
상법상 자사주 문제 진단과 근본적인 개선방안 마련을 위한 토론회

일시 | 2019년 5월 30일 (목) 오전 10시

장소 | 국회도서관 소회의실

주최 | 국회의원 백혜련, 국회의원 박용진, 경실련,

민변 민생경제위원회, 참여연대 경제금융센터

행사개요

- 10:00 **개회사 및 내빈소개**
- 10:10 **인사말** **백혜련** 더불어민주당 국회의원
 박용진 더불어민주당 국회의원
- 10:30 **좌장** **정미화** / 경실련 공동대표(법무법인 남산 대표변호사)
 발제 **박상인** / 경실련 정책위원장(서울대 행정대학원 교수)
 자사주의 문제점 진단 및 개선방안
- 10:50 **토론** **이상훈** / 변호사, 참여연대 경제금융센터
 김종보 / 변호사, 민변 민생경제위원회
 유일한 / MTN 증권부 부장
 유준수 / 한국거래소유가증권시장본부 상장부 팀장
 명한석 / 법무부 상사법무과장
- 11:50 **추가 토론 및 질의 응답**

목차

1. 인사말. 백혜련 더불어민주당 국회의원	/ 7
2. 인사말. 박용진 더불어민주당 국회의원	/ 10
3. 발제. 박상인 / 경실련 정책위원장(서울대 행정대학원 교수)	/ 13
4. 토론. 이상훈 / 변호사, 참여연대 경제금융센터	/ 35
5. 토론. 김중보 / 변호사, 민변 민생경제위원회	/ 39
6. 토론. 유일한 / MTN 증권부 부장	/ 48
7. 토론. 유준수 / 한국거래소 유가증권시장본부 상장부 팀장	/ 53
8. 토론. 명한석 / 법무부 상사법무과장	/ 58

인사말

안녕하십니까?

국회 법제사법위원회 더불어민주당 국회의원 백혜련입니다.

함께 토론회를 주최하는 박용진 의원님과 경실련, 민변, 참여연대 관계자 분들, 그리고 바쁘신 와중에도 참석해 주신 모든 분들께 깊은 감사의 말씀을 드립니다.



더불어민주당 국회의원
백혜련

오늘 토론회 주제인 '상법상 자사주 문제'는 오랜 동안 지적되어 왔던 대표적인 '경제민주화' 이슈 중 하나입니다.

현행 상법 제369조 제2항에 따라 회사가 보유한 자사발행주식, 즉 자사주는 의결권이 없습니다. 주주 개인이 아닌 회사가 보유한 주식이기 때문입니다.

하지만 자사주를 보유하고 있던 사업회사가 인적분할의 방법으로 지주회사로 전환하는 경우에 자사주가 지주회사에 귀속되면서 해당 지주회사는 자사주 외에도 자사주 보유 비율만큼 사업회사의 신주 발행이 가능해져 사업회사에 대한 의결권을 쉽게 확보할 수 있습니다.

다시 말해 자사주가 사업회사에서 지주회사로 넘어가면서 없었던 의결권이 사실상 부활하게 되는 것입니다. 때문에 이를 '자사주의 마법'이라고도 부릅니다.

기업이 지주회사 체제로 전환하는 과정에서 재벌총수일가도 지주회사에 사업회사의 지분을 모두 넘기고 대신 자신이 직접 보유하게 된 지주회사 지분을 통해 사업회사에 대한 지배력을 확보하게 되는 것입니다.

적은 지분으로 최대한 많은 지배력을 행사하려는 재벌총수일가와 이를 규제하려는 정부의 제도개선 노력은 지속적으로 반복되어 왔습니다. 재벌총수일가의 경영권 유지를 위해 의결권을 인위적으로 강화하는 과정에서 소액주주들의 의결권이 제한되어 기업의 지배구조가 왜곡되는 문제가 발생하기 때문입니다.

대표적으로 상호출자 금지, 신규 순환출자 금지 등은 재벌총수일가가 실제 소유지분보다 많은 의결권을 행사해 1주 1표의 주주평등주의 원칙을 근본적으로 훼손하는 것이었기 때문에 취해진 조치들입니다.

이러한 측면해서 대주주가 회사의 돈으로 자사주를 발행하도록 해 자신의 지배력을 강화하는 행태 또한 매우 정의롭지 못한 것입니다.

지난 19대 국회에 이어 20대 국회에도 이렇듯 부정의(不正義)한 ‘자사주의 마법’을 막는 내용의 상법, 공정거래법 개정안들이 발의되어 있습니다.

특히 국회 법제사법위원회에는 기업의 인적분할 시 자사주에 분할신주 배정을 금지하는 내용의 상법 개정안(박용진 의원)과 우호세력 확보를 위한 목적으로 자사주를 제3자에게 매각하는 것을 금지하는 내용의 상법 개정안(박영선 의원) 등이 계류 중입니다.

법제사법위원회의 일원으로서 심도 깊은 논의가 이루어지지 못하고 있는 상황이 매우 안타깝기만 합니다.

오늘 좌장을 맡으신 경실련 공동대표 정미화 변호사님과 발제를 해 주실 경실련 정책위원장 박상인 서울대 행정대학원 교수님 그리고 토론을 함께 해 주실 참여연대 경제금융센터 이상훈 변호사님, 민변 민생경제위원회 김종보 변호사님, 법무부 명한석 상사법무과장님, 유일한 MTN 증권부 부장님, 유준수 한국거래소 유가증권시장본부 상장부 팀장님께 깊은 감사의 말씀을 드리며 의미있고 생산적인 토론회가 될 것으로 기대합니다.

오늘 토론회를 계기로 자사주의 문제점이 사회적으로 공론화되어 합리적인 대안이 마련되기를 진심으로 소망합니다.

저도 오늘 발제와 토론 과정에서 나온 의견을 반영해 계류 중인 상법 개정안의 법안심사 과정에 반영될 수 있도록 최선의 노력을 다하겠습니다.

다시 한 번 참석해 주신 모든 분들께 진심으로 감사의 마음을 전합니다.

인사말

안녕하십니까? 더불어민주당 소속 서울 강북구의 박용진 의원입니다.

오늘 “상법상 자사주 문제 진단과 근본적인 개선방안 마련을 위한 토론회”를 위해 바쁘신 와중에도 참석해주신 모든 분들께 깊은 감사를 드립니다.

또한 토론회 준비를 위해 애써주신 경실련과 민변 및 참여연대 관계자 여러분께도 깊은 감사의 말씀을 전합니다.

자사주는 회사가 발행한 주식을 스스로 취득·보유하는 것으로서 주주공동의 재산입니다.

그러나 그동안 우리나라에서는 자사주가 주주공동의 재산이라기보다는 최대주주의 이익을 위해 존재하는 것인양 잘 못 알려져 최대주주의 경영권방어수단으로 악용되거나 지배력강화를 위한 마법을 부리는 존재로 인식되어 왔습니다.

가까운 예로는 삼성물산과 제일모직간의 합병 당시 삼성물산이 자사주를 우호세력인 KCC에 매각하여 결국 합병에 성공한 사례와 현대중공업의 자사주를 이용한 인적분할 사례 등을 들 수 있겠습니다.

이러한 사례들은 자사주가 최대주주의 이익을 위해 악용됨으로써 결과적으로 소액주주의 이익을 침해하여 주주평등주의 원칙을 훼손한 사례라 할 것입니다.

저는 이러한 악용사례를 막기위해 기업의 인적분할 시 자사주에 분할신주를 배정하는 것



박 용 진

더불어민주당 국회의원

을 금지하는 상법 개정안을 대표발의한 바 있으나 아쉽게도 아직 국회를 통과하지 못하고 있습니다. 또한 최대주주의 주식 매도청구권 행사 요건에서 자사주를 최대주주의 보유주식수와 총발행주식수 산정시 제외하는 상법 개정안도 대표발의한 바 있으나 이 역시 아쉽게도 국회를 통과하지 못하고 있습니다.

저는 오늘 토론회를 통해 상법상 자사주의 문제점을 진단하고 근본적인 개선방안을 마련하기 위한 다양한 의견들이 개진되어 주주평등주의 원칙이 실현되는 기회가 되기를 기원합니다.

오늘 이 뜻깊은 자리를 함께 마련해주신 백혜련 의원실과토론을 진행해주실 패널분들 그리고 참석해주신 모든 분들께 다시 한번 뜨거운 감사의 말씀을 드립니다.

