 제176조의5 제7항 제1호 가), 주권비상장법인이 자산가치와 수익가치를 가중산술평균한 경우(동법 시행령, 제176조의5 제7항 제1호 나), 주권상장법인이 주권상장법인과 합병하여 주권비상장법인이 되는 경우(동법 시행령, 제176조의5 제7항 제1호 다)에는 합병가액의 적정성에 대하여 외부평가기관의 가격평가를 의무화하고 있다(동법 시행령, 제176조의5 제7항). 자본시장법은 게이트키퍼에 의한 독립된 평가를 제한적인 상황에서만 요구하고 있기에 충분해 보이지 않는다. 특히 주권상장법인이 10%범위를 초과하여 할인·할증하지 않더라도, 계열사 합병의 경우에는 합병비율의 공정성의 문제가 제기될 소지가 있는 것으로 미루어 보아, 계열사 합병의 경우에는 독립된 평가를 의무화할 필요가 있다고 생각한다. 또한 외부평가기관(동법 시행령, 제176조의5 제8항)은 주로 신용평가회사, 회계법인 혹은 투자은행이 해당하는데, 이들은 어떠한 방식으로든 재벌의 타 업무를 이행하고 있기에 재벌의 영향력에서 완전히 독립적으로 평가할 수

---

9) 정준혁, "M&A에서 주주 보호에 관한 연구", 서울대학교 법학과 박사학위 논문(2017), 188면{주주총회 승인제도가 일부 소수주주보호 기능을 하기는 하지만, 주주총회 승인을 거치는 것은 비용, 시간 측면에서 회사에 부담이 되므로 여러 가지 측면(소수주주 부의 침해가능성, 보호 필요성과 비용의 문제)를 고려하여 주주총회 승인이라는 장치를 얼마나 빈번하게 발동시킬지 결정해야 한다}.

10) Brudney, Victor & Marvin Chirelstein, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers", *Harv. L. Rev.* Vol.88 No.2 (1974), pp.299~300; Manning, Bayless, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker", Yale L. Rev. Vol 27 No.2(1951), pp.226~227.

11) Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.188.

12) 노혁준, 앞의 논문(주 1), 103면{소수주주의 다수결을 모든 이해관계자 거래에 강제하는 것은 조심스럽다. 이는 곧 합병 등 기업구조조정에 있어서 지배회사의 영향력 약화를 의미하기 때문이다}.

13) 이는 수탁자 전략(Trusteeship strategy)의 일부로 볼 수 있다. Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.35, p.220.

있을지는 의문이다. 추가적으로 합병 시 주관사인 투자은행이 자문사로부터 공정성 보증의견(fairness opinion) 등을 받는 미국의 실무상 관행에 따라서, 우리나라도 회계법인과 같은 외부평가기관으로부터 공정성 보증의견을 받기도 하나, 이 역시 주로 거래가 성사될 수 있도록 작성되므로 합병비율에 대한 독립적인 평가라고 보기는 어렵다는 한계가 있다.[14]

독일 조직재편법(UmwG)에 따르면 합병회사의 업무집행기관(Vertretungsorgan)은 합병목적, 합병비율, 기업가치 평가 시 고충(Schwierigkeit) 및 합병이후 주주 지분관계의 변화 등을 포함한 합병보고서(Verschmelzungsbericht)를 작성하여야 하며, 이 합병보고서를 제출할 의무가 있다.[15] 또한 조직재편법은 합병회사의 신청에 따라 법원이 선임한[16] 전문가에 의해 합병검사를 받도록 한다.[17] 전문가는 합병비율 및 교부금의 적정성, 합병비율 평가방법 등에 대한 상세한 검사결과를[18] 검사보고서(Verschmelzungsprüfungsbericht)에 작성하여 주주총회 이전에 주주에게 제출해야 한다.[19] 단, 전문가는 합병회사를 직접 검사하는 것이 아니라, 합병회사의 검사를 기초로 하여 평가한다.[20] 이렇게 작성된 보고서를 바탕으로 주주총회에서 주주들은 합병 시 주가산정에 대하여 질의할 수 있다.[21] 이 합병검사 보고서 제출은 특히 합병비율의 공정성을 담보하기 위한 사전적 보호수단으로 실무상 상당히 성공적인 것으로 평가받고 있다.[22]

---

14) 투자은행이 작성하는 공정성 보증의견이 주관적 요소 및 이익충돌로 인해 흠결이 있으므로, 준-공공적 기관(quasi-public body)에 의한 평가로의 전환 등을 주장하는 문헌으로는 David, Steven, "Fairness Opinions", *Am U. L. Rev.* Vol.55 No.6 (2005), p.1557; 이희웅, "공정성 보증의견과 투자은행의 이해상충 문제", 「BFL」, 제82호(2017).

15) §8(1) UmwG; Schmitt/Hörtnagl/Stratz/Stratz, 7. Aufl. 2016, UmwG §8 Rn.25~26{기업가치 평가 시 고충이란 일반적인 어려움이 아니라, 합병을 이행하며 발생하는 가치 평가의 특별한 어려움이 있으면 이를 포함하여야 함을 의미한다}; Engert, Andreas, op. cit., p.4; Veil, Rüdiger, "The German Law on Transformation: Principles and Experiences after 20 Years of the Codification of German Transformation Law", in *Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Mohr Siebeck (2018), p.14; Cahn, Andreas & David Donald, *Comparative Company Law*, 2nd ed., Cambridge University Press, 2018, p.805; 정대익, 앞의 논문, 321면.

16) §10(1) UmwG; 정대익, 앞의 논문, 322면.

17) §9 UmwG; Engert, Andreas, op. cit., p.5; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.14; Klöhn, Lars, "Exit Rights, Shareholder Compensation and the Valuation of Shares in German Stock Corporation", in *Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Mohr Siebeck (2018), p.92; 정대익, 앞의 논문, 322면; 노혁준, 앞의 논문(주 1), 106면.

18) §12(2) UmwG.

19) §12(1) UmwG; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.14; Klöhn, Lars, op. cit., p.92.

20) 정대익, 앞의 논문, 322면.

21) §293g AktGL, §64 UmwG; Klöhn, Lars, op. cit., p.92.

22) Veil, Rüdiger, supra note 15, pp.14~15; 정대익, 앞의 논문, 322면.

### 다. 위법행위 유지청구권(Injunction)

다음으로 불공정한 합병비율에 대하여 소수주주는 사전에 가처분 형식으로 합병을 막는 유지청구권을 행사할 수 있다. 상법 제402조에 따르면 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여, 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에 감사 또는 소수주주는 회사를 위해 이사에 대하여 그 행위를 유지(留止)할 것을 청구할 수 있다. 이는 영미법의 Injunction을 일본 상법에서 도입하였고 상법이 이를 계수한 것이다.[23] 실무에서는 현저하게 불공정한 합병비율은 합병무효 사유가 된다는 대법원의 판례에 기초하여 합병관련 가처분 사유로 삼고 있지만[24] 이론적으로 합병비율의 불공정성으로 인해 손해를 입는 자는 소수주주이고 위법행위 유지청구권은 '회사'에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려를 요건으로 하고 있기에 불공정한 합병비율로 인한 소수주주의 손해가 어떻게 회사의 손해로 이어질 수 있는지 별도의 논리구성이 필요하다.[25] 학계에서는 이론적으로는 위법행위 유지청구권을 인정할 수 있다는 견해들이 있으며[26] 일응 동의한다. 다만 위법행위 유지청구권이 불공정한 합병비율에 처한 소수주주를 위한 최선의 구제수단인지에는 의문이 있다. 우선, 영미법상 Injunction은 형평법(Equity)의 산물로 비용-편익 관계를 고려(balance of benefits and costs)하여 편익이 비용보다 큰 경우에 인정하는 구제수단이며, 따라서 법원은 주로 금전적 손해배상책임만으로는 회복할 수 없는 손해가 발생하는 경우에 Injunction의 편익이 있다고 인정하여 왔기 때문이다.[27] 또한 소수주주는 합병이 이루어지기 전에 위법행위 유지청구권 행사해야 하며 법원도 빠른 시일 내에 이를 판단하여야 한다. 생각건데 법원이 유지청구권의 편익이 더 크다고 판단하는 경우는 매우 예외적일 경우일 듯하다.[28] 또한 위법행위 유지청구권이 행사되어 법원의 결정을 기다리는 동안, 합병이 이루어지지 못하므로 지속적으로 지연비용이 발생하는 문제도 발생한다. 따라

---

23) 천경훈, 앞의 논문(주 1), 278면.

24) 노혁준, 앞의 논문(주 1), 125면{삼성물산과 엘리엇 펀드와의 분쟁에서도 엘리엇은 불공정한 합병비율을 가처분의 주요원인으로 주장하였다(서울중앙지법 2015.7.1.자 2015카합80582 결정 및 서울고등법원 2015.7.16.자 2015라20485 결정).}.

25) 서울 민사지방법원 1987.9.9.자 87카37879에서 불공정한 합병비율로 인한 손해는 주주의 손해일 뿐 회사가 손해를 입는 것은 아니므로 유지청구권의 요건인 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 없다는 이유로 가처분신청을 기각한 하급심 결정이 있다. 천경훈, 앞의 논문(주 1), 294면.

26) 주식매수청구권의 한계와 합병무효의 소의 한계를 언급하며 유지청구권을 인정해야 한다는 견해로는 천경훈, 앞의 논문(주 1), 278~297면; 그 외에 합병 전 이사의 위법행위 유지청구권을 인정해야 한다는 견해로 이유진, "합병비율에 이의하는 소수주주의 경제적 이익 보전 방안에 대한 연구-삼성물산-제일모직 합병 사례를 중심으로", 「기업법연구」, 제36권 제2호(2022), 38~41면; 최준선, "엘리엇 매니지먼트 대 삼성물산(주) 사건", 「법조」, 제65권 제7호(2016), 687~696면.

27) Dobbs, Dan B. & Caprice L. Roberts, *Law of Remedies*, Damages-Equity-Restitution, 3rd., Edition, West Academic Publishing, 2017, pp.168~169.

28) 노혁준, 앞의 논문(주 1), 104면{특히 가처분 단계에서 시일이 쫓기는 상태에서 문제된 합병비율이 잘못된 것이라 자신 있게 판단할 수 있는 경우는 극히 예외적 사례에 한할 것이다}; 이유진, 앞의 논문, 41면.

서 본고는 위법행위 유지청구권을 행사할 수 있더라도, 불공정한 합병비율에 처한 소수주주의 손해가 금전적 손해배상으로 충분히 보상이 가능하므로 신속한 합병 이후 사후적으로 주식평가청구권을 행사하는 것이 효율적이라고 생각한다. 독일에서는 유지청구권에 상응하는 권리가 규정된 바는 없으나 불공정한 합병에 대하여 합병회사의 주주는 사전에 유지청구권을 행사할 수 있다는 일부 학계의 견해가 있다.[29]

## 2. 사후적 구제수단

### 가. 주식매수청구권: 탈퇴권(exit right)

다수의 법역에서 불공평한 합병비율에 처한 소수주주에 대한 사후적 구제수단으로 주식매수청구권을 활용하고 있다. 우리나라 역시 상법 제360조의5에서 합병 시 반대주주에게 주식매수청구권을 허용하고 있다. 주식매수청구권의 소수주주 보호 역할에 대하여 주식매수청구권 외에 다른 보호장치가 필요하지 않다는 학계의 견해와 이를 너무 과대평가해서는 안 된다는 견해로 나뉘지만[30] 본고는 후자의 입장으로 주식매수청구권 그 자체만으로는 소수주주 보호를 위해 충분한 구제수단이 아니라고 생각한다. 우선 주식매수청구권은 소수주주가 절차상 요건을 충족한 경우에 한하여 행사할 수 있다는 한계가 있다. 즉 자본시장법 제165조의5에 따라 합병 결의에 반대하는 주주는 주주총회결의가 있기 전에 회사에 대하여 서면으로 합병 반대의 통지를 하여야 하고, 해당 주주총회 승인결의로부터 20일 내에 서면으로 회사에 통지함으로써 주식매수청구권을 행사하여야 한다. 참고로 미국에서도 주주총회 전에 서면으로 반대의사를 통지해야 할 뿐 아니라 주주총회에서도 합병결의에 반대해야 하는 등의 절차상 요건으로 인하여 오랫동안 주식매수청구권이 잘 활용되지 않아 소수주주 보호를 위한 실효성 있는 수단이 아니라는 견해[31]들이 있었다. 미국에서는 오히려 2000년 후반부터 헤지펀드가 이를 악용하여 차익(appraisal arbitrage)을 거두려고 하면서 주식매수청구권이 적극적으로 활용되었다.[32]

---

29) Burwitz, Gero, Handelsrechtsausschuss des DAV: Gesetzgebungsvorschlag zum Spruchverfahren bei Umwandlung und Sachkapitalerhöhung und zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs durch Aktien, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2007, S.497; *Uwe Hüffer*, Ausgleichsanspruch und Spruchverfahren statt Anfechtungsklage beim Verschmelzungsbeschluss oder Kapitalerhöhungsbeschluss des übernehmenden Rechtsträgers, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 172 (2008), S.8, S.12~15. Engert, Andreas, op. cit., p.5에서 재인용; 천경훈, 앞의 논문(주 1), 278면.

