

대 법 원

제 1 부

결 정

사 건 2016마5394, 5395(병합), 5396(병합) 주식매수가격 결정 등
신청인, 재항고인 겸 상대방

일성신약 주식회사 외 4인

신청인들의 대리인 법무법인(유한) 엘케이비앤파트너스

담당변호사 이광범 외 6인

사건본인, 상대방 겸 재항고인

삼성물산 주식회사(등기번호 1 생략)의 수계인 삼성물산 주식회사
(등기번호 2 생략)

대리인 변호사 김용상 외 2인

원 심 결 정 서울고등법원 2016. 5. 30.자 2016라20189, 20190(병합), 20192(병합)
결정

주 문

재항고를 모두 기각한다.

재항고비용은 각자 부담한다.

이 유

재항고이유(재항고이유서 제출기간이 지난 다음 제출된 재항고이유보충서 등의 기재는 재항고이유를 보충하는 범위에서)를 판단한다.

1. 원심결정 이유와 기록에 의하면, 다음과 같은 사실을 알 수 있다.

가. 주권상장법인인 사건본인은 2015. 9. 2. 주권상장법인인 합병 전 삼성물산 주식회사를 흡수합병하였다[이하 흡수합병으로 소멸된 합병 전 삼성물산 주식회사를 '구 삼성물산(주)'라 한다]. 사건본인은 이 사건 합병 후 상호를 '제일모직 주식회사'에서 현재와 같이 변경하였다[이하 상호 변경 전 사건본인을 '제일모직(주)'라 한다].

구 삼성물산(주)와 제일모직(주)는 이 사건 합병 당시 모두 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 과 그 시행령상 동일인 소외 1이 지배하는 '삼성'이라는 기업집단 내 회사였다. 금융감독원에 2015. 6. 1.자로 공시된 구 삼성물산(주)와 제일모직(주)의 주식소유현황 중 소외 1과 소외 1의 배우자 및 1촌(이하 '소외 1 등'이라 한다)의 주식소유비율은 아래와 같고 이러한 비율은 위 공시의 기준일 전후에도 같거나 비슷했다.

	구 삼성물산(주)	제일모직(주)
소외 1	1.41%	3.45%
소외 2	0%	23.24%
소외 3	0%	7.75%
소외 4	0%	7.75%

나. 소외 2는 삼성그룹 소외 1 회장의 승계자로 삼성그룹 전체 계열사의 업무를 총괄하고 있다. 삼성그룹은 최소 비용으로 삼성그룹 주요 계열사인 삼성전자 주식회사와 삼성생명보험 주식회사에 대한 소외 2의 지배권을 강화한다는 목적을 갖고 미래전략실

을 중심으로 그룹 차원에서 조직적으로 승계작업을 진행하였다. 이 사건 합병도 이러한 승계작업의 일환으로 이루어졌다. 앞서 본 바와 같이 구 삼성물산(주)는 소외 1이 지배하는 기업집단 내 회사이므로 소외 1 등은 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었고, 소외 1 등의 입장에서는 주식 보유비율 차이로 인해 상대적으로 구 삼성물산(주)의 주가는 낮게, 제일모직(주)의 주가는 높게 형성되어야만 이 사건 합병으로 승계작업이 원활하게 진행되는 이익 등을 얻을 수 있는 상황이었다.

다. 증권시장에서는 2015년 상반기 주택경기 회복으로 인하여 구 삼성물산(주)의 주력 업종인 건설업종의 주가가 상승할 것으로 예상되었고, 실제로 국내 주요 건설사의 주가는 꾸준히 상승했으나, 구 삼성물산(주)의 주가는 2015년 첫 거래일인 2015. 1. 2. 부터 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 마지막 거래일인 2015. 5. 22.까지 지속적으로 하락하였다. 다수의 금융투자업자들은 제일모직(주)가 2014. 12. 18. 유가증권시장에 상장된 후 조사분석자료를 통하여 삼성그룹의 지배구조가 그룹총수 일가의 지분이 많은 제일모직(주)를 중심으로 재편될 것으로 예상하거나 2015년 상반기에는 구 삼성물산(주)와 제일모직(주) 사이의 합병이 가까운 장래에 현실적으로 이루어질 것이라고 전망하였고, 나아가 이와 같은 삼성그룹의 지배구조 변경 가능성 등이 원인이 되어 위와 같이 구 삼성물산(주)의 주가가 하락하였다고 분석하였다.