발제

자사주의 문제점 진단 및 개선방안

박상인 경실련 정책위원장(서울대 행정대학원 교수)

자사주 문제 진단과 개선방안

박상인

서울대학교 행정대학원 교수

경실련 정책위원장

1. 자사주 취득에 관한 이론과 현실

자사주의 정의와 현행 관련 규정의 문제점

- 자사주(또는 자기주식)는 회사가 스스로 발행한 주식을 취득·보유하는 것으로, 본질적으로 **미발행 주식과 동일**
- 상법 제341조 제1항에 따라 배당가능이익의 범위 내에서 자사주를 취득할 수 있도록 허용
 - 자사주는 의결권이 없음.
 - 그러나 신주 배정 금지 등 그 외 권리 제한 규정도 없음.
- 이런 규정의 미비로 인해, **지배주주는 회사 자금으로 매입한 자사주를 지배주주의 지배력 강화와 소수주주 착취에 악용**
 - 인적분할 시 자사주에 신주를 배정하는 **자사주의 마법**(SK, 현대중공업 등)
 - **우호 세력에 자사주 매각**을 통한 의결권 부활(삼성물산·제일모직 합병시 삼성물산이 자사주를 KCC에게 매각하여 의결권이 없던 자사주를 합병에 우호적인 지분으로 전환한 사례)
 - **자진 상장폐지 시 최대주주 보유 비율 95%를 맞추는데 활용**

자사주 취득에 대한 이론적 논의

- **여유현금흐름 가설 (Excess Capital Hypothesis)**
 - 여유현금흐름을 주주들에게 분배한다는 점에서 배당과 비슷
 - 기업내부의 여유현금흐름을 소진시켜 투자효율성을 높임
- **저평가 가설(Undervaluation Hypothesis)**
 - 정보비대칭이 존재할 때 경영자가 시장에 자사의 주가가격이 저평가 되어 있음을 알리는 신호
- **레버리지 가설(Optimal Leverage Ratio Hypothesis)**
- **매수 합병 방어 가설(Takeover Deterrence Hypothesis)**
- **기회주의 가설(Management Incentive Hypothesis)**
 - 경영자가 보수를 높이기 위해 주가 상승 유도
 - 경영 참호화 강화
- **한국의 경우, 지배주주의 지배력강화와 사익 추구**



자사주 관련 대선 공약과 대통령 국정운영계획

- 2017년 대선 당시 문재인 후보 및 안철수, 유승민, 심상정 후보는 자사주를 악용한 대주주 지배력 강화 제한에 동의

문재인 후보	안철수 후보	유승민 후보	심상정 후보
공약집에 '자사주 등 우회적 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 마련' 기재	자사주를 통한 대주주 지배력 강화를 제한하는 상법 등 개정에 동의		

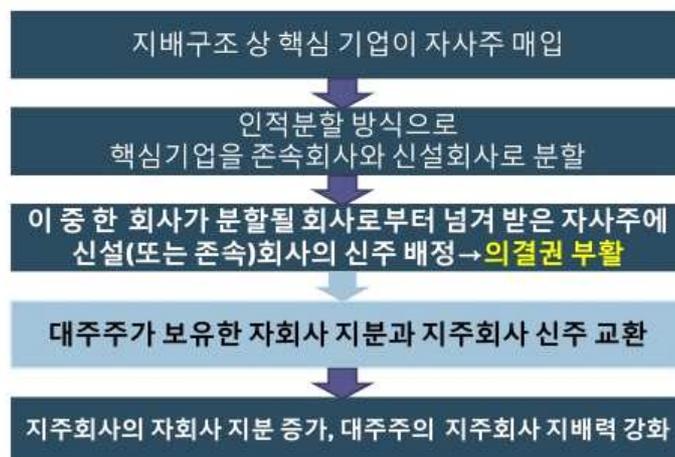
- **문재인정부 국정운영 5개년 계획(2017)**
 국정운영 5개년 계획(2017. 7.국정기획자문위원회) , 52쪽
 (편법적 지배력 강화 차단) '17년~'18년 기간 중 지주회사 행위제한 규제 강화, **인적분할 시 자사주 의결권 부활 방지**, 기존 순환출자 단계적 해소 방안 마련 추진



2. 자사주의 마법

자사주의 마법

- **현행 상법상 자사주의 권리 제한 규정이 없으므로, 인적분할 시 존속회사가 승계한 자사주에 신설회사의 신주가 배정해 의결권을 부활시킴.**

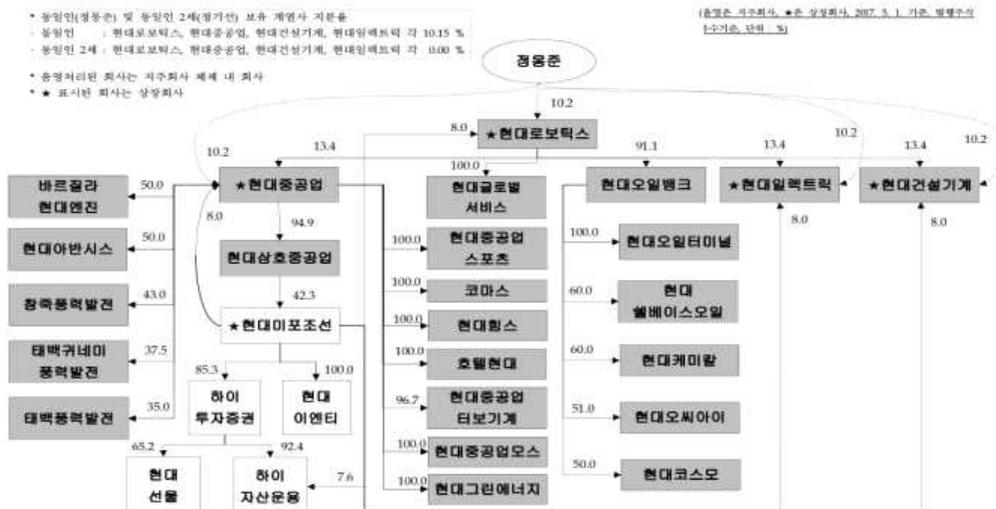


현대중공업 사례 (1)

2017.4. 현대중공업 인적분할

- 현대로보틱스(현 현대중공업지주), 현대건설기계, 현대일렉트릭, 사업회사인 현대중공업으로 인적분할
- 지주회사인 현대로보틱스가 분할되는 현대중공업의 자사주(13.4%, 9,670억 원) 승계
- 자사주에 대한 신주 배정으로 현대로보틱스가 분할된 각 회사의 의결권 있는 주식 13.4%씩 획득

9. 「현대중공업」 소유지분도



현대중공업 사례 (3)

- 이처럼 자사주 마법과 주식교환(유상증자)을 통해 현대중공업 재벌총수인 정몽준은 별도 자금 투입없이 현대중공업 그룹에 대한 지배력을 훨씬 강화하였을 뿐 아니라, 아들로의 세습의 기초도 마련했음.
- 인적분할 이전에 현대중공업 그룹의 지배회사였던 현대중공업에 대한 정몽준의 지분은 10.15%에 불과했음.
- 그러나 지주회사체제로 전환을 통해 현대로보틱스(현대중공업지주)의 지분을 25.8%로 증가시킴.
- 현대중공업지주는 분할된 신설 사업회사들을 자회사로 지배.
- 정몽준의 아들 정기선은 현대중공업지주 지분 5.1% 인수.

자사주 신주 배정과 관련된 외국 법제 현황

국가	내용
독일	자기주식에 대한 분할신주 배정 명시적 금지
미국	취득한 자사주는 미발행 주식으로 간주 <ul style="list-style-type: none"> • 원칙적으로 신주 배정 문제가 발생하지 않음.
일본	회사분할제도 중 물적분할만 허용하고 인적분할 불허 <ul style="list-style-type: none"> • 인적분할과 같은 결과를 얻기 위해서는 '물적분할 → 기존 주주에 대한 현물 배당'을 활용하여야 하는데, 일본 회사법상 자기주식에 대하여는 배당을 할 수 없으므로 자기주식에 분할신주가 배정되는 결과가 발생하지 않음.