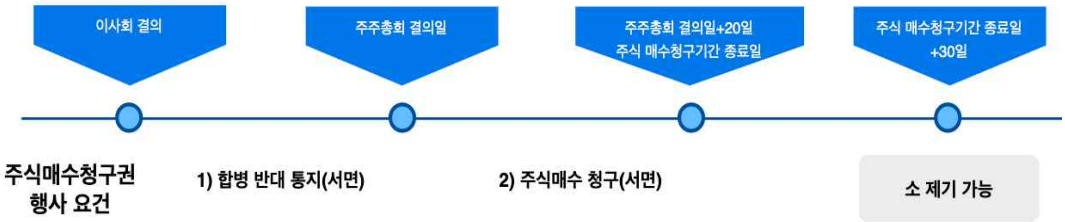
30) 후자의 입장으로 학계의 다양한 견해를 소개하는 문헌은 노혁준, 앞의 논문(주 1), 128~129면.

31) Ventoruzzo, Marco, et al., *Corporations: A Comparative Perspective(International Edition)*, West Academic Publishing, 2017, p.430; Kraakman, Reinier et al., op. cit., p.187.

32) 2000년 중반 이후 헤지펀드 등이 주식매수청구권을 행사할 목적으로 합병 직전의 주식을 매입하고 이들은 계획적으로 요건을 충족시켜 차익(arbitrage)을 얻는 경우 등이 빈번하게 발생하였다. Jiang, Wei, et al., "Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage", *J. Econ.* Vol.59, No.3 (2016.8) 또한 주식이 공개시장에서 거래되는 경우, 소수주주가 원하면 언제나 매도할 수 있기에 별도의 주식매수청구권이

설령 주식매수청구권을 행사하여 차익거래까지 염두해 두지는 않더라도, 소수주주가 기관투자자인 경우에는 법적 조력을 받기 용이하고 전문지식을 활용하여 주식매수청구권의 절차상 요건을 충족하여 이를 행사할 수 있는 가능성이 큰 반면, 개인투자자인 소수주주는 상대적으로 주식매수청구권 행사요건을 충족하기 어려울 것이라 생각된다.

〈그림 1〉 주식매수청구권의 행사요건[33]




두 번째는 합병에 반대하는 소수주주의 주식매수청구권이 유의미한 소수주주 보호수단이 되려면, 주식매수청구권에 의한 매수가액이 소수주주가 불공정하다고 주장하는 합병비율과는 다른 방식으로 산정되어야 한다. 즉 주식매수청구권의 매수가액이 어떻게 산정되는가의 문제이다. 주식매수청구권에 의한 매수가액은 당사자간 합의를 가장 우선시하고(상법 제374조의2 제3항), 합의가 되지 않은 경우에는 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항에 따른 가액으로 산정하고, 소수주주가 이 가액에 응하지 않으면 법원에서 평가(상법 제374조의2 제4항 내지 제5항)하도록 규정하고 있다.[34] 문제는 법원에 대하여 매수가액의 결정을 청구하기 이전의 두 방법은 합병비율 계산 시 금액과 현저한 차이가 날 것 같지 않다는 데에 있다.[35][36] 또한 주식매

필요하지 않다는 견해 등에 따라 델라웨어 주(Delaware General Corporation Law, §262) 및 개정모범회사법(Revised Model Business Corporation Act, §13.02)에서는 주식매수청구권의 시장예외 규정(stock market exception)를 도입하여, 주식매수청구권 행사를 제한하고 있다. 주식매수청구권 차익거래에 대한 국내 연구로는 김희철, "주식매수청구권 차익거래 예방을 위한 법적 기반 연구 - 미국 델라웨어주의 최근 법 개정 논의를 중심으로", 「경희법학」, 제50권 제4호(2015); 주식매수청구권 차익거래에 대한 독일 문헌은 Fleischer, Holger & Christian Kolb, Abfindungsarbitrage und Unternehmensbewertung, *Die Aktiengesellschaft,* 2019.

33) 상법 제374조의2; 노혁준, "주식매수청구권 행사 이후의 법률관계- 합병에 대한 반대주주 사안을 중심으로", 「인권과 정의」, 제461권(2016), 461면.

34) 참고로 대법원 2022.4.14.자 2016마 5394, 5395, 5396 결정(삼성물산 주식매수청구권 판결)에서는 주권상장법인의 경우에는 원칙적으로는 법인의 시장주가를 기준으로 하지만, 법령상 산식에 구속되지 않는다고 하였다. 노혁준 "2022년 회사법 중요판례평석", 「인권과 정의」, 제512권(2023), 128~130면.

35) 노혁준, 앞의 논문(주 1), 130면{주식매수청구권 매수가액과 자본시장법령상 합병가액 산정과 비교할 때, 증권시장에서 거래가 형성되지 않은 주식인 경우에는 동일하고, 증권시장에서 거래가 형성된 경우에도 몇 가지 차이점은 있으나, 대체로 이사회 결의일 전날을 기산점으로 하는 시가에 의하는 점에서 대동소이하다}.

36) 단, 주식매수금액과 달리 합병비율은 상대적인 가치평가가 중요하다는 차이점이 있다. 예를 들어 소멸회사의 기업가치 평가는 공정하게 이루어졌더라도, 존속회사의 기업가치가 과대평가되면, 소멸회사의 소수주

수청구권의 주식매수가액이 합병 가치가 포함된 가격인지 여부에 따라 소수주주를 제대로 보호하지 못할 수도 있다. 즉 주식매수청구권의 매수가액을 합병이 없었을 경우의 본질가치(intrinsic value)로 볼 것인지, 아니면 합병으로 인한 시너지를 포함하는 가치로 보는지에 따라 소수주주의 보호 정도가 달라진다는 문제가 발생한다. 현재 주식매수가액은 합병 전 가치로 판단하여야 한다는 것이 다수설인데[37] 이런 경우 소수주주가 합병으로 인하여 회사의 주가가 상승할 것이라고 판단하더라도 탈퇴권인 주식매수청구권을 행사하여 주식을 매도하도록 하는 문제가 발생한다. 만약 공정하게 합병비율이 산정되었다면, 주주로 잔존하여 단기적인 합병 시너지와 합병으로 인한 장기적 효율성 제고 등을 모두 향유할 수 있었던 주주에게 합병비율이 불공정하다는 이유로 합병 전 가치로 탈퇴하도록 하는 것은 소수주주를 위한 가장 바람직한 구제수단은 아닐 것 같다.[38][39]

독일의 경우에는 후술할 주식평가청구권(보상청구권)[40]이 일반적인 구제수단이며 원칙적으로 주식매수청구권은 인정되지 않지만, 다음의 경우에만 예외적으로 인정된다.[41]

(i) 소멸회사가 다른 법적 형태의 존속회사에 합병되는 경우

(ii) 상장회사가 비상장회사에 합병되는 경우

(iii) 같은 법적 형태의 회사간 합병인 경우일지라도 합병 이후 주식양도에 관련하여 추가적인 제한이 있는 경우

---

주에게 불공정한 합병비율이 될 수 있다. 반면 주식매수청구권은 존속회사의 소수주주는 존속회사의 기업가치 평가에만, 소멸회사의 소수주주는 소멸회사의 기업가치 평가에만 영향을 받는다.

37) 우리나라뿐 아니라 모두 합병 전 가치(stand-alone approach) 혹은 청산가치(liquidation valuation)로 판단하여야 한다는 견해가 다수설인 듯하다. Engert, Andreas, op. cit., p.9; §262(h) Delaware General Corporation Law; DCF Global v. Muirfield Value Partners, 172 A.3d 346, 368(Del. 2016). 참고로 합병 시 시너지 분배에 찬성하는 견해로는 김정호, "주식매수청구권과 시너지-독일법의 상황을 중심으로", 「경영법률」, 제28집 제3호(2018); Fleischer, Holger, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§305 und 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Venbundberücksichtigungsprinzip?, *ZGR*, 1997. S.368.

38) 합병 시 "주식매수청구권"은 용어 자체만으로는 소수주주가 매수청구 권리를 갖는 것 같지만, 사실상 불공정한 합병비율로 인한 손해가 너무 크지만, 다른 선택지가 없어서 주식매수청구권을 행사하는 경우에는, 소수주주축출(squeeze-out)의 경우의 소수주주 매도의무와 유사한 성격을 띠게 된다고 생각한다.

39) 그 외에도 주식매수청구권을 행사한 이후 주식매수가액이 확정될 때까지 소수주주의 지위를 채권자로 볼 것(채권자 지위설)인지 아니면 매수대금을 지급받을 때까지 주주로 볼 것인지(주주 지위설)의 문제가 발생하는데 소수주주의 지위에 따라 그 기간에 배당을 지급받을지 여부 등을 결정하며, 매수대금을 지급받을 때까지 지연이자 발생로 인한 문제 등이 발생할 수 있다. 노혁준, 앞의 논문(주 33), 463면; 만약 후술할 주식평가청구권을 적용하면 소수주주의 지위에 대한 문제가 발생하지 않는다는 이점이 있다.

40) 본고의 IV 참조.

41) §29 UmwG; Klöhn, Lars, op. cit., pp.87~88; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.17; Cahn, Andreas & David Donald, op. cit., p.811; 정준혁, 앞의 논문, 224면; 독일의 합병반대주주의 주식매수청구권 및 소수주주 축출시 주식매수청구권 등의 판례를 소개하는 국내문헌으로는 김정호, 앞의 논문, 44~53면.

위의 경우에 해당하면, 존속회사는 소멸회사의 반대주주에게 합병 대가로 현금을 제안(Abfindungsangebot)하여야 한다. 반대주주가 이에 응하면 회사로부터 주식을 환급받게 되므로 효과적인 측면에서 주식매수청구권과 동일하게 된다.[42] 반면 위의 조문을 반대해석하면 i) 합병 후 소멸회사가 같은 법적 형태의 존속회사에 합병되는 경우이며, ii) 상장회사가 상장회사에 합병되거나 비상장회사가 상장회사에 합병되고, iii) 추가적 제한이 없는 경우에는 주식매수청구권을 인정하지 않음을 알 수 있다.[43] 또한 조문을 통해 독일에서는 존속회사의 반대주주에게는 주식매수청구권을 인정하지 않고 소멸회사의 반대주주에게만 주식매수청구권을 인정함을 확인할 수 있다. 이는 독일에서는 주식매수청구권을 합병비율 불공정에 대한 구제수단으로 인식하지 않는 것과 관련이 있다. 관련하여 독일에서는 합병비율이 공정하다고 판단하더라도, 조문에 해당하면 주식매수청구권을 행사할 수 있다.[44] 즉, 독일의 주식매수청구권은 소수주주의 재산권에 대한 보상으로 소수주주가 행사하는 구제수단이 아니라 합병으로 인해 조직재편이 발생하였고 이로 인해 소멸회사 주주의 유동성(liquidity)이 제한된 경우에 이를 보상해주는 권리로 파악한다.[45]

### 나. 합병무효의 소

대륙법계 국가에서는 원칙적으로 합병 자체의 효력을 무효로 하는 합병결의 무효의 소, 합병무효의 소, 합병취소의 소 등을 활용할 수 있다.[46] 상법에서는 합병무효 사유에 대하여 규정을 두고 있지는 않지만, 대법원은 "현저하게 불공정한 합병비율을 정한 합병계약은 사법관계를 지배하는 신의성실의 원칙이나 공평의 원칙에 비추어 무효이고, 따라서 합병비율이 현저하게 불공정한 경우 합병할 각 회사의 주주 등은 상법 제529조에 의하여 소로써 합병의 무효를 구할 수 있다"[47]라고 하였다. 학계의 견해[48] 역시 합병비율이 현저히 불공정한 경우에는 예외적으로 합병무효 사유로 보고 있으며, 조문에 따라[49] 합병무효는 소급효는 없고 장래효만 가

---

42) 영문 문헌에서 이를 'appraisal right'으로 번역하여 주식매수청구권으로 번역하였으나, (강제)교부금 합병으로 볼 수도 있다고 생각한다. 유사하게 합병신주 대가를 청구한다는 의미에서 대상청구권으로 볼 수도 있다는 견해로는 정준혁, 앞의 논문, 224면, 각주 405.