라. 구 삼성물산(주)는 2015. 5. 26. 이사회를 개최하여 구 삼성물산(주)가 소멸법인이 되고 제일모직(주)가 존속법인이 되는 내용의 이 사건 합병을 승인하는 결의를 하고, 제일모직(주)와 이 사건 합병계약을 체결하였다. 이 사건 합병계약에서 정한 주식교환비율은 구 삼성물산(주) 발행의 보통주식(액면가액 5,000원) 1주에 대하여 제일모

직(주) 발행의 보통주식(액면가액 100원) 0.3500885주이다.

마. 구 삼성물산(주)의 주주이던 신청인들은 구 삼성물산(주)에 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의에 반대한다는 의사를 서면으로 통지하였고, 구 삼성물산(주)는 2015. 7. 17. 주주총회를 개최하여 이 사건 합병계약을 승인하는 결의를 하였다.

바. 구 삼성물산(주)는 2015. 8. 20.경 신청인들에게 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법'이라 한다) 및 그 시행령에 따라 산정한 가격인 1주당 57,234원이 구 삼성물산(주) 주식의 정당한 매수가격이라는 취지의 문서를 보냈으나, 신청인들은 위 가격에 반대하여 2015. 8. 26. 제1심법원에 이 사건 주식매수가격의 결정을 청구하였다. 제1심법원은 2016. 1. 27. 구 삼성물산(주) 주식의 매수가격을 57,234원으로 정하는 결정을 하였다. 신청인들은 항고하였고, 원심법원은 2016. 5. 30. 구 삼성물산(주) 주식의 매수가격을 66,602원으로 정하는 결정을 하였다. 신청인들과 사건본인은 재항고하였다.

2. 신청인들의 재항고이유와 사건본인의 재항고이유 제1 내지 3점에 대한 판단

가. 1) 주권상장법인의 합병 등에 반대하는 주주가 자본시장법 제165조의5 제1항에 의하여 해당 법인에 대하여 그 상장주식의 매수를 청구하고 주주와 해당 법인 간에 매수가격에 대한 협의가 이루어지지 아니하여 주주 또는 해당 법인이 법원에 매수가격의 결정을 청구한 경우, 법원은 원칙적으로 해당 법인의 시장주가를 참조하여 매수가격을 산정하여야 한다. 일반적으로 주권상장법인의 시장주가는 유가증권시장에 참여한 다수의 투자자가 법령에 근거하여 공시되는 해당 기업의 자산내용, 재무상황, 수익력, 장래의 사업전망 등 해당 법인에 관한 정보에 기초하여 내린 투자판단에 의하여 해당 기업의 객관적 가치가 반영되어 형성된 것으로 볼 수 있고, 주권상장법인의 주주는 통상

시장주가를 전제로 투자행동을 취한다는 점에서 시장주가를 기준으로 매수가격을 결정하는 것이 해당 주주의 합리적 기대에 합치하기 때문이다.

다만, 이처럼 시장주가에 기초하여 매수가격을 산정하는 경우라고 하여 법원이 반드시 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 정한 산정방법에 따라서만 매수가격을 산정하여야 하는 것은 아니다. 법원은 공정한 매수가격을 산정한다는 매수가격 결정 신청사건의 제도적 취지와 개별 사안의 구체적 사정을 고려하여 이사회 결의일 이전의 어느 특정일의 시장주가를 참조할 것인지, 또는 일정기간 동안의 시장주가의 평균치를 참조할 것인지, 그렇지 않으면 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 정한 산정방법에 따라 산정된 가격을 그대로 인정할 것인지 등을 합리적으로 결정할 수 있다.