자사주에 대한 신주 배정 및 의결권 제한 관련 입법안

구분	개정안 주요내용
상법	특정인에게 자사주 매각 금지 및 일정 시기 내 처분 강제 자기주식 처분 시 각 주주가 가진 주식에 따라 균등한 조건으로 처분하게 하고 예외적인 경우에만 특정인에게 처분 가능하도록 함. 또 특정 목적에 의해 취득한 자사주는 상당 시기 내에 처분하도록 함. (박영선의원 대표발의안, 2016-06-07)
	자사주에 신주 배정 및 자사주 교부 금지 단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주배정을 할 수 없게 하고, 분할승계회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 자기주식 교부도 할 수 없도록 규정 (박용진의원 대표발의안, 2016-07-12)
	자사주 의무소각 또는 주주배분 회사가 보유하고 있는 자기주식을 상당한 시기(3개월) 이내에 의무적으로 소각 또는 주주에게 주식수에 따라 균등배분 하도록 함. (이종걸의원 대표발의안, 2016-11-29)
자사주에 신주 배정 금지 단순분할신설회사와 분할합병신설회사는 분할 또는 분할합병의 때에 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주를 배정할 수 없도록 함. (오신환의원 대표발의안, 2017-02-14)	
자본시장법	자사주 취득 및 처분 제한 상장사가 자기주식을 취득할 수 있는 경우를 주식 소각, 회사의 합병이나 인수 등으로 제한하고, 취득한 자기주식을 처분하는 경우에는 소각 또는 주주에게 주식수에 비례하여 배분하도록 함. (이종걸의원 대표발의안, 2016-11-29)
공정거래법	인적분할을 통한 지주회사 설립·전환 시 자사주 사전 소각 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 지주회사 설립·전환을 위해 분할 또는 분할합병을 하고자 하는 때에는 자기주식을 미리 소각하도록 규정(물적분할은 제외) (제윤경의원 대표발의안, 2016-11-24)
	자사주 배정된 신주 의결권 제한 상호출자제한기업집단에 속하는 회사가 분할 또는 분할합병하여 존속회사가 분할에 의하여 새로 설립되는 회사의 신주를 배정받은 경우, 존속회사는 그 신주에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 규정 (박용진의원 대표발의안, 2016-12-29)

자사주 문제 해결을 위한 제언

- 대안 1: 자사주는 **미발행 주식**으로 간주한다는 조항을 상법에 삽입
 - 자사주를 자동 소각하는 것과 동일.
 - 신주 배정이나 우호세력에 매각해 의결권을 살리는 것이 원천적으로 금지.
- 대안 2: 자사주에 대한 **분할신주 배정 금지**와 자사주 처분 시 주주총회의 결의 거치도록 명시.
 - 인적분할 시 자사주의 마법 방지.
 - 그러나 **우호 세력에 자사주 매각**을 통한 의결권 부활은 여전히 가능.
- 상법 개정만으로 충분한지, 아니면 자본시장법의 개정도 필요한지에 대한 법률적 검토가 필요.

3. 자사주와 자진 상장폐지

자사주를 활용한 소수주주이익 침해 문제

- 지배주주의 매도청구권 행사 요건
 - 2011년 개정 상법은 95%이상의 주식을 보유한 지배주주가 5% 미만의 주식을 보유한 소수주주의 주식을 강제로 취득할 수 있도록 허용함.
 - 이후 법원은 자회사가 보유한 자기주식을 발행주식총수와 모회사(지배주주)의 보유주식수에 합산해야 한다고 판단
 - 최대주주의 자진상장폐지 요건
 - 개정 전 유가증권시장 상장규정 시행규칙은 최대주주가 자사주 포함하여 95% 확보 시 자진상장폐지 가능하도록 규정
- ➔ 주주의 공동재산인 자사주를 이용하여 최대주주가 최소 지분율 요건을 충족함으로써 소수주주이익 침해 가능

자진상장폐지에 따른 소수주주 이익 침해 사례

태림페이퍼 사례

- 2015년 상장폐지를 위한 자사주 공개매수 결정(1주당 3,600원에 소수 주주가 보유한 27.64% 매입 계획)
- 자사주 매입으로 최대주주가 자사주 포함 95.12%를 확보한 후 주총을 거쳐 2016년 8월 상장폐지 완료
- 상폐 후에도 1주당 가격 3,600원에 반발하여 버틴 일부 소수주주(0.8%)에 대해 태림페이퍼는 2017년 11월 상법상 주식매도청구권을 행사(소수주주들이 소 제기→ 법원은 1주당 13,261원이 적정가격이라고 판단)
- 태림페이퍼는 2018년 6월말 소액주주 지분 전부를 매입 완료한 후 주당 4,311원에 배당하기로 결정(배당성향 92.5%)하여 막대한 배당액이 전부 지배주주에게 넘어감.
 - 2015년~17년 배당 없었으며, 2013년과 2014년 배당성향은 각각 12.3%, 17%에 불과했음.

상법 개정안 및 개정된 유가증권시장 상장규정 시행규칙

구분	내용
상법 개정안 (박용진 의원안)	상법 제360조의24를 개정하여, <ul style="list-style-type: none"> • 지배주주의 매도청구권 행사 시 최대주주가 자기의 계산과 명의로 발행주식총수의 95% 이상을 확보하도록 제한 • 발행주식총수 산정 시 자기주식 제외 • 보유주식 산정 시 모회사와 자회사 주식을 합산하는 경우에도 자기주식을 보유주식수에서 제외
개정 유가증권시장 상장규정 시행세칙 (2019.4.29 시행)	<ul style="list-style-type: none"> • 자진상장폐지를 위한 공개매수 주체를 '최대주주등'으로 제한하고 해당 상장법인은 제외 • 자진상장폐지 최소지분율(95%) 산정 시 발행주식총수에서 자기주식 제외

개정 상장규정 시행세칙의 문제점과 정책 제언

- '최대주주등'의 지분율 산정 시 '최대주주등'의 정의가 명확하지 않음.
 - 최대주주 이외에 상장폐지신청에 동의한 주주 등의 지분율을 합산한다는 내용은 시행세칙에 빠졌으나, 여전히 공동보유자 미공시를 정당화하는 근거를 제공할 수 있음.
 - 따라서 '최대주주등'을 '최대주주'로 변경하거나, 공동보유자에 대한 공시의무를 명시화해야 함.
- 주식매도청구권 행사 매매가격을, 증선위가 회계감사인을 지정해 독립적인 가치평가를 기초로 선정.

감사합니다!

이상훈 / 변호사(참여연대 경제금융센터)

김종보 / 변호사(민변 민생경제위원회)

유일한 / MTN 증권부 부장

유준수 / 한국거래소 유가증권시장본부 상장부 팀장

명한석 / 법무부 상사법무과장

□ 전체적인 의견

○ 자사주에 대해서는 그동안 여러 사회적 논의 주제가 있었음. 처음에는 처분단계에서 대주주에게 우호적인 제3자에게 매각하는 문제(여기에 제3자에게 유리한 가격과 조건도 포함)가 논의 되다가, 점차 기업구조조정 단계에서 지분구조를 왜곡시키는 수단으로 악용되는 문제로 확대되었고, 최근에는 태림페이퍼 사건을 계기로 자사주 매입 후 자진 상장폐지를 통해 소수 주주이익을 침해하는 수단으로 악용되는 문제로도 등장함

- 태림페이퍼 사건은 현금자산이 풍부한 기업의 경우 회사 자금을 이용하여 자사주를 매입한 후 상장폐지 및 고가 배당으로 연결되었다는 점에서 결국 배당가능범위 내에서 자유로이 자사주 취득을 허용함에 따른 자사주 '취득' 단계에서의 문제점임.

○ 이와 같이 현재 자사주는 '취득', '처분', '구조조정'의 각 단계에서 지배주주의 이익에 충실한 도구로 활용되었고, 이는 기본적으로 각 의사 결정에서 지배주주의 영향력이 지나치게 막강하여 이를 통제할 수 없는 원인에서 비롯됨.

- 기업 내 의사 결정의 투명성과 책임 추궁 수단이 활발하지 못한 상황에서 자사주 이용과 관련한 각종 남용행위는 더욱 정교하게 진행될 위험이 있음.

○ 특히 지주회사 전환과정에서 기업구조조정 단계에서 악용되는 사건들이 계속 발생함에 따라 이 부분을 제어하기 위한 여러 법률들이 발의되었지만, 상법개정안은 자유한국당의 반대로 진전이 없는 상태

- 본 토론회는 상법개정안 논의의 정체 상태를 환기시켜 준다는 면에서 의미가 있다고 보임.

