

The Merger of Samsung C&T Corporation & Jeil Industries Inc. under the U.S. Law
미국법 관점에서 보는 삼성물산과 제일모직의 합병¹

Yang Myung-Suk (양 명석)
2017 년 12 월

Abstract

If the 2015 merger of Samsung C&T Corporation and Jeil Industries were subjected to the U.S. laws, (1) Lee Jae Yong, as controlling shareholder of both companies, and the directors of Samsung C&T, as associates of Mr. Lee, would have been found to be interested in the merger, implicating duty of loyalty concerns. For the merger to survive duty of loyalty challenges from minority shareholders of Samsung C&T, (i) the merger need to have satisfied the entire fairness standard, (ii) after full disclosure of the facts relating to the interest of Mr. Lee, an approval of disinterested directors be obtained, or (iii) after full disclosure of the facts relating to the interest of Mr. Lee, an approval of the minority shareholders be obtained. The entire fairness standard requires fairness in procedure and the transactions. However, the merger process does not appear to have provided for procedural fairness safeguards mandated by the standard, nor the transaction terms appear to be fair to the minority shareholders. The approval of the merger by the board of directors did not take place upon full disclosure of the facts relating to the interest of Mr. Lee nor are the outside directors clearly shown to be disinterested. The approval of the merger by the shareholders also does not appear to have been given in good faith. (2) Samsung C&T, a public company, would have been subjected to disclosure requirements of certain material management decisions that depressed its share price in comparison to its competitors, under the Securities Act and the Exchange Act and its failure to disclose such matters would likely be considered violations of Section 10(b) of the Exchange Act and SEC Rule 10b-5.

삼성물산과 제일모직의 합병이 미국에서 진행되었다면 (1) 이재용은 삼성그룹의 지배주주로서, 삼성물산의 이사들은 이재용의 특수관계인으로, 모두가 합병에 대하여 이해관계에 있다고 판단되었을 것이고, 합병과정에서 지배주주와 이사로서의 충실의무를 위반하지 않기 위해서는 (i) 합병절차 및 조건내용이 삼성물산의 소액주주에게 공정 (entire fairness)하였어야 하거나, (ii) 이재용의 이해관계에 대한 모든 사실을 공개하고, 이해관계가 없는 이사들의 승인을 득하거나, (iii) good faith에 의한 주주들의 승인을 득하였어야 한다. Entire fairness는 절차적과 거래조건 모두가 공정함을 요구하는데, 삼성물산의 합병은 일단 절차상으로 소액주주들에게 공정하다고 할 수 없어 보이며, 거래조건도 공정하다고 하기 어려워 보인다. 이사회 의사결정권자 역시 절차상의 부족함과 이사들의 이해관계여부가 불투명하고, 주총에서의 승인도 good faith요건을 충족시키지 못하였을 가능성이 높아보인다. (2) 또한 합병전 삼성물산의 주식가격에 중요한 영향을 주었던 여러 경영행위에 대한 공시의무를 위반할 것으로 보이며, 그러한 경영내용이 투자자들의 투자결정에 중요한 내용으로 판단되어, 그러한 공시의무 위반이 증권사기법 위반으로 인정될 가능성이 높아 보인다.

차례

1.	Introduction.....	2
2.	물산과 모직의 합병	5
	a. 사실관계	5
	b. 엘이엇트 등의 총회금지 가처분 사건 내용	7
	c. 합병반대 소액주주들의 매수청구권 매수가격 사건 내용	8
3.	이사 및 지배주주의 충실의무	13
	a. 이사의 선관주의의무와 충실의무 소개	14

¹ <http://ssrn.com/> 에서 다운로드 할 수 있습니다. <https://ssrn.com/abstract=3095513>.

b.	충실의무	15
i.	본 합병에 이재용이 이해관계자인지 여부	16
ii.	이해관계에 있는 거래에 대한 충실의무 준수 판단 기준	17
c.	이해관계가 있는 합병으로 충실의무 위반 여부	27
4.	증권법	27
a.	증권사기법	27
b.	증권사기행위에 대한 벌칙	36
c.	삼성물산의 합병과 증권사기법	36
5.	결론	41

1. Introduction

삼성물산과 제일모직의 2015.9. 합병은 사회의 큰 관심거리이었고, 국내 재벌 기업의 경영권 세습관행이 세계의 뉴스로 등장하게 한 사건이다.² 이 합병과정에 외국투자자 소액주주가 합병에 이의를 제기하고 합병을 방지하기 위한 소송을 제기하였고, 당시 정권의 지원으로 이재용의 특수관계인을 제외한 삼성물산과 제일모직의 최대주주인 국민연금의 지원을 바탕으로 합병이 이루어 지게 되었다.³

삼성물산과 제일모직은 2015.5.26.에 합병계약을 체결하였고, 그 해 7.17. 주주총회의 결의 이후 9.1.에 합병하였다. 삼성물산은 1938 년 설립된 삼성상회가 그 전신⁴으로 1954 년 설립되었던 구 제일모직⁵과 함께 삼성그룹의 모체라고 할 수 있다. 제일모직은 1963 년 동화부동산으로 설립되고, 1967 년 중앙개발로, 1997 년에는 삼성에버랜드로 상호를 변경하였고, 구 제일모직의 패션 사업을 2013 년 인수하고, 구 제일모직이 2014.7. 삼성 SDI 로 흡수합병되어 사라지면서, 제일모직으로 상호를 변경하였으며, 2014.12.에 상장되었다. 결과적으로 설립이후 50 년 이상을 비상장회사로 유지되던 상대적으로 작은

² BBC, "Shareholders approve controversial Samsung C&T merger," July 17, 2015, at <http://www.bbc.com/news/business-33546434>. The Wall Street Journal, "Samsung Shareholders Back \$8 Billion Merger, in Blow to U.S. Hedge Fund," July 17, 2015. The New York Times, "Samsung Merger Plan Called Unfair to Some Investors," July 4, 2015 at <https://www.nytimes.com/2015/07/05/business/samsung-merger-plan-called-unfair-to-some-investors.html>.

³정권의 지원과정에 이재용부회장이 박근혜 전 대통령과 최순실에게 뇌물을 제공한 혐의로 재판에 넘겨져, 이재용은 2017.8.25. 1 심에서 5 년의 실형을 선고받았다.

⁴ 삼성상회는 1938 년 설립되었다가, 1952 년 주식회사로 전환되었다. 대한민국의 최초 종합상사였으며, 1975 년 상장되었다. 삼성그룹의 수출·수입업무를 이행하며 삼성그룹내 중요한 위치에 있었다. 1977 년 삼성종합건설로 시작한 삼성계열사가 사업에 어려움을 겪자, 1995 년 그를 인수합병하여 그 이후 건설부문이 더 중요한 사업으로 성장하였다.

⁵ 1954 년 제일모직공업 주식회사로 설립되어, 1975 년 상장되었고, 1976 년 제일모직으로 상호를 변경하였다. 1970 년대에 패션사업, 1990 년대에 케미컬 사업, 2000 년대에는 전자재료 사업에 진출하였다. 2014 년 7 월 삼성 SDI 에 흡수합병되었다.

규모의 계열사가 2015. 합병으로 그룹의 모태인 삼성물산과 제일모직의 위치, 즉 삼성전자를 포함한 삼성그룹 비금융사들의 지주회사 위치에 근접하게 되었다.

삼성물산과 제일모직은 합병을 통하여 좀더 규모있는 사업으로 이루어 나갈 수 있다고 주장하였으나⁶, 국내 및 해외 외부에서는 사업상의 목적보다는 2014.5. 심장마비로 인사불성 상태인 이건희회장을 이어 이재용부회장의 경영권 세습이 목적이었다고 보는 시각이 지배적이었다.⁷

삼성물산과 제일모직의 합병이 발표되자, 삼성물산의 소액주주인 미국 헤지펀드 엘리엇은 주총개최 및 물산의 자사주 매각을 금지하는 가처분 소송을 신청하였으나, 삼성의 승리로 종결되었다.⁸ 합병이후 일성신약 등 일부 합병에 반대한 소액주주들이 삼성물산이 제시한 매수청구권의 행사가격이 부당하다고 소송을 제기하였고, 항소심은 자본시장법 시행령에 규정된 방식으로 산정된 매수가격이 삼성물산의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단하여 삼성물산이 제시한 가격보다 약 16.4%이 높은 가격을 정당한 매수가격이라고 판단하였다.⁹

매수청구가격 소송에서 소액주주들의 주장은 합병의 목적이 이재용의 경영권 승계이며, 경영진이 의도적으로 삼성물산의 시장가치, 즉 증권시장에서의 주가를 제일모직에

⁶ “양사는 금번 합병을 통해 제일모직주식회사가 보유한 다양한 사업영역과 운영 노하우 그리고 삼성물산주식회사가 보유한 건설부문의 차별화된 경쟁력과 상사부문의 해외 인프라가 결합됨으로써 매출 및 이익 증대 등 외형성장이 예상되며, 신규 유망 사업의 발굴을 통해 초일류 글로벌 기업으로의 도약을 위한 성장 기반을 마련할 것으로 전망됩니다.” 삼성물산이 2015.6.19. 공시한 제 3 차 정정“주요사항보고서(합병결정)”p.9.

⁷ 삼성물산 소액주주들이 제기한 매수청구권 매수가격 소송에서 항소심은 키움증권의 2014.12.12.자 분석, 한국경제의 2015.5.26.자 보도, HMC 투자증권의 2015.6.30. 분석을 참고하여 여러 언론 보도자료에 물산과 제일모직의 합병의 가장 중요한 목적 중 하나로 이건희 등의 삼성전자(주)에 대한 지배력 강화가 있었던 것으로 추정됨을 언급하였다. 서울고등법원 2016.05.30. 선고, 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 판결. “재벌사랑이 애국인 이상한 나라, 한국,” 윤민화 기자, 시사저널, 2015.7.23. “Chaebol model at risk after Samsung’s narrow defeat of Elliott,” Financial Times, July 20, 2015. “Restructuring Samsung,” The Economist, July 11, 2015. “Korea’s Samsung Watershed,” Wall St. J. July 20, 2015.

⁸ 서울고등법원 2015.07.16. 선고 2015 라 20485 판결.