43) 본고 각주 32에서 설명한 미국의 델라웨어주에서 시장예외 규정을 도입하여 주식매수청구권을 제한한 것과 유사한 근거이다. Fleischer, Holger & Christian Kolb, op. cit., S.65.

44) Klöhn, Lars, op. cit., p.87.

45) Schmitt/Hörtnagl/Stratz/Stratz, 7. Aufl. 2016, UmwG §29 Rn.3; Klöhn, Lars, op. cit., p.87.

46) 대륙법계에서는 주주의 무효소송 혹은 취소소송 등이 발달되어 소수주주가 이사의 책임을 추궁하는 주주대표소송이 발달하지 않았다는 견해로는 Gelter, Martin, "Why Do Shareholder Derivative Suits Rare in Continental Europe", Brook. J. Int. L. Vol.37 No.3 (2012), p.881 et seq.

47) 대법원 2008.1.10. 선고 2007다64136판결; 대법원 2009.4.23. 선고 2005다22701, 22718 판결; 이상훈, 앞의 논문(주 1), 64면; 노혁준, 앞의 논문(주 1), 109면.

48) 천경훈, 앞의 논문(주 1), 297면; 김익성, "독일 조직재편법상의 회사합병의 하자", 「비교사법」, 제21권 제2호(2014), 358~359면; 손창완, 앞의 논문(주 1), 238면 각주 26.

진다. 다만, 아직까지 합병비율이 현저히 불공정하다고 하여 합병무효를 인정한 판례는 없다.[50] 뿐만 아니라, 이론적으로는 합병무효의 사유라 할지라도, 합병 후 오랜 시간이 경과한 경우 합병을 무효로 하면 법적 안전성을 해친다는 견해[51] 등과 합병무효 사유는 엄격하게 판단하여야 한다는 취지로 미루어 보아 이론적으로 합병무효의 소를 제기할 수 있다는 것이 소수주주 보호수단으로 작동할 수 있는지는 의문이다.[52] 게다가 합병무효의 소는 '현저한 불공정'으로 제한되므로 현저하지 않은 불공정에 해당하는 경우에는 다른 구제수단을 활용해야 한다.[53]

독일 주식법(Aktiengesetz, 'AktG')은 기본적으로 회사의 무효판결이 기판력을 얻는 경우에도 하자있는 회사는 그 때까지 유효하며 회사의 무효가 등기되면 장래에 향하여만 해산회사의 청산에 관한 주식법 규정[54]에 따라 청산될 수 있다고 규정하고 있어, 장래효만 가진다.[55] 또한 주식법에 따라 불공정한 합병비율을 포함한 합병계약서는 원칙적으로는 주주총회결의 취소사유가 된다.[56] 한편 조직재편법(UmwG)은 소멸회사의 주주와 존속회사의 주주를 달리 취급하고 있는데, 소멸회사의 주주는 합병비율의 불공정성을 이유로 주주총회결의 취소의 소를 제기할 수 없는[57] 반면 존속회사의 주주는 합병비율의 불공정을 이유로 주주총회결의 취소의 소를 제기할 수 있다.[58]

또한 조직재편법(UmwG)은 합병의 하자는 합병등기 효력에 영향을 미칠 수 없다고 규정하고 있다.[59] 단 합병의 하자는 조직재편법에서 정의하고 있지 않은데 합병계약의 하자, 합병결

---

49) 상법 제530조 제2항, 제240조, 제190조 단서.

50) Song, Ok-Rial, "Valuation of Shares in Korean Corporate Law", in *Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Mohr Siebeck, 2018, p.103.

51) 이상훈, 앞의 논문(주 1), 63면{합병비율은 합병대가를 의미하는 것으로서 합병에서 가장 중요한 요소이므로 그 불공정에 대하여 합병무효를 인정해야 한다는 견해, 합병무효의 원인으로 받아들이는 현실적인 면은 수긍하면서도 이론적인 관점에선 설득력이 높은 것은 아니라는 견해, 합병무효 사유로 소개하면서도 법적 안정성을 해치므로 신중해야 한다는 견해 등이 있다}; 노혁준, 앞의 논문(주 1), 111면{결국 독립당사자간 합병이든 이해관계자간 합병이든 합병비율의 불공정 자체를 들어 합병을 사후적으로 무효화하는 것은 타당하지 않다}.

52) 천경훈, 앞의 논문(주 1), 297~298면{불공정한 합병비율 등의 위법한 합병으로 손해를 입은 주주에게 '합병무효'가 적절한 구제수단이 되는지도 의문이다. 사전적으로 그러한 합병을 중단시키거나, 사후적으로 존속회사의 주식이나 현금을 더 주는 것이 가장 적실한 구제수단일 것이다}.

53) 정대익, 앞의 논문, 320~321면{합병비율이 현저히 불공정한 경우에만 예외적으로 합병을 무효로 보고, 다소 불공정한 경우에는 합병을 무효로 보지 아니한다. (...) 합병비율이 불공정하나 무효까지 되지 않는 경우에도 합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사한 주주가 아니라면 불이익을 수인해야 하는 것이 현재 국내의 상황이다}.

54) §264~274 AktG.

55) 독일법상 법률행위가 무효이거나 취소되는 경우에는 독일민법의 무효, 취소의 법리에 따라 법률행위가 성립한 때로부터 무효가 되고 일반적으로는 법률행위의 무효, 취소는 소급효를 갖지만 주식법은 달리 규정한다. §277(1) AktG; 김익성, 앞의 논문, 337면.

56) §243(1) AktG; 정대익, 앞의 논문, 323면; Veil, Rüdiger, Aktionärsschutz bei der Verschmelzung von Aktiengesellschaften durch vertragliche und gesellschaftsrechtliche Haftung, in *Festschrift für Thomas Raiser zum 70. Geburtstag am 20. Februar 2005*, 2005, S.459.

57) §14 UmwG; 정대익, 앞의 논문, 323~324면.

58) §243(1) AktG; 정대익, 앞의 논문, 324면.

의의 하자, 합병비율의 불공정성에 의한 하자 등을 생각해 볼 수 있다. 이 중에 합병계약의 하자는 등기에 의하여 치유되며[60], 합병비율이 현저하게 불공정하거나, 존속회사의 권리가 소멸회사의 권리에 대한 충분한 대가가 아니라는 사유로 합병결의의 효력에 대한 소를 제기할 수 없다고 규정하고 있다.[61] 이는 합병결의가 이루어진 후에는 후술할 불공정한 비율과의 차액을 보상해주는 것이 현실적이며 합리적인 구제수단이라고 생각하였기 때문이다. 또한 독일에서 '등기'를 기준점으로 하여 합병의 하자의 효력 여부를 정한 것은 독일의 등기관은 합병등기에 관하여 형식적 심사권뿐 아니라 실질적 심사권을 가지기 때문이기도 하다.[62] 즉 합병등기과정에서 등기관이 합병의 적법성에 관한 심사도 이행하는 것을 전제로 하기 때문에, 합병등기 후에는 원칙적으로 그 효력을 다툴 수 없도록 한 것이다.[63] 따라서 합병비율이 불공정하다는 사유로 합병등기 이후에는 합병의 효력을 다툴 수 없으므로 합병을 무효화할 수 없다.

합병무효의 소를 제한적으로 적용하는 것에 대하여 비판적 견해[64]도 있지만, 독일에서는 회사법이 갖는 조직법의 특징에 기인하여, 합병이 이루어진 후 일정 시점이 지난 후에는 합병을 무효화하는 것이 현실적인 구제수단이 아니라고 판단하였다. 즉 합병무효의 소는 이미 합병된 하나의 회사를 다시 분리하도록 하는 소인데, 합병을 통해 권리의무 등이 이미 조정되거나 통합된 경우, 현실적으로 합병 이전의 상태로 돌리는 것은 바람직하지도 않고 불가능할 수도 있다.[65] 뿐만 아니라 합병 후 이미 일정시점이 지난 상황에서 합병을 무효화하는 구제수단이 불공정한 합병에 처한 소수주주가 원하는 구제수단일 것 같지도 않다.[66]

### 다. 이사의 손해배상책임

상법 제399조에 따르면 이사가 고의 또는 과실로 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나

---

59) §20(2) UmwG; Ventoruzzo, Marco, et al., op. cit., p.431; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.8; 천경훈, 앞의 논문(주 1), 298면; 김익성, 앞의 논문, 347면{공증 하자 이외의 합병의 하자는 합병 등기의 효력에 영향이 없다}.

60) §20(1) 4 UmwG; 김익성, 앞의 논문, 342면 & 347면.

61) §14(2) UmwG; 합병결의 취소의 소만이 조문에 있으므로 불공정한 합병비율에 대하여 합병결의 무효의 소는 인정되지 않는다는 견해는 Lutter, Marcus, Umwaldungsgesetz, Kommentar, 5. Aufl. 2014, §15 Rdn. 15; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.8; Conac, Pierre-Henri, et al., "Constraining Dominant Shareholders' self-dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy", *ECFR* Vol.4 No.4(2007), p.526; 정대익, 앞의 논문, 323~324면.

62) 김익성, 앞의 논문, 345~346면.

63) 김익성, 앞의 논문, 345~346면.

64) Veil, Rüdiger, supra note 15, p.8; Schäfer, Carsten, Die „Bestandskraft" fehlerhafter Strukturänderungen im Aktien- und Umwandlungsrecht – zu neuen, rechtlich nicht vertretbaren Ausdehnungstendenzen und zu ihrer prinzipiellen Ungeeignetheit, missbräuchliche Anfechtungsklagen einzudämmen-, in *Festschrift für Karsten Schmidt*, 2009, S.1389 et seq.

65) 천경훈, 앞의 논문(주 1), 297면.

66) 천경훈, 앞의 논문(주 1), 297-298면; 노혁준, 앞의 논문(주 1), 110~111면.

그 임무를 게을리한 경우에는 그 이사들이 연대하여 회사에 대하여 손해를 배상할 책임이 있으며 동법 제401조에 따르면 고의 또는 중과실로 그 임무를 게을리한 때에는 제3자에 대한 손해배상책임이 있다. 우선, 제399조 법문상 이사는 회사에 대하여 손해배상책임을 부담하지, 주주들에 대하여 부담을 지는 것이 아니므로 합병비율 불공정으로 인한 소수주주의 손해를 회사의 손해로 연결하는 논리구성이 필요하다.[67] 또한 제399조와 제401조 책임은 존속회사와 소멸회사의 소수주주인지에 따라 논리 구성이 상이해진다는 비판[68]이 있으며 합병비율 불공정성을 이사의 고의, (중)과실 혹은 임무해태와 연결시켜야 하는데 이사는 경영판단의 원칙을 적용받기에 이를 입증하기 쉽지 않을 것이라 생각된다.[69]

독일 조직재편법(UmwG)은 소멸회사와 존속회사의 이사를 달리 취급하고 있다는 특징이 있다. 우선 조직재편법(UmwG) 제25조에 따르면 소멸회사의 집행이사회(Vorstand)와 감독이사회(Aufsichtsrat)의 이사는 합병비율을 결정할 때에 주주가 손해를 입지 않도록 할 주의를 기울일 의무가 있고, 따라서 이 의무를 소홀히 하여 합병비율이 불공정하게 산정되어 소멸회사의 주주가 손해를 입으면, 소멸회사의 주주는 집행이사회 및 감독이사회의 이사를 상대로 직접 손해배상을 청구할 수 있다.[70] 이는 유럽연합 합병지침 제20조[71]를 국내법으로 전환하여 도입한 규정이다. 또한 합병비율을 검사할 때, 주의의무를 소홀히 하여 손해를 야기한 합병검사인(Verschmelzungsprüfer)을 상대로도 소멸회사의 주주는 직접적인 손해배상을 청구할 수 있다.[72] 반면 합병비율 불공정으로 인해 손해를 입은 존속회사의 주주는 합병비율 검사 시 과실이 있는 합병검사인에 대해서는 손해배상청구권을 행사할 수 있지만, 존속회사의 집행이사회나 감독이사회 이사에 대한 손해배상청구권은 행사할 수 없다.[73]

---

67) 천경훈, "회사에서의 이익충돌", 「저스티스」, 통권 제159호, 한국법학원(2017), 276면; 천경훈, 앞의 논문(주 1), 280~281면; 곽관훈, "합병 시 법인주주의 이사에게 요구되는 주의의무", 「상사법연구」, 제35권 제2호(2016), 244~252면; 제399조 책임을 물리기 어려울 것이라는 견해로 이상훈, 앞의 논문(주 1), 54~58면. 이상훈, "합병비율 불공정에 대한 상법 제399조, 제401조의 적용 가능성- 주주는 보호되는가?-", 「증권법연구」, 제20권 제3호(2019), 56~61면.