□ 자사주의 본질에 대한 부연 의견

○발제에서는 자사주의 본질을 자산설이 아닌 ‘미발행주식설’로 보았는 바, 동의 함.

- 일각에서는 자사주를 매각하면 현금 등의 자산이 증가하는 점 등을 들어 자산설을 취하고 있지만, 자사주를 취득하면 수권 자본 내에서 실질적으로 자본이 환급되는 것과 동일하므로 ‘미발행주식설’의 입장이 타당.

○ ‘미발행주식설’로 보는 것이 국내 다수 상법학자의 견해이고, 미국에서도 동일하게 해석.

- 미국은 자기주식의 취득과 보유가 널리 인정되지만(treasury shares), 자기주식은 유통주식에서 배제함으로써(issued but not outstanding) 실질적으로는 소각된 것과 마찬가지로 취급함.

□ 자사주의 마법 악용 사례에 대한 의견

○ 합병과 달리 분할과 분할 합병의 기업구조조종 과정에서 자사주의 처리 방식에 따라 지분구조의 왜곡현상이 발생. 이는 실무상 자사주에 분할 신주를 배정하는 경우가 많기 때문임.

- 인적분할 및 교환공개매수를 거치는 지주회사 전환의 경우는 그 전환을 앞두고 미리 회사 자금으로 자사주를 매입하는 현상도 나타남

○ 분할회사의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하여 지분구조가 왜곡되는 현상은 막아야 할 당위성은 충분하고, 다만 발의된 법률 안의 세부 사항에서 검토가 필요함

- 현재의 박용진 의원안과 오신환 의원안에서는 “단순분할신설회사, 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주배정을 할 수 없다”는 것을 주요 내용으로 함.

이는 일반적으로 인적분할 후 분할 회사가 지주회사가 되는 경우를 상정한 것으로 보이지만, 현대중공업 사례와 같이 분할신설회사인 현대로보틱스가 지주회사가 되는 경우까지 적용될 수 있는지는 의문임.

○ 발제에서의 대안 중에는 개별적인 규제방식이 두 번째 방식이 적절하다고 보임.

- 자사주는 미발행주식으로 간주한다는 조항을 신설할 경우 논리적 설명은 명료해 지지만, 이것과 문제가 되는 신주배정 문제와 우호 세력 매각 문제는 별개라는 반론도 있을 수 있음.
- 자사주 매각 시 신주발행절차 준용 방식을 취할지, 주주총회 결의 사항으로 규정하는 방식을 취할지는 추가 논의가 필요함.

□ 상장유지 절차에서의 악용 사례에 대한 의견

○ 자진 상장 폐지 사유 중에서 분산 요건 미달 여부를 계산할 때 자사주를 포함시켰던 문제는, 상장규정 시행세칙 개정으로 일단락된 것으로 보이고, 자사주를 제외하는 것은 적절하였음.

○ 그러나 개정안과 관련하여 공개매수의 주체에서 해당 법인을 제외하는 방안과 상장폐지에 동의하는 다른 주주들의 지분을 '최대주주 등' 지분에 포함시킨다는 방안은 적정성이 문제되었음.

- 전자에 대해서는 장단점이 있었고, 자진상장폐지를 어렵게 하려는 정부의 의도도 일견 타당함
- 후자에 대해서는 남용의 가능성이 있어서 일단 시행세칙에서는 빠졌지만, 발제자의 지적과 같이 공시의 대상이 되는 공동보유자의 범위에 대한 문제가 발생.

○ 주식매수 청구권 행사 매매액 산정의 문제는 반드시 개선될 필요가 있음.

- 상장기업의 경우 시장가격을 기초로 산정토록 한 것은 시장가격이 모든 정보를 반영하여 합리적이라는 전제에서 출발하지만, 현실에서는 시장가격 왜곡에 대한 감시시스템이 부족하여 인위적인 일시적 조정이 가능하다는 문제점 발생.
- 최근 법원에서도 주식매수 청구권 행사 가액 조정 사건을 인용하는 결정이 늘고 있는 데, 이에 대한 기준을 정비할 필요가 있음.

□ 기타

※ 2015년 5월 삼성물산 합병에서 삼성물산은 우호적 지분을 확보하기 위해서 보유하고 있던 자기주식 5.8%를 모두 KCC에게 매도하고 KCC는 합병에 찬성표를 던진 사건

○ 위 사건에서 1, 2심은 “신주발행의 경우는 주식회사의 자본금과 기존 주주들의 지분비율에 직접적으로 영향을 주는 반면 자기주식 처분의 경우는 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 자본금에는 아무런 변동이 없고 거래당사자가 아닌 기존 주주들의 지분비율도 변동되지 않는다는 점에서 신주발행과 본질적인 차이가 있다”는 이유로 신주발행 법리를 자기주식 처분에 유추 적용할 수 없다고 판시.

- 그러나 자기주식의 처분은 자기주식을 소각한 후 신주를 발행하는 것과 회사의 총자산에 미치는 영향이라든가 기존 주주의 지분비율에 미치는 영향에 있어 차이가 없기 때문에 신주발행 법리를 자기주식 처분에 유추 적용해야 함¹³⁾.

13) 송옥렬, “자기주식의 처분과 소수주주 이익의 보호”, 한국지배구조리뷰 제84호(2017)

상법상 자사주 문제 진단과 근본적인 개선방안 마련을 위한 토론회
'자사주 문제, 개선방안은?'

민변 민생경제위원회
변호사 김 종 보

1. 전체적인 의견

- (1) 법무부는 이미 자사주 규제에 관한 입법론을 연구한 바 있음. 그 결과 서울대학교 금융법센터는 2017. 12. 18. 「자기주식 규제에 관한 입법론적 연구」라는 제목의 연구용역 최종보고서(이하 '최종보고서')를 제출하였음.
- (2) 그로부터 1년 반 정도의 시간이 지났지만, 법무부는 자사주의 문제를 입법론으로 해결하려는 시도를 보이지 않고 있음.

2. 자기주식 취득의 허용 범위의 확대

- (1) 원래 상법상 예외적인 경우를 제외하고는 자사주 취득은 금지되어 있었음.

제341조 (자기주식의 취득등) 회사는 다음의 경우외에는 자기의 주식을 취득하거나 질권의 목적으로 이를 받을 수 없다. (1962.1.20.제정)

1. 주식을 소각하기 위한 때

2. 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때

- 3. 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때
- 4. 단주의 처리를 위하여 필요한 때 (1984.4.10. 개정)
- 5. 주주가 주식매수청구권을 행사한 때 (1995.12.29. 개정)

(2) 그런데 2011. 4. 14. 금지조항이 사라지고 자사주 취득의 길이 열렸음.

〈현행〉

제341조(자기주식의 취득) ① 회사는 다음의 방법에 따라 자기의 명의로
계산으로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 다만, 그 취득가액의 총액은 직전
결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 제462조제1항 각 호의 금액을 뺀
금액을 초과하지 못한다.

1. 거래소에서 시세(時勢)가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는
방법
2. 제345조제1항의 주식의 상환에 관한 종류주식의 경우 외에 각 주주가
가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로
정하는 방법

② 제1항에 따라 자기주식을 취득하려는 회사는 미리 주주총회의 결의로
다음 각 호의 사항을 결정하여야 한다. 다만, 이사회 결의로 이익배당을
할 수 있다고 정관으로 정하고 있는 경우에는 이사회 결의로써
주주총회의 결의를 갈음할 수 있다.

1. 취득할 수 있는 주식의 종류 및 수
2. 취득가액의 총액의 한도

3. 1년을 초과하지 아니하는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간

③ 회사는 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이
제462조제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는
경우에는 제1항에 따른 주식의 취득을 하여서는 아니 된다.

④ 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조제1항
각 호의 금액의 합계액에 미치지 못함에도 불구하고 회사가 제1항에 따라

주식을 취득한 경우 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 미치지 못한 금액을 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 제3항의 우려가 없다고 판단하는 때에 주의를 게을리하지 아니하였음을 증명한 경우에는 그러하지 아니하다. [전문개정 2011.4.14.]

제341조의2(특정목적에 의한 자기주식의 취득) 회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 제341조에도 불구하고 자기의 주식을 취득할 수 있다.

1. 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 경우
2. 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우
3. 단주(端株)의 처리를 위하여 필요한 경우
4. 주주가 주식매수청구권을 행사한 경우

[전문개정 2011. 4. 14.]