⁹ 서울고등법원(2016.5.30. 선고 2016 라 20189)은 1 심을 뒤엎고 합병기일 삼성물산의 주가가 인의적으로 하락되었을 가능성을 인정하고, 삼성물산의 당시 주가가 객관적 가치를 나타내지 않았다고 판단하였고, 삼성물산은 이를 대법원에 항소하였고 아직 판결이 나오지 않았다. 소액주주들이 매수청구가격에 대한 소송과 함께 합병무효를 주장하는 소송을 함께 제기하였었는데, 1 심은 2017.10.19.에 합병이 합법하다고 판결하였다. 서울중앙지방법원 민사합의 16 부, 2016 가합 510827.

대비하여 상대적으로 하락시켜, 합병 후 이재용의 지분을 비정상적으로 높혀, 물산을 통한 삼성전자의 지배력을 강화하려고 하였다는 것이다.¹⁰

삼성물산의 소액주주들의 주장이 사실이라면, 삼성물산과 제일모직의 합병은 삼성물산의 소액주주들에게 손실을 발생시키면서 각 회사의 지배주주인 이재용의 개인적 이익을 위한 지배주주의 경영권 남용 행위라고 하겠다. 국내에서 이러한 지배주주의 경영남용 행위들이 사회적 문제라고 언급된지도 상당기간 되었음에도 불구하고 적절한 수위의 규제 또는 수정이 이루어지지 않고 있어 보인다. 그러나 본 합병건을 포함한 국내의 지배주주들의 경영남용 행위라고 지적되는 여러상황은 지배주주의 일반적 경영능력이 부족하거나 또는 경영실적이 부실하다는 문제이기 보다는 지배주주와 소액주주의 이해가 상충되는 상황에서 지배주주의 이익을 선호하여 소액주주에게 불리한 경영판단 및 행위인 경우들이다. 이러한 지배주주 또는 이사 및 임원들과 소액주주와 사이의 이해상충문제는 주식회사의 소유권과 경영권의 분리제도에 존재하는 가장 기본적인 문제이며, 외국 선진국에서는 그에 대한 해결원칙이 이미 개발되고 적용된지 오래된다. 회사의 경영권을 행사하는 이사, 임원과 지배주주는 회사와 소액주주에게 수탁자로서의 충실의무, 주의의무의 책임을 가지고 있으며, 상장회사로서 주주들과 주식투자자들에 대하여 투자판단에 필요한 중요한 사업환경과 경영판단에 대한 투명한 공시를 하여야 할 의무를 가지고 있다.

만약, 삼성물산과 제일모직의 합병건이 미국에서 시도되었다면, 소액주주의 이의제기로 진행되기가 불가능하였을 것이라고 판단된다. 아래 파트 2에서는 삼성물산과 제일모직의 합병에 대한 몇가지 사실관계를 정리하고, 파트 3에서는 미국 충실의무와 관련된 법의 규제내용을 파트 4에서는 미국 증권법의 규제내용을 검토한다.

¹⁰ 국내에서는 충실의무 위반 판단을 주의의무 위반 판단과 동일하게 취급하여 경영판단의 원칙을 적용하고 있어, 물산과 모직의 합병이 충실의무 위반으로 인정되기 어려워 보인다. 자본시장법상 시장조종 또는 부정거래로 인정되어도 합병이 취소되거나 해지될 가능성이 낮아 보인다. 사실 매수청구권 소송에서 승소한 일성신약 등 소액주주들이 제기한 합병무효소송에서 서울중앙지방법원 민사합의 16 부는 합병이 합법하였다고 2017.10.19. 판결하였다.

2. 물산과 모직의 합병

a. 사실관계

최근 몇 재벌 및 중견회사들의 지배주주들이 자식들에게 사업의 경영권을 승계하는 과정에 비상장회사가 자주 등장하고 있다. 많은 경우에 자식들이 대주주인 비상장회사에 다른 계열사들의 일감을 몰아주는 등으로 그 비상장 회사의 사업규모를 키우고 회사가치를 상승시킨 뒤, 그를 상장하여 자금을 마련하고 계열사 지분을 매수하거나 기존 계열사와 합병시켜 증여 세금부담을 줄이며 합법적 방식을 통한 듯이 실질적인 부와 경영권을 승계시키고 있다. 삼성그룹이 이재용에게 그룹의 경영권, 특히 삼성생명과 삼성전자의 경영권을 승계하는 과정에서도 비상장사인 제일모직(삼성에버랜드)이 사용되었다. 제일모직을 통한 경영권 세습은 최소한 1990 년대으로부터 계획된 것으로 보인다.¹¹ 1996 년 당시 삼성에버랜드(제일모직의 당시 사명) 지분 거의 100%를 보유하고 있던 삼성 계열사들은 삼성에버랜드 자본의 약 2.9 배 물량의 전환사채의 발행을 승인하였으나, 그의 주주배정을 모두 포기하고¹², 발생한 실권사채는 이재용 및 그의 형제들에게 배정되어 매수 이후 주식으로 전환되어, 이재용은 삼성에버랜드의 31.9%의 지분을 소유하는 최대주주가 되고, 그의 가족은 63.8%의 지분을 소유하게 되었다. 그 이후 1998 년, 삼성에버랜드는 삼성생명의 전·현직 임원들의 명의로 되어있던 삼성생명 지분 약 20%를 양수하여, 이재용의 삼성 경영권 세습의 중요한 기반이 완성되었다.¹³ 그러나 삼성그룹의 가장 중요한 계열사인 삼성전자의 경영권을 삼성생명을 통하여 간접적으로 행사하고 유지하기에는 부담이 있었을 것이고, 좀더 직접적인 경영권 확보가 중요하였을 것으로 보인다.

¹¹ 삼성그룹 이건희 회장의 아들로 1992 년 국내 학사, 1995 년에는 일본에서 경영학 석사, 2001 년에는 미 하바드대에서 경영학 박사과정을 수료하고 귀국하여 삼성전자에서 상무보로 근무를 시작하였고, 2010 년에는 사장으로, 2012 년에는 부회장으로 승진하였다. 2014 년 5 월에 이건희 회장의 심장마비로 의식불명 상태가 되어 이재용의 삼성그룹 경영권 승진이 다급해진 상황이었을 수 있다.

¹² 주주 26 명 중 삼성그룹에서 분리된 제일제당 만 전환사채를 청약하여 지분을 유지하였다. 황정인, “전환사채의 저가발행과 배인죄,” 18 형사판례연구 174 (2010.6.30.). 전환사채 총 발행금액은 금 9,954,590,000 원이었고, 제일제당의 지분은 2.9%였다. 이건희의 지분은 13.2%, 삼성그룹의 당시 현·전 임직원 16 명의 지분은 10.1%, 삼성물산, 5.2%, 구 제일모직, 14.1%이었으며, 중앙일보가 48.2% 주주로 1 대 주주였다. 서울고등법원 2007.5.29. 선고 2005 노 2371 판결.

¹³ 이동승, “재벌의 경영권세습에 관한 회사법적 연구,” 제 19 권 제 4 호 기업법연구 107 (2006).

2013 년 말 기준으로 이재용과 그의 가족은 삼성생명의 지분 40.1%를 직접 보유하고 있었지만, 삼성전자는 4.69%만 직접 보유하고 있었다. 삼성생명과 삼성물산은 각각 삼성전자의 지분 7.56%과 4.1%를 보유하고 있었다. 이러한 삼성전자의 경영권 구조의 문제는 이재용이 확실하게 행사할 수 있는 지분 자체가 16.35%로 제한적이고, 삼성생명이 보유하는 삼성전자 지분의 의결권 행사가 금융산업의 구조개선에 관한 법률 등으로 압박을 받았을 수 있으며, 이재용과 특수관계인의 삼성물산 보유지분은 13.8%로 삼성물산의 경영권이 제 3자의 공경에 상대적으로 빈약하였고, 삼성전자의 외국인 지분이 50%를 초과하여¹⁴, 이재용의 입장에서는 삼성전자의 경영권구조를 개선하여야 할 필요성이 있다고 판단하였을 수 있다.¹⁵ 삼성전자의 시가총액은 2015. 당시 200 조원을 초과하여, 삼성전자의 지분을 추가로 매수하기는 어려운 상황이었으므로 이재용의 삼성물산에 대한 경영권을 강화하는 안이 고려되었을 수 있다.

이러한 배경 속에서, 2014 년 이후, 언론은 삼성물산과 제일모직의 합병이 이재용의 삼성그룹 경영승계에 필수과정이라고 지적하였다.¹⁶ 본 합병 건 이전, 이재용과 그의 가족이 보유하였던 삼성물산의 지분은 1.41%에 지나지 않았다. 그에 비하여 이재용과 그의 가족은 제일모직의 지분 42.2%를 보유하고 있어, 본 합병과정에서 제일모직의 주식이 삼성물산의 주식과 비교하여 상대적으로 높게 평가될 수록 합병 이후 이재용의 지분이 높아지는 구조였다. 삼성물산의 합병을 반대하였던 엘리엇은 2015.5. 당시 삼성물산 지분 7.12%를¹⁷ 보유하고 있었고, 그를 포함한 외국인 지분은 33.8% 이었다.¹⁸

삼성물산과 제일모직은 자본시장법 시행령에 의한 2 상장법인의 합병비율 산정기준을 근거로 삼성물산과 제일모직 보통주식의 합병가액을 각각 금 55,767 원과 금 159,294 원으로 하여 합병비율을 0.35 대 1 로 하였다.¹⁹ 합병 후, 이재용의 삼성물산 지분 16.40%를 소유하게

¹⁴ 데일리한국 2015.6.13. 기사. <http://daily.hankooki.com/lpage/economy/201506/dh20150613100650138080.htm>

¹⁵ 송원근, “삼성 이재용의 경영권 승계, 정당인가,” 프레시안 2014.07.07. http://www.pressian.com/news/article_print.html?no=118527.

¹⁶ 하이투자증권, “HI 254 지주회사 Brief & Note: 삼성그룹 지배구조,” 2015.10.30. 산업브리프.

¹⁷ 엘리엇트는 헤지 펀드 (hedge fund)로 삼성물산의 주식이 저평가되었다고 판단하고 2015 년 초 물산 주식 매수를 시작하였으며 단기 이익을 추구하였을 가능성이 있다.

