

# 소수주식의 전부취득제에서 지배주주와 소수주주의 상대적 이익 - 소수주주 프리미엄의 필요성 -

강형구\* · 최한수\*\* 이창민\*\*\*

## 목 차

I. 서론	V. 주식가치 산정에 관한 논란
II. 우리나라의 소수주식 강제 매수제도 설명	VI. 상대적 이익 분석을 위한 접근 방법
III. Freeze out 및 소수주식 강제 매수제도에 관한 기존 문헌	VII. 상대적 이익 분석
IV. 회사의 이익과 소수주주보호 에 대한 논의	VIII. 결론

(논문투고일 : 2014.1.9. / 논문심사일 : 2014.4.7. / 게재확정일 : 2014.4.25.)

## I. 서론

지배주주가 소수주주들에게 주식을 강제로 자신들에게 매각하게 하는 소수주식강제매수 제도는 여러모로 흥미롭다. 언뜻 보면 재산권의 행사를 심각하게 제한하는 것처럼도 보인다. 소수주식 강제매수제도에 대한 다양한 논의는 공리주의적/결과론적인(teleological) 관점과 의무론적(deontological)

\* 주저자, 한양대학교 경영대학 파이낸스 경영학과 조교수

\*\* 공동저자, University of Pittsburgh, Dietrich School of Arts and Sciences, Department of Economics

\*\*\* 교신저자, 한양대학교 경영대학 조교수

인 관점에서 모두 진행이 되어 왔다. 첫째, 공리주의적인 관점에서는 제도 도입의 득이 실보다 크다는 의견이 대다수이다. 법무부의 제도도입 이유에 대한 설명은 공리주의적 관점을 아주 잘 보여준다. 둘째, 의무론적인 관점에서도 제도가 크게 문제가 되지 않는다는 입장이 많다. 물론 소수주주의 이익을 침해할 가능성이 있고 회사법과 재산권에 대한 기본 원칙에도 어긋난다는 입장이 있다. 그러나 *Weinberger v. UOP, Inc.* 판결에서 뚜렷해진 완전공정성기준의 도입과 강제매수제도에 대비한 강제매각 제도의 도입으로 최소수혜자인 소수주주를 보호할 수 있다는 합의가 어느 정도 이루어진 것으로 보인다.

본 논문에서는 법리적인 관점과 함께 재무경제학적인 관점을 적용하여 소수주식 강제매수제도를 분석한다. 그리고 제도의 성공을 위한 핵심이 매매가액의 결정에 있음을 주장하고, 공정한 매매가액 결정에 고려할 변수들을 제안한다. 특히 본 논문은 기존 논문에서 고려되지 않았던 파생상품적 관점을 적용한다. 그리고 매매가액 결정에 관한 중요하지만 무시되어 왔던 변수들을 제시한다. 그래서 지배주주와 소수주주간의 협의에 대한 지침을 제공한다. 그리고 지배주주와 소수주주간 협의가 무산되었을 경우 법원이 어떻게 매매가액을 결정해야 하는지에 대한 시사점을 제공한다.

## II. 우리나라의 소수주식 강제매수제도 설명

상법의 제360조의24 내지 제360조의 26에는 소수주식의 전부 취득에 관하여 규정하고 있다. 이에 의하면 지배주주에게는 강제매수제도(매도청구권)를 소수주주에게는 강제매각제도(매수청구권)를 갖는다.

지배주주의 강제매수제도에 대해서는 제360조의24에 다음과 같이 설명되어 있다. “제360조의24 (지배주주의 매도청구권) ① 회사의 발행주식 총수의 100분의 95 이상을 자기의 계산으로 보유하고 있는 주주(이하 이 관에서 "지배주주"라 한다)는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에는 회사의 다른 주주(이하 이 관에서 "소수주주"라 한다)에게 그 보유하는 주식의 매도를 청구할 수 있다.” 지배주주가 매도청구권을

행사하기 위해서는 미리 주주총회의 승인을 받아야 하며 주주총회에서 다음의 정보를 공개하여야 한다.

- 1) 지배주주의 회사 주식의 보유 현황
- 2) 매도청구의 목적
- 3) 매매가액의 산정 근거와 적정성에 관한 공인된 감정인의 평가
- 4) 매매가액의 지급보증

여기서 매도청구의 목적에 관한 정보에는 매도청구권의 행사가 회사의 경영상 목적달성에 필요하다는 점이 표현되어야 한다. 매도청구를 받은 소수주주는 매도청구를 받은 날부터 2개월 내에 지배주주에게 그 주식을 매도하여야 한다.

소수주주의 강제매각제도는 제360조의25에 다음과 같이 설명되어 있다. “제360조의25 (소수주주의 매수청구권) ① 지배주주가 있는 회사의 소수주주는 언제든지 지배주주에게 그 보유주식의 매수를 청구할 수 있다.” 매수청구를 받은 지배주주는 매수를 청구한 날을 기준으로 2개월 내에 매수를 청구한 소수주주로부터 그 주식을 매수하여야 한다.

매도청구권과 매수청구권의 가치를 결정하는 가장 중요한 변수는 매매가액일 것이다. 매매가액은 지배주주와 소수주주간의 협의로 결정한다. 만약 매도 또는 매수청구를 받은 날부터 30일내에 매매가액에 대한 협의를 이루어지지 않으면 지배주주 또는 매수청구를 한 소수주주는 법원에 대하여 매매가액의 결정을 청구할 수 있다. 법원이 주식의 매매가액을 결정하는 경우에는 회사의 재산상태와 그 밖의 사정을 고려하여 공정한 가액으로 산정하도록 되어 있다. 그 외에 매매가액 설정에 대한 가이드라인은 존재하지 않는다. 법무부에서 설명하는 소수주식 전부취득제도 신설 이유는 다음과 같다.<sup>1)</sup>

- 1) 특정주주가 주식의 대부분을 보유하는 경우 회사로서는 주주총회 운영 등과 관련하여 관리비용이 들고 소수주주로서는 정상적인 출

1) <http://newlaw.moleg.go.kr/sub.html?idx=368>법무부공고제2008-47호

자회수의 길이 막히기 때문에 지배주주가 소수주주의 주식을 매입함으로써 그 동업관계를 해소할 수 있도록 허용할 필요가 있음.

- 2) 발행주식총수의 95퍼센트 이상을 보유하는 지배주주가 소수주주의 주식을 공정한 가격에 매입할 수 있도록 하는 한편, 소수주주도 지배주주에게 주식매수청구권을 행사할 수 있게하여 소수주주 보호 방안을 마련함.
- 3) 이와 같은 소수주식의 강제매수제도를 통하여 회사의 주주 관리비용이 절감되고 경영의 효율성이 향상될 것으로 기대됨.