68) 존속회사에 불리한 합병인지, 소멸회사에 불리한 합병인지에 따라 논리구성이 다름을 보여주는 문헌은 노혁준, 앞의 논문(주 1), 111~122면

69) 제401조에 의한 손해배상책임에 의문을 제기하는 문헌으로는 이상훈, 앞의 논문(주 1), 61~63면.

70) §25(1) UmwG; Veil, Rüdiger, supra note 56, S.461{주식법 제93조상 이사의 책임은 회사의 손해를 요건으로 하므로 적용할 수 없기에 조직개편법 제25조를 적용한다}; 정대익, 앞의 논문, 325면.

71) §20 Third Council Directive 78/855 EEC of 9 October 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty concerning mergers of public limited companies.

72) §11(2) UmwG; Conac, Pierre-Henri et al., op. cit., p.526; 정대익, 앞의 논문, 327면.

73) §11(2) UmwG; 정대익, 앞의 논문, 328면.

## Ⅲ. 카라브레시의 법경제학과 소수주주 보호

앞서 II장에서는 독일과 우리나라에서 불공정한 합병비율에 처한 소수주주가 활용할 수 있는 보호수단을 개관하였다. IV장에서 독일의 주식평가청구권을 살펴보기에 앞서, III장에서는 카라브레시의 권리 보호에 대한 논의를 바탕으로 불공정한 합병비율에 처한 소수주주 보호수단이 어떠한 규칙에 해당하는지 살펴보겠다.

### 1. 카라브레시의 법경제학 개관

법경제학자인 카라브레시(Calabresi)와 멜라메드(Melamed)(이하 '카라브레시')는 권리(entitlements)를 보호하는 방식으로 재산규칙(Property Rule), 책임규칙(Liability Rule) 및 양도불가규칙(Inalienability Rule)을 제시하였다.[74] 코우즈 정리(Coase Theorem)[75]와 카라브레시의 권리 보호방식을 결합하면 권리가 이전되는 구조가 만들어진다. 아래에서는 각각의 규칙을 간단히 개괄하겠다.

#### 가. 재산규칙(Property Rule)

재산규칙에 따르면 국가는 이익충돌 상황에서 누구에게 권리를 부여하는지를 결정해야 한다.[76] 만약 국가가 충돌하는 이해관계를 가진 개인 혹은 그룹 중에서 누가 권리를 갖는지 결정하지 않는다면, 힘에 의해 권리자가 결정될 것(might makes right)이다.[77] 따라서 법의 기본적인 판단 사항은 충돌하는 이해관계자 중 어느 당사자에게 권리를 부여할 것인지에 있다. 카라브레시에 따르면 재산규칙에 의해 국가가 일방에게 권리를 부여할 지를 결정한 이후, 국가는 권리가 보호되는 방식과 개인이 권리를 매도 혹은 거래할 수 있는지 여부를 결정할 수 있다고 하였다.[78] 이 보호 방식은 재산규칙, 후술할 책임규칙 및 양도불가규칙 중에서 선택할 수 있다.

---

74) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1089 & p.1111. 국내 법경제학 문헌들은 카라브레시의 Property Rule를 소유물원칙, 재산원칙, Liability Rule를 책임원칙 등으로 다양하게 번역하고 있으나, 본 논문은 박세일 법경제학 문헌의 용례를 따라 재산규칙, 책임규칙이라고 번역하였다. 박세일 외, 「박세일 법경제학」, 재개정판, 박영사, 2019. 참고로 법경제학 논의가 법학을 이해하는데 도움이 되는지에 대한 논의는 본고에서 다루지 않는다. 다만 법경제학적 논의를 통해 기존의 소수주주 보호수단에 대한 다른 시각을 제시해 줄 수 있을 것이라고 생각한다. 법경제학적 방법론의 한계에 대한 자세한 논의는 송옥렬, "법경제학적 방법론의 유용성과 한계에 관한 소고", 「서울대학교 법학」, 제55권 제3호(2014).

75) 협상에 따른 거래비용이 적다면, 소유권의 명확한 획정만으로도 외부효과와 관계된 이해관계자 간 사적협상을 유도할 수 있으므로, 외부효과를 내부화시켜 파레토 최적을 달성할 수 있다. Coase, Ronald, "The Nature of the Firm", Economica Vol.4 Issue.16 (1937).

76) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1090.

77) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1090.

재산규칙에 따라 권리를 보호하는 경우에는 권리 이전은 자발적인 당사자간 협상에 의하여만 이루어진다.[79] 따라서 재산규칙에 따르면 국가는 어느 당사자에게 권리를 부여하는지에만 개입하여 국가의 개입을 최소화하는 규칙(a minimum of state intervention)이며, 손해배상책임은 인정하지 않는다.[80] 국가가 재산규칙을 채택하면, 당사자들은 외부효과를 내부화하여 협상할 것이므로 만약 협상비용이 손해배상책임을 산정하는 비용보다 적게 발생하는 경우에는 재산규칙을 적용하는 것이 타당하다. 하지만 재산규칙을 통해서 거래를 성사시키려면 반드시 거래의 쌍방이 합의에 이르러야 한다는 한계가 있다. 즉 재산규칙을 따르면 거래의 일방이 동의하지 않으면 설령 사회적으로 바람직한 거래일지라도 거래가 이루어지지 않고 설령 궁극적으로 합의가 되더라도 쌍방이 합의를 이루는 지난한 과정(holdout problem)을 거치며 고비용이 소요될 수 있을 뿐 아니라 권리를 가진 일방이 상대방에게 무리한 요구를 할 수 있다는 점 등의 문제점이 지적되었다.

### 나. 책임규칙(Liability Rule)

재산규칙이 전술한 한계를 지니고 있기에, 법은 재산규칙과는 별개로 책임규칙을 포함하게 되었다. 책임규칙에 따르면 권리자의 의사를 묻지 않고도, 경우에 따라서는 그 의사에 반하여, 그 권리를 박탈 내지 침해할 수 있다.[81] 대신 그 권리 박탈 혹은 침해에 대하여 국가(주로 법원)가 결정하는 객관적인 손해배상액을 전보하도록 하는 방식이 책임규칙이다. 즉 책임규칙 하에서는 권리의 가치는 거래 당사자인 개인의 평가 내지 시장의 평가가 아니라 집단적 평가 내지 제도적 평가에 의하여 결정된다. 따라서 책임규칙은 재산규칙에 국가의 개입 정도가 더 큰 권리 보호 규칙이다.[82] 시장에서 이해당사자간 권리의 가치평가에 대한 합의가 이루어지지 않아 사회적으로 바람직한 권리이전이 이루어지지 않는 경우 혹은 궁극적으로 합의는 이루어지지만 거래비용이 지나치게 높아지는 경우라면, 권리의 가치를 집단적 평가에 의존함으로써 권리의 이전을 도모하며 자원배분의 효율성을 제고하고자 하는 책임규칙이 적합하다.

### 다. 양도불가규칙(Inalienability Rule)

전술한 재산규칙과 책임규칙과는 별개로 카라브레시는 권리를 보호하는 방식으로 권리의 이전 자체를 금지하는 양도불가규칙[83]를 포함한다. 양도불가규칙은 권리 이전을 전면 금지한

78) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1092.
79) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1092.
80) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1090 & p.1092.
81) 그 외 소수주주 축출(freeze-out)도 대표적인 책임규칙에 해당한다.
82) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1092.
83) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., pp.1111~1115.

다는 측면에서 책임규칙보다 국가의 간섭(societal intervention)이 더 강한 규칙에 해당한다.[84] 해당 거래가 제3자에게 외부효과를 발생시키거나[85] 특정 사유로 후견주의(paternalism)가 작동해야 하는 경우[86] 등에 양도불가규칙이 적용될 수 있다. 불공정한 법률행위를 무효로 보는 경우가 대표적으로 양도불가규칙에 해당한다.[87]

## 2. 카라브레시의 법경제학 예시와 합병에의 적용

### 가. 카라브레시 법경제학의 예시

카라브레시의 권리 이전 논의는 재산규칙을 따르는 경우에 재산권자의 권리를 더 강력하게 보호할 수 있지만, 거래비용의 수준에 따라 재산규칙이 아니라 책임규칙이 적용되어야 하는 경우가 있음을 보여준다.[88] 카라브레시의 논의를 권리가 누구에게 주어지는지 및 어떠한 규칙으로 권리가 이전되는지에 따라 매트릭스를 구성해 볼 수 있는데 아래에서 간단한 예를 들어 살펴보겠다.

A가 자신의 토지에 나무를 심으려고 한다. A가 나무를 심으면, B는 집에서 바다를 볼 수 없게 되므로 A와 B의 권리는 충돌한다. 국가가 재산규칙에 따라 애초에 누구에게 권리를 부여하였는지에 따라 A에게 나무를 심을 권리가 주어지는 경우(I)와 B에게 바다를 볼 수 있는 권리가 있는 경우(II)로 가정해 보자. 만약 I) A에게 나무를 심을 권리가 있다면, A의 권리는 재산규칙 혹은 책임규칙 두 가지 방식으로 보호될 수 있으며 재산규칙은 두 가지 구성요소로 이루어져 있다. A의 권리가 재산규칙에 의해 보호받으면, i) A가 나무를 심거나(재산규칙1), 혹은 ii) B가 바다를 볼 수 있도록 B로부터 적절한 대가를 받고 나무를 심지 않는다(재산규칙2). 재산규칙2의 경우에는 B가 A와 B의 자발적 협의에 따른 대가를 A에게 지불하여야만 B는 집에서 바다를 볼 수 있다. 반면 A의 권리가 책임규칙을 통하여 보호된다면 A는 나무를 심을 수 없지만, 법원이 정한 손해배상액을 B로부터 받고 이 경우에는 A와 B는 거래하지 않는다.

반대로 II) B에게 바다를 볼 권리가 있다면, i) B는 바다를 보거나( 재산규칙1), ii) A에게 적절한 대가를 지급받고 A에게 나무를 심을 수 있게 하고 바다를 볼 권리를 포기한다(재산규칙2). 반면 B의 권리가 책임규칙에 의하여 보호받는다면, B는 바다를 보지 않는 대신 A로부터 법원이 정한 손해배상액을 받는다. 이 경우에도 A와 B는 거래하지 않는다.

---

84) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1094 & p.1111.
85) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., pp.1111~1112.
86) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., pp.1113~1115.
87) Calabresi, Guido & Douglas Melamed, op. cit., p.1111.
88) 이후 캐플로(Kaplow) 교수 등은 실제 손해를 정확하게 결정하기 어려운 경우에도 책임규칙이 우월하다는 주장하였다. Kaplow, Louis & Steven Shavell, "Property Rules versus Liability Rules: An Economic Analysis", *Harv. L. Rev.* Vol.109 No.4 (1996).