- (3) 미국, 독일, 일본의 입법례에 비추어 볼 때, 자사주 취득을 원천적으로 금지하는 것은 무리일 것으로 보임. 다만 미국의 경우처럼 자사주를 미발행주식의 경우와 같이 취급하는 것이 타당함. 회계학에서는 미발행주식으로 처리하는 것으로 확립되었음. 독일도 2009년 대차대조표현대화법을 제정하여 미발행주식으로 처리하도록 일원화되었음.¹⁴⁾

3. 분할 및 분할합병에서 자사주에 대한 분할신주 배정을 둘러싼 논쟁지형

- (1) 발제문은, ‘자사주의 마법’을 ‘현행 상법상 자사주의 권리 제한 규정이 없으므로, 인적 분할시 존속회사가 승계한 자사주에 신설회사의 신주가 배정되어 의결권을 부활시킴.’ 이라고 설명하고 있음.
- (2) 위 정의는 약간의 혼란을 야기함. 즉 ‘자사주의 마법’이란 표현에는 ‘자사주에 분할신주(신설회사의 신주)를 배정하는 것이 타당한지 아닌지’의 논점과, ‘의결권이 부활되는지 아닌지’의 논점이 중첩되어 있는 것으로 보임. 후술하는 바와 같이, 분할신주 배정 부정설을 취하는 경우 의결권이 부활하지 않지만, 긍정설을 취하더라도 의결권을 제한하는 방법으로 해결하는 것이 가능하므로, ‘자사주의 마법’을 규제하는 입법론적 방향

14) 최종보고서, 10쪽

을 설정함에 있어서 양자의 논점을 구분할 필요가 있음. 토론자는 전자의 논점에서 접근하고자 함.

- (3) 일단 현행 상법상 자기주식을 보유하고 있는 회사가 분할 또는 분할합병을 하는 경우 그 분할로 인하여 신설되는 회사가 보유 주식 비율에 따라 신주를 배정하는 것을 특별히 허용하거나 금지하는 규정은 없음. 여기에서 ‘긍정설’과 ‘부정설’로 견해가 나누어지는 것으로 보임.¹⁵⁾

(4) <긍정설> - 자사주에 대한 분할신주 배정을 긍정하는 견해

- ① 첫 번째, 분할신주를 배정하지 않는다면 자기주식의 자산가치가 훼손되는 결과 재산권을 침해하는 것이 된다는 것이다. 이에 따르면 분할회사가 취득하는 것은 별도의 법인격을 갖는 분할신설회사(분할합병의 경우에는 분할승계회사)의 주식이므로 그 취득의 금지는 분할회사의 자산가치를 훼손한다고 본다.²⁶⁵⁾
- ② 두 번째, 정책적 차원의 주장으로서, 공정거래법상의 지주회사는 순환출자 해소, 책임경영, 내부지분율 등의 관점에서 종래의 재벌 지분구조보다 긍정적인 평가를 받고 있는 바, 지주회사로 전환하는 방식 중 인적 분할 및 자기주식에 관한 분할신주 배정은 중핵이다. 만약 분할신주 배정을 금지한다면 지주회사 전환에 큰 걸림돌이 될 것이므로 바람직하지 않다고 주장한다.
- ③ 마지막으로, 실정법상의 주장이다. 분할신주를 배정하게 된 계기는 법인세법이 정하는 적격분할 요건과 관련이 깊다. 법인세법 제46조 제2항 제2호는 “분할법인 등의 주주가 소유하던 주식의 비율에 따라 배정할 것”을 과세특례가 적용되는 적격분할 요건으로 규정하고 있다. 실무에서는 이를 근거로 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여도 분할신주가 배정하였고 이에 대하여 과세관청은 적격분할을 인정한바 있다. 만약 상법이 자기주식에 대한 분할신주 배정을 금지한다면 법인세법상 적격분할 요건과 상법상 분할실행요건이 충돌하여 실무상 혼란을 가져온다는 것이다.

(5) <부정설> - 자사주에 대한 분할신주 배정을 부인하는 견해

- ① 첫 번째, 자산가치 훼손주장은 접근법 자체에 의문이 있다. 분할에 있어서 자산가치 훼손이란 분할회사 및 분할신설회사의 자산의 총합이 분할로 인해 감소되는 경우를 가리킨다고 보아야 한다. 인적 분할에 있어서 위 분할신주를 배정할지 여부는 분할회사 및 신설회사 지배에 관한 주주들간의 분배의 문제이고 분할신주를 배정하지 않는다고 하

15) 최종보고서, 80~81쪽. 이하 <긍정설>과 <부정설>의 논거를 그대로 인용함.

여 자산가치 훼손이 발생하는 것은 아니다.

- ② 두 번째 정책적 차원의 논거는 본말이 전도된 것이다. 공정거래법상 지주회사의 개수를 늘리는 것 자체가 지주회사 제도의 도입취지는 아니다. 지주회사 전환 과정에서 지배주주의 편법적인 지배력 강화가 이루어진다면, 이는 곧 지주회사 제도 도입을 통해 막으려고 했던 구태가 재현되는 것이다. 이러한 편법을 통한 지주회사의 확산은 정상적인 방법을 통해 설립, 전환된 지주회사들의 긍정적 노력마저 희석시키는 결과가 된다.
 - ③ 마지막 주장은 기본적으로 법인세법의 해석, 법인세법과 상법과의 관계에 관한 문제라고 할 수 있다. 법인세법이 적격분할의 요건으로 정하는 지분의 계속성 요건은 기본적으로 과세특례가 인정되려면 투자의 연속성이 인정되어야 한다는 이념에서 출발한 것이다. 주주구성의 측면에서 볼 때 기존의 자기주식은 어차피 해당 기업의 지배와는 무관하므로, 자기주식에 분할신주를 배정하지 않는다 하더라도 지분의 계속성에 차이가 생기지는 않는다. 현재의 실무례와 달리 분할신주를 불배정하더라도 위 적격분할 요건을 갖추는 것으로 해석되어야 할 것이다. 설사 법인세법상 과세특례가 인정되지 않는다거나 불명확한 부분이 있다 하더라도, 이 때문에 상법이 개정될 수 없다는 것은 이치에 맞지 않다. 상법개정에 맞추어 법인세법상 과세특례요건을 명확히 하는 것이 순리라고 할 것이다.
- (6) <최종보고서>는 부정설의 입장에서 서 있고, 상장/비상장 구분 없이 적용될 수 있도록 상법 개정이 바람직하다는 의견을 제시하고 있음. 토론자는 이에 찬성함. 그러나 자사주를 가진 존속회사에게 분할신주를 배정해도 되는지 여부가 입법적으로 해결되지 않은 상황에서, 거의 예외 없이 분할신주가 배정되고 있음.

4. 자사주 마법의 사례

가. SK그룹

- (1) SK그룹의 지주회사 전환 사례는 자사주 마법과 현물출자가 어떻게 추가의 지분 투자 없이 지배주주의 지배력을 강화시키는가를 보여주는 대표적인 사례임.
- (2) 2007년 7월, SK(주)로부터 SK에너지가 분할 설립되면서 SK(주)는 지주회사가 됨. 당시 SK(주)는 자사주 17.3%를 보유하고 있었음. 자사주는 존속회사(분할회사) SK(주)에

게 배정되고, SK(주)는 SK에너지 주식 17.3%를 배정받음.

- (3) 당시 SK C&C는 SK(주)의 주식 11.2% 보유 중. SK에너지 주식 11.2% 배정받음. SK C&C는 SK에너지 주식 11.2%를 SK(주)의 신주와 교환.
- (4) 지주회사 전환 전후의 최태원 총수 일가의 의결 지분 변화만 살펴보면, SK(주)가 지주회사로 전환하기 전에는 총수의 의결 지분이 14.7%에 그쳤으나 전환 후에는 그것의 2.18배인 32.1%로 커짐. SK에너지에서는 총수의 의결 지분이 2.12배인 31.2%로 커짐. 이만큼 지배력이 커지는 과정에서 최태원 총수 일가가 들인 돈은 한 푼도 없었음.