소수주식 강제매수제도는 미국의 freeze out 이나 squeeze out 제도와 비슷한 점이 많다. Freeze out이란 지배주주가 소수주주의 주식을 강제적으로 그리고 직접적으로 인수를 할 수 있도록 하는 제도이다. 미국에서 freeze out을 실행하는 방법에는 현금합병 (cashout merger), 간이합병 (short form merger), 주식합병(reverse stock split)이 있다.<sup>2)</sup> 이에 비하여 squeeze out 이란 지배주주가 배당 중지 등의 방법을 통하여 소수주주들이 주식을 포기하도록 압박하는 제도이다.<sup>3)</sup> Freeze out은 2단계 합병에서 특히 많이 쓰인다. 2단계 합병은 다음과 같이 이루어진다.<sup>4)</sup>

1단계: 인수자는 피인수회사의 경영권을 획득한다. 경영권 획득은 공개매수(public tender offer)나 피인수회사의 지배주주로부터 협상을 통하여 이루어진다. 공개매수시에 인수자는 공개매수가격을 모든 주주들에게 제시한다. 공개매수가격은 최소한 과반수 이상의 주주들이 받아들여야만 유효하다.

- 
- 2) 김화진, “소수주식의 강제매수제도”서울대학교 법학, 제50권, 제1호, 2009.3, 정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, 강원대학교 비교법학연구소 ‘강원법학’, 제35권, 2012.2
  - 3) 정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, 강원대학교 비교법학연구소 ‘강원법학’, 제35권, 2012.2
  - 4) Greene, E. F., “Corporate freeze out mergers : A proposed analysis”, Stanford Law Review, Vol. 28, No. 3., February.1976, Booth, R. A., “The new law of freeze out mergers”, Missouri law review, Vol. 49, June.1984, Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., “The foundations of freezeout laws in takeovers”, The Journal of finance, Vol. Lix, No. 3, June.2004

2단계: 인수자는 합병을 개시한다. 인수자가 자신이 소유한 썸테크회사(shell company)와 피인수회사를 합병시키는 경우가 실무적으로 많다. 피인수회사의 소수주주들은 현금 등을 받고 합병과정에서 퇴출(freeze out)된다. 많은 경우에 소수주주들은 합병직전 시장가격에 약간의 프리미엄만을 더한 가치만을 받는다. 이는 합병 후 회사가치에 못미치는 경우가 많다.

인수자는 위와 같이 2단계 합병과 freeze out을 결합하여 인수합병에 소요되는 비용을 상당히 절감할 수 있다. 그렇다면 이와 같은 freeze out 제도 좀더 일반적으로 소수주식 강제매수제도가 꼭 필요한 제도인가? 정당한가? 소수주주는 어떻게 보호되는가? 매매가액은 어떻게 결정되는가? 이와 같은 중요한 질문들에 대하여 기존 연구들을 살펴보도록 하겠다.

### Ⅲ. Freeze out 및 소수주식 강제매수제도에 관한 기존 문헌

기존 연구들은 소수주식 강제매수제도가 법리상의 혹은 자본주의의 원칙에 비추어 문제의 소지가 있을 수 있다고 지적하고 있다. 특히 자본다수결에 관한 회사법의 기본 원리에 비추어서 논란의 여지가 있을 수 있다.<sup>5)</sup> 그러나 제도 도입의 득이 실보다 크다는 의견이 대다수이다. 따라서 기존 연구들은 위 제도의 도입에 긍정적이며 이러한 의견들은 주로 결과주위적이고 공리주의적 관점에 근거하고 있다고 보여진다.

소수주식 강제매수제도는 합병대가를 유연하게 지불할 수 있는 수단으로 해석할 수 있다. 인수자는 합병시에 합병대가를 지불하여야 한다. 소수주식 강제매수제도는 주식이외에도 현금(합병교부금)을 합병대상회사의 소수주주들에게 지불할 수 있는 권리라고 해석이 가능하다<sup>6)</sup>. 미국의 경우 해당 제도를 둘러싸고 모든 주주들의 재산권을 강조한 주주기득권이

5) Rho 2011.

6) 김재형, “미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주축출에 관한 입법의 변천과 법원의 대응”, 企業法研究, 第18卷 第1號, 2009.9

론과 회사의 경제적 행위에 관한 유연화 이론간의 대립이 있었다. 그러나 유연화 이론이 영향력을 얻으면서 소수주식 강제매수제도가 적극적으로 수용되게 되었다.7) 좀 더 거시적인 관점에서 소수주주들의 권리가 약화 되는 것이 전반적인 추세라는 의견도 있다.8)

역사적으로도 영미의 경우 이미 19세기 말부터 해당 제도가 활용되기 시작하였다. 독일에서 소수주주 강제퇴출은 주식회사의 원칙에 위배된다는 신념이 있었으나 유럽연합 등장 이후 오히려 영미제도 보다 폭넓게 소수주주강제퇴출을 인정한다. 특히 독일은 합병에 관한 제도와 독립적인 규정으로 소수주주추출에 관한 규정을 창설하였다. 이는 우리나라의 경우와 매우 유사하다.9)

한편 freeze out에 대한 깊은 이해와 전세계적으로 인정되는 추세를 파악하기 위해서는 인수합병과정의 경제학적 메커니즘을 파악하여야 한다. Freeze out은 공개매수에 응하지 않은 소수주주들에게 일종의 벌칙을 부과하는 것이다. 그런데 벌칙을 부과하는 것이 정당한가? 특히 소수주주의 주식을 강제로 매수하는 방식으로 벌칙을 부과하는 것이 절차적으로 정당한가? 소수주주의 재산권 행사에 대한 제약이라는 측면에 집중하는 의무론적인(deontological) 관점에서 바라보면 다양한 시각이 있을 수 있다. 그러나 결과론적/공리주의적 관점에서 바라보면 논의가 훨씬 단순하다. 특히 경제학에서는 공개매수에 응하지 않은 주주들에 대해서는 벌칙을 부과할 필요가 있다는 의견이 많다.

경제학자들에 의하면 공개매수 과정에서는 무임승차(free riding)의 가능성이 크다. 예를 들어보자. 인수자 측에서는 피인수회사의 주주들을 대상으로 공개매수가격(tender price)을 제시한다. 그런데 인수자가 합리적이라면 공개매수가격은 인수 후 회사의 주가보다 낮아야 한다. 그렇지 않

7) 송중준, “少數株主 強制退法制의 國際의 新潮流와 그 立法論的 受容 可能性”, 증권법연구, 제6권 제1호, 2005.6

8) Khutorsky, A., “Coming in from the cold : Reforming shareholders’ appraisal right in freeze out transactions”, Columbia business law review, Vol.133, 1997.