정리하면 권리가 최초에 누구에게 주어지는지 및 어떤 규칙에 따라 권리가 이전되는지에 따라 메트릭스를 구성할 수 있고 재산규칙은 재산권을 이전하지 않거나, 합의에 의해 이전하는 두 가지로 구성되어 있음을 확인할 수 있다. 만약 당사자간 거래가 용이하지 않은 경우에는 권리를 갖는 자가 법원이 결정한 손해배상액을 수령하는 방법인 책임규칙을 채택한다.

### 나. 합병에의 적용

앞선 카라브레시의 재산규칙과 책임규칙을 합병 시 지배주주와 소수주주의 충돌에 적용해보면 우선 국가는 소수주주의 권리를 개별 주주에게 부여하고 있다고 보아야 할 것이며 따라서 위의 예 중에서는 소수주주(A)에게 권리가 주어지는 경우에만 대입해보겠다. 소수주주(A)는 각자 개별 주식에 대한 소유권이 있으므로 소수주주는 합병비율이 불공정하다고 판단하면 합병에 반대할 권리가 있다. 즉, 재산규칙1에서는 개별 소수주주의 승인이 없으면 소수주주의 주식을 합병회사 주식으로 전환하지 못하거나(따라서 합병하지 못하거나), 재산규칙2에 의해 지배주주(B)는 소수주주가 원하는 대가를 지불하는 경우에만 합병할 수 있다. 반면 책임규칙을 따르는 경우에는 우선 소수주주의 주식은 개별 주주의 승인 없이도 합병회사의 주식으로 전환되지만, 지배주주는 소수주주에게 법원이 결정한 손해배상액을 지급하여야 한다.

만약 합병에 대하여 주주총회결의에서 주주의 만장일치를 요하는 경우라면 소수주주는 재산규칙1의 방식으로 자신의 권리를 보호할 수 있을 것이다. 하지만 회사법이 지닌 조직법적 성격으로 말미암아 합병 시 주주전원의 동의를 요하는 입법례는 찾아보기 어렵다.[89] 합병에 대하여 아무리 강화된 특별결의 요건을 적용하더라도 주주의 만장일치를 요하지 않는 것은 결국 재산규칙이 아니라 책임규칙을 활용할 유인이 큼을 의미한다.[90] 또한 합병 시 위법행위 유지청구권을 행사하는 것도 재산규칙과 연관지어 생각해볼 수 있다. 즉 소수주주가 위법행위 유지청구권을 행사하여 합병비율이 현저히 불공정함을 근거로 합병하지 못하도록 하되, 협상을 통해 향후 소수주주가 원하는 합병비율에 도달하면 합병할 수 있다는 점에 초점을 두면 위법행위 유지청구권은 재산규칙2에 근접할 것이다. 만약 위법행위 유지청구권을 합병비율의 불공정에 의해 합병을 못하게 하는 데에 초점을 두면 양도불가규칙에 근접한다고 볼 수도 있겠지

89) 델라웨어 주에서 합병을 포함한 회사의 근본적인 변경에 대하여 주주의 만장일치를 요하다가, 1899년 델라웨어 주 회사법 개정으로 주주총회의 다수결로 요건이 완화되면서 소수주주 보호수단의 일환으으로 주식매수청구권이 등장하였다는 설명으로는 Bratton, William, "Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal", *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No. 22-38 (2022), p.8; Levy, Irving, "Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment", *Cornell L. Rev.* Vol.14 (1930), p.421; Manning, Bayless, op. cit., pp.308~309, Kanda, Hideki & Sail Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law", *UCLA, L. Rev. Vol.32 No.3*(1985), p.430에서 재인용; Engert, Andreas, op. cit., pp.2~3{만약 합병에서 재산규칙을 활용하면 한명의 주주에게 합병의 거부권(veto right)을 주는 셈이다. (...) 합병 시 주주의 만장일치 승인을 요하지 않기 때문에 합병에서는 책임규칙을 활용해야 한다}.

90) Engert, Andreas, op. cit., p.2.

만, 위법행위 유지청구권이 양도 자체를 금지하는 것은 아니라 합병비율을 조정하는 역할을 한다는 점에서는 재산규칙2에 더 근접하다고 생각한다. 하지만 위법행위 유지청구권을 행사하더라도, 법원이 제한적 시간 내에 유지청구 가처분신청을 인용하기는 매우 어려울 것이며 따라서 유지청구권으로 말미암아 합병의 지연 요인이 되고 결과적으로 협상비용을 비롯한 거래비용을 크게 증가시키는 요인이 될 가능성이 크다.[91] 재산규칙2를 활용하는 다른 예로는 당사자간 합의에 의하여 주식매수가액을 결정하여 소수주주가 주식매수청구권을 행사하는 것도 가능하다.[92] 하지만 지배주주가 불공정한 합병비율 산정 방식과 유사하게 주식매수청구권의 가액을 산정한다면 소수주주와 지배주주간의 주식매수청구권 가액에 합의를 구하기는 어려울 것이다.[93]

합병의 경우, 재산규칙이 적용될 여지가 전혀 없는 것은 아니지만, 지배주주와 소수주주의 충돌은 이해관계자가 다수이며 당사자간 협상에 의한 비용이 편익을 상회할 가능성이 높으므로 책임규칙에 의하여 권리를 보호하는 형식을 띠는 것이 타당할 것이라 추정한다. 물론 협상비용이 손해배상책임을 산정하는 비용을 상회하는지에 대한 본고의 견해는 추정에 불과하고 실증적인 연구가 뒷받침되지 않았기에 이는 추가적인 연구가 필요하다. 책임규칙에 의하면 합병에 반대하는 소수주주가 있더라도 합병은 이루어지고, 이후 초점은 합병비율의 불공정에 처한 소수주주를 어떻게 객관적으로 배상해줄 것인가에 맞추어진다. 이때 소수주주는 당사자간 합의에 의한 가액이 아니라 국가(법원)가 정한 손해배상액을 존속회사로부터 배상받는다. 책임규칙은 당사자간 합의에 드는 협상비용을 줄이기 위한 규칙이기 때문이다. 앞서 살펴본 우리나라의 주식매수청구권은 기본적으로 당사자간 협의에 의해 매수가액을 산정한다는 측면에서 재산규칙2에 가깝지만 회사가 제시한 매수가액에 소수주주가 응하지 않고, 법원이 매수가액을 결정하게 되면 책임규칙에 가까워지는 양상을 띠게 된다.[94] 불공정한 합병비율로 말미암아 이사에게 손해배상책임을 부과하는 것은 책임규칙에 가깝다고 볼 수도 있지만, 거래 당사자인 소수주주(A)와 지배주주(B)간에 발생하는 책임이 아니며 이사가 회사 혹은 제3자에게 책임을 진다는 측면에서는 성격이 상이하다. 또한 이사의 손해배상책임의 경우, 불공정한 합병비율이라는 것 외에도 불공정한 합병에 이르기까지 이사의 고의 혹은 중과실로 임무 해태하여야 하므로 이사에게 손해배상책임을 부과하는 것은 쉽지 않을 것이라 생각한다.

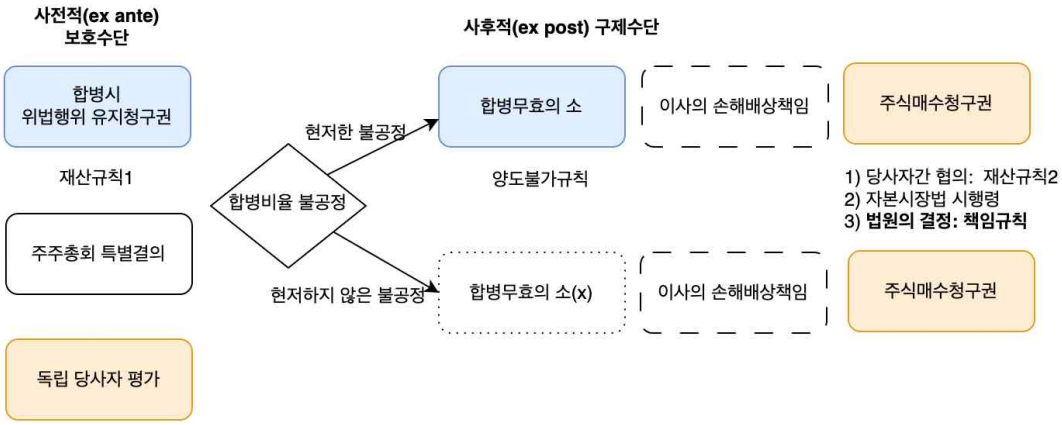
한편 대륙법계에서 합병비율이 현저히 불공정할 때에 합병무효의 소를 제기하는 것은 양도불가규칙에 가깝다.[95] 이론적으로 합병이 현저히 불공정한 경우, 합병무효의 소를 제기할 수

91) Engert, Andreas, op. cit., p.3.
92) Engert, Andreas, op. cit., p.3.
93) 사견으로는 불공정한 합병비율을 구한 방법과 현저하게 다른 방법으로 주식매수가액을 제시한다는 것 자체가, 합병비율이 불공정함을 입증하는 셈이 될 것이므로 차이가 나지 않을 것이라 생각한다.
94) Engert, Andreas, op. cit., pp.3~4{합병 시 책임규칙에 미국의 주식매수청구권도 포함되지만, 이는 반드시 주주의 지위를 포기해야 하는 탈퇴권(exit right)이라는 한계가 있다고 주장한다}.

있지만, 합병이 양도불가규칙을 적용할 정도로 제3자에게 외부효과를 발생시키는지, 후견주의가 작동할 사안인지 고민해볼 필요가 있다. 사견으로는 합병무효의 소를 허용하는 경우에 이미 이루어진 합병을 무효화하는 과정에서 외부효과가 더 크게 발생할 것이라 생각하고 또한 이미 이루어진 합병을 무효화하는 것은 국가의 관여도가 지나친 것 같다는 견해이다.

정리하면 카라브레시의 법경제학적 접근법에 따르면 회사법의 성격상 재산규칙보다는 책임규칙이 더 적합할 것으로 생각되고 양도불가원칙의 경우에는 그 부정적인 파급효과로 말미암아 활용되기도 어려우며, 활용되는 것이 바람직하지도 않다. 따라서 불공정한 합병비율에 처한 소수주주가 합병무효의 소를 제기하거나 위법행위 청구권을 행사하는 것보다 사후적 구제수단을 활용하는 것이 바람직하다. 앞서 주식매수청구권 역시 법원이 주식매수가액을 결정하게 되면 책임규칙에 근접할 수 있음을 언급한 바 있다. 하지만 주식매수청구권은 소수주주가 절차상 요건을 만족해야 하는 점, 소수주주가 매도를 원치 않더라도 주식을 매도해야하는 탈퇴권(exit rights)이라는 점 등으로 말미암아 주식매수청구권의 한계도 앞서 언급하였다. 따라서 후술할 주식평가청구권에 따라 법원이 평가한 차액을 보상받는 방법이 보다 효과적인 책임규칙이라고 생각한다.

〈그림 2〉 불공정한 합병비율에 처한 소수주주 보호수단 현황




95) 유사하게 신탁에서 수익자취소권이 양도불가규칙에 해당한다는 견해로는 이계정, “신탁의 경제적 분석”, 「법조」, 제69권 제4호(2020), 115면.

## Ⅳ. 독일의 주식평가청구권

II장에서 살펴본 바와 같이 독일도 소수주주가 불공정한 합병비율에 처하지 않도록 사전적 보호수단 및 사후적 구제수단을 두고 있다. 보다 강화된 주주총회 요건 및 보다 일반화된 독립된 합병검사인의 평가로 미루어보아 사전적으로는 강력하게 소수주주를 보호하는 듯하다. 하지만 사후적으로는 예외적인 상황에서만 주식매수청구권을 인정하며 합병등기 이후에는 합병무효의 소 제기가 불가능한 것으로 미루어보아, 일견 사후적 구제수단은 미흡한 것 같아 보이기도 하다. 하지만 독일에서 불공정한 합병비율에 처한 소수주주를 위한 기본적인 구제수단은 합병가액의 불공정성에 대하여 주식평가청구권을 행사하고[96] 법원이 이를 평가 후, 불공정한 차액만큼을 소수주주에게 보상해주는 방법이다.[97] 독일의 주식평가청구권은 그 적용범위의 불균형 등에 대한 문제 제기가 없는 것은 아니나, 합병비율의 불공정에 처한 소수주주가 원하는 구제수단이라는 측면에서 검토의 실익이 있다. 또한 앞서 살펴본 카라브레시의 법경제학 분류에 따르면 전형적인 '책임규칙'에 해당하는데, 책임규칙에 포함될 수 있는 다양한 구제수단 중에서도 주식평가청구권이 왜 타당한지도 함께 살펴보겠다.