〈표 12〉 SK그룹의 지주회사 설립 과정

단계		내용
1단계	SK(주) 자사주 취득	2006년 10월부터 2007년 1월까지 자사주 약 10% 취득
2단계 (인적분할)	SK(주) 분할 실시	SK(주)를 SK(주)와 SK에너지로 인적분할 실시
3단계 (주식교환)	SK이노베이션 주식과 SK(주) 신주 교환	SK C&C가 보유한 SK이노베이션 주식을 신주와 교환함에 따라 SK C&C와 SK(주)에 대한 지분을 확대
4단계	SK C&C 상장 추진 및 지배력 확대	SK텔레콤과 SK네트웍스가 소유하고 있던 SK C&C 지분에 대한 구주매출 ⁵⁾ 을 통해 순환출자구조 일부 해소 및 지배력 확대
5단계	지주회사 완성	2010년 SK C&C에 대한 SK텔레콤 보유지분 모두 해소

〈그림 출처: 국내 지주회사 체제 전환 현황 및 사례, 한국기업지배구조원, 엄수진〉¹⁶⁾

* SK에너지는 2010년 SK이노베이션, SK에너지, SK종합화학, SK루브리컨츠를 자회사로 하는 4개 회사로 물적분할하면서, 구 SK에너지는 SK이노베이션으로 사명을 변경하여 존속 법인으로 남음.

나. 한진그룹

- (1) 과거 한진그룹은 총수 일가가 정석기업을 37.3%의 지분으로 지배하고, 정석기업은 (주)한진에 19.41% 지분을 갖고, (주)한진은 대한항공 지분 9.69% 보유하고, 대한항공은 다시 정석기업에 48.28% 지분을 보유함으로써, 〈정석기업 → (주)한진 → 대한항공 → 정석기업〉으로 이어지는 순환출자 고리를 통해 한진그룹 전체를 지배하고 있었음.¹⁷⁾ 그러나 이런 순환출자를 통해서도 그룹 지배권은 안정적이지 않았음. 대한항공

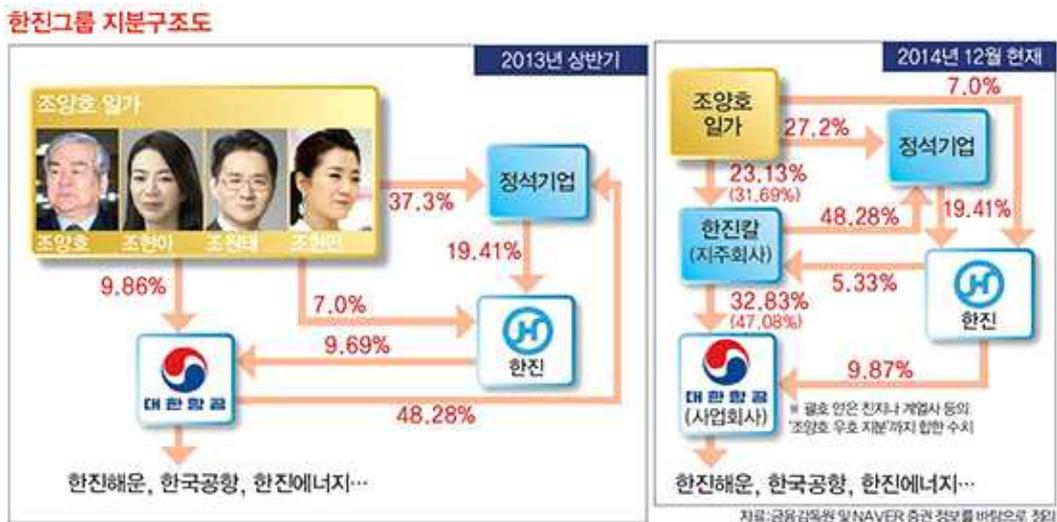
16) <http://www.cgs.or.kr/CGSDownload/eBook/REV/C201407003.pdf>

에 대한 총수일가 지분 9.86%와 (주)한진의 대한항공 보유 지분 9.69%를 합쳐도 20%가 안 되었기 때문.

(2) 한진 총수일가는 2013. 8. 대한항공을 사업회사(대한항공)와 사업회사를 지배하는 지주회사(한진칼)로 인적분할함. 총수일가는 대한항공 지분 9.86%와 동일하게 한진칼 지분 9.86%를 배정받음.¹⁸⁾

(3) 그런데 당시 대한항공은 자사주 6.76%를 보유하고 있었음. 자사주 6.76%를 한진칼로 배정함. 한진칼은 사업회사 대한항공(분할신설회사)의 주식 6.76%를 배정받음. 즉 분할전 대한항공은 6.76% 자사주 만큼 의결권이 없었지만, 한진칼이 대한항공에 대한 주식 6.76%를 가지게 되면서 의결권을 가지게 됨.

(4) 이후 2013. 10. 15.~ 11. 5. 20여일 동안 한진칼과 대한항공은 주식교환을 실행함. 이때 조양호 총수일가는 사업회사 대한항공 주식을 한진칼 주식으로 교환함. 그 결과 총수일가의 한진칼에 대한 지분은 23.13%(특수관계인 포함 31.69%) 확보, 한진칼은 사업회사 대한항공 지분 6.76%에서 32.83%(특수관계인 포함 47.08%)로 확대.



〈그림 출처: 시사인 기사〉

17) 장홍배, 이대로 둘 수 없는 지주회사 및 자사주 제도, 시대 59호 2018. 6.

18) '여론에도 끄떡없다' 아버지가 물려준 지배구조, 시사인, 2014. 12. 18.

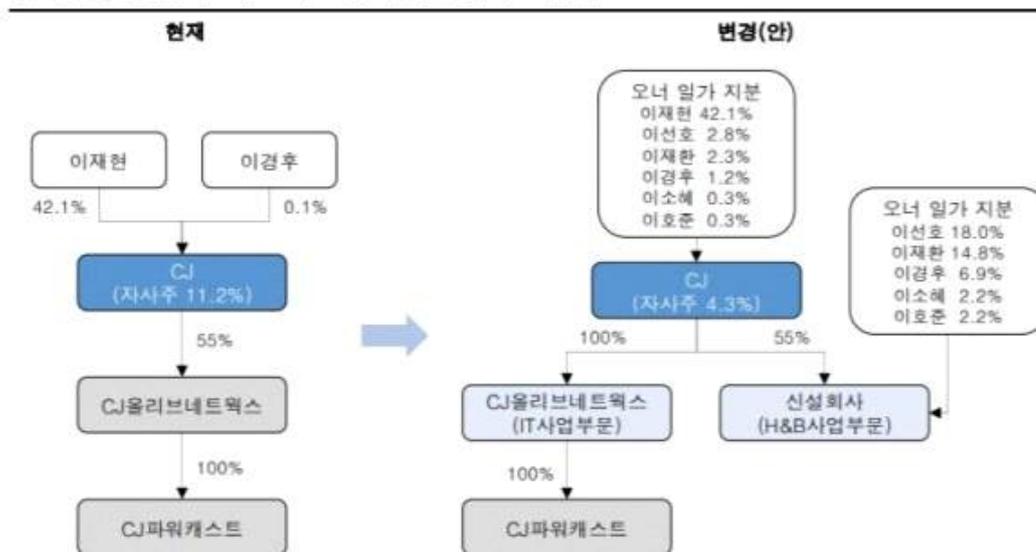
<https://m.sisain.co.kr/news/articleView.html?idxno=22020>

다. CJ그룹

- (1) CJ그룹은 현재 이재현 회장의 자식인 이선호, 이경후 등으로 승계작업을 진행하고 있음. 인적분할에 따른 자사주 마법이 변형되어 사용됨. 분할에 따른 자사주의 마법이 아니라, 분할 후 주식교환의 방법으로 자사주가 총수일가에게로 이전되는 마법임.
- (2) CJ그룹은 핵심 자회사인 CJ올리브네트웍스를 2019. 4. 29. CJ IT 사업부(CJ The Next)와 CJ H&B(올리브영)으로 인적분할함. 지주회사인 CJ(주)의 분할회사 CJ올리브네트웍스에 대한 지분율은 55%였음. 인적분할 비율은 45대55.

CJ(주)는 IT사업부에 대한 주식도 55%를 배정받음. 그런데 CJ(주)는 기존 CJ올리브네트웍스 주주들의 IT사업부 주식(45%)을 자사주와 교환함. 그 결과 이재현 회장의 아들 이선호 부장은 지주회사인 CJ(주) 주식을 1주도 가지고 있지 않았는데, 2.8%를 가지게 됨.