9) 송중준, “少數株主 強制退法制의 國際의 新潮流와 그 立法論的 受容 可能性”, 증권법연구, 제6권 제1호, 2005.6

으면 합병의 이익이 없기 때문이다. 한편 합리적인 피인수자라면 역시 공개매수가격 설정에 관한 인수자의 전략적인 행동을 미리 파악할 것이다. 그 결과 공개매수가격에 응하지 않을 가능성이 크다. 이러한 경향이 심화 되면 가치를 상승시키는 인수합병마저도 성사되지 않게 된다. 인수자 입장에서 피인수회사의 주식이 지나치게 상승하여 합병의 유인이 없어지게 때문이다. 이는 경제의 효율성을 저해하게 된다. 결국 공리주의적 관점에서 본 freeze out 제도의 설계는 경제의 효율성을 향상시키는 인수합병은 유도하고 가치를 하락시키는 인수합병은 억제되도록 되어야 한다.<sup>10)</sup>

Grossman and Hart(1980)<sup>11)</sup>은 이와 같은 무임승차의 문제를 정밀하게 분석한다. 그리고 해결책으로 희석(dilution)을 통하여 소수주주들의 주식가치를 감소시킬 것을 주장한다. 예를 들어 성공한 인수자가 피인수회사의 가치의 일부를 실질적으로 자신들에게 이전 시키는 방법이 있을 수 있다. Amihud et al(2004)<sup>12)</sup>는 Grossman and Hart의 모형을 비판적으로 분석하고 진일보한 해결책을 주장한다. Amihud et al은 Grossman and Hart의 모형이 법적 허용가능성, 정보의 비대칭성, 효율성에서 문제가 있다고 보고 있다. 그 대안으로 소수주주들의 주식을 공개매수가격이나 공개매수직전 시장가격 중 큰 값으로 할 것을 주장한다. Amihud et al은 그들의 방법이 간단하면서도 효율적이고 실제 미국의 공개매수 관행과도 부합한다고 주장한다. 이들에 의하면 현실에 존재하는 freeze out 제도는 인수합병에서 무임승차를 억제하여 경제의 효율성을 향상시키는 긍정적인 역할도 하는 것이다.

다만 전체적인 효율성을 올라가더라도 freeze out제도가 정의롭게 작동하도록 해야 한다. 따라서 최소수혜자(the least advantaged)인 소수주주의 이익이 보호될 필요가 있다. 현재 미국의 freeze out제도는 두 가지 방식으로 소수주주의 이익을 보호하고 있다. 첫째는 소수주주들은 법원에

---

10) 참고로 법무부의 소수주식의 전부취득제 도입 이유(법무부공고제2008-47호)에서 이와 같은 가장 중요한 사항은 빠져있다.  
 11) Grossman, S. J., Hart, O. D., "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation" The Bell Journal of Economics, 42-64., 1980.  
 12) Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., "The foundations of freezeout laws in takeovers", The Journal of finance, Vol. Lix, No. 3, June.2004

매매가액 결정을 요구할 수 있는 가치평가의 권리(Appraisal right)를 갖는다. 그러나 델라웨어 법원은 가치평가에 있어서 합병 후의 가치상승 가능성은 고려하지 않는다<sup>13)</sup> 따라서 실질적으로는 소수주주들이 공개매수 이전 시장가격보다 높은 가격에 주식을 팔기는 어렵다.

둘째는 지배주주를 충실의 의무 위반(breaches of fiduciary duty)으로 고소를 할 수가 있다. 그러나 인수자들은 인수 이전에 피인수회사의 이사회와 합병 협약을 맺는 것이 보통이다. 따라서 인수 당시에는 인수자와 피인수자가 서로 다른 회사들이다 그러므로 인수자들이 자기거래(self-dealing)로 고소당할 위험은 적다. 게다가 법원은 다수의 주주들이 이미 인수자들의 오판을 받아들였다는 사실을 고려하여 판결을 내릴 수 밖에 없다.<sup>14)</sup> 기타 법률적인 문제도 인수자측은 이미 충분한 고려를 했을 가능성이 많다. 결국 소수주주들이 법정다툼에서 승리하기는 쉽지 않은 실정이다.

#### IV. 회사의 이익과 소수주주보호에 대한 논의

소수주식 강제매수제도는 회사법에 대한 중요한 예외 사항이다. 그래서 제도는 제한적으로 이용되어야 한다. 그리고 소수주주의 이익이 보호되어야 한다. 근본적으로 단순히 지배주주의 이익뿐만 아니라 회사 전체를 위하여 해당 제도가 적용되어야 할 것이다. 하지만 앞에서 보았듯이 소수주주의 보호가 실무적으로 쉽지 않다. 따라서 많은 기존 문헌에서 어떻게 제도를 운영하고 소수주주들을 보호할 수 있을지에 관하여 논하고 있다.

소수주주의 보호를 위해서는 지배주주의 충실의무의 도입, 공정성에 관한 입증책임을 회사나 지배주주에게 전환, 소수주주들만의 보통결의 허용 등이 가능하다.<sup>15)</sup> 기업결합 과정에서는 다양한 분쟁이 발생할 수 있고

13) Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., "The foundations of freezeout laws in takeovers", The Journal of finance, Vol. Lix, No. 3, June.2004

14) Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., "The foundations of freezeout laws in takeovers", The Journal of finance, Vol. Lix, No. 3, June.2004

15) 김재형, "미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주추출에 관한 입법의 변천과 법



이에 따라 주주를 보호할 수 있는 장치들이 마련되어 있다. 이를 소수주주의 보호에 적용할 수도 있다.<sup>16)</sup> 김화진(2009)<sup>17)</sup>는 미국법과 독일법을 분석하며 지배주주 충실의무에 근거한 공정성기준을 강조하였다. 그리고 강제매수제도의 도입은 주주에 관한 성격을 단체 구성원에서 자본시장의 투자자로 바꾸는 것이라고 판단한다.

소수주주측출의 정당성을 확보하기 위해서는 완전공정기준이 적용이 된다. 완전공정기준(혹은 총체적공정성기준)의 요소로 공정거래와 공정가치 요소가 있다. 이는 델라웨어 법원 판결에서 제시되었다 (김성호 2007). 특히 Weinberger v. UOP, Inc. 판결이 완전공정기준을 확립하였다. 여기에 구체적으로 제시된 기준은 절차, 가격, 정보공개에 있어서의 공정성이다.<sup>18)</sup>

한편 freeze out을 유형에 따라 나누어서 소수주주보호 대책을 마련해야 한다고 주장하는 논문들이 있다. 첫째, Greene(1976)은 freeze out 합병을 Type1, Type2, Type3로 분류하여 Type1은 freeze out 허용, Type2는 사전청문회 등 승인절차 필요, Type3는 불허해야 한다고 주장한다.

여기서 Type1은 인수주체가 피인수회사 전체에게 공개매입 시도(tender offer)를 하고 합병 후 freeze out을 하는 경우이다. Type2는 인수주체가 피인수회사의 전체주주를 대상으로 인수하려는 의사를 보인 경우이다. 그러나 지나친 인수프리미엄, 인수자금의 부족, 피인수회사 평가의 불확실성이 아주 커서 결국 인수자가 소수주주들의 주식까지는 매입하지 못하는 상황이다. Type3는 실질적인 사업의 통합이 아니라 지배주주가 새로운 회사를 만들고 이를 통해 기존회사를 합병하고 소수주주들에 대한 freeze out을 시도하는 경우이다.

둘째, Brudney and Chirelstein(1978)<sup>19)</sup>은 freeze out을 인수합병과 폐

원의 대응”, 企業法研究, 第18卷 第1號, 2009.9

16) 강대섭, “기업결합 형성단계에 있어서 주주의 보호”, 전북대학교 법학연구 통권, 제 34집, 2011.12

17) 김화진, “소수주식의 강제매수제도”, 서울대학교 법학, 제50권, 제1호, 2009.3

18) 정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, 강원대학교 비교법학연구소 ‘강원법학’, 제35권, 2012.2

19) Brudney, V., Chirelstein, M. A., “Fair shares in corporate mergers and takeovers”

쇄회사화 과정에서 나타난 거래로 분리한다. 그래서 전자의 경우 공정성 기준을 확립하여 긍정적으로 받아들이고, 후자의 경우는 지배주주만 이익을 보게 하는 제도이므로 극히 제한할 것을 주문한다.