¹⁸ 조선비즈 2015.7.5. 기사. http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2015/07/05/2015070500892.html

¹⁹ 자본시장법 시행령 제 176 조의 5 (합병의 요건, 방법등) 제 1 항에 의거하여 이사회의 합병결의가 있는 날과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기준으로 1 개월의 평균종가, 1 주일의 평균종가와 최근일의

되었고, 그의 가족지분은 30.49%, 특수관계인은 39.90%를 보유하게 되었으며, 외국인의 지분은 9.52%가 되어²⁰, 구 삼성물산이 보유하는 4.1%의 삼성전자 지분 의결권에 대한 컨트롤이 상대적으로 확실하게 되었다.

b. 엘리어트 등의 총회금지 가처분 사건 내용

삼성물산의 이사회가 제일모직과의 합병과 그에 대한 임시주주총회 소집을 결의하자, 엘리엇은 법원에 주총에서의 합병결의 금지를 요청하였다. 엘리엇은(1) 자본시장법 시행령에 의한 합병가액 계산 방식이 불공정하며, (2) 경영권 승계를 위한 목적으로 하는 합병은 이사들의 선관주의 또는 충실의무의 위반²¹이고, (3) 삼성물산 주식에 대한 시세조종행위가 있어 합병이 위법하다고²² 주장하였다.

그러나, 법원은²³ 합병가격 계산 방식 자체는 자본시장법 시행령에 명시된 방법에 의한 것으로 불공정하지 않으며, 원고인 엘리엇이 피고들의 실제 목적이 단순히 경영승계였다는 증거를 제시하지 못하였고, 시세조종행위에 대한 증거 역시 미비하였다고 엘리엇의 주장을 기각하였다. 엘리엇의 위 신청요지 (1)은 미국법원도 기각하였을 가능성이 높다. 헌법의 위반 등의 특별한 경우를 제외하고는, 적법한 과정을 거쳐 입법화된 법규를 법원이 불법이라고 판단하기는 어렵다. 엘리엇의 신청요지 (2)는 미국법상으로는 중요하고 법원이

종가를 평균한 가액을 기준으로 30% 범위내에서 합병가액을 결정하여야 한다고 규정하고 있다. 삼성물산과 제일모직의 합병건에서는 시행령에서 정한 기준가를 합병가액으로 결정하였다.

²⁰ 하나금융그룹 애널리스트 리포트. 2017.5.30.

<http://imgstock.naver.com/upload/research/company/1496109632351.pdf>

²¹ 경영권 승계를 목적으로 하는 합병이 선관주의의무를 위반한다는 주장은 미국법상에서도 인정되지 않을 가능성이 있다. 미국에서 이사가 지배주주의 경영승계가 회사의 장기적 이익이라고 판단할 가능성이 있다면, 주의의무 위반의 판단기준이 되는 경영판단의 원칙하에 그러한 판단이 주의의무를 위반하지 않는다고 판단될 수 있다. 그러나 경영승계를 목적으로 하는 합병은 회사의 장기적 이익과 상충되지 않는다는 입장이 가능하다고 하여도 한편으로는 지배주주의 이익이 단기적으로 개입되어 있기 때문에, 이는 충실의무 상 이해상충 상황으로 인정되고, 미국법상 이러한 경우 적용되는 *entire fairness* 원칙을 적용할 것으로 보인다.

국내에서는 이사, 임원 및 지배주주의 선관주의의무와 충실의무를 구분하지 않고 경영판단의 원칙을 적용하고 있어 결과적으로는 충실의무에도 중과실 기준을 적용하고 있다. 미국의 경우, 주의의무에는 경영판단의 원칙을 적용하고 있지만, 충실의무에는 이해상충관계가 인정되면, 과실과 상관없이 회사와 소액주주에게 공정한 절차와 공정한 조건이었는지(*entire fairness*)를 법원이 독자적으로 판단하여, 공정하지 않은 경우, 충실의무의 위반으로 판단한다. 아래 3(이사 및 지배주주의 충실의무)절 참조.

²² 그 외에도 2015.4. 엘리어트와 물산의 임원과의 회의에서 임원이 합병을 고려하거나 계획하고 있지 않다고 언급하여, 금반언의 원칙 위배로 합병이 무효, 반대주주 주식매수가 협상이 이루어지지 않아 무효, 제일모직이 금융지주회사로 인정될 가능성과 그러한 경우 합병의 위법성, 공정거래법상 합병으로 인하여 경쟁이 저하될 가능성 등을 제시하였으나, 이들 모두 기각됨.

²³ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정; 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정.

그를 근거로 합병이 무효라고 판결한 소지가 충분히 있으나, 국내법상으로는 그를 기각한 본 건 법원의 판단은 예상된 결과로 보인다. 미국법상 경영진의 경영판단에 대한 주의의무 위반 여부는 경영판단의 원칙을 판단기준으로 하고 있어, 경영권 승계가 합병의 주목적이라고 하여도, 그 이외의 다른 경영상의 목적이 있을 수 있거나, 경영권 승계가 삼성물산의 장기적 이익이 될 수 있다는 관점이 적절하다고 (reasonable) 인정될 수 있으면, 주의의무 위반이라고 판단하지 않을 것이다. 그러나, 이재용이 삼성물산과 제일모직의 지배주주이고, 합병의 성사에 이재용의 이익이 연관되어 있어, 법원은 합병절차 및 합병조건이 삼성물산과 제일모직의 소액주주들에게 공정(fair)하였는지, 또는 합병과정에서 이해관계가 없는 이사회 주주들이 적절한 절차하에 승인하였는지를 판단하고, 그러하지 아니한 경우, 합병을 금지하거나 무효화 하였을 것이다. 엘리엇의 신청요지 (3)은 아래 합병을 반대한 소액주주들이 제기한 매수청구 가격의 소송에서 법원이 시세 조종행위에 대한 증거로 인정한 증권사들의 리서치 보고서, 삼성물산의 의도적 실적저하 행위에 대한 기사 등이 증거로 인정되고 고려되었다면, 법원의 판단에 영향을 주었을 수도 있어 보인다. 관련 증거자료가 소송 제기전에 이미 출판되었기 때문에 원고가 그를 인지하였을 수도, 법원에 제출하였을 가능성도, 또한 법원이 그를 증거로 고려하였을 수도 있어 보이나, 실제로 그 증거들이 법원에 제출되었는지 또는 법원이 다른 이유로 그를 증거로 채택하지 않았는지 확인되지 않았다. 물론, 본 소송건은 주총이 개최되기 전에 완료하였어야 하는 시간적 부담이 있었기 때문에 원고측에서 관련 자료들을 충분히 검토하고 시세조종관련 증거로 법원에 제출하지 못하였을 수도 있다.

c. 합병반대 소액주주들의 매수청구권 매수가격 사건 내용

삼성물산은 주주총회에서 합병에 반대하고 지분 매수청구한 소액주주들에게 자본시장법 시행령에 의하여 정한 합병가액인 금 57,234 원을 매수가격으로 제안하였고, 소액주주들은 그 가격이 정당한 가격이 아니라고 소송을 제기하였다. 1심은 삼성물산이 제시한 매수가격이 주식 시장의 가격을 근거로 하기 때문에 공정한 가격이라고 판결하였으나, 항소심에서는 삼성물산 주식 시세가 어느 누구에 의하여 이재용의 이익을 위하여 조종되었음을 의심할 여지가 충분히 있고, 제일모직과의 합병이 예측되었고 그에 영향을 받아 합병에 대한 이사회 결의가 있었던 시점의 시세가 삼성물산 주식의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있다고 판단하여, 제일모직이 상장되기 전날인 2014.12.17.의 종가를

객관적인 가치를 반영한 가격이라고 하여 매수가를 금 66,602 원, 삼성물산이 제시한 가격보다 16.4% 높은 가격으로 판결하였다.

항소심은 주식시장의 “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 수 있다”²⁴는 대법원의 판례를 참고하여, 이재용의 이해관계, 언론에 보도된 삼성물산의 예외적인 사업결정내용 등에 의하면 삼성물산의 주가가 예외적으로 형성되었다는 “의심에는 합리적인 이유가 있”으나 그 결과가 삼성물산 또는 사건의 피고들에 의하여 의도적으로 행해진 행위로 판단할 수준으로 입증되지는 않았다고 판단하여, 삼성물산의 매수가격을 산정함에 시장주가를 배제하지 않았다. 그러나 법원은 증권시장에서 제일모직의 상장을 삼성물산과 제일모직의 합병을 예측하는 사실로 인지되었고, 이재용과 그의 가족이 보유하는 삼성물산과 제일모직의 지분의 현저한 차이를 근거로 합병비율이 삼성물산의 주주에게 불리하게 산정될 것이라고 판단되었다고 보여지며, 결국 삼성물산과 제일모직의 주가가 그에 영향을 받아 객관적 가치에 근거되지 않았다고 판단하였다. 법원은 시장에서의 그러한 반응은 제일모직의 상장이후 형성되었다고 판단하여 제일모직의 상장전날의 종가를 합병에 대한 예측의 영향을 받지 않은 삼성물산 주식의 객관적 가격이라고 판결하였다.

법원은 삼성물산과 제일모직이 이건희 회장의 지배를 받는 기업이라는 사실을 인지하고, 합병가액을 결정하는 이사회는 합병결의일의 1 개월간의 삼성물산의 주가가 “상대적으로 낮게, 제일모직(주)의 주가는 상대적으로 높게 형성될수록 [이건희 가족은] 이사건 합병으로 인하여 이익을 얻을 수 있었다고 추정”하였고, 이러한 “특수한 사정이 [] 판단에서 고려”되었다고 하였다.²⁵ 법원은 삼성물산의 주가와 관련하여 “어느 누구”의 시세조종행위를 의심하게 하는 다음 사실을 인정하였다:

²⁴ 서울고등법원 제 35 민사부 2016.5.30.자 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 선고. 대법원 2011.10.13.자 2009 마 989 결정 참조).

²⁵ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.11-14. 키움증권의 2014.12.12.자 분석, 한국경제의 2015.5.26. 자 보도, HMC 투자증권의 2015.6.30.자 분석 등을 참고하였다.