나아가 해당 상장주식이 유가증권시장에서 거래가 형성되지 아니한 주식이거나 시장주가가 가격조작 등 시장의 기능을 방해하는 부정한 수단에 의하여 영향을 받는 등으로 해당 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단될 경우에는, 시장주가를 배제하거나 또는 시장주가와 함께 순자산가치나 수익가치 등 다른 평가요소를 반영하여 해당 법인의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정할 수도 있으나, 단순히 시장주가가 순자산가치나 수익가치에 기초하여 산정된 가격과 다소 차이가 난다는 사정만으로 시장주가가 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못한다고 쉽게 단정하여서는 아니 된다(대법원 2011. 10. 13.자 2008마264 결정 참조).

2) 주식매수가격 결정의 재판(비송사건절차법 제86조의2)에 적용되는 비송사건절차는 민사소송절차와 달리 당사자의 변론에만 의존하는 것이 아니고, 법원이 자기의 권

한과 책임으로 재판의 기초가 되는 자료를 수집하는, 이른바 직권탐지주의에 의하고 있으므로(비송사건절차법 제11조), 법원으로서도 당사자의 주장에 구애되지 아니하고 주식의 공정한 가격이 얼마인지 직권으로 사실조사를 하여 산정할 수 있다(대법원 2013. 7. 12. 선고 2011므1116, 1123 판결 등 참조). 다만 그 경우에도 법률에서 달리 정하고 있지 않은 한 법원이 어떠한 사실을 인정하기 위해서는 증거가 필요하므로 통상인이라면 의심을 품지 않을 정도의 고도의 개연성이 인정되어야 한다는 점은 민사소송에서와 동일하다. 이때 증거는 신뢰성 있는 자료에 근거하여야 하고, 단순한 추측이나 의혹, 소문, 편향된 의견 등에 근거해서는 안 된다.

나. 원심은 다음과 같은 이유로 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 구 삼성물산(주)의 시장주가는 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있으므로, 제일모직(주) 상장일 전일인 2014. 12. 17.을 기준으로 한 시장주가를 기초로 이 사건 주식매수가격을 결정하여야 한다고 판단하였다.

1) 국내 주요 건설사의 주가가 2015년 첫 거래일인 2015. 1. 2.부터 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 마지막 거래일인 2015. 5. 22.까지 꾸준히 상승한 것과는 달리 구 삼성물산(주)의 주가는 이 기간 동안 상승하지 못하였고, 특히 2015. 4. 중순 이후에는 지속적으로 하락하였다.

2) 이처럼 구 삼성물산(주)의 주가가 해당 시점에 하락한 이유 중 하나는 제일모직(주)가 2014. 12. 18. 상장되면서 구 삼성물산(주)와 제일모직(주)의 합병 가능성이 증권시장에 본격적으로 알려지면서 동시에 상대적으로 제일모직(주) 주식의 보유비율이 높은 소외 1 등의 이익을 위하여 구 삼성물산(주) 주주에게 불리하게 합병비율이 결정되리라는 전망이 우세하였기 때문이다.

3) 구 삼성물산(주)의 실적 부진도 주가의 상승을 막고 오히려 주가를 하락하게 하는 원인이 되었는데, 이에 관하여는 소외 1 등의 이익을 위하여 삼성그룹 차원에서 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 의도되었을 수 있다는 의혹이 제기되었고, 그에 부합하는 객관적인 사실들이 일부 존재한다. 여기에 앞서 본 바와 같이 구 삼성물산(주) 주가가 낮게 형성될수록 소외 1 등의 이익이 커지고 소외 1 등이 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었고 이러한 기업집단 내 회사에 대한 사실상 지배는 그 성질상 구체적인 지배력 행사 과정을 뚜렷이 확인하기 어렵다는 이 사건 합병에 특수한 사정까지 보태어 보면, 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 소외 1 등의 이익을 위하여 누군가에 의해 의도되었을 수도 있다는 의심에는 합리적인 이유가 있다.

4) 구 삼성물산(주)의 최대주주인 국민연금공단은 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 약 2개월 간 구 삼성물산(주) 주식을 지속적으로 매도함으로써 구 삼성물산(주)의 주가를 하락시키거나 상승하지 못하도록 하는 데에 어느 정도 영향을 미친 것으로 보이는데, 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 후의 투자 행태, 주주총회 의결권 행사에 관한 방침 결정의 과정과 결과 등에 비추어 보면, 국민연금공단의 주식 매도가 정당한 투자 판단에 근거한 것이 아닐 수 있다는 의심을 배제하기 어렵다.