### 1. 주식평가청구권

독일은 회사의 주식회사법(AktG), 유한회사법(Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter HaftunG, 'GmbHG') 등의 개별 회사법에 산재되어 있던 회사의 조직재편에 관한 규정들을 1994년 조직재편법(UmwG)[98]을 제정하며 체계적으로 통합하였다.[99] 조직재편법은 다양한 유형의 조직재편이 효과적으로 이행되도록 하며, 채권자 및 소수주주를 적절하게 보호할 것을 목적으로 한다. 본 장에서 논의할 주식평가청구권[100]은 조직재편법에서 규정하고 있으며, 구체적인 평가절차는 평가절차법(Spruchverfahrensgesetz, 'SpruchG')에서 규정하고 있다.[101][102]

---

96) Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.186.
97) Veil, Rüdiger, supra note 15, p.17; Engert, Andreas, op. cit., p.4 et seq.
98) 조직재편의 방법으로 합병(Verschmelzung), 분할(Spaltung), 영업양도(Vermögensübertragung), 조직변경(Formwechsel)을 규정하고 있다. §1(1) UmwG.
99) Veil, Rüdiger, supra note 15, p.4.
100) 국내 문헌 중 독일의 주식평가청구권에 대한 대표적인 선행연구로는 정대익, 앞의 논문, 329~349면. 단 해당 문헌은 주식평가청구권 행사 이후 보상에 초점을 두고 '보상청구권'이라고 번역하고 있다. 하지만 궁극적으로 주주가 법원에 평가를 구할 수 있는 권리와 평가 후 보상할 권리를 구분하고 있는 문헌들이 있는데, 본고는 실제로 보상에 이르지 않더라도 주식평가청구권이 존재함을 바탕으로 공정성에 기여하는 역할에 초점을 두고 주식평가청구권이라는 용어를 사용하였다.
101) 국내문헌은 SpruchG를 심사절차법, 조정절차법, 평가절차법 등으로 번역하고 있는데, 심사절차로 번역한 문헌은 정대익, 앞의 논문, 332면; 조정절차로 번역한 문헌으로는 김익성, 앞의 논문, 344면. 단 본고는

### 가. 주식평가청구권 도입 근거

왜 독일에서 주식평가청구권을 인정하였는지를 먼저 살펴보면, 다른 구제수단들과 달리 주식평가청구권은 합병을 저지하는 것이 아니라 용이하게 하는 역할도 하기에 회사에 유리한 구제수단이라고 보아 도입한 측면이 크다.[103] 또한 법문 자체에서 독립된 회사간 합병과 계열사간 합병을 구분하고 있지는 않지만 해석상으로는 주로 계열사간 합병의 경우에 법원의 합병비율 심사에 대한 사후적인 평가를 가능하게 하여 주주 보호를 두텁게 하기 위한 수단임을 확인할 수 있다.[104] 또한 전술한 바와 같이 독일에서는 합병 등기 후에는 합병무효의 소를 인정하지 않고, 독일을 포함한 유럽연합에서 탈퇴권의 성격을 지닌 주식매수청구권을 합병비율 불공정에 대한 소수주주 구제수단으로 보지 않는 경향이 있으며[105] 이사의 손해배상책임만으로는 소수주주를 보호하기에 충분하지 않다고 생각하였기 때문에 별도의 구제수단이 필요하다고 보았다.

따라서 주주가 법원에 합병비율의 불공정 여부를 평가해달라고 청구(주식평가청구권)하고, 법원이 주주가 불이익을 얻었다고 판단하면 차액을 금전으로 보상해 주는 방식(보상청구권)을 채택하였다. 또한 주식평가청구권은 합병에 반대할 것을 요건으로 하지 않기 때문에 소수주주의 입장에서 살펴보면 합병 자체에는 찬성하지만 합병비율에 반대하는 소수주주들이 합병에 동의하도록 하는 기능을 한다. 회사의 입장에서는 불공정한 합병비율 논란으로 합병이 지연되면, 합병비용이 과도하게 증가할 수 있는데 주식평가청구권을 활용하면 소수주주를 보호하는 동시에 합병을 좌절시키지 않고 신속한 합병을 이행한 이후, 만약 소수주주가 합병비율이 불공정하다고 판단하면, 법원에 평가을 청구하여 차액을 보상받는 것이 가능하다.[106]

---

Spruchverfahren을 영문으로 'appraisal proceedings' 혹은 'valuation proceedings' 등으로 번역하고 있기에 '평가절차법'이라고 번역하였다. 평가절차법이라고 표현하는 자료로는 김건식 블로그, 독일법상 반대주주의 주식평가청구권, https://kbln.org/archives/911 [마지막 검색일: 2023.4.11.] 참조 영문문헌은 Engert, Andreas, op. cit., p.5; Veil, Rüdiger, supra note 15, p.16; Klöhn, Lars, op. cit., p.93.

102) 평가절차법은 합병이외에도 소수주주축출(squeeze-out) 등에도 적용되는데, 이에 대한 논의는 Koch, Jens, "Corporate Law Rules on Squeeze-out of Minority Shareholders", in *Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Mohr Siebeck (2018), pp.220~222.

103) Schmitt/Hörtnagl/Stratz/Stratz, 7. Aufl. 2016, UmwG §15 Rn. 12; Veil, Rüdiger, supra note 56, S.458.

104) 단, 계열사간 합병뿐만 아니라 모든 합병에 대하여 합병비율 공정성에 대한 법원의 심사는 원칙적으로는 허용되지만, 독립된 회사간 합병인 경우에도 평가를 청구하면 특별한 사정이 없는 한 인용될 확률은 없다는 설명으로는 정대익, 앞의 논문, 334~335면.

105) Kraaakman, Reinier, et al., op. cit., p.187; Seretakis, Alexandros, "Appraisal Rights in the US and the EU", in *Cross Border Mergers Directive: EU Perspectives and National Experiences*, (Thomas Papadopoulos ed.) Springer (2019), p.76.

106) 정대익, 앞의 논문, 329면 & 336면; Engert, Andreas, op. cit., p.6.

### 나. 주식평가청구권의 내용

조직재편법에 따르면 소멸회사의 주주는 합병결의 취소의 소를 제기하지 못하지만, 합병 시 공정한 합병비율로 받을 수 있었던 대가와 실제 합병에서 받은 대가의 차액을 존속회사에게 청구할 권리가 있다.[107] 이 청구권은 합병효력 발생시점부터 유효하며 독립적인 제3자에게 양도될 수도 있다. 이 청구권을 행사하기 위해서는 기명주식의 경우에는 주주명부에 명의개서가 되어있어야 한다.[108] 평가절차법(SpruchG)에 따르면 구체적으로 합병금액 평가를 청구하는 시점에는 적어도 존속회사의 주주여야만 청구권을 행사할 수 있다.[109] 반면 기존의 존속회사 주주의 경우에는 비록 합병비율이 불공정한 경우에도 주식평가청구권을 행사하여 차액을 보상을 받지 못하고 대신 합병결의 취소의 소를 제기하여야 한다.

평가절차법(SpruchG)에 따르면, 소수주주가 금전보상청구권을 행사하면 비송절차에 따라[110] 존속회사 본점소재지 합병 등기일로부터 3개월 이내에 신청하여야 한다. 구체적으로 나누면, 두 단계로 구성되는데 소멸회사 주주가 합병비율이 공정한지 법원에 청구를 요청하면(주식평가청구권), 평가절차에서 공정한 합병비율로 소멸회사 주주가 합병대가로 받았어야 하는 대가가 확정되고 존속회사가 이 대가를 지불하기를 거절하면 존속회사를 상대로 이행의 소가 제기된다.[111] 또한 주식평가청구권은 대세효를 인정하여 소멸회사의 평가절차에 참가하지 않은 주주를 포함한 모든 주주에게 금전보상을 허용한다.[112]

조직재편법의 주식평가청구권은 여러 측면에서 소수주주에게 유리하게 되어 있다. 우선 절차비용의 측면에서는 만약 소수주주에게 불공정한 합병비율이라고 판단한 경우에는 당연히 존속회사에서 그 비용을 부담하지만, 소수주주에게 불공정한 합병비율이 아니라고 판단하더라도 소수주주는 자신의 비용만을 부담할 뿐, 회사의 비용은 부담하지 않는다. 다만, 법원이 소수주주가 권리를 남용하였다고 판단한 경우에 한하여, 소수주주가 법원비용을 부담하도록 할 수 있다.[113] 회사는 단지 법원비용만을 부담하는 것이 아니라 전문가 의견 비용, 변호사 비용 등을 부담하여야 한다.[114] 또한 법원은 소멸회사가 주식평가청구권을 행사하여 평가한 금액이 합병가액보다 높은 경우에는 차액만큼을 보상하지만 평가한 금액이 합병가액보다 낮은 경우에는 주주들이 이를 반환하도록 하지 않아서 소수주주들이 주식평가청구권을 행사할 인센티브가 매우 높다.

---

107) §15(1) UmwG.
108) §67(2) AktG; 정대익, 앞의 논문, 332면.
109) 정대익, 앞의 논문, 332면.
110) §15(1) UmwG, §14(1) SpruchG.
111) 정대익, 앞의 논문, 333면, 각주 37.
112) §13(2) SpruchG; 정대익, 앞의 논문, 330면.
113) §15(1) SpruchG; Engert, Andreas, op. cit., p.6, note 21.
114) §6(2) SpruchG; Engert, Andreas, op. cit., p.5.

## 2. 주식평가청구권의 문제점

### 가. 존속회사와 소멸회사의 주식평가청구권 행사의 불균형

합병 시 어떤 회사를 존속회사로 하고, 소멸회사로 하여 합병할 것인지는 합병을 구조화하는 문제이지, 소수주주의 보호수단을 가르는 중요한 구분점이 아니다.[115] 그럼에도 불구하고 현재 존속회사의 주주는 주식평가청구권을 행사할 수 없고, 소멸회사의 주주만이 행사할 수 있기에 주주간 불균형에 대한 지적이 끊임없이 제기되었다.[116] 과거 입법당시 논의를 살펴보더라도 소멸회사와 존속회사를 달리 취급하는 근거의 타당성은 찾아보기 어렵다. 이에 대하여 독일 변호사협회(Deutscher Anwaltverein, 'DAV')에서는 존속회사의 주주도 불공정한 합병비율을 근거로 하여 합병결의 무효의 소를 제기할 수 없게 하는 대신, 주식평가청구권을 허용하여 차액을 보상해주어야 한다고 주장하였고 학계의 지지를 얻고 있다.[117]

### 나. 회사와 소수주주의 위험부담의 불균형

법원의 평가가액이 실제 합병가액보다 낮은 경우에는, 소수주주가 그 차액을 반환할 의무를 부담하지 않기에 회사와 소수주주의 위험부담의 불균형에 대한 비판도 존재한다. 앤드레아스 앵거트(Andreas Engert) 교수는 주식평가청구권이 마치 금융상품 중 콜옵션(call option)과 같은 기능을 이행한다고 주장한다.[118] 즉 소수주주는 주식평가청구권을 행사한 후 법원의 평가금액이 실제 합병 시 평가금액보다 작은 경우에도 차액을 반환할 의무도 없을 뿐 아니라 비용부담 위험도 거의 없기 때문에, 설령 소수주주가 불공정한 합병비율이라고 생각하지 않더라도 이러한 불균형으로 말미암아 (지나치게) 적극적으로 주식평가청구권을 행사할 인센티브가 있다는 설명이다.[119] 따라서 앵거트 교수는 주식평가청구권이 합병회사에게 합병가액을 공정하게 평가할 유인으로 작동하는 것이 아니라, 오히려 해당 옵션 가격이 회사의 입장에서는 합병비용에 해당하므로 이를 차감한 금액을 합병가액으로 산정할 유인이 된다고 지적한다.[120]

---

115) 사견으로는 소멸회사인지, 존속회사인지 여부에 따라 소수주주 보호수단을 구분할 실익은 전혀 없다고 생각한다. 또한 합병의 구조에 따라 형식상 소멸회사와 존속회사가 실질상의 그것과 다를 수도 있다. 예를 들면 삼성물산(A)과 제일모직(B)의 합병에서는 제일모직이 존속회사, 삼성물산이 소멸회사였지만 합병 이후 제일모직(B')을 삼성물산주식회사(A')로 상호를 변경하였다.