1. “증권시장에서는 2015 년 상반기에 주택경기 회복으로 인하여 건설업종의 주가가 상승할 것으로 예상하였”고 “증권사들이 구 삼성물산(주)이 건설기업 중에서도 재무건전성이 가장 좋고 실적이 양호할 것으로 기대된다는 등의 이유로 구 삼성물산(주) 주식을 우선적으로 매수할 종목으로 추천하였다.”²⁶

그러나 삼성물산의 경쟁 국내 주요 건설사인 현대건설, 지에스건설, 대우건설 및 대림산업의 주가는 2015.1.2. 부터 2015.5.22.까지 17.2%에서 33.0%로 꾸준히 상승하였고, 건설업 주가지수는 28.7% 상승하였으나, 삼성물산의 주가는 8.9% 하락하였다.²⁷

이러한 삼성물산 주가의 예외적인 하락에 대하여 증권업계에서는 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성이 제기되고, 그러한 합병에 의하여 삼성물산의 주가가 하락하였다고 해석하였다.²⁸

2. “제일모직(주)과의 합병가능성 외에 객관적인 지표에 의하여 드러나는 구 삼성물산(주)의 실적 부진도 구 삼성물산(주) 주가가 상승하지 못한 원인이 된 것으로 보인다. 그러나 앞서 본 바와 같이 이 사건 합병은 구 삼성물산(주)의 시장주가가 낮게 형성될 수록 이견회 등의 이익이 커지는 합병이라는 측면과 관련하여 일부 언론과 증권사는 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 의도된 것일 수 있다는 의혹을 제기하였다.”

“2015 년 상반기 에 주택경기가 회복됨에 따라 주요 건설사들은 주택신규공급을 대폭 확대하였음에도 구 삼성물산(주)은 주택신규공급을

²⁶ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.14-15. 법원은 삼성물산이 한국거래소가 유통업으로 분류하고 있지만, 삼성물산의 자산, 매출액과 영업이익의 과반수가 건설부문의 실적이며, 증권사들이 삼성물산을 건설업으로 분류하고 있다고 추정하였다.

²⁷ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.15-16.

²⁸ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.16-17. 이는 삼성증권도 동일한 의견을 제시하였다. 2015.1.18. 삼성증권의 분석자료에 의하며 “제일모직(주) 상장에 따른 향후 구 삼성물산(주)과의 합병 등의 지배구조 변경 가능성 등의 원인으로 주가가 하락하였다.” 이외에도 동부증권, 교보증권, 조선비즈 등의 분석자료 및 보도자료를 참조하였다.

확대하지 않았다. 이에 대하여 [] 구 삼성물산(주)이 2014 년 초부너 주택사업 추진전략을 수정하여 기존 보유 물량의 사업화에 집중하는 한편, 신규 수준은 서울 강남권 등 사업성이 양호하다는 점이 확인된 프로젝트에 주로 참여하기로 하였다고 주장하였다. 그러나 이 사건에서 위와 같은 주택사업 전략 변경에 관한 논의의 배경, 과정 및 결과를 기록한 구 삼성물산(주) 내부 문서 등 위 주장을 직접적으로 뒷받침할 수 있는 자료는 제출되지 않았다.

구 삼성물산(주)은 2015 년 상반기 신규주택을 300 여 가구만 공급하였는데, 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의일인 2015.7.17. ‘2015 년 하반기 서울 8 곳에서 총 10,994 가구의 아파트를 공급할 예정’이라고 밝혀 사건본인이 주장하는 주택사업 전략 변경 내용 및 상반기의 모습과는 대조를 이루었다.”²⁹

3. 주택사업 외에도 “구 삼성물산(주)은 2015 년 상반기 대형 신규 수주가 없었고, 이 역시 구 삼성물산(주) 주가에 부정적인 영향을 미쳤다.” “그러나 구 삼성물산(주)은 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전인 2015.5.13. 카타르 복합화력발전소 공사[]의 제한착수지시서[]를 받고도 이를 공개하지 않고 있다가 낙찰통지서[]를 수령한 후 인 2015.7.28.에야 이를 공개하였고, 위 공사는 공사대금이 약 2 조원인 대형 수주였다. [] 사건본인은 낙찰통지서를 받지 않으면 계약이 무산되는 것이므로 낙찰통지서를 받은 후 이를 공개하였다고 주장하였[으나] [] 구 삼성물산(주)은 위 카타르 복합화력발전소 공사의 경우와는 달리 2011.9.경 사우디 쿠라야 복합화력발전소 공사와 관련하여서는 제한착수지시서만을 받은 상태에서 그 사실을 공개한 바 있다.”³⁰

²⁹ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.18-19. 삼성물산의 주택사업 실적이 업계와 반대된다고 이해하기 어려운 상황임을 보도하는 2015.5.18. 조선비즈의 보도, 2015.9.11. 비즈니스위치의 보도, 2015.9.25. 비즈니스포스트의 보도를 참조.

³⁰ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.20-21. 삼성물산의 카타르 복합화력발전소 낙찰을 공개하지 않은 것은 삼성물산과 제일모직의 합병에 영향을 미칠 것을 우려하여 의도적으로 공시를 지연한 것일 수 있다는 분석의견을 제시한 2015.7.28. 비즈니스위치의 보도와 2015.7.31. 미디어투데이의 보조자료를 참조하였다.

4. “구 삼성물산(주)이 주관하던 공사중 일부의 주관 업체가 2014 년 말부터 2015 년 초 사이에 이건희가 지배하는 기업집단 내 또 다른 회사인 삼성엔지니어링(주)으로 변경되었다.” “사건본인은 삼성엔지니어링(주)이 2010 년부터 2014[년]까지의 기간에도 삼성전자(주)로부터 여러 건의 공사를 수중하였다고 주장하면서 수주 현황 관련 자료를 제출하였으나, 위와 같은 주관 업체 변경에 관하여는 발주처의 수요에 맞추어 해당 공사의 전문성을 확보한 업체로 주관 업체가 변경되었다는 일반적인 내용의 주장만을 하였을 뿐 구체적인 근거는 제시하지 않았다.”³¹

법원은 위의 사실 등을 근거로 (가) 합병에 삼성물산의 주가 하락으로 이익을 받을 수 있는 이건희 가족의 이익과 독자적인 전문가 그룹의 이익이 역여 있을 수 있어, 주가가 삼성물산의 객관적 가치를 나타내었다고 하기 어려우며, (나) 삼성물산의 실적부진이 의도적인 경영결정에 의한 것이라는 의심에 객관적인 근거가 있으며, 삼성물산의 해명에는 설득력이 부족하고, (다) 삼성그룹내 사업결정을 확인하기 어려운 점을 추가 감안하면,³² “구 삼성물산(주)의 실적 부진이 이건희 등의 이익을 위하여 누군가에 의해 의도되었을 수도 있다는 의심에는 합리적인 이유가 있다”고 판단하였다.³³

따라서, 법원은 “제일모직(주)이 2014.12.18. 상장되면서 구 삼성물산(주)과 제일모직(주) 사이의 합병 가능성이 구체화되기 시작하였다고 보이므로, 주식매수청구권 행사 시점과 가장 가까운 시점으로서 이 사건 합병 계획이 구 삼성물산(주) 주가 형성에 미친 영향, 합병을 앞두고 누군가에 의해 구 삼성물산(주)의 주가가 낮게 의도되었을 가능성, 모든 주주, 시장참여자가 아닌 특정 주주·전문가가 이를 이용하거나 악용하였을 가능성을 최대한

³¹ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.21-22. 삼성물산의 실적을 의도적으로 축소하기 위한 계약 양도라는 해석의 2015.6.5. 조선비즈의 보도와 2015.6.30. HMC 투자증권의 분석자료를 참조하였다.

³² 민사소송에서 원고와 피고 각각은 법원의 증거로 연결될 수 있는 모든 자료를 상대방의 요청에 따라 상대방에게 제공하여야 한다. 또한 소송이 예측되는 상황에서는 소송과 관련될 수 있는 자료를 파멸할 수 없다. 이러한 규정을 위반한 경우, 법원은 관련 자료에 대하여 당사자에게 불리한 결론을 지시할 수도 있고, 소송을 기각하거나 상대방의 승소를 선포할 수도 있다. 이런 규정은 연방법원소송절차규정 및 그와 유사한 주법원 소송절차규정에 포함되어 있다. Federal Rules of Civil Procedure. 미국 소송과정에서는 이러한 증거자료 제출의무가 실질적으로 상당한 수준에서 이행되고 있다.

³³ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, pp.26-27.

배제할 수 있는 시점은 제일모직(주) 상장일 2014.12.17.이라고 봄이 상당하다”³⁴고 하여 그 날의 종가를 삼성물산 주식의 매수가격으로 정하였다.

원심과 피고는 항소심의 판결을 대법원에 항소하여 대법원의 판결을 기다리고 있다.

3. 이사 및 지배주주의 충실의무

삼성물산과 제일모직의 합병으로 이재용의 경영승계가 좀 더 확고하게 되었다고 하지만, 삼성그룹의 경영권이 이재용 또는 그의 가족에게 있었다는 것을 의심할 여지는 없다. 공정거래위원회는 2015 년과 2016 년에도 삼성그룹의 지배자(동일인)는 이진희 회장이라고 지목하였지만, 이진희는 2014 년 5 월 이후 의식불명으로 경영권을 행사할 수 없었고, 각 회사의 지배주주는 이재용이었다. 이재용은 그 합병의 각 당사자를 지배하고 있었으므로, 그 합병은 이재용의 자체거래(self-dealing) 이었다. 지배주주의 이권³⁵이 개입된 지배받는 회사와 지배주주 사이의 거래 또는 지배받는 회사간의 거래는 지배주주와 이해관계에 있는 거래라고 하며³⁶, 그러한 거래에는 지배주주의 충실의무 문제가 존재한다. 미국법에서는 지배주주나 이사의 이해관계가 존재하는 거래는 특별 조건이 충족되지 않으면 자동 무효이거나 회사 또는 소액주주의 선택으로 해지가 가능하다.³⁷ 삼성물산과 제일모직의 합병이 동일한 상황 하에 미국에서 시도되었다면, 소액주주의 이의제기로 합병이 취소되거나 해지되었을 가능성이 높다. 사실, 미국에서라면 이재용은 그러한 합병을 시도하지도 않았을 것이라고 예측된다.

³⁴ 서울고등법원 2016 가 20189 결정, p.29.

³⁵ 지배주주가 받는 이익이 다른 주주에게 균등하게 제공되지 않는 지배주주의 이익을 의미한다. 모든 주주에게 제공되는 배당금 등을 제외한다.