소수주주보호에 관한 논의는 실제로 소수주주들이 freeze out 과정에서 얼마나 손해를 보고 있느냐에 대한 자료를 필요로 한다. 만약 소수주주들이 별다른 피해를 보지 않거나 혹은 이익을 보고 있다면 이에 관한 논의의 중요성은 감소할 수 밖에 없다. 소수주주들이 심각하게 피해를 보고 있다면 적극적인 정책이 필요하다. 결국 소수주주보호에 관한 논의와 freeze out 제도의 설계는 데이터의 검증을 통하여 상당부분 해결이 되어야 할 것이다. 이에 관하여 Bates, Lemmo and Linck(2006)은 중요한 결과를 제공한다.

Bates, Lemmo and Linck(2006)<sup>20)</sup>은 소수주주들이 freeze out 과정에서 얻는 이익과 손해를 통계적으로 보여주고 있다. 놀랍게도 그들의 연구는 소수주주들이 freeze out 과정에서 평균적으로 이익을 얻는다는 것을 보여준다. 그리고 소수주주들이 이익을 얻는 이유는 협상력이 크기 때문이라고 추론 한다. 저자들은 1998-2003 시기의 인수합병에서 freeze out 을 통하여 소수주주들이 보유한 주식 매각 사례를 조사하였다. 저자들은 소수주식을 위한 법적인 보호장치와 사외이사들의 활약이 지배주주들의 자기거래(self-dealing)을 방지하기 때문에 소수주주들의 협상력이 증가되어 결국 높은 가격에 주식을 매각할 수 있다고 주장한다. 구체적으로 소수주주들은 약 11%의 프리미엄을 획득함을 발견하였다. 지배주주들은 freeze out을 통한 인수합병에서 toehold가 아주 작거나 없는 상황에 해당되는 정도의 약한 수익률만을 획득할 뿐이라고 주장한다

그러나 Bates, Lemmo and Linck(2006)<sup>21)</sup> 연구도 한계가 있다. 이는

Harvard Law Review, 297-346., 1974

20) Bates, T. W., Michael, Lemmon, M. L. and Linck, J. S., "Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze out deals: Are minority shareholders left out in the cold?", Journal of Financial Economics, 81 (2006) 681 - 708, March. 2006

21) Bates, T. W., Michael, Lemmon, M. L. and Linck, J. S., "Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze out deals: Are minority shareholders left

미국에 관한 연구이므로 다른 국가에서도 일반화가 가능한지 의문이다. 특히 대륙법 체계 국가들의 경우 주주들의 이익이 제대로 보호되고 있지 못하다는 주장이 많다<sup>22)</sup>(예: La Porta et al 1997, 1998; Johnson et al 2000). 따라서 Bates, Lemmo and Linck(2006)<sup>23)</sup>의 결론과 달리 대륙법에서 소수주식 강제매수제도가 소수주주에 미치는 영향은 크게 다를 수 있다. 그리고 옵션의 가치가 고려되어 있지 않은데 이는 후술하겠다.

## V. 주식가치 산정에 관한 논란

소수주식 강제매수제도가 필요한 제도라고 하더라도 실제 적용을 어떻게 하여야 하는 문제가 남는다. 특히 매매가액 결정은 소수주주의 이익과 직결된다. 그리고 경제적으로 효율적인 합병을 유도하기 위한 중요한 요소이다.<sup>24)</sup>

소수주주들의 권리가 축소되는 추세 하에서 freeze out에 처한 소수주주들이 의지할 수 있는 수단은 실질적으로 매매가액밖에 없을 것이다. 그래서 매매가액에 대한 가치평가에 관한 권리의 보장은 소수주주들에게 가장 중요하다.

물론 독립된 사외이사들이 소수주주들을 보호해줄 수 있는 역할을 해 줄 수도 있다. 그러나 사외이사들의 역할과 능력은 한정되어 있다. 미국에서는 합병에 반대하여 freeze out에 처한 소수주주들은 소수주식의 공

---

out in the cold?”, *Journal of Financial Economics*, 81 (2006) 681 - 708, March. 2006

22) La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., “Legal determinants of external finance” *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150., 1997

23) Bates, T. W., Michael, Lemmon, M. L. and Linck, J. S., “Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze out deals: Are minority shareholders left out in the cold?”, *Journal of Financial Economics*, 81 (2006) 681 - 708, March.2006

24) Grossman, S. J, Stiglitz, J. E., “On the impossibility of informationally efficient markets” *The American economic review*, 70(3), 393-408., 1980, Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., “The foundations of freezeout laws in takeovers”, *The Journal of finance*, Vol. Lix, No. 3, June.2004

정한 가치 평가를 위하여 포럼을 결성할 수 있다. 해당 포럼에서는 합병에 관한 계획을 반영하여 가치 평가가 이루어지게 되어 있다. 그러나 이러한 수단으로 소수주주들이 보호를 받는 것 역시 현실적으로 어렵다. 가치평가에 관한 비용, 주식의 유동성과 시간가치, 집단소송제도 제한 때문에 소수주주들의 협상력이 제한되어 있기 때문이다.<sup>25)</sup> 소수주주들이 Freeze out 절차를 문제 삼을 수도 있다. 그러나 이러한 절차상의 도전을 피하는 것은 인수자들과 지배주주들에게 어려운 일이 아니다.<sup>26)</sup>

정보의 비대칭성은 매매가액 산정에 있어서 중요한 문제이다. Bebchuk and Kahan(1999)<sup>27)</sup>은 freeze out 제도가 지배주주들이 우월한 정보를 이용하여 사적 이익을 추구할 수 있는 중요한 수단으로 보고 있다. 만약 freeze out에서의 매매가액을 시장가격으로 설정한다면 소수주주들은 저평가된 가격으로 주식을 파는 것이라고 주장한다. 그 이유는 지배주주들은 우월한 정보를 이용해서 자신들이 평가한 가격이 freeze out을 통해서 매매할 수 있는 가격보다 높을 때 소수주주들의 주식을 획득할 수 있기 때문이다.

이와 같은 문제점은 특히 델라웨어 가중평균방식(Delaware Block Method)에서 드러난다. 지급대가와 관련하여 미국은 델라웨어 가중평균방식 등을 주로 사용하고 있다. 델라웨어 가중평균방식의 이용이 감소하는 추세이긴 하다. 특히 SEC Schedule 13E-3, Instructions to Item 8(b)는 델라웨어 가중평균방식을 크게 확장한다. 그리고 주식의 공정가치를 산정하는 여덟 가지 고려사항을 다음과 같이 열거하고 있다.

“(1)Current market prices, (2)Historical market prices, (3)Net book value, (4)Going concern value, (5)Liquidation value, (6)The price paid in purchases by an issuer or its affiliate over

25) Khutorsky, A., “Coming in from the cold : Reforming shareholders’ appraisal right in freeze out transactions”, Columbia business law review, Vol.133, 1997.

26) Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., “The foundations of freezeout laws in takeovers”, The Journal of finance, Vol. Lix, No. 3, June.2004

27) Bebchuk, L. A., Kahan, M., “The ‘Lemons effect’ in Corporate freeze outs”, NBER working paper, No. 6938, February.1999

the previous two fiscal years, (7)Any report, opinion, or appraisal receive by an issuer or its affiliate relating to the transaction's fairness and (8)Other firm offers during the previous eighteen months for merger, consolidation, or sale of assets of the issuer, or for securities of the issuer sought in order to exercise control.” (Lipton and Steinberger 1990 §9.07)

이에 반하여 델라웨어 가중평균방식은 합병 직전 시장 가격 (market price), 회사의 순재산 가치 (net asset value), 회사의 수익가치(earnings valuation)를 법원이 정하는 가중치에 의하여 합산한다. 많은 미국의 법원들은 델라웨어 가중평균방식을 사용하고 있으나 정작 델라웨어 법원은 합병 프리미엄에 관하여 회사 내부의 연구와 전문가의 의견 등을 종합적으로 같이 고려하고 있다고 한다.<sup>28)</sup>

Weinberger 판결은 델라웨어 법원에서 델라웨어 가중평균방식을 명시적으로 거부하고 재무적 전문가들이 사용하는 방법을 적극적으로 도입하게 하는 판결이 되었다. Booth(1984)<sup>29)</sup>는 Weinberger 판결에 담긴 의미를 잘 설명하고 있다. 특히 freeze out 거래에서 델라웨어 가중평균방식으로 대표되는 간단한 가치측정방법의 퇴조하고 있음을 주장한다. 그리고 거래의 공정성 평가를 사업목적의 합당성 기준에 의하여 실시하는 관행도 감소하고 있다고 주장한다. 그래서 좀 더 재무적이고 경제적인 고려가 많이 감안된 현금할인법과 인수합병 프리미엄 방법이 많이 사용되고 있음을 주목한다. 한편 공정성을 평가함에 있어서 정보의 공개를 강조하는 경향도 주목한다.

Brudney and Chirelstein (1974)<sup>30)</sup>의 방법은 기존 델라웨어 가중평균

---

28) 송종준, 폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수과 주주의 보호, 상사법연구 제 19권 제1호, 2000, 정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, 강원대학교 비교법학연구소 ‘강원법학’, 제35권, 2012.2

29) Booth, R. A., “The new law of freeze out mergers”, Missouri law review, Vol. 49, June.1984

30) Brudney, V., Chirelstein, M. A., “Fair shares in corporate mergers and takeovers” Harvard Law Review, 297-346., 1974

방식의 한계를 어느 정도 극복을 하고 있다. 저자들의 논의는 freeze out 된 주주들이 부당하게 낮은 가격에 주식을 팔 수 밖에 없고 미리 주식을 높은 가격에 판매한 다른 주주들과 형평에 맞지 않는다는 문제점에서 출발한다. 그러나 저자들이 제시한 방법 역시 지나치게 단순하다는 비판을 받고 있다.<sup>31)</sup> Toms(1974)<sup>32)</sup>는 Brudney and Chirelstein의 방법은 거래 및 행정비용을 발생시키면서도 불공정의 문제를 여전히 해결 못하고 있다고 주장한다. 세금에 관한 문제도 제대로 반영하지 못한다고 주장한다. Toms(1974)는 내재가치(intrinsic value)에 기반하여 frozen-out 주주들의 가치를 계산해야 한다고 주장한다. 특히 두 가지 요소를 고려해야 한다고 주장한다. 그 중 첫 번째 요소는 합병으로부터 예상되는 추가적인 가치다. 두 번째 요소는 세금과 거래비용이다.

Khutorsky(1997)<sup>33)</sup>는 소수주주들을 보호하기 위해서는 가치평가에 있어서 재무전문가들의 관행을 더욱 폭넓게 받아들이고, 시장의 불완전성을 반영하고, 집단소송제를 도입할 것을 주장한다. 독일법도 적정한 가액(angemessene Barabfindung)이라는 요건 외에 기준이 없다. 다만 3개월 평균주가를 기준으로 산정하는 경우가 많다.<sup>34)</sup>

미국의 제도를 도입한 우리나라는 소수주주들의 주식에 대한 가치평가와 매매가액 결정에 대한 연구가 거의 없는 실정이다. 예를 들어 김화진(2009)<sup>35)</sup>는 소수주식 강제매수권의 행사 시에 주식가격 산정에 관한 규정이 상법에 부족함을 지적하고 상장주식 시가를 기준으로 삼을 것을 제안하였다. 그러나 앞서의 논의에 보았듯이 시가기준은 델라웨어 가중평균방식보다도 더 단순하여 많은 문제점이 있다.

31) Khutorsky, A., "Coming in from the cold : Reforming shareholders' appraisal right in freeze out transactions", Columbia business law review, Vol.133, 1997.

32) Bate, C., Toms, III., "Compensating shareholders frozen out in two-step mergers", Columbia Law Review, Vol. 78, No. 3, April.1978

33) Khutorsky, A., "Coming in from the cold : Reforming shareholders' appraisal right in freeze out transactions", Columbia business law review, Vol.133, 1997.

34) 송중준, "少數株主 強制退出法制的 國際的 新潮流와 그 立法論的 受容 可能性", 증권법연구, 제6권 제1호, 2005.6

35) 김화진, "소수주식의 강제매수제도", 서울대학교 법학, 제50권, 제1호, 2009.3

이상의 사례를 볼 때 우리나라는 물론 전세계적으로 강제 매수되는 소수주식 가치 산정에 관한 확립된 이론이 없다는 것을 알 수 있다. 단지 재무경제학적 이론과 실무가 점차 많이 반영되는 추세인 것만 볼 수 있을 뿐이다. 물론 감정인에게 의뢰를 하는 방법도 있다. 그러나 지배주주가 선임한 감정인이 적절하고 중립적인 가치평가를 하지 못할 수도 있다.<sup>36)</sup> 따라서 강제 매수되는 소수주식 평가에 관한 분석들을 본 논문이 제공하는 것은 실무적으로나 법적으로 큰 의미가 있다.

우리는 소수주식 강제매수권을 옵션의 일종으로 파악하고자 한다. 뿐만 아니라 우리는 기존 연구에서 고려되지 않았던 미래의 투자기회에 대한 정보, 유동성, 옵션프리미엄 등을 반영한다. 결국 우리는 새로운 방법을 제안하여 이 분야에서 세계적인 선례를 확립하고 과학적인 관행을 정착시키는데 기여하고자 한다.

## VI. 상대적 이익 분석을 위한 접근 방법

기존의 연구들은 소수주식강제 매수제도 또는 freeze out 제도를 논의함에 있어서 내재된 파생상품의 가치를 전혀 고려하지 않았다. 예를 들어, Bates, Lemmo and Linck(2006)<sup>37)</sup>은 freeze out과정에서 소수주주들이 이익을 보고 있다고 주장하였다. 그러나 이익과 손해를 계산하면서 내재된 옵션가치를 고려하지 않았다는 문제점이 있다.

본 논문은 현재 우리 상법의 틀에 맞추어 소수주식강제 매수제도와 소수주식강제 매각제도를 같이 고려하여 소수주식의 전부취득제를 분석한다. 소수주식의 전부취득제는 아래와 같은 네 가지 파생상품 포지션을 창출하게 된다.