5) 이러한 사정에 비추어 보면, 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 구 삼성물산(주)의 시장주가는 이 사건 주식매수가격을 결정할 때 참조하기에 적절하지 않다. 반면 제일모직(주)가 상장되면서 합병 가능성이 구체화되었다고 볼 수 있으므로 신청인들의 주식매수청구권 행사 시점과 가장 가까운 시점으로서 삼성물산(주)의 시장주가가 왜곡되었을 가능성을 최대한 배제할 수 있는 시점은 제일모직(주)의 상장일 전 일인 2014. 12. 17.이라고 봄이 타당하다.

6) 따라서 2014. 12. 17.을 기준일로 하여 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 정한 방법을 유추적용하여 주식매수가격을 결정하기로 한다.

다. 이러한 원심 판단을 앞서 본 법리에 비추어 본다.

1) 주권상장법인의 주식매수가격 결정시 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 합병계약 체결에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 시장주가를 기초로 가격을 산정하도록 하는 것은 그 주식의 가치가 합병에 의하여 영향을 받기 전의 시점을 기준으로 공정한 가액을 산정하기 위한 것이다. 일반적으로 서로 독립된 상장법인 사이의 합병 사실은 합병계약 체결에 관한 이사회 결의 등이 공시됨으로써 비로소 대외적으로 명확하게 알려질 것이기 때문이다.

따라서 합병 사실이 공시되지는 않았으나 자본시장의 주요 참여자들이 합병을 예상함에 따라 시장주가가 이미 합병의 영향을 받았다고 인정되는 경우까지 반드시 이사회 결의일 전일을 기준으로 주식매수가격을 산정하여야 한다고 볼 수 없다. 무엇보다도 합병이 대상회사에 불리함을 이유로 반대하는 주주에 대하여 합병의 영향으로 공정한 가격보다 낮게 형성된 시장주가를 기준으로 주식매매대금을 산정하는 것은 합병에 반대하여 주식매수청구권을 행사한 주주에게 지나치게 불리하여 합리적이지 않기 때문이다. 판례도 이사회에서 합병 여부를 결의하기 전에 대표이사가 노조 대표와 면담을 하면서 합병계획을 발표한 사건에서 합병계획 발표 전날을 기준일로 하여 주식매수가액을 결정한 원심의 판단을 수긍한 바 있다(대법원 2011. 10. 13.자 2008마264 결정).

2) 금융투자업자들은 자본시장 참여자들의 주요 관심사에 대하여 조사·검토한 후 그 결과를 공표한다. 특히 금융투자업자들의 예상이나 분석이 기재된 조사분석자료는 자본시장법 등 관련 법령의 엄격한 규제를 받는 금융투자업자가 자본시장의 주요 정보

생산자의 지위에서 금융시장 내의 정보비대칭 문제를 해소하고 양질의 정보를 생산·유통하기 위하여 작성·공표하는 자료로서 자본시장 참여자들의 보편적 인식에 바탕을 두고 이루어진 객관적이고 전문적인 전망과 분석으로 볼 수 있고, 단순한 추측성 정보나 근거 없는 소문과는 다르다. 특히 다수 금융투자업자들의 예상이나 분석이 공통되는 경우에는 상당수의 시장참여자들이 투자 판단을 할 때 그러한 예상이나 분석에 상당한 영향을 받는 것으로 보인다.

삼성그룹은 대한민국 최대 기업집단으로서 이 사건 합병 당시 누가 언제 어떠한 방법으로 그룹의 경영권을 승계할 것인가는 자본시장 참여자들의 주요 관심사였다. 이에 다수의 금융투자업자들은 적어도 제일모직(주) 상장 무렵부터는 제일모직(주)와 계열회사의 합병을 통한 경영승계 방안을 예상하기도 하였고, 이를 전제로 2015년 상반기 구 삼성물산(주)의 주가가 이례적으로 하락하였다고 분석하기도 하였다. 따라서 제일모직(주)와 유력한 합병 상대회사였던 구 삼성물산(주)의 시장주가는 적어도 제일모직(주)의 상장 무렵부터는 이 사건 합병의 영향을 받은 것이라고 볼 여지가 충분하다.