³⁶ 충실의무와 주의의무는 이사와 임원에게 부과되는 수탁자의 의무이며, 주주가 단순한 보우 주식의 의결권행사 수준을 넘어 회사의 경영에 이사와 동일한 영향력을 행사하면, 그 주주는 지배주주 (controlling shareholder)로 이사와 거의 동일한 충실의무와 주의의무의 수탁자의 의무가 부과된다.

³⁷ “The extensive reach of the duty of controlling shareholders and directors to the corporation and its other shareholders was described by the Court of Appeal in *Remillard Brick Co. v. Remillard-Dandini Co.*, *supra*, 109 Cal. App.2d 405, where, quoting from the opinion of the United States Supreme Court in *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, the court held: ‘A director is a fiduciary ... So is a dominant or controlling stockholder or group of stockholders ... Their powers are powers of trust ... Their dealings with the corporation are subjected to rigorous scrutiny and where any of their contracts or engagements with the corporation is challenged the burden is on the director or stockholder not only to prove the good faith of the transaction but also to show its inherent fairness from the viewpoint of the corporation and those interested therein ... The essence of the test is whether or not under all the circumstances the transaction carries the earmarks of an arm’s length bargain. If it does not, equity will set it aside.’” *Jones v. HF Ahmanson & Co.*, 1 Cal. 3d 93, 109, 460 P.2d 464 (Sup. Ct. Cal., 1969).

a. 이사의 선관주의의무와 충실의무 소개³⁸

주식회사의 이사는 회사의 소유자인 주주의 위임을 받고 경영권을 행사한다. 따라서, 이사는 수탁자로서의 의무를 가지게 된다. 미국법상의 이러한 수탁자의 의무(fiduciary duty)에는 충실의무(duty of loyalty)와 주의의무(duty of care)가 포함된다.³⁹ 충실의무란 이사가 회사의 이익만을 위하여 경영권을 행사하여야 하고, 주의의무란 적절한 노력과 주의를 기우려 경영권을 행사하여야 하는 의무이다.

회사와 이사의 거래 또는 회사와 제 3 자와의 거래에 대하여 이사가 이해관계에 있으면, 충실의무 위반 가능성이 있어, 거래에 대한 특별검토 과정이 필요하게 된다. 충실의무 우려가 존재하는 거래에서 충실의무와 관련된 특별 조건이 충족되지 않으면, 그 거래는 무효이거나 회사는, 회사의 선택에 따라, 그 거래를 해지할 수 있다.⁴⁰ 충실의무 위반 여부의 판단에는 관련 이해관계에 있는 이사의 과실 여부가 고려되지 않는다. 이해관계가 있는지 없는지를 객관적 기준에 의거하여 판단하고, 이해관계가 존재한다면, 그 거래에서 충실의무 위반에 대한 특별조건이 충족되었는지를 판단한다. 그 과정에서 관련 이사의 행위가 단순과실, 중과실, 고의에 의하여 이행되었는지는 고려되지 않는다.⁴¹

³⁸ “이사와 지배주주의 수탁자 의무와 경영판단의 원칙,” 양 명석, <http://ssrn.com/abstract=2924306> (2017.3.) 참조.

³⁹ 이 2 가지 의무 외로 good faith 및 disclosure 의무가 언급되기도 하지만 그 의무는 기본 2 가지 의무와 중복되거나 그들의 구체적인 범위가 명백하게 정의되어 있지 않다고 할 수 있다.

⁴⁰ Delaware 의 General Corporation Law 제 144(a)조에 의하면, 회사와 이사간의 거래 또는 회사와 이사가 재무이권을 보유하는 (having a financial interest) 제 3 자 법인의 거래는 (1) 이해관계가 있는 이사가 이해관계에 대한 사실을 이사회에 공개하고 이해관계가 없는 이사들의 과반수가 승인하거나, (2) 이해관계가 있는 이사가 이해관계에 대한 사실을 공개한 이후 주주총회에서 관련 거래를 승인하거나, (3) 거래자체가 회사에게 공평하다면, 관련 거래는 자동 무효하지 아니하며 또한 회사가 임의로 해지할 수 없다고 명시하고 있어, 위 3 중 어느 조건을 충족하지 못하는 거래는 자동 무효 또는 회사가 임의로 해지할 수 있음을 의미하고 있다. 보통법에서는 이사와 회사의 거래 또는 이사가 이해관계에 있는 거래는, 거래 조건의 공평성 및 이해관계가 없는 이사들의 이해관계의 존재의 인지 이후 거래 승인 여부와 상관없이 자동 무효였으나, Delaware 를 포함한 미 주정부들은 이를 완화시켜 거래 승인 절차과정에서 일정 안전장치 또는 거래 조건이 회사에게 공평하지 않다면, 회사가 임의로 무효화 할 수 있도록 하는 법을 채택하였다.

⁴¹ 주의의무의 위반 경우(bad faith 나 고의의 불법행위 등을 제외 함)에는 회사가 이사에 대하여 배상을 할 수 있으나, 충실의무의 위반 경우에는 회사가 이사의 책임에 대한 배상을 법으로 금지하고 있다. 이는 충실의무가 주식회사의 주주들의 소유권과 이사들의 경영권을 분리하는 구조의 기본적 보호장치이기 때문이다. Delaware General Corporation Law, 제 102(b)(7)조. 지배주주 또는 이사가 이해관계에 있는 거래에서 이해관계가 없는 이사들로 구성된 특별위원회와 이해관계가 없는 소액주주들의 승인등을 거래의 승인요건으로 사전 결정하여 이행된 경우 entire fairness 기준이 적용되지 않고 경영판단의 원칙을 적용할 수도 있다. 아래 각주 48 참조.

충실의무 위반 경우와는 다르게, 주의의무 위반을 판단하는 기준에는 중과실 기준이 적용된다. 이는 가장 완벽한 검토에 의한 경영결정의 경우에도 그에 대한 실적이 보장되지 않는다는 현실을 인정하여야 하기 때문이다. 주의의무의 위반 여부는 경영판단의 원칙을 적용하여 판단된다. 경영판단의 원칙이란 이사가 이해관계가 없고, 적절한 사전 검토 이후, 회사의 이익을 위하여, 신의성실한 판단을 하였다면, 그로 인한 실질적 경영실적에 대한 책임이 없다는 원칙이다. 적절한 검토, 이익 목적, 성실한 판단의 위반여부는 중과실 기준으로 판단하도록 하여, 현실적으로는 현저한 회사의 불이익이 되는 판단이외에는 이사의 주의의무 위반을 입증하기 어려운 상황이다.

이사뿐만 아니라, 회사의 경영권을 직접 행사하거나 이사에 영향력을 행사하여 회사의 경영판단에 영향력을 행사하는 지배주주에게도 이사와 거의 동일한 수탁자의 의무가 부과된다.

b. 충실의무⁴²

회사의 거래에 이사, 지배주주⁴³ 등의 충실의무 문제가 존재하는 지는 이어나 지배주주 등이 관련 거래와 이해관계에 있는지가 관건이다. 이어나 지배주주 등에 이해관계가 있다면, 거래 절차과정과 거래조건이 특별 조건을 충족하여야 그 거래에 법적 효력이 있다.

⁴² 아래 충실의무에 대한 요약 내용은 미 여러주의 법을 정리하고 개선할 부분을 포함한 American Law Institute(이하 “ALI”)가 1994 년 발행한 *Principles of the Law, Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (이하 “ALI 원칙”)을 주요 참조한 것이다. ALI 원칙과 실제 각 주법과 차이가 있을 수 있다.

⁴³ 지배주주란 법인의 50% 이상의 지분을 보유하고 있거나 실제로 경영권을 행사하는 주주를 의미한다. 실제로 경영권을 행사한다는 것은 이사회를 지배하는 것으로 이사들의 과반수의 임명권 또는 실제로 이사회에 영향력을 행사하는 경우를 포함한다. 43%의 지분을 보유하고 11 명 중 5 명의 이사를 선임한 지배주주가 경영진의 고용계약 갱신안건을 고려하는 이사회에서 지배주주가 선임한 이사가 계약안을 승인하자는 이사들에게 지배주주의 반대입장을 전달하고, 43% 지분의 의도를 따라야 한다고 주장하여, 결국 계약안의 갱신안이 부결된 사실을 근거로 법원이 그 43% 주주가 지배주주라고 판단하였다. *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, 1114-1115 (Del. Sup. Ct., 1994). 약 40% 지분을 직접 또는 특수관계인을 통하여 소유하거나 control 하는 주주인 창업자는 5 명의 이사회 중 3 명이 사외이사와 특별한 관계가 없음에도 불구하고, 창업자가 회사의 사장으로 일반 경영권을 행사하고, 그의 형제들이 회사의 임원으로 재직하였다는 사실을 고려하면 과반수의 지분은 아니지만 이사선임과정에 실질적인 영향력을 행사한다고 하여 지배주주로 인정되었다. *In re Cysive, Inc. Shareholders Litigation*, 836 A.2d 531, 552 (Del. Ch., 2003).

i. 본 합병에 이재용이 이해관계자인지 여부

이사, 임원, 또는 지배주주(수탁자)가 특정거래에 대하여 아래 1 상황에 해당되면 이해관계에 있다고 한다.⁴⁴

1. 수탁자 또는 그의 특수관계인이 관련거래의 당사자인 경우,
2. 수탁자가 관련 거래나 행위의 당사자와 사업, 재무, 또는 가족관계에 있고, 그 관계가 수탁자의 판단에 영향을 미칠 수 있는 경우,
3. 수탁자, 그의 특수관계인, 또는 사업, 재무, 또는 가족관계에 있는 자가 관련 거래에 중요한 금전적 관계가 있으며, 그 관계가 그 거래에 대한 수탁자의 판단에 영향을 줄 수 있는 경우, 또는
4. 수탁자에게 중요한 영향력을 행사하는 자가 관련 거래에 중요한 금전적 관계가 있고, 그 중요한 영향력이 그 거래에 대한 수탁자의 판단에 영향을 줄 수 있는 경우.