- 
- 36) 강대섭, “기업결합 형성단계에 있어서 주주의 보호”, 전북대학교 법학연구 통권, 제 34집, 2011.12
- 37) Bates, T. W., Michael, Lemmon, M. L. and Linck, J. S., “Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze out deals: Are minority shareholders left out in the cold?”, *Journal of Financial Economics*, 81 (2006) 681 - 708, March.2006

	콜옵션 (매도청구권)	풋옵션(매수청구권)
지배주주	롱포지션	숏포지션
소수주주	숏포지션	롱포지션

첫째, 지배주주는 소수주주로부터 주식을 매수할 권리를 갖는다. 이것이 매수청구권이고 다른 말로 강제매수권이다. 이는 콜옵션에 대한 롱포지션과 동일하다. 한편 지배주주는 소수주주의 요구에 따라 주식을 매입할 의무를 갖는다. 이는 풋옵션에 대한 숏포지션이라 할 수 있다.<sup>38)</sup>

둘째, 소수주주는 지배주주에게 자신이 보유한 주식을 매도할 권리, 즉 풋옵션에 대한 롱포지션을 갖는다. 이를 매도청구권 혹은 강제매각권이라 한다. 한편 지배주주는 소수주주의 요구에 따라 보유주식을 매도해야 하는 의무가 생기므로 콜옵션에 대한 숏포지션을 갖게 된다.

지배주주와 소수주주의 상대적 이익은 옵션 포지션의 가치에 의하여 결정이 된다. 따라서 이러한 옵션 포지션의 가치에 영향을 주는 변수들을 고려하여 상대적 이익을 분석할 수 있다. 콜옵션이나 풋옵션과 같은 표준적인 옵션들의 가치에 영향을 주는 변수들은 주식이 가격, 행사가격, 주식변동성, 무위험 이자율, 만기 그리고 배당이다.<sup>39)</sup> 무위험 이자율, 만기, 그리고 배당에 관해서는 소수주식의 전부 취득과 관련성이 특별하지 않고 흥미 있는 사항이 없으므로 관련 논의는 생략한다. 이하 주식이 가격, 행사가격, 주식변동성에 초점을 맞추어 논의를 전개한다.

## 1. 주식이 가격

지배주주와 소수주주가 보유한 주식이 콜옵션과 풋옵션의 기초자산이

38) 콜옵션이란 주식 등 기초자산을 살 수 있는 권리이다. 풋옵션이란 팔 수 있는 권리이다. 옵션에서 권리를 보유하고 있는 측을 롱포지션이라 한다. 롱포지션의 권리를 충족시켜야 하는 측을 숏포지션이라 한다.

39) Hull, J.C., Pearson, 2012, Options, Futures, and Other Derivatives, Eighth Edition. International Edition.



다. 이 기초자산의 가치가 옵션의 가치를 결정한다. 재무경제학 에서 옵션의 가치를 계산할 때 주식가치는 시장에서 관찰 되는 주식의 매매가액이나 주식가격에 왜곡이 없는 실질가치이다. 소수주식의 전부취득제도와 관련해서는 전자가 아닌 후자, 즉 왜곡이 없는 실질가치로 주식가치를 이해하는 것이 바람직하다. 주식가치가 상승하면 콜옵션의 가치는 증가하나 풋옵션의 가치는 감소한다.

예를 들어 설명해보자. 지배주주가 미래의 극비의 긍정적인 사업기회에 관한 정보를 가지고 있다고 하자. 이 정보를 고려하여 현재의 주식시장가치에 비하여 주식의 실질가치가 높다고 판단된다고 하자. 그러면 지배주주가 보유한 주식매도청구권, 즉 콜옵션 롱포지션의 가치는 증가한다. 이에 반하여 소수주주의 콜옵션 숏포지션의 가치는 감소한다. 소수주주가 보유한 주식매수청구권, 즉 풋옵션 롱포지션의 가치는 반대로 반응한다. 즉 지배주주가 긍정적인 정보를 보유한 경우 풋옵션 롱포지션의 가치는 감소하여 소수주주는 손해를 보게 되고 숏포지션의 가치는 증가하여 지배주주는 이익을 보게 되는 것이다.

여기서 주식가치가 투자자마다 그들이 가진 정보에 따라 다를 수 있다는 점이 문제이다. 주식가치는 지배주주나 소수주주와 같이 주식을 보유한 투자자가 스스로 평가할 수 있다. 이를 각 투자자 관점에서는 주식의 실질적이고 공정한 가치로 볼 수 있다. 그러나 정보가 우월한 지배주주가 평가한 가치가 더 정확한 가치일 것이다. 따라서 대주주가 가진 콜옵션 즉 매수청구권 혹은 강제매수권의 가치는 단순히 기초자산을 시장가격으로 간주하고 계산한 콜옵션의 이론적 가치보다 클 것이다. 즉 지배주주는 아주 유리한 입장에서 정보를 가지고 콜옵션을 행사할 수 있다. 이는 지배주주에겐 유리하고 소수주주들에겐 불리하다. 소수주주들의 경우 특별히 정보의 이익이 없다. 따라서 그들이 보유한 풋옵션의 가치는 시장가격에 기반한 이론가와 큰 차이가 없을 것이다.

## 2. 행사가치(매매가액)

소수주식의 전부취득제도에서 행사가치는 지배주주와 소수주주가 합의

한 가격이나 합의가 이루어지지 않았을 때 법원에서 결정하는 공정가치이다. 이를 상법에서 매매가액이라 한다. 행사가치는 실제 시장에서 거래되는 시장가치가 기준이 될 가능성이 높다. 행사가치가 높아질수록 매도청구권의 가치는 하락한다. 지배주주가 소수주주의 주식을 인수하기 위하여 더 큰 금액을 지불하여야 하기 때문이다. 반대로 행사가치가 높아지면 매수청구권의 가치는 상승한다. 소수주주가 지배주주에게 더 높은 가격에 주식을 팔 수 있기 때문이다.

### 3. 변동성

변동성은 미래 주식가치에 대한 불확실성에 대한 지수이다. 변동성은 미래 불확실성이 증가할 수록 증가한다. 변동성의 증가는 매도청구권과 매수청구권의 가치를 모두 상승시킨다. 따라서 변동성은 매도청구권을 보유한 지배주주와 매수청구권을 보유한 소수주주에게 중립적인 영향을 미친다. 그러나 미래 불확실성에 대한 정보의 양에 따라 지배주주와 소수주주의 옵션에 대한 가치평가는 서로 얼마든지 달라질 수 있다. 따라서 변동성의 증가가 지배주주와 소수주주 모두에게 중립적으로 이익을 가져다 줄 것이라고 볼 수는 없다.