3) 게다가 이 사건 합병은 소외 2의 삼성그룹 지배권 강화를 위하여 삼성그룹 차원에서 조직적으로 이루어진 승계작업의 일환으로 이루어진 것이었다. 이처럼 지배주주가 계열회사 전체의 경영권을 확보하고 있어서 사실상 지배주주 스스로에게 가장 유리한 합병시기를 선택할 수 있는 상황이라면 그러한 사정만으로도 특정 기업의 시장주가는 주식의 공정한 가격보다 낮거나 높게 형성될 수 있다. 따라서 계열회사 사이의 합병에서 주식매수가격을 산정할 때는 합병사실의 영향을 받는 시점을 보다 엄격하게 판단할 필요가 있다.

4) 그렇다면 구 삼성물산(주)의 이 사건 합병계약에 관한 이사회 결의일 전일 무렵은

구 삼성물산(주) 주식의 공정한 매수가격을 산정하기 위한 기준으로 합리적이지 않다. 한편 기록에 의하면, 제일모직(주)의 상장 무렵 구 삼성물산(주)의 시장주가가 가격조작 등 시장의 기능을 방해하는 부정행위에 의하여 영향을 받는 등으로 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못한다고 볼 자료는 없다. 따라서 이 사건에서 신청인들의 주식매수청구권 행사 시기와 가장 가까운 시점으로서 이 사건 합병의 영향을 최대한 배제할 수 있는 때는 이 사건 합병 가능성이 구체화된 제일모직(주)의 상장 시점이라고 보는 것은 합리적이다.

라. 원심결정 이유를 기록에 비추어 살펴보면, 구 삼성물산(주)가 소외 1 등의 이익을 위하여 의도적으로 실적을 부진하게 하였다거나 국민연금공단이 구 삼성물산(주)의 주가를 낮출 의도로 2015. 3.경부터 구 삼성물산(주)의 주식을 지속적으로 매도하였다는 사실이 증명되지 않았는데도, 원심이 그러한 사정에 대한 의심에 합리적인 이유가 있다는 점을 이 사건 합병계약에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 시장주가가 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못하는 근거로 들고 있는 부분은 부적절하나, 제일모직(주) 상장일 전일을 기준일로 선택하여 자본시장법 시행령에서 정한 방법을 유추 적용하여 산정된 가격을 구 삼성물산(주) 주식의 공정한 가액으로 판단한 원심의 결론은 결과적으로 정당하고, 달리 재판에 영향을 미친 헌법·법률·명령 또는 규칙을 위반한 잘못을 찾아볼 수 없다.

3. 사건본인의 재항고이유 제4점에 대한 판단

앞서 본 바와 같이 직권탐지주의가 적용되는 비송사건절차에서 사실 발견을 위한 자료 수집의 책임과 권한은 법원에 있으므로, 법원은 당사자들이 제출한 자료 외에 직권으로 수집한 자료를 근거로 하여서도 사실을 인정할 수 있다. 이 과정에서 법원이 당

사자들에게 의견 진술의 기회를 부여하지 않았다는 사정만으로 법원의 사실 탐지나 그에 기초한 사실 인정이 위법하게 되는 것은 아니다.

기록에 의하면, 원심은 2차에 걸쳐 심문기일을 진행하였고 당사자들이 제출한 자료 외에도 직권으로 확인한 공시자료 등을 근거로 이 사건 주식매수가격 결정에 필요한 사실을 인정하였다.

앞서 본 법리에 비추어 보면, 원심의 위와 같은 조치는 정당하고, 달리 재판에 영향을 미친 헌법·법률·명령 또는 규칙을 위반한 잘못을 찾아볼 수 없다.

4. 결론

그러므로 재항고를 모두 기각하고 재항고비용은 각자 부담하기로 하여, 관여 대법관의 일치된 의견으로 주문과 같이 결정한다.

2022. 4. 14.

재판장	대법관	노태악
주심	대법관	박정화
	대법관	오경미