위 이해관계의 존재여부에 포함되는 수탁자의 특수관계인⁴⁵에는 (가) 수탁자의 배우자, 자식, 손자, 손녀, 형제와 부모 (그들의 배우자를 포함) 및 수탁자와 한집에 거주하는 자⁴⁶, (나) 수탁자와 사업, 재무, 또는 유사한 관계에 있어 관련 거래에 대한 그의 판단에 영향을 줄 수

⁴⁴ ALI 원칙, §1.23. 개념적으로는 ALI 원칙에서 “이해관계”라 하는 경우에는 관련 이어나 지배주주의 개인적인 직·간접적 이익이 개입된 경우 (위 ALI 원칙의 1, 2 또는 3 항)와 그를 “지배”하는 자(위 ALI 원칙의 2, 3 또는 4 항)가 존재하는 경우가 함께 존재한다고 할 수 있다. Delaware 법원은 개인적 이익이 개입된 경우를 “interest”가 있는 경우라고 하며, 이는 관련 이어나 지배주주의 개인적인 직·간접적 이익, 즉 회사나 다른 주주들에게는 제공되지 않는 이익,이 존재하는 경우라고 정의하고 있다. Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805, 814 (Del. Sup. Ct., 1984). 이어나 지배주주 (또는 그의 특수관계인)가 소송의 당사자인 경우에도 그는 소송이나 소송의 대상인 거래에 이해관계 위치에 있다고 한다. “A director is considered interested where he or she will receive a personal financial benefit from a transaction that is not equally shared by the stockholders. Directorial interest also exists where a corporate decision will have a materially detrimental impact on a director, but not on the corporation and the stockholders.” 지배관계가 없다는 것은 “independent”한 경우라고 하며, 이는 회사의 이익외의 개인적 사항을 포함한 제 3의 사항을 고려하지 않고 경영판단을 할 수 있음을 의미한다. 이어나 지배주주가 독립적인 위치에 있는지는 관련된 사실관계를 종합적으로 검토하고 판단하여야 한다. “As explained in Aronson, ‘independence means that a director’s decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences.’ Rales v. Blasband, 634 A.2d 927, 936 (Del. Sup. Ct., 1993).

증권법과 증권거래소법상에서 사용되는 “이해관계자 거래”의 “이해관계자 (Related Person)”는 이어나 주주의 지배관계는 고려하지 않고, 이익관계에만 초점을 두고 있어, 충실의무의 경우와 차별하고 있다. Instruction to SEC Reg S-K, Item 404(a).

⁴⁵ ALI 원칙에서는 “Associate” 용어를 사용한다. ALI 원칙 §1.03.

⁴⁶ 이 (가) 조항에 특수관계자로 (가) 항에 의한 특수관계인이 수혜자인 신탁, 유산(estate), 또는 수탁자 신탁자인 신탁, 유산, 미성년자, conservatee, 또는 금치산자(incompetent)도 포함된다.

있는 자를 포함한다.⁴⁷ 삼성물산과 제일모직의 합병건에서 이재용(또는 이진희)이 인사권을 행사하여 임명한 그 법인의 사내이사나 임원들은 이재용의 특수관계인이 된다.

삼성물산과 제일모직의 합병은 이재용이 그 2 회사를 지배하고 있을 뿐만 아니라⁴⁸, 각 회사의 이사와 임원에게 영향력을 행사하며 합병으로 그의 삼성그룹의 경영권 세습에 중요한 이익을 받았기 때문에 이재용은 본 합병거래에 이해관계가 있다고 하겠다.

ii. 이해관계에 있는 거래에 대한 충실의무 준수 판단 기준

이사나 지배주주가 특정거래에 대해서 이해관계가 있다고 하여도, 충실의무를 위반하지 않고 거래를 이행할 수 있는 4 가지 특예의 경우가 있다.⁴⁹

1. 거래 과정 및 내용이 회사와 소액주주에게 공평(entire fairness)한 경우,⁵⁰
2. 이해관계 및 거래에 관련된 사실을 공개하고, 이해관계가 없는 이사의 사전 승인을 득한 경우,⁵¹
3. 이해관계 및 거래에 관련된 사실을 공개하고, 이해관계가 없는 이사의 추인을 득한 경우

A. 단, 거래 내용이 회사와 소액주주에게 공평(fair)하다고 할 수 있는 근거가 있고,

⁴⁷ ALI 원칙, §1.03.

⁴⁸ 50.5% 지분을 보유하고 있는 모회사가 자회사의 49.5% 지분의 소액주주들의 지분을 인수하고자 할 때, 모회사가 임명한 자회사의 이사가 모회사에게 인수와 관련된 자회사의 내부 재무 정보를 제공한 경우, 모회사가 인수 거래의 양쪽에 참여하여, 이해상충관계에 있었기 때문에, 모회사가 인수 절차 및 조건이 자회사의 소액주주에게 공정함 (entirely fair)을 입증하여야 한다고 판단하였다. *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. Sup. Ct., 1983).

⁴⁹ ALI 원칙, §5.02(a).

⁵⁰ ALI 원칙은 이사가 이해관계가 있는 거래를 이행하면서 충실의무를 준수하려면, (가) 이해관계의 사실내용과 거래내용을 거래의 결정권자에게 공개하여 사전승인 또는 추인을 득하고, (나) 위 명시된 4 가지 사항 중 1 을 충족시켜야 한다고 하였다. Delaware 주 법원 및 기타 법원들은 이해관계가 있는 거래가 공정하면 (entirely fair), 충실의무 위반이 아니거나 위반이어도 손해가 없다고 판단하고 있다. ALI 원칙은 거래의 조건이 공정하다고 하여도 이해관계사실을 공개하지 않았으면, 충실의무의 위반이며, 그러한 경우에 위 (가) 조항이 필요하다고 언급하고 있다. 예를 들어, X 사의 이사가 자신이 보유하는 건물을 보유사실을 공개하지 않고 X 사에게 시가로 매각하였다면, 거래조건은 공정하다고 하여도, 이해관계 사실을 공개하지 않았기 때문에, 충실의무를 위반한 것이라고 지적하고 있다. 그러나 Delaware 법원은 거래의 “공정성”에는 절차적 공정성과 거래조건의 공정성이 동시에 존재한다고 하여, 이해관계 사실을 공개하지 않으면, 그를 절차적 공정성을 위반하는 것이라고 정의하여, 결과적으로는 ALI 원칙과 동일한 결론을 내리고 있다.

⁵¹ Delaware 법원은 이해관계가 없는 이사의 승인이나 추인 또는 이해관계가 없는 주주의 승인이나 추인이 있는 경우에도 특별한 경우를 제외하고는 entire fairness 기준을 적용하나, 입증의무를 원고에게 부과하고 있다. 아래 각주 52 참조.

- B. 사전 승인없이 거래를 이행하였어야 할 적절한 사유가 있어야 하며,
 - C. 사전 승인없이 거래가 이행됨으로서 회사나 소액주주에게 불이익이 발생하지 않았어야 하고, 또는
4. 이해관계 및 거래에 관련된 사실을 공개하고, 이해관계가 없는 주주들의 사전승인 또는 추인이 있고, 거래가 회사의 자산 낭비가 아니어야 한다.⁵²

(1) Entire Fairness.

Entire fairness 란 거래의 협상 및 그 절차와 거래 조건 모두가 종합적으로 공정하여야 함을 의미한다. 절차가 공정하기 위해서는 이해관계가 있는 이사(또는 지배주주)의 불참여⁵³, 강요 또는 영향력에서 독립되어 이해관계가 없는 이사들이 독립된 위치에서 거래에 대한 자료 수집, 검토, 협상, 및 결정을 할 수 있어야 하고, 이해관계가 있는 이사가 관련 거래에 대하여 알고 있는 중요한 사실이 있다면 그를 공개하여야 한다. 절차의 공정여부를 판단하려면, 거래의 시점, 거래의 제안, 구조, 협상, 공개 과정, 및 이사회와 주주총회의

⁵² Delaware주 법원은 General Corporation Law 제 144(a)조의 주주들의 승인이 있으면 이사와 이해관계가 있는 거래가 자동 무효가 되지 않는다고 하는 규정을 충실의무에 대한 위반이 아닌 특예로 해석하지 않고, 그를 entire fairness 위반 입증의무를 이사회나 지배주주에서 소액주주로 이전한다고 해석하고 있다. 이사회나 지배주주가 이해관계에 있는 거래에 대한 주주의 승인여부와 상관없이 entire fairness 기준이 적용되고, 단 관련 거래에 이해관계가 없는 주주가 거래를 승인한 경우에는 관련거래가 회사에 fair하다는 것의 입증의무가 이사회나 지배주주에서 fair하지 않다는 것의 입증의무가 이익을 제기하는 소액주주에게 이전된다. 그러나 이해관계에 대한 사실내용을 공개하였음에 대한 입증의무는 이해관계가 있는 이사회나 지배주주에게 계속 유지된다. “However, approval of a merger, as here, by an informed vote of a majority of the minority shareholders, while not a legal prerequisite, shifts the burden of proving the unfairness of the merger entirely to the plaintiffs. [The controlling shareholder], nonetheless, retained the burden of showing complete disclosure of all material facts relevant to that vote.” *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, 937 (Sup. Ct. Del., 1985). 일부 Delaware주 법원의 판례에서는 이해관계가 없는 주주들의 승인이 있는 거래에 대하여 entire fairness 기준을 적용하지 않고 경영판단의 원칙을 적용하고 있기도 한데, 이러한 판례는 이해관계에 있는 이사가 이사회전체에 대한 지배권한을 행사하지 않는 경우를 포함한다. 예를 들어 이사들이 본인들에게 스톡옵션을 제공하는 결의 경우에, 주주들이 승인하였다면, 경영판단의 원칙기준을 적용하기도 한다. *Citron v. E.I. du Pont Nemours & Co.*, 584 A.2d 490, 502 (Ct. of Chancery, Del., 1990). Delaware 대법원은 한 회사의 지배주주가 본인 또는 본인이 지배하는 제3사와 합병을 시도하는 상황에서, 사전적으로 (1) 이해관계가 없는 이사들이 합병에 대한 거부권을 행사할 수 있고, 실제로 독자적인 검토 및 협상을 이행하고 (2) 소액주주들이 승인할 것을 확정하고 제3자와의 합병과 동일한 절차를 거친 경우에는 entire fairness가 아닌 경영판단의 원칙기준을 적용한다고 판단하였다. 이과정에서 법원은 다음 5가지 조건이 모두 충족되어야 한다고 하였다: (i) 합병은 이해관계가 없는 이사들의 승인과 소액주주의 승인, (ii) 이해관계가 없는 이사들이 independent하여야 하고, (iii) 이사들이 독립된 자문을 받을 수 있고, 거래를 거절할 수 있어야 하며, (iv) 이사들이 주의의무를 준수하여야 하고, (v) 소액주주들에게 강요가 없어야 한다. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 639 (Del. Sup. Ct., 2014). 삼성물산과 제일모직의 합병도 M&F건의 요건이 충족된다면, 경영판단의 원칙이 적용될 수 있을 것이다.