[그림 2] CJ올리브네트웍스 인적분할 전/후 지배구조



자료: CJ, 한국투자증권

<그림출처: 한국투자 “CJ, 승계 불확실성 완화로 주가 반등”, 인포스탁데일리, 2019. 4. 30.19>

19) <http://www.infostockdaily.co.kr/news/articleView.html?idxno=58177>

5. 결론

- (1) 자사주 마법의 문제는 거론된지 오래되었고, 19대 국회에서부터 개정안이 발의되어 왔음. 각종 토론회가 개최되었고, 연구가 진행되었음. 법무부도 이런 문제를 잘 알고 있고, <최종보고서>와 같은 연구용역도 이루어졌음.
- (2) <최종보고서>의 결론 중 분할 및 분할합병과 관련된 자사주 문제를 인용하면 아래와 같음.²⁰⁾ 조속한 입법이 필요할 것으로 보임.

마지막으로 기업구조조정과 관련하여, 대상회사(Target company)가 자기주식

을 보유한 경우 이에 대하여는 합병신주, 교환신주, 분할신주 등을 배정하지 못하도록 명문화할 필요가 있다. 특히 인적 단순분할 및 인적 분할합병의 경우 분할회사의 자기주식에 대하여 분할신주를 배정하여 지분구조가 왜곡되는 현상이 자주 발생하고 있으므로, 이를 우선적으로 금지해야 할 것이다. 다음으로 합병 또는 분할합병에 있어서 인수회사가 갖는 대상회사 주식에 대하여도 합병신주, 분할신주를 배정할 수 없도록 명시할 필요도 있다. 나아가 분할회사의 자기주식을 분할대상으로 허용하는 경우 그 남용으로 지배주주의 지배권이 강화될 우려가 있으므로 이를 금지하여야 한다.

20) 최종보고서, 109쪽

Fair or Unfair

(상식 또는 비상식)

상장폐지에 자사주 악용하여 소수주주 재산을 대주주가 헐값에 강취한 사례:

거래소 규정은 대주주가 소수주주 재산을 헐값에 동값에 강취하도록 보장해 주고 도와주는 결과 초래하고 있어 개정이 시급

- 사례: 태림페이퍼, 경남에너지,
- 어떻게 강취하는가? 수법
- 거래소 규정 개정해야

본인이 강남에 위치한 빌딩(대주주 30% 지분보유, 소수주주 1%씩 보유한 70명으로 구성)에 투자한 소수주주라고 가정해 보자. 해당 빌딩임대료를 주주들에게 배당해 주지 않고 내 부유보 해 놓고 있다가 대주주가 회사 돈(자사주)으로 소수주주를 축출하려 한다. 그런데 빌딩가치가 1,000억원인데, 대주주는 소수주주들에게 100억원 가치로 살 테니 나가라고 한다면 팔 수 없다. 1000억원을 100억원으로 가치를 매기는 것도 문제인데 이를 대주주가 결정했다고 한다면? 실제로 다수의 사례가 존재하고 앞으로도 등장할 가능성이 높다. 공정한 가격이 형성되도록 거래소 규정을 개정해야 하는 명확한 이유이다.

태림페이퍼: 거래소 상장상태에서 소수주주들은 가치의 약 27%가격으로 재산을 강탈당했음-법원은 상폐가격(대주주 결정)의 3.68배 높은 가격으로 결정

IMM PE의 트리니티원이태림페이퍼 소수주주들에게 주식매도청구권을 행사한 것에 대하여 저희는 최근 회사 제시 금액(1주당 3,600원)대비 약 270% 높은 1주당 13,261원(3.68

배)을 매매가격으로 정하는 법원 결정을 이끌어 냈습니다.

태림페이퍼는 국내 대표적인 사모펀드인 IMM PE의 트리니티원 유한회사가 지배하고 있는 회사입니다. 트리니티원은 태림페이퍼 발행주식총수 26,665,000주 중 약 51.41%에 해당하는 13,709,500주를 보유하고 있었으며, 자기주식 12,744,594주(약 47.80%)를 포함하여 상법 제360조의 24 규정의 지배주주에 해당하였습니다. 원래 태림페이퍼는 상장회사였으나 IMM이 인수한 후 공개매수를 진행하고 자진상장폐지를 하여 현재는 비상장회사로 있습니다. IMM의 트리니티원은 2017년 10월경 소수주주들을 상대로 지배주주 주식매도 청구권을 행사하였습니다. 당시 트리니티원은 2017. 6. 30자 기준으로 미래현금흐름할인법, 유사 상장기업 비교법을 적용하여 회계법인이 평가한 금액이라면서 1주당 매매가격을 3,600원으로 제시하였습니다. 그러나, 위 가격은 수년 전 공개매수를 하면서 산정된 가격으로 위 주식매수청구권 당시의 실제 주식가치를 반영하지 못한 것으로서 매우 부당한 것이었습니다. 그래서 저희는 태림페이퍼 소액주주들을 대리하여 법원에 주식매수가액결정을 신청해서 위 회사 제시 금액의 부당함을 밝히고, 적절한 주식가치 산정을 위해 고려하여야 할 요소들을 적극적으로 밝혔습니다. 이 소송에 참여하고 있는 소액주주분들의 적극적인 정보 제공이 큰 힘이 되었습니다. 그 결과 법원(안산지법)은 올 2월 IMM이 제시한 1주당 3,600원의 3.68배에 해당하는 1주당 13,261원이 적절한 주식매매가격이라고 결정하였습니다. 이로써 끝까지 남아 소송까지 불사한 극소수의 소수주주들만 적정 주식가격의 약 27%에 해당하는 돈만 지급 받고 주식을 모두 빼앗길 위기에서 탈출할 수 있었습니다. 다만, 이번 소송에 참여하지 못한 소수주주들의 경우 적정금액을 지급 받지 못하고 적정가치의 27%정도에 불과한 돈만 받아 1주당 9,661원의 손해가 발생한 결과가 된 점이 매우 안타깝습니다.

경남에너지:경남지역 기반의 도시가스 사업자

2016년 5월 19일 자진 상폐했다. 대주주는 두 차례의 자사주 공개매수를 진행해 평균 8,086원에 30.6%의 소액주주 지분을 거둬들였다. 대주주 돈을 단 1도 들이지 않고 오롯이 회사돈으로 상폐에 성공한 이후 어김없이 폭탄 배당이 등장했다. 2017년 2분기에 중간배당으로 약 102억원(주당 400원)을 배정하더니 3분기에는 자사주 38.4%를 소각하고 나머지 지분(97%)을 호주의 인프라펀드인 프로스타캐피탈에 약 5,500원에 매각했다. 미국 PE인 블랙록도 일부 참여했다. 주당 매각가는 2만2,277원. 소액주주의 매각가 8,086원은 대주주 매각가(400원 배당금+지분 매각 2만2,277원)의 3분1 수준에 불과했다. 기존 대주주인 상원컴트루의 지분을 인수한 프로스타측은 기말 배당도 아낌없이 베풀어 2017년 한해

배당총액이 394억원으로 순이익 287억원의 1.37배에 달했다. 주당 125원에 그치던 배당이 상폐후 1,550원으로 꺾중 된 것이다. 상폐전 배당성향은 14.9%로 업계 평균에도 미치지 못했다. 경남에너지는 현재 프로스타가 설립한 SPC인 에이피지코리아케이가 100% 보유하고 있다.

참고로 상원컴트루는 상폐후 자사주를 소각한 이유로 '자기주식을 무상감자 함으로써 주주 이익을 제고하고자 함'이라고 명시했다. 왜 상폐 전에는 이런 훌륭한 명분을 들이대며 자사주를 소각하지 않았을까. 귀찮았을까?

결론: 거래소에서는 소액주주들이 재산을 가치의 30% 수준으로 강탈당하고, 강탈당하지 않으려면 장기간에 걸친 소송을 통해서만 가치를 보장받을 수 있음. 거래소규정은 상장폐지로 소수주주 재산을 대주주가 강탈하도록 도와주고 보장하는 결과 초래하고 있으니 규정개정이 시급함

가치가 가격에 반영되지 못하도록 즉 주가가 못 오르게 하는 대주주들의 수법들

1. 배당 대폭 낮춰:

아트라스BX사례 - 잉여현금흐름을 꾸준히 많이 창출하는 기업이 배당을 대폭 줄이니 현금이 계속 축적되어 자본효율성 즉 ROE가 급격하게 떨어뜨리려

부산도시가스, 그룹의 방침과도 다르게 쥐꼬리 배당 고집

2. 소수주주들의 자사주 소각요구 묵살

3. 언론 보도:

4. 불법(대주주 브랜드사용료 강취, 일감 몰아주기, 터널링 등/이사회 불법 운용/의도적 이익 축소 및 운전자본 증대를 통한 가치 하락 유도)

5. 감가상각 기간의 의도적 단축

6. 재고자산, 매출채권, R&D 등의 회계처리

7. 無IR, 無소통, 無노출

해결책: 상폐요건과 추가적인 절차 요구됨

1. 자진상장폐지시 외부독립가치평가법인(회사가 지정하면 안되고, 거래소나 증선위 등이 지정해야 함)의 DCF가치평가서 제출의무를 부과하여, 공정한 가격에 거래가 이루어지도록 강제해야 한다.