116) 따라서 소멸회사의 주주만이 합병비율의 불공정성에 말미암아 주식평가청구권을 행사할 수 있고, 이에 따라 보상청구권이 인정되기 때문에 독일에서는 실무상 신설합병의 방식을 채택하여, 합병 당사회사를 모두 소멸회사로 하는 합병유형을 주로 활용한다는 견해로는 Veil, Rüdiger, supra note 56, S.460.

117) Burwitz, Gero, op. cit., S.499; Veil, Rüdiger, supra note 56, S.460. 정대익, 앞의 논문, 338면 & 343면.

118) Engert, Andreas, op. cit., pp.6~10.

119) Engert, Andreas, op. cit., pp.6~10.

120) Engert, Andreas, op. cit., p.11.

앵거트 교수의 주장 외에도 회사와 소수주주간 불균형으로 말미암아 주식평가청구권이 너무 빈번하게 행사된다는 비판과 소수주주를 지나치게 두텁게 보호한다는 견해들이 등장하였다. 따라서 소수주주가 주식평가청구권을 행사한 후, 만약 법원의 평가액이 실제 합병가액보다 적은 경우에는 소수주주가 차액을 반환하도록 하여 무분별하게 주식평가청구권을 행사하는 것을 억지하는 방법도 고려해 보아야 한다는 견해가 등장하였다.[121]

### 다. 금전보상만 허용

독일의 조직재편법은 합병비율 불공정에 대하여 금전으로 보상하도록 규정하고 있어서 소수주주는 주식으로 보상을 청구할 권리가 없다. 하지만 존속회사가 금전으로만 보상하는 경우, 특히 대세효와 맞물려서, 유동성 문제 등이 야기될 수 있다는 지적이 있다. 뿐만 아니라 만약 합병비율이 공정하게 산정되었다면, 교부금합병이 아닌 이상, 소수주주는 주식을 더 받았을 것이기에 주식보상이 가장 합리적인 보상이라는 견해[122]등이 등장하였고 DAV 역시 회사가 현금보상과 주식보상 중에서 선택하여 보상할 수 있도록 개정하자는 입장이다.[123] 조직재편법 입법당시 문헌에서는 금전보상만을 허용한 이유로 주주평등원칙, 합병 후 주가변동 문제 등을 제시하였지만 그다지 타당한 근거로 보이지 않는다.[124] 다만 주식보상을 허용하게 되는 경우, 존속회사가 보상하기 위한 주식을 어떻게 확보할 것인지에 대한 별도의 논의가 필요하다.[125]

### 라. 대세효 여부

DAV는 모든 주주에게 평가차액을 보상하는 경우 존속회사에 유동성 문제가 야기될 수 있으므로 대세효를 삭제하고, 합병결의에 반대한 주주 혹은 평가절차에 참여한 주주에게만 차액을 보상하자는 견해가 있었다.[126] 합병결의에 반대한 주주에게만 차액보상을 허용하게 되면 소수주주는 합병결의에 반대할 것이므로 이는 신속한 합병을 야기하는 데에 방해가 될 것이므로 이는 타당하지 않다. 또한 회사와 소수주주간의 위험부담에서 언급한 바와 같이, 만약 법원의 평가액이 실제 합병가액보다 낮은 경우, 소수주주가 그 금액을 반환하는 것을 적용하는 개정을 하는 동시에 대세효를 적용하게 되면, 평가절차에 참여하지도 않은 소수주주가 차액을 반환할 경우도 생긴다는 문제의 소지가 있다. 따라서 여러 가지를 감안할 때 평가절차에 참여

---

121) Engert, Andreas, op. cit., p.11.
122) Burwitz, Gero, op. cit., S.498; 정대익, 앞의 논문, 339면 & 344면; 유사하게 합병의 상대적 무효 법리를 적용하여 신주 발행으로 소수주주를 보호하자는 주장으로는 이상훈, 앞의 논문(주 1), 67~72면.
123) Burwitz, Gero, op. cit., S.500; 정대익, 앞의 논문, 342면.
124) 정대익, 앞의 논문, 336~337면.
125) 자기주식, 현물출자 등을 통해 보상주식을 확보할 방안을 제시하는 문헌은 정대익, 앞의 논문, 345~349면
126) Burwitz, Gero, op. cit., S.499; 정대익, 앞의 논문, 338~339면.

한 주주에게만 보상을 허용하는 것이 타당할 것이라 생각한다.

### 마. 법원의 평가

법원이 주식을 평가하는 데에 장기간이 소요된다는 비판도 지속적으로 있어왔다.[127] 이는 주식매수청구권을 적용하든지 주식평가청구권을 적용하든지 동일하게 지적되고 있는 문제이다. 합병의 주식평가에 장기간이 소요되는 것은 법원의 인력부족 등의 다른 이유도 있겠지만 보다 본질적으로 법원이 독립된 전문가보다 합병비율의 공정성을 판단할 수 있는 전문성이 부족하다는 비판과 결을 같이 한다. 즉 주식의 공정한 평가는 매우 전문적이고 복잡한 문제인데, 이를 법원의 평가에 맡기는 것이 타당한지에 대한 지적이다. 따라서 독일에서도 법원이 주식을 평가하는 것이 아니라 법원은 합병절차의 적합성 여부를 판단하는 데에 초점을 두어야 한다는 견해[128] 등이 등장하였다.

〈표 1〉 독일의 주식평가청구권과 주식매수청구권 비교

| 독일 주식평가청구권 | 우리나라 주식매수청구권 |
|---|---|
| 사전 절차(x)<br>* 단, 합병 등기 공고 후 3개월 이내에만 평가를 청구하면 됨 | 사전절차(상법 제522조의3)<br>* 주주총회 이전 서면으로 결의 반대 등 요건 만족 |
| 모든 주주에게 영향<br>* 대세효 §13 SpruchG | 해당 주주에게만 영향 |
| 주식평가청구권 행사 후에도 주주임 | 주식매수청구권 행사 후 매수대금을 수령하면 더 이상 주주가 아님<br>* 탈퇴권(exit right) |
| 소멸회사 소수주주만 행사 가능 | 소멸회사 및 존속회사의 소수주주 모두 행사 가능 |
| 현금으로 차액만큼 배상<br>* 단, 차액이 음의 값이면 소수주주가 차액을 반환하지는 않음 | 현금으로 주식매수<br>* 평가방법 3단계 |

127) Veil, Rüdiger, supra note 15, p.17; Engert, Andreas, op. cit., p.9

128) Engert, Andreas, op. cit., pp.11~12. 따라서 법원이 합병주식을 평가하는 것이 아니라 델라웨어주의 Kahn v. M&F Worldwide, 88 A.3d 635, 642~646(2014) 판결과 같이 독립된 전문가로 구성된 특별위원회를 설립하여 이들이 검토하도록 하는 방안을 제시하는 견해도 있다.

## Ⅴ. 맺음말

본 논문은 합병 시 불공정한 합병비율에 처한 소수주주의 구제방안을 개관해보며, 현재 우리법제가 활용하고 있는 사전적 보호수단인 주주총회 특별결의, 게이트키퍼에 의한 독립적인 평가, 위법행위 유지청구권과 사후적 구제수단인 주식매수청구권, 이사의 책임 및 합병무효의 소 등만으로는 소수주주를 충분히 보호하고 있지 않다고 판단하였다. 특히 총수일가인 지배주주가 합병회사에 막대한 영향력을 행사하는 계열사간 합병이 합병의 대부분을 차지하는 우리나라에서 당사자간 합의 혹은 사전에 규정해 둔 자본시장법 시행령에 의하여 합병비율을 결정하게 되면 소수주주가 불공정한 취급을 받을 소지가 농후하다. 따라서 불공정한 합병비율과 공정하게 평가받았다면 적용하였을 비율의 차액을 보상받는 독일의 주식평가청구권은 불공정한 합병에 처한 주주가 가장 원하는 구제수단이라는 측면에서 검토해볼 실익이 있다.

카라브레시의 권리보호 방식에 따르더라도 합병비율의 불공정에 처한 소수주주는 책임규칙으로 보호받는 것이 타당하다. 물론 합병 시 소수주주는 주식매수청구권을 행사할 수 있고, 만약 합의에 의하거나 자본시장법 시행령에 따라 제시한 주식매수가액이 여전히 불공정하다고 생각되면, 법원에 비송사건으로 가격결정을 청구할 수 있기에 책임규칙의 적용을 일부 받고 따라서 독일의 주식평가청구권을 도입하는 것이 필요하지 않다는 견해가 있을 수도 있다. 하지만, 주식매수청구권은 우선 당사자간 합의 및 자본시장법 시행령을 바탕으로 매수가격을 제시한 이후, 이에 응하지 않는 경우에 법원이 평가하는 3단계를 취하고 있기에 이로 인해 더 많은 시간이 소요된다는 문제점이 있다. 뿐 아니라 주식매수청구권을 행사하기 위한 절차상 요건, 예를 들면 주주총회결의가 있기 전에 합병에 반대의사를 표시한 주주만 행사할 수 있다는 점 등을 충족하여야 하며 소수주주가 주식을 매도해야 하는 탈퇴권이라는 한계가 있다.[129] 뿐만 아니라 주식매수청구권은 매수가액 산정 시 합병의 시너지 등을 포함할 것인지에 따라 소수주주의 보호정도가 상이해질 수 있다. 물론 독일의 입법 역시 소멸회사에게만 적용되고 주식 보상을 허용하지 않아 문제점이 제기되고 있다. 만약 우리나라에서 주식평가청구권의 도입을 고려해본다면 소멸회사와 존속회사에 동일하게 적용하고 회사가 현금보상과 주식보상 중에 선택할 수 있도록 하는 것이 보다 타당해 보인다.

또한 법원이 독립된 평가를 할 수 있는 전문성이 있는 기관인지에 대한 의문을 제기하며 법원의 역할은 절차적 공정성에 제한되어야 한다는 국내 학계의 견해[130]는 독일의 주식평가청

---

129) 탈퇴권 중 하나인 주식매수청구권은 회사가 회사의 가치를 하락시키는 의사결정(value-reducing decision)을 한 경우에 소수주주가 향후 잠재적 손실을 회피하기 위하여 거래 전 가격으로 주식을 매수해달라고 청구하는 권한이라는 설명은 Kraakman, Reinier, et al., op. cit., p.34. 반면 합병 시 소수주주의 주식매수청구권은 합병자체는 회사의 가치를 상승시키는 의사결정이라고 생각하는 소수주주라 할지라도 합병비율의 불공정성으로 인하여 주식매수청구권을 행사할 수 밖에 없다는 측면에서 소수주주를 충분히 보호하지 못할 가능성이 있다.

구권을 도입하자는 견해와 일견 정면으로 충돌되는 듯하다. 본고 역시 궁극적으로는 독립적인 제3자의 평가가 법원의 평가보다 바람직하다고 생각한다. 그럼에도 불구하고 본고가 독일의 주식평가청구권의 도입을 고려해볼 필요가 있다고 생각한 것은 현재 우리나라의 재벌의 영향력 등으로 말미암아 독립적인 제3자의 평가 영역을 확대하더라도 소위 독립적인 기관이 공정한 합병비율을 산정할 수 있을 지 의문이기 때문이다. 투자은행, 회계법인 등 어떠한 기관을 선정하든지 이들은 재벌과 관련된 타 업무를 이행하기에 재벌의 영향력 하에서 벗어나 완전히 독립적으로 평가하기 어려울 것이라 생각한다. 현재 최종적으로 주식매수청구권의 매수가액을 평가할 수 있는 재량을 법원에게 부여하는 것도 이 때문일 것이다. 본고는 법원에 의한 사후적 평가가 불가피한 상황이라면, 탈퇴권인 주식매수청구권보다는 평가차액만큼을 존속회사의 주식이나 현금으로 배상하는 것이 소수주주가 가장 원하는 방식일 것이며, 소수주주 보호를 위해 실효성이 있는 구제수단이라고 생각한다. 따라서 독일 조직재편법과 평가절차법뿐 아니라, 독일 조문의 비판까지 수용하여 보다 발전된 방향으로 입법을 고려해볼 것을 제안한다. ▧

(논문접수 : 2023. 3. 10. / 심사개시 : 2023. 3. 29. / 게재확정 : 2023. 4. 19.)