⁵³ 이사회나 지배주주가 이해관계가 있는 거래를 이해관계가 없는 이사들이 검토하고 승인하는 과정에 이해관계가 있는 이사들이 참여하지 않아야 한다는 요건은 현 여러 주법에서 요구되지 않는 요건이다. 예를 들어 Delaware 주법은 이해관계가 있는 주주가 관련 거래를 승인하는 회의에 참석하였다는 사실만으로 관련 거래가 이사의 충실의무를 위반하는 것이 아니라고 명시하고 있다. Delaware General Corporation Law, §144(a).

승인에 대하여 종합적으로 검토하여야 한다.⁵⁴ 가격 등 조건이 공정여부를 판단하려면 거래의 대상인 주식 또는 회사의 기본적 가치에 영향을 주는 자산, 시장가치, 이익, 장래성 및 기타 요건의 경제적 또는 재정적 요소를 검토하여야 한다.⁵⁵

절차적 공정성. 공정한 절차의 요건 중 이해관계가 없는 이사들이 독립된 위치에서 검토, 판단한다는 것은 이해관계가 없는 이사들이 독자적으로 경영판단에 필요한 자료의 범위, 검토 수위, 거래의 필요성, 대체거래의 검토 및 거래의 이행에 대하여 이해관계가 있는 이사의 영향력 밖에서 자발적으로 판단할 수 있어야 하고, 실제로 그러한 자발적 판단을 이행하여야 함을 의미한다. 모회사가 50.5% 자회사의 나머지 소액주주들의 지분을 공개매수하고 합병 하는 거래를 진행하면서 모회사가 자회사에게 합병안을 제시하고 6 일 이내에 자회사의 이사회가 합병안에 대한 결정을 할 것을 요구하여, 자회사의 이사회가 긴급하게 고용한 투자자문사는 통상적인 매수가격의 공정성 검토를 이행하지 못하였고, 자회사의 이사들은 협상안에 대한 통상적인 협상과정을 이행하지 않은 상태에서, 2 번의 유선상 회의 이후 소집된 1 번의 회의에서(이사들은 합병계약서를 승인하는 회의에서 처음 제출받고) 합병안을 승인한 과정에 대하여 미 Delaware 주 대법원은 절차상 공정하지 않았다고 판단하였다.⁵⁶ 법원은 동건에서 모회사가 지명한 자회사의 이사 일부들이 자회사의 내부자료를 근거로 모회사의 합병 경제성에 대한 보고서를 작성하였으나, 이를 자회사의 이사회에 공개하지 않은 것도 절차상 공정하지 않았다고 지적하였다.

거래조건의 공정성. 법원은 특정 거래가 entire fairness 요건을 충족하는 지는 절차 및 조건 모두를 종합적으로 검토하고 판단하여야 한다고 언급하고 있으나, 실제 판결내용을 보면, 관련 판단의 상당부분은 거래에 대한 절차적인 공정성에 집중하고 있다. 이는 절차적 공정성의 판단이 조건에 대한 판단보다 개념적으로 좀더 수월하고 그 판단

⁵⁴ “The concept of ... fair dealing ... embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained.” Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. Sup. Ct., 1983).

⁵⁵ “The concept of ... fair price ... relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company’s stock.” Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701, 711 (Del. Sup. Ct., 1983).

⁵⁶ Weinberger v. UOP Inc., 457 A.2d 701, 711-712 (Del. Sup. Ct., 1983). 법원은 자회사인 UOP 주식이 \$14.50 에 거래되고 있었고 모회사인 Signal 사가 \$20-21 을 제안한 후 자회사가 \$21 을 요구하여 합병 매수가격이 \$21 로 결정되어 합병 제안 전 시가 대비 약 45% 프리미엄이 지급된 것과 무관하게 절차의 공정성에 대한 미흡함을 판단하였다.

기준의 원칙을 구체적으로 설명할 수 있기 때문이라고 보여진다. 거래조건이 공정한지에 대한 판단은 개별 거래의 사실관계에 따라 다르고 그 판단과정에 적용된 공통된 원칙을 찾기가 쉽지 않다. 일반적으로 충실의무가 개입되지 않은 제 3자와의 거래와 동일한 조건으로 이루어지는 거래이면, 충실의무를 위반하지 않는 공정한 거래라고 할 수도 있으나⁵⁷, 그러한 동일한 제 3자와의 거래를 찾기가 쉽지 않은 것이 현실이다.

거래조건의 공정성에 대한 가장 많은 판례는 지배주주나 경영진이 소액주주의 지분을 매수하고 100% 지분을 소유하게 되는(going private) 또는 지배주주와 합병(freeze out)하는 거래에서 지배주주나 경영진이 제시하는 매입가나 소액주주의 매수청구권에 의한 매수자가 공정한지에 대한 판례들이다. 이러한 지배주주나 경영진이 소액주주의 지분을 매수하는 거래는 entire fairness 기준을 충족하여야 하거나 법원에서 요구하는 공정한 가격에 거래가 이루어 져야 한다. Delaware 법원은 간의합병(short form merger)의 경우, 합병에 반대하는 소액주주들에게 주어지는 appraisal right(주식매수청구권)에 대한 법규⁵⁸에서 요구하는 fair value 가 entire fairness 에서 요구하는 공정한 거래 조건과 동일하다고 판단하였다.

Delaware 주 법원은 appraisal right 의 공정한 가치란 주식의 본질적(intrinsic) 가치를 의미하여, 시가, 자산가치, 배당금, 영업이익, 사업내용 등을 고려하여 판단하여야 한다고 하였다.⁵⁹ 소액주주가 보유하는 주식의 공정한 가치의 판단과정에 합병가격 및 합병시점의 시가도 고려가 되지만, 합병가격이나 시가만 고려하거나 공정한 가치의 기준으로 받아들이지

⁵⁷ “If the corporation would be warranted in paying that price to a third party dealing at arm’s length it would also be warranted in paying that price to the director or senior executive.” ALI 원칙, comment to §5.02(a)(2)(A), p. 219.

⁵⁸ 관련 법규는 법원이 모든 관련된 상황을 감안하되 합병효과를 포함하지 않은 주식의 공정가치를 판단하여야 한다고 명시하고 있다. “Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be the fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors.” Delaware General Corporation Law §262(f).

⁵⁹ “The basic concept of value under the appraisal statute is that the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him, viz., his proportionate interest in a going concern. By value of the stockholder's proportionate interest in the corporate enterprise is meant the true or intrinsic value of his stock which has been taken by the merger. In determining what figure represents the true or intrinsic value, . . . the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value. Thus, market value, asset value, dividends, earning prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of the merger and which throw any light on future prospects of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholder's interest, but must be considered.” In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL ___ A.3d ___ (Del. Ch., 2017), quoting Tri-Continental Corp. v. Battye, 74 A.2d 71 (Del. Sup. Ct. 1950).

않는다.⁶⁰ 공정한 가격이란 회사가 지속하여 존재하여 발생하는 가치를 의미하며 자산의 매각 또는 청산가치를 의미하지 않는다고 하였다. 법원은 증권시장의 시가가 거래되는 주식의 가장 객관적인 가치를 나타낸다고 인정한다면, 합병상황에서의 1 매도자와 1 또는 소수의 매수자의 협상에 의하여 결정된 가격은 경제학에서 **efficient market**의 요건을 충족시키지 못하기때문에 합병 협상과정의 거래가격이 관련 주식의 본질적 가치를 항상 반영한다고 할 수 없다고 하였다.⁶¹

시장에서 특정 증권의 거래물량과 거래자가 많고 거래상황이 정상적인 경우에는 시가가 관련 주식의 객관적 가치를 평가하고 있을 수 있으나, (가) 거래물량과 거래자가 많지 않거나 비정상적인 경우, (나) 시세조종 등의 행위로 영향을 받았을 경우, (다) 시장에서 거래되는 증권과 평가를 하여야 하는 증권에 실질적인 차이가 있는 경우 (지배주주가 존재하여, 시가는 실제로 배당금에 대한 가치만 평가하고 있고, 관련 증권의 본질적가치는 배당금 외의 가치도 포함하는 경우 등) 등에는 시가가 관련 증권의 객관적 가치를 반영하지 않을 수도 있다.⁶² 증권의 시가가 특정한 사정으로 인하여 저가평가되어 있는 경우에도 시가는 그 증권의 정당한 가치를 반영하지 않는다고 한다. 예를 들어, 단기실적에 부담을 줄 수 있는 장기성장 전략을 이행하는 과정에 시장은 단기실적을 위주로 평가하여 회사의 장기 본질가치를 저평가할 수 있다.⁶³

⁶⁰ “It is, of course, axiomatic that if there is an established market for shares of a corporation the market value of such shares must be taken into consideration in an appraisal of their intrinsic value. . . . It is, of course, equally axiomatic that market value, either actual or constructed, is not the sole element to be taken into consideration in the appraisal of stock.” In re Appraisal of Dell Inc.

⁶¹ 경제학 관점에서 **efficient** 시장의 요건은 infinite number of buyers & sellers and perfect information. 증권거래소 (NYSE)는 100 주단위로 거래되어, 거래가격이 관련 주식 100 주에 대한 객관적 가치평가라고 할 수 있다. 합병과정의 협상은 1 명의 매도자와 1 명 또는 소수의 매수자의 거래로서 **efficient** 시장의 결과를 기대할 수 없다. “Among the other requirements for market efficiency are liquidity and fungibility. Public stock market prices are generally efficient because large numbers of identical shares of stock in a given company trade on a highly liquid market with millions of participants. The deal market, however— dealing as it does with entire companies, rather than individual shares— often lacks both qualities. No two companies are exactly alike, and the market for whole companies is unavoidably chunky, rather than liquid. As such, the deal market is unavoidably less efficient at valuing entire companies (including the value of control) than the stock market is at valuing minority shares:” In re Appraisal of Dell Inc.