## VII. 상대적 이익 분석

위의 접근 방법에 따라 지배주주와 소수주주의 상대적 이익을 분석해보자. 행사가치 즉 매매가액이 시장가치와 비슷한 수준에서 결정된다면 소수주식의 전부 취득제도하에서는 지배주주가 소수주주에 비해서 훨씬 유리하다고 할 수 있다. 이는 주식가치와 변동성의 평가에 있어서 지배주주가 정보의 측면에서 월등하게 우월한 위치 있기 때문이다. 즉 지배주주가 정보의 우위(informational advantage)를 누릴 수 있기 때문이다.<sup>40)</sup>

40) Bebchuk, L. A., Kahan, M., "The 'Lemons effect' in Corporate freeze outs",

1970년대 일시적인 시장 폭락을 이용한 소수주주 축출은 그 사례로 볼 수 있다.<sup>41)</sup> 여기서는 옵션의 가치를 결정하는 요소들 중 주식가치와 변동성에 초점을 맞추어 상대적 이익을 분석해보겠다.

## 1. 주식가치

지배주주는 우월한 정보를 가지고 있고 소수주주는 시장보다 우월한 정보를 가지고 있지 않은 상황을 보자. 이 경우 소수주주의 주식에 대한 가치평가와 시장가격은 일치하게 된다. 따라서 소수주주는 매수청구권과 상관없이 어차피 시장에서 불리하지 않게 거래를 할 수 있게 된다. 결국 굳이 매수청구권을 활용하지 않아도 자신의 가치평가와 일치하는 시장가격에 거래를 할 수 있다. 따라서 매수청구권의 가치는 거의 영이라고 할 수 있다.

만약 소수주주의 주식에 대한 가치평가가 시장가격과 다르다면 어떻게 될까? 첫째, 어느 소수주주의 가치평가가 시장가격보다 높다면 소수주주는 시장가격에 주식을 구입할 수 있다. 소수주주의 정보가 우월하지 않다는 것을 아는 시장 참여자들도 기꺼이 시장가격 혹은 그보다 아주 조금만 높은 가격에도 주식을 매각할 것이다. 둘째, 어느 소수주주의 가치평가가 시장가격보다 낮다면, 그 소수주주는 자신의 가치평가보다 높은 시장 가격으로 시장에 팔 수 있다. 결론적으로 소수주주의 가치평가가 시장가격과 다른 경우도 소수주주는 주식거래에 아무런 문제가 없다. 따라서 어느 경우여라도 매수청구권의 가치는 영이다.

지배주주의 경우는 좀 다르다. 지배주주가 정보의 우위를 가지고 있다는 것은 소수주주를 비롯한 시장의 참여자들도 모두 알고 있다. 따라서 지배주주는 이러한 정보의 우위 때문에 단순히 시장가격에서 거래를 하긴 어렵다. 정보의 우위에 있는 거래자는 시장에서 거래를 할 때 시장 충격

NBER working paper, No. 6938, February.1999

41) 김재형, “미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주축출에 관한 입법의 변천과 법원의 대응”, 企業法研究, 第18卷 第1號, 2009.9

을 발생시킨다.<sup>42)</sup>

예를 들어, 지배주주가 주식을 사려고 하는 상황을 가정해보자. 지배주주는 현재 매매가액보다 자신들의 우월한 정보에 근거한 내재가치가 크기 때문에 주식을 사려고 할 것이다. 소수주주가 합리적이라면 이러한 지배주주의 전략적 행동을 예측할 수 있다. 그래서 지배주주가 주식을 사려 하면 바로 그 행위에 근거하여 자신들도 주식의 가치를 더 높게 판단하게 된다.

많은 주주들이 이러한 방식으로 가치평가를 갱신하면 결국 시장에서 주식의 가치는 올라간다. 만약에 해당 주식에 대한 유동성이 충분하다면 지배주주가 주식을 사려할 때 주식가치의 상승폭은 작을 것이다. 그러나 유동성이 작다면 합리적인 소수주주들의 영향력이 뚜렷해지고 따라서 주식가치의 상승폭은 클 것이다. 이러한 상황에서 소수주식 강제매수제도 즉 매도청구권은 지배주주에게 상당한 이익을 가져다 줄 수 있다. 소수주주들의 전략적 행동을 억제해버리기 때문이다. 특히 유동성이 작은 상황에서 소수주식 강제매수제도의 가치는 더욱 커진다.

따라서 지배주주와 소수주주를 공평한 이익을 배분하기 위해서는 유동성이 작을 수록 강제매수시 매매가액을 높게 설정해야 할 것이다. 한편 지배주주의 정보우위가 크다고 판단 될 수록 역시 매매가액을 높여야 할 것이다. 이론적으로 지배주주의 정보우위는 유동성과 음의 관계를 가지고 있다. 실질적으로도 지배주주의 정보가 우월하다면 소수주주와의 거래에서 이익을 볼 가능성도 클 것이다.

대안으로 지배주주에게 현재뿐만이 아닌 미래의 투자기회에 대한 정보를 공개하라고 요구할 수도 있다. 즉 모든 사적정보(private information)을 공개하게 하는 것이다. 그러나 이는 사업 비밀의 누설과 검증의 문제(verifiability) 등으로 매매가액 조정 보다 현실성이 떨어질 것으로 판단된다.

42) Grossman, S. J, Stiglitz, J. E., "On the impossibility of informationally efficient markets" The American economic review, 70(3), 393-408., 1980, Kyle, A. S., "Continuous auctions and insider trading", Econometrica, Vol. 53, No. 6., November.1985

## 2. 변동성

역시 주식의 변동성이 클 수록 강제매수시 매매가액을 높여야 할 것이다. 변동성이 클수록 옵션의 가치는 올라간다. 따라서 매도청구권과 매수청구권의 가치는 모두 올라간다. 하지만 정보의 양이 부족한 소수주주는 매수청구권의 최적행사시기를 결정하기가 어렵다. 그리고 소수주주는 지배주주가 아니더라도 시장에서 언제라도 주식을 매각할 수 있다. 그러나 지배주주는 우월한 정보에 근거하여 옵션의 행사시점을 더 정확하게 파악할 수 있다. 따라서 지배주주에게 매도청구권은 그 옵션 가치가 상대적으로 크다고 할 수 있다. 결국 옵션의 가치를 높여주는 변동성의 증가는 지배주주에게 더 큰 이익이다.

좀 더 간단히 말하면 정보의 불균형 때문에 소수주주가 가진 풋옵션, 즉 매수청구권은 큰 의미가 없고 지배주주가 가진 콜옵션 즉 매도청구권은 가치가 크다. 따라서 변동성이 높은 주식의 경우 매도청구권 행사시 행사가격 즉 매매가액을 높게 설정하는 것이 지배주주와 소수주주간 이익의 균형을 맞추는 것이 된다.

## VIII. 결론

본 논문은 소수주식 강제매수제도에서 소수주주와 지배주주간의 이익의 균형을 달성하는 방법에 대하여 연구하였다. 특히 소수주식이 강제매수될 때 매매가액을 어떻게 설정해야 하는지를 중점적으로 분석하였다. 본 논문은 소수주식 강제매수권과 강제매각권이 모두 옵션임에 착안 옵션가격 분석틀을 적용할 것을 제안하였다.

그 결과 소수주식 강제매수시 매매가액은 시장가격보다 높게 설정되어야 함을 보였다. 특히 지배주주의 정보우위가 클 수록, 주식의 유동성이 작을 수록, 변동성이 클 수록 매매가액은 더욱 높아져야 한다고 주장하였다. 이와 같이 소수주주들에게 매매가액 산정에서 혜택을 주는 것은 소수주주 프리미엄이라고 볼 수 있다. 그리고 이러한 소수주주 프리미엄

은 근본적으로는 옵션 프리미엄이다.