130) 노혁준, 앞의 논문(주 1), 132면; Song, Ok-rial, op. cit., p.115, p.122.

# 참 고 문 헌

## Ⅰ. 국내문헌

### 1. 단행본

박세일 외, 「박세일 법경제학」, 재개정판, 박영사, 2019.

### 2. 논문

곽관훈, “합병시 법인주주의 이사에게 요구되는 주의의무”, 「상사법연구」, 제35권 제2호, 한국상사법학회(2016).

김건식, “삼성물산 합병 사례를 통해 본 우리 기업지배구조의 과제”, 「BFL」, 제74호, 서울대학교 금융법센터(2015).

김익성, “독일 조직재편법상의 회사합병의 하자”, 「비교사법」, 제21권 제2호, 비교사법학회(2014).

김정호, “주식매수청구권과 시너지-독일법의 상황을 중심으로”, 「경영법률」, 제28집 제3호, 한국경영법률학회(2018).

김희철, “주식매수청구권 차익거래 예방을 위한 법적 기반 연구 - 미국 델라웨어주의 최근 법 개정 논의를 중심으로”, 「경희법학」, 제50권 제4호, 경희대학교 법학연구소(2015).

노혁준, “주식매수청구권 행사 이후의 법률관계- 합병에 대한 반대주주 사안을 중심으로”, 「인권과 정의」, 제461권, 대한변호사협회(2016).

노혁준, “합병비율의 불공정성과 소수주주 보호－ 유기적 제도설계를 향하여－”, 「경영법률」, 제26집 제2호, 한국경영법률학회(2016).

노혁준 “2022년 회사법 중요판례평석”, 「인권과 정의」, 제512권, 대한변호사협회(2023).

손창완, “상장회사 합병과 합병비율의 공정성-관련 규정 및 사례에 대한 비판적 검토”, 「상사법연구」, 제38권 제3호, 한국상사법학회(2019).

송옥렬, “법경제학적 방법론의 유용성과 한계에 관한 소고”, 「서울대학교 법학」, 제55권 제3호, 서울대학교 법학연구소(2014).

이계정, “신탁의 경제적 분석”, 「법조」, 제69권 제4호, 법조협회(2020).

이상훈, “‘합병비율 불공정’과 구제수단-비판과 대안: 불공정의 재정의와 신주의 추가발행”, 「증권법연구」, 제18권 제3호, 한국증권법학회(2017).

이상훈, “합병비율 불공정에 대한 상법 제399조, 제401조의 적용 가능성- 주주는 보호되는

가?-”, 「증권법연구」, 제20권 제3호, 한국증권법학회(2019).
이유진, “합병비율에 이의하는 소수주주의 경제적 이익 보전 방안에 대한 연구-삼성물산-제일모직 합병 사례를 중심으로”, 「기업법연구」, 제36권 제2호, 한국기업법학회(2022).
이희웅, “공정성 보증의견과 투자은행의 이해상충 문제”, 「BFL」, 제82호, 서울대학교 금융법센터(2017).
정대익, “합병비율 불공정에 대한 독일의 사후적 구제수단-보상청구권과 개정 논의를 중심으로”, 「금융법연구」, 제15권 제3호, 금융법학회(2018).
정준혁, “M&A에서 주주 보호에 관한 연구”, 서울대학교 법학과 박사학위 논문(2017).
천경훈, “계열회사 간 합병과 이사의 의무”, 「상사법연구」, 제36권 제2호, 한국상사법학회(2017).
천경훈, “회사에서의 이익충돌”, 「저스티스」, 통권 제159호, 한국법학원(2017).
최준선, “엘리엇 매니지먼트 대 삼성물산(주) 사건”, 「법조」, 제65권 제7호, 법조협회(2016).

### 3. 기타 인터넷 자료 [마지막 검색일: 2023.4.11.]

김건식 블로그, 독일법상 반대주주의 주식평가청구권, 2021.2.10.
https://kbln.org/archives/911

## Ⅱ. 영문 문헌

### 1. 단행본

Cahn, Andreas & David Donald, *Comparative Company Law*, 2nd ed., Cambridge University Press, 2018.
Dobbs, Dan B. & Caprice L. Roberts, *Law of Remedies*, Damages-Equity-Restitution, 3rd ed., West Academic Publishing, 2017.
Fleischer, Holger, et al., *Issues and Challenges in Corporate and Capital Market Law: Germany and East Asia*, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Mohr Siebeck, 2018.
Kraakman, Reinier, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, 3rd ed., Oxford University Press, 2017.

Ventoruzzo, Marco, et al., *Corporations: A Comparative Perspective (International Edition)*, West Academic Publishing, 2017.

## 2. 논문

Bratton, William, "Fair Value as Process: A Retrospective Reconsideration of Delaware Appraisal", *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No.22-38 (2022).

Brudney, Victor & Marvin Chirelstien, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers", *Harv. L. Rev.* Vol.88 No.2 (1974).

Calabresi, Guido & Douglas Melamed, "Property Rules, Liability Rules and Inalienability: One View of the Cathedral", *Harv. L. Rev.* Vol.85 No.6 (1972).

Coase, Ronald, "The Nature of the Firm", *Economica* Vol.4 Issue.16 (1937).

Conac, Pierre-Henri et al., "Constraining Dominant Shareholders' self-dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy", *ECFR* Vol.4 No.4 (2007).

David, Steven, "Fairness Opinions", *Am. U. L. Rev.* Vol.55 No.6 (2005).

Engert, Andreas, "How (Not) to Administer a Liability Rule－The German Appraisal Procedure for Corporate Restructurings", *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 80. Geburtstag am 24. August 2020* (Stefan Grundmann, et al., eds.), De Gruyter (2020).

Gelter, Martin, "Why Do Shareholder Derivative Suits Rare in Continental Europe", *Brook. J. Int. L.* Vol.37 No.3 (2012).

Jiang, Wei, et al., "Appraisal: Shareholder Remedy or Litigation Arbitrage", *J. Econ.* Vol.59, No.3 (2016.8).

Kanda, Hideki & Sail Levmore, "The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law", *UCLA. L. Rev.* Vol.32 No.3 (1985).

Kaplow, Louis & Steven Shavell, "Property Rules versus Liability Rules: An Economic Analysis", *Harv. L. Rev.* Vol.109 No.4 (1996).

Levy, Irving, "Rights of Dissenting Shareholders to Appraisal and Payment", *Cornell L. Rev.* Vol.14 (1930).

Manning, Bayless, "The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker", *Yale L. Rev.* Vol 27 No.2 (1951).

Seretakis, Alexandros, "Appraisal Rights in the US and the EU", in *Cross Border Mergers*

*Directive: EU Perspectives and National Experiences*, (Thomas Papadopoulos ed.) Springer (2019).

## Ⅲ. 독문 문헌

### 1. 단행본

Lutter, Marcus, Umwaldungsgesetz, Kommentar, 5. Aufl. 2014.

Schmitt, Joachim, Robert Hörtnagl, Rolf-Christian Stratz, Umwandlungsgesetz, Umwandlungssteuergesetz, 7. Aufl. C.H. Beck, 2016.

### 2. 논문 및 보고서

Burwitz, Gero, Handelsrechtsausschuss des DAV: Gesetzgebungsvorschlag zum Spruchverfahren bei Umwandlung und Sachkapitalerhöhung und zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs durch Aktien, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 2007.

DAV, Handelsrechtsausschuss : Stellungnahme zur Ergänzung des Entwurfs der Aktienrechtsnovelle 2012, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht,* 2013.

Fleischer, Holger, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§305 und 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Venbundberücksichtigungsprinzip?, *ZGR,* 1997.

Fleischer, Holger & Christian Kolb*,* Abfindungsarbitrage und Unternehmensbewer tung, *Die Aktiengesellschaft,* 2019.

Hüffer, Uwe, Ausgleichsanspruch und Spruchverfahren statt Anfechtungsklage beimVerschmelzungs oder Kapitalerhöhungsbeschluss des erwerbenden Rechtsträ gers, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 2008.

Schäfer, Carsten, Die „Bestandskraft“ fehlerhafter Strukturänderungen im Aktien- und Umwandlungsrecht – zu neuen, rechtlich nicht vertretbaren Ausdehnungstendenzen und zu ihrer prinzipiellen Ungeeignetheit, missbräuchliche Anfechtungsklagen einzudämmen-, in *Festschrift für Karsten Schmidt*, 2009.

Veil, Rüdiger, Aktionärsschutz bei der Verschmelzung von Aktiengesellschaften durch vertragliche und gesellschaftsrechtliche Haftung, in *Festschrift für Thomas Raiser zum 70. Geburtstag am 20. Februar 2005*, 2005.

## 4. 보고서 및 인터넷 자료 [마지막 검색일: 2023.4.11.]

Bundesministerium der Justiz, Umwandlungsgesetz
https://www.gesetze-im-internet.de/umwg_1995/index.html
Delware Code Online https://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.html
Third Council Directive 78/855 EEC of 9 October 1978 based on Article 54(3)(g) of the Treaty concerning mergers of public limited companies)
https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:31978L0855&from=EN

## Abstract

# Lesson from Appraisal Right in Germany as liability Rule

Song, Jeemin

In South Korea, as in other jurisdictions, minority shareholders who face unfair merger ratios have legal protections. Although supermajority votes at shareholders meetings can protect minority shareholders to some extent, shareholder approvals of mergers in related-party transactions, the motive for which is usually empire-building by controlling shareholders, are less effective at doing so as the controlling shareholders on both sides of these mergers will determine the merger ratios. Besides, only mergers falling under §176-5(7) of the enforcement decree of the Financial Investment Services and Capital Market Act can receive an independent assessment of merger terms. Although minority shareholders can apply for injunctions against unfair mergers, academics believe that courts are unlikely to grant them due to the fact that such decisions cannot be made within the limited time imposed by the merger.

Minority shareholders who want to challenge unfair merger ratios have three ex post protections: merger annulment, holding directors liable for breach of duty, and exercising their appraisal right as an exit strategy. With regard to the first protection, according to most academics and obiter dictum in court, mergers could be nullified if their merger ratios are significantly unfair, but such a situation is neither plausible nor practical after mergers have been perfected. No court has yet voided a perfected merger on the grounds of a significantly unfair merger ratio. With regard to the second protection, in South Korea, directors owe a duty to the company but not to the corporation's shareholders, so to hold them liable, there must be a logical argument that shows that minority shareholders' and the corporation's losses are caused by the unfair merger ratio and that they are connected. With regard to the third protection, the appraisal right allows dissenting shareholders to require the corporation to pay them the fair value of their shares prior to the perfection of

the merger. However, in order to exercise the appraisal right, shareholders must go through the proper procedures.

The Restructuring Act(Umwandlungsgesetz) in Germany also provides the right to challenge the fairness of the merger price, meaning that the merger ratio is subject to challenge by any individual minority shareholder before a court. This right to challenge the fairness of merger prices in Germany is similar to the appraisal right in South Korea. However, the difference between these rights is that, in Germany, shareholders of merged companies can petition a non-contentious litigation procedure, the surviving company for the difference between the value of their shares they received upon merger and the fair value they claim they should have received for them. It has successfully served as a deterrent to unfair merger in Germany.

According to Calabresi's taxonomy, Germany's right to challenge the fairness of the merger price is a type of liability rule, which are more efficient and effective than property rules at resolving holdout problems. Although this right has its own shortcomings, for which amendments have been proposed by the German Lawyer's Association(DAV), it can serve as a useful reference about how to protect minority shareholders when they oppose unfair mergers in South Korea.

Key Words : Right to Challenge the Fairness of Merger Prices, Appraisal Right, Appraisal Procedure, Minority Shareholder Protection, Restructuring Act in Germany (Umwandlungsgesetz), Liability Rule, Calabresi.