자진상폐는 대주주와 소수주주간 제로섬 형태 거래인데, 현재는 거래 당사자 중 한쪽인 대주주가 일방적으로 선정한 가격(거래가격을 선정하기 전에 주식시장 가격이 가치를 반영하지 못하도록 불법과 부당 행위를 저지른 후, 즉 주가를 조작하여)에, 대주주가 선정한 시점(대주주에게 가장 유리한 시점 혹은 소수주주들이 지쳐서 포기하고 나가기를 기다린 후에)에 거래를 시행하게 되어 있으니, 대주주가 마음만 먹으면 소수주주 재산을 얼마든지 강취할 수 있다.

2. 거래소에 들어오는 IPO시 가격은 대표주관사가 가격밴드를 제시하여, 대규모 회사 홍보IR을 실시하여 최대한 높은 가격이 선정되도록 노력하고, 전문가인 기관투자자들이 참여하여 가격이 결정되는데, 거래소를 나갈 때는 소수주주를 헐값에 몰아내기 위해 대주주가 주가를 못 오르게 해 놓은 다음 헐값에 엑시트한다. Ex)다함이텍:매출액 50억 원을 2년이나 채우지 않아 상폐됨, 이후 회사는 수백억 흑자 내는 회사로 둔갑(?)
3. 자진상장폐지를 위해 매입한 자사주 자동소각이다. 회사 돈으로 소수주주를 축출하면 (자사주를 매입하면) 대주주를 비롯한 잔존주주들의 주당 수익가치는 기하급수적으로 상승하는데, 대주주는 소수주주 재산을 강취하기 위해 그 상승한 가치가 가격에 반영되지 못하도록 모든 불법과 부당한 수단을 동원하고 있기 때문이다.
4. 거래소의 규정 개정이 절실하다. 거래소는 공정한 가격형성을 존재의 기반으로 삼는 조직이다. 그런데 규정이 오히려 불공정함을 조정한다고 한다. 근본적으로 자진상폐 신청시 자사주는 소각후 신청하도록 하는게 타당하다. 거래소는 자사주 매입을 통한 상폐를 막겠다는 생각이다. 자유로운 의사결정과 이에 기반한 투자를 최대한 보장하면서 가격의 공정함에 초점을 맞추면 된다.

참고) 한국거래소의 설립목적(자본시장법)

(주)한국거래소는 증권 및 장내파생 상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 도모하기 위하여 증권거래소, 선물거래소, 코스닥 위원회, (주)코스닥증권시장 등 4개 기관이 통합돼 2005년 1월 27일 설립되었다.

5. 이사의 신의 성실의 의무(Fiduciary Duties)

해외의 경우 공정하지 못한 가격을 기반으로 상폐 등의 결정이 이뤄질 경우 소수주주들이 이사를 고발하고 막대한 보상금을 받아내고 있음. 우리는 이사들이 대주주에 치우친 의사결정을 내리는 경우가 빈번함. 법적 강제가 필요하며 KPI에 반영해야함.

Ex)SK, 롯데그룹의 CEO 평가

6. 자진상폐지 예외 규정-지분분산 요건 : 상폐하러 자사주를 대거 사들이는 마당에 분산 요건까지 충족해야할까 -5% 룰:자사주 매입과 소각 등이 진행되면 5%룰의 애초 기능이 실효할 가능성이 높음. 투기목적의 자본유입과 이로인한 경영안정성 훼손을 막는다는 취지

7. 주가하락 작전을 전담하는 금감원 조사팀 신설 필요

투자자 보호를 위한 자진상장폐지제도 개선

I 개요

1 제도 개선 배경

- 최근 일부 기업이 자사주를 통해 자진상장폐지를 추진하여 경영진(지배주주)과 소수주주의 이익이 대립하는 상황 발생

* (유가) 경남에너지, 태림페이퍼, 알보젠코리아 (코스닥) 아트락스BX

※ 소수주주의 이익침해 논란 사례

- 경남에너지 및 태림페이퍼 등은 자진상장폐지 후 M&A 및 유상감자로 공개매수시 매도한 소수주주의 반발을 야기

* 경남에너지 : 공개매수(7,400원) → M&A(16,600원) ('16.5)

** 태림페이퍼 : 공개매수(3,600원) → 감자차익(3,142원) ('16.8)

- 이에 일부기업의 소수주주는 거래소 등에 제도개선 민원 제기

2 자진상장폐지 현황

- '05년 이후 총 11개사가 시도하여 9개사는 승인, 2개사는 실패
 - (승인기업) 승인기업 9개사 중 2개사(경남에너지 및 태림페이퍼)는 자사주를 이용하여 최소지분율(95%) 요건 충족
 - (실패기업) 자진상장폐지를 위한 공개매수 후에도 최소지분율(95%)요건 미달로 자진상장폐지를 신청하지 못함
 - 도레이케미칼과 알보젠코리아는 다른 사유로 상장폐지

< 유가증권시장 자진상장폐지 신청현황('05년 이후) >

구분	상폐일	회 사 명	지분율*	기 타
1	'05.02.24	세원화성	98.8%	최대주주 매수
2	'05.03.30	신동방CP	98.3%	최대주주 매수
3	'05.04.22	제일은행	100.0%	최대주주 매수
4	'05.06.16	산은캐피탈	99.5%	최대주주 매수
5	'11.02.16	한국전기초자	98.2%	최대주주 매수
6	'12.11.15	코원에너지서비스	99.5%	최대주주 매수
7	'14.04.10	JS전선	98.7%	최대주주 매수
8	'16.05.19	경남에너지	95.0%	최대주주 및 상장법인(37.5%) 매수
9	'16.08.11	태림페이퍼	95.1%	상장법인(27.8%) 매수
10	'18.3.20	도레이케미칼	100.0%	공개매수로 자진상폐시도 실패 후 포괄적 주식교환으로 상장폐지
11	'19.5.20	알보젠코리아	92.2%	공개매수로 자진상폐시도 실패 후 간이 주식교환으로 상장폐지

* 상장폐지(신청)일 기준

II 주요 개정 내용

- ◇ 자진상장폐지를 위한 최대주주등의 지분율 산정시 자사주는 제외
- ◇ 자진상장폐지 과정에서 공개매수 주체를 최대주주등으로 한정

□ **(현행)** 상장기업은 투자자 보호를 위한 요건*을 모두 충족하는 경우 자진상장폐지가 가능

* ① 주총 특별결의 ② 최대주주등의 공개매수 및 매수확약 ③ 최대주주등이 투자자보호를 위해 충분한 지분율(95%) 확보

○ 이 경우, 공개매수 주체에 해당 상장법인 포함(취득시 자사주) 및 최소지분율 산정시 자사주를 포함하여 자사주 매입방식으로 자진상장폐지가 가능

□ **(문제점)** 지배주주는 주주 공동 재산인 상장기업의 자금을 이용하여 자사주를 취득함으로써 자진상장폐지를 위한 최소지분율 요건 충족이 가능

○ 자진상장폐지 과정에서 자사주가 지배주주의 이익을 위해 사용될 경우 소수주주의 이익이 침해될 우려

* 최근 일부 우량기업이 대규모 자사주 매입을 통해 자진상장폐지를 한 후 배당 등으로 지배주주가 막대한 이익을 얻은 것으로 나타나 논란을 야기

□ (개 선)

① 상장기업이 자진상장폐지를 위해 충족해야하는 최대주주 등의 최소지분을 산정시 자사주는 제외

② 상장기업이 투자자보호를 위해 소수주주 등의 주식을 공개매수 하는 경우, 매수주체는 최대주주등으로 한정하고 해당 상장법인의 매수 참여는 제한

□ (기대효과) 대규모 자사주 취득 방식의 자진상장폐지를 제한함으로써, 자사주가 지배주주의 이익 극대화를 위한 수단으로 악용되는 것을 방지