본 논문의 주장과 같이 파생상품적인 요소를 반영하는 것은 단순한 델라웨어 가중평균방식에서 벗어나 재무전문가들의 전문적인 방법과 식견이 반영되는 세계적인 추세에도 부합한다. 흥미롭게도 소수주식의 전부취득에서 매매가액의 문제를 옵션 측면에서 연구한 기존 문헌은 없는 실정이다. 따라서 우리의 법원에서 본 논문의 방법론을 활용하여 매매가액에 관한 판결을 하게 된다면 큰 의미가 있을 것이다. 이는 소수주주와 지배주주간의 이익의 균형을 달성하는 세계적인 선례를 확립하는 계기가 될 것이다. 뿐만 아니라 소수주주와 지배주주간의 매매가액 협상에도 도움을 줄 것이다.

물론 본 논문의 한계도 존재한다. 주식거래에 있어서 지배주주와 소수주주간의 협상력의 차이가 적극적으로 고려되지 않았다. 유동성, 변동성, 지배주주의 정보우위를 구체적으로 얼마나 어떻게 반영하는 지에 대해서도 논의를 생략하였다. 이상과 같은 문제는 난해하지 않다. 다만 논문의 간결성을 위하여 별도로 다루어져야 할 것이다. 그리고 이러한 사항이 고려가 되더라도 본 논문의 핵심 주장에 대한 유효성에 영향을 주지 않을 것이다.

[참고문헌]

- Amihud, Y., Kahan, M. and Sundaram, R. K., “The foundations of freezeout laws in takeovers”, *The Journal of finance*, Vol. Lix, No. 3, June.2004
- Baker, M., Wurgler, J. and Yuan, Y., “Global, local, and contagious investor sentiment”, *Journal of Financial Economics*, 104 (2012) 272 - 287, November.2011
- Bate, C., Toms, III., “Compensating shareholders frozen out in two-step mergers”, *Columbia Law Review*, Vol. 78, No. 3, April.1978
- Bates, T. W., Michael, Lemmon, M. L. and Linck, J. S., “Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze out deals: Are minority shareholders left out in the cold?”, *Journal of Financial Economics*, 81 (2006) 681 - 708, March.2006
- Bebchuk, L. A., Kahan, M., “The ‘Lemons effect’ in Corporate freeze outs”, *NBER working paper*, No. 6938, February.1999
- Booth, R. A., “The new law of freeze out mergers”, *Missouri law review*, Vol. 49, June.1984
- Brudney, V., Chirelstein, M. A., “Fair shares in corporate mergers and takeovers” *Harvard Law Review*, 297-346., 1974
- Brudney, V., Chirelstein, M. A., “A Restatement of Corporate Freezeouts”, *The Yale Law Journal*, Vol. 87, July.1978
- Greene, E. F., “Corporate freeze out mergers : A proposed analysis”, *Stanford Law Review*, Vol. 28, No. 3., February.1976
- Grossman, S. J, Stiglitz, J. E., “On the impossibility of informationally efficient markets” *The American economic review*, 70(3), 393-408., 1980.
- Grossman, S. J., Hart, O. D., “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation” *The Bell Journal of*

- Economics*, 42-64., 1980.
- Hull, J.C., *Options, Futures, and Other Derivatives*, Eighth Edition. Pearson. International Edition, 2012.
- Johnson, S. A., Ryan, H. E., and Tian, Y. S., “Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter” *Review of Finance*, 13(1), 115-145., 2009
- Khutorsky, A., “Coming in from the cold : Reforming shareholders’ appraisal right in freeze out transactions”, *Columbia business law review*, Vol.133, 1997.
- Kyle, A. S., “Continuous auctions and insider trading”, *Econometrica*, Vol. 53, No. 6., November.1985
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., “Legal determinants of external finance” *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150., 1997.
- Lipton, M., Steinberger, E. H., “Takeovers & Freezeouts” *Law Journal Seminars Press*, Vol. 1., 1990.
- Lopez de Silanes, F., La Porta, R., Shleifer, A., and Vishny, R., “Law and finance” *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155., 1998.
- Rho, H. J., “New squeeze out devices as a part of corporate law reform in Korea : What type of device is required for a developing economy?”, *Boston university international law journal*, Vol. 29:41., Spring.2011
- 강대섭, “기업결합 형성단계에 있어서 주주의 보호”, *전북대학교 법학연구 통권*, 제 34집, 2011.12
- 김성호, “미국 회사법상 ‘소수주주 축출의 정당성’에 관한 고찰 : ‘완전 공정기준’을 중심으로”, *企業法研究*, 第21卷 第4號, 2007.12
- 김재형, “미국에서의 합병대가의 유연화와 소수주주축출에 관한 입법의 변천과 법원의 대응”, *企業法研究*, 第18卷 第1號, 2009.9



- 김진철, “축출합병에 있어서 소수주주의 보호에 관한 연구 : 미국판례상  
정당한 영업상의 목적”, *상장판례연구*, 25권, 4호, 2012.12
- 김화진, “소수주식의 강제매수제도”, *서울대학교 법학*, 제50권, 제1호,  
2009.3
- 서완석, “상법상의 소수주주 축출제도 : 소수주식 강제매수제도와 교부금  
합병제도를 중심으로”, *상사법연구*, 제30권 제2호, 2011.8
- 송중준, 폐쇄기업화거래의 공정요건과 소수과 주주의 보호, *상사법  
연구* 제19권 제1호, 2000
- 송중준, “少數株主 強制退出法制의 國際的 新潮流와 그 立法論的 受容 可  
能性”, *증권법연구*, 제6권 제1호, 2005.6
- 송중준, “소수주식 전부취득제의 입법의도와 해석방향”, *企業法研究*, 第18  
卷 第1號, 2012.3
- 정봉진, “2011년 개정 상법상 소수주식 강제매수제도”, *강원대학교 비교  
법학연구소 ‘강원법학’*, 제35권, 2012.2
- 최준선, “기업구조조정 수단으로서의 소수주주의 축출과 소수주주의 보호  
문제”, *법조협회*, 62권, 제1호, 2013.1

**【Abstract】**

The stock premium for minority shareholders during  
freeze out process

**Kang Hyung-goo, Choi Han-Soo, Lee chang-Min**

We examine how to evaluate the stocks during freeze out process. We particularly focus on the value of stocks owned by minority shareholders. This is an important topic both for academia and practice: Appraisal right is de facto the only practical way to protect minority shareholders at freeze out; How to value minority shares can determine the efficiency of mergers and acquisitions. We regard minority shareholders having long positions on put options and short position on call options. Majority shareholders have opposite positions. Then we consider information asymmetry and market liquidity in order to evaluate those positions. In conclusion, we suggest positive premium for minority shares at freeze out. This premium should increase with information asymmetry and stock volatility, but decrease with the liquidity of stocks.

---

**Key word** : freeze out, squeeze out, freeze out, squeeze out, option, controlling shareholder, minority shareholder, valuation.

---

**주제어** : 소수주식 강제매수제도, 소수주식의 전부취득제, 옵션, 지배주주, 소수주주, 가치평가.