⁶² Kahn v. Tremont, C.V. No. 12339, WL 145452 (Del. Ch., 1996), rev’d on other grounds, Kahn v. Tremont, 694 A.2d 422 (Del. Sup. Ct., 1997).

⁶³ Dell 사의 경영진은 PC 시장의 장기적 하락을 예측하고 기업에 컴퓨터 서비스사업 등에 추가 투자하는 장기성장 전략을 전개하고 있었는데, 시장에서는 PC 시장의 하락추세에 중점을 두어 회사의 주가가격이 하락하였는데, 그 시점에 경영진의 MBO 를 이행하였고, 법원은 시가가 회사의 주식을 저평가하여 주식의 본질가치를 제대로 반영하지 않았다고 판단하였다. In re Appraisal of Dell Inc., C.A. No. 9322-VCL, (Del. Ch. Ct., May 31, 2016)..

LBO 합병상황⁶⁴에서는 합병가격이 소액주식의 정당한 가격을 반영하지 못할 가능성이 높다. LBO 합병상황에서는 일반적으로 채정투자자가 상대적으로 단기기간에 투자금을 상환할 것을 목표로 하여 요구하는 투자수익율이 전략투자자보다 높아, LBO를 전제조건으로 진행되는 합병협상은 타겟사의 가치를 저평가할 가능성이 높다고 하였다.⁶⁵

지분의 공정가치에는 지배주주의 경영권 프리미엄이나 소액지분의 할인을 적용하지 않고, 회사 전체의 가치에 대한 지분비율만큼을 공정가치로 인정한다.⁶⁶

Delaware 법원이 가장 많이 사용하는 회사의 공정한 가치평가 방법으로는 투자은행과 회계사들이 가장 많이 사용하는 discounted cash flow (DCF) 계산방법이다.⁶⁷

삼성물산과 제일모직의 합병시점에서 삼성물산 주식의 시가가 삼성물산의 경쟁사들의 주식과 비교하여 또는 삼성물산의 과거 시가에 비교하여, 삼성물산의 자산 및 과거 실적 등에 비교하여 저가 평가되어 있었던 사실은 소액주주들의 매수청구권 소송 항소심에서 인정한바 있어, 미국법원은 합병당시의 삼성물산 주식의 시가를 그의 본질적 가치에 대한 객관적 가격이라고 인정하지 않을 가능성이 높다.⁶⁸ 특히 삼성물사 주식의 시가가 시세조종

⁶⁴ Leveraged buy out 또는 Management buy out 등의 부채로 매수금을 조달하는 M&A 거래 등을 포함한다.

⁶⁵ “Although the literature is far from unanimous in its analysis and policy recommendations, the weight of authority suggests that a claim that the bargained-for price in an MBO represents fair value should be evaluated with greater thoroughness and care than, at the other end of the spectrum, a transaction with a strategic buyer in which management will not be retained.” “the use of an LBO pricing model to determine the Original Merger Consideration, which had the effect in this case of undervaluing the Company”. In re Appraisal of Dell Inc., Memorandum Opinion, C.A. No. 9322-VCL, II.A.3. (Del. Ch. Ct., May 31, 2016). 특히 전략적 투자자 (strategic investor)가 개입되지 않고 재무투자자만 개입된 거래에서는 매매가격이 본질가치와 다를 수 있다고 하였다.

⁶⁶ John C. Coats, IV, “‘Fair Value’ As an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions,” 147 U. Penn. L. R. 1251, 1266 (1999).

⁶⁷ Joseph Evan Calio, “New Appraisals of Old Problems: Reflections on the Delaware Appraisal Proceeding,” 32 Am. Bus. L. J. 1, 49 (1994).

⁶⁸ Atchley v. Qonaar Corp., 704 F.2d 355 (7th Cir., 1983)건은 KFM사가 Qonaar사에 대한 공개매수를 하여 98%의 지분을 인수하고 1981년에 합병한 상황에서 Qonaar의 소액주주들이 KFM의 모회사의 지배주주와 Qonaar의 이사/임원을 상대로 증권사기법 위반을 주장하여 제기한 소송건이다. 1심은 원고의 주장은 충실의무의 위반뿐이며 증권사기법의 요건이 충족되지 않았다고 기각하였으나, 항소심은 원고가 주장한 피고들의 행위가 사실이라면, 증권사기법의 요건이 충족될 수 있다고 1심의 판결을 파기하였다. Qonaar사는 주차미터기와 대중교통 동전 수집기 시장에서 독보적 위치에 있어, 1978-1980년 사이에 높은 성장과 이익을 이루었다고 원고가 주장하였다. 원고는 피고가 정당한 사업근거가 없이 의도적으로 Qonaar의 실적을 저하시키는 사업결정으로 1980년 \$5.00을 초과하였던 이익이 1981년의 이익이 \$0.50로 하락하였다고 주장하였다. 피고들의 이러한 행위는 (1) 판매부 부사장과 총 기술책임자의 해고, (2) 의도적인 판매거부, (3) 주요

행위에 영향을 받았을 가능성을 인정한 이상, 법원이 당시의 시가를 정당한 가격이라고 인정할 가능성이 희박하여 보여지며, 미 법원은 삼성물산의 가치평가를 매수청구권 감소심과 같이 합병시점 이외의 시가로 제한하지 않고 DCF 등의 다른 평가방법을 인정할 가능성이 높다.⁶⁹

결론적으로 삼성물산과 제일모직의 합병을 미국법을 적용한다면 절차상 공정하지 않았고, 합병가격도 공정하지 않았던 것으로 판단될 가능성이 높아 거래가 소액주주에게 *entirely fair* 하지 않았다고 판단되었을 것으로 보인다.

(2) 이해관계 없는 이사들의 사전 승인

합병자체가 삼성물산의 소액주주에게 *entirely fair* 하지 않다고 하여도, 이해관계에 있는 이사와 지배주주가 이해관계 내용과 거래내용을 공개하고 이해관계가 없는 이사들이 사전에 승인하였다면, 지배주주와 이해관계에 있는 이사들은 충실의무를 위반하지 않았다고 하겠다.⁷⁰ 미국의 경우, 이해관계문제가 존재하는 거래가 제기되면, 이사회는 이해관계가 없는 이사들만으로 특별위원회를 구성하여, 특별위원회가 독자적으로 자료 수집, 외부자문사 고용, 검토와 승인여부를 결정하게 된다. 그러나, 제일모직과의 합병건에서는 그러한 특별위원회의 구성없이 일반 이사회에서 합병을 결의하고, 1 명의 사외이사가 불참한 가운데 3 명의 사외이사가 사내이사들과 함께 합병안을 승인하였다.

이해관계 사실 공개 및 독자적 검토 여부. 삼성물산의 이사회가 제일모직과의 합병결의안을 승인하기 전 또는 최소한 합병안을 결의하기 전 개최된 이사회에서 지배주주나 이해관계가 있는 이사들이 이해관계에 대한 사실과 그 내용을 이해관계가 없는

프로젝트의 수금일정을 의도적으로 공개매수 마감일 이후로 연기, (4) 의도적으로 공급을 지연시켜 수금이 연기되게 함, (5) 회계상 비용발생일을 앞당기거나 지급금을 일직 지급함, (6) 과거의 관행과 달리 현물 기부를 이행하여 공개매수 기간전데 비용을 발생시키며 공개매수 마감 이후에 사업에 득이 되게 함, (7) 허위 *write-off* 와 *bad debt* 로 손실을 발생하게 함, (8) 공급계약을 임의로 해지하여 수입과 이익의 추소가 포함되었다. 원고는 Qonaar의 정당한 가격은 \$200 이어야 하나, 피고의 이러한 행위로 소액주주들이 \$37의 공개매수에 동의하였다고 주장하였다.

⁶⁹ 삼성물산의 주식이 저평가된 이유가 삼성그룹이나 이재용의 의도적 행위인지와 상관없이, 저평가되었다는 사실을 인정하면, 시가를 삼성물산 주식의 객관적 가치로 인정하지 않고, 다른 평가방법을 이용하게 될 것이다.

⁷⁰ Delaware 주 법원은 이해관계가 없는 이사의 승인 또는 추인이 있다고 하여도, *entire fairness* 기준을 계속 적용하되 그에 대한 입증의무를 원고에게 부과하고 있다. 위 각주 52 참조.

이사들에게 공개하고 독자적으로 검토할 기회 – 즉, 거래에 대한 자료 수집, 전문가의 의견 수렴 등의 과정이 있었는지, 삼성물산 이재용 또는 제일모직에 보고된 합병과 관련된 자료가 삼성물산의 사외이사들에게 제공되었는지, 사외이사들이 적절한 합병시기, 합병가액 등에 대한 독자적 판단을 할 기회와 실질적인 판단이 있었는지, 사외이사들이 합병을 거부할 실질적인 거부권이 있었는지, 그러한 권한을 실질적으로 행사함을 입증할 수 있는 협상과정이 있었는지⁷¹ 등을 법원이 판단하여야 한다. 그러나 삼성물산의 사외이사들이 합병을 승인하기 전에 그러한 절차를 이행하였는지에 대한 공개된 자료가 없어 절차적 요건이 충족되었는지에 대한 판단이 어렵다.⁷²

사외이사의 이해관계 존재 여부. 삼성물산의 사내이사들은 이재용의 특수관계인으로 제일모직의 합병에 이해관계가 있다고 할 것이다.⁷³ 사외이사들은 지배주주가 주주로서의 의결권을 행사하여 선임되었다는 사실만으로는 지배주주의 특수관계인으로 인정되지는 않는다. 사외이사의 경우에도, 사외이사에게 지급되는 보수가

⁷¹ Hunt사의 63.4% 지분을 소유하고 있는 지배주주인 Olin사가 소액주주들 36.6% 지분을 매수하기 위하여 공개매수를 제안한 후, Olin사로부터 인디펜던트한 이사들만으로 구성된 위원회가 공개매수를 검토하게 되었는데, 위원회는 별도로 고용한 외부 투자은행으로부터 주식의 공정한 가격이 \$19 - \$25 사이라는 의견을 받아 Olin사가 제시한 \$20이 공정가격 범위에는 들지만 조정을 원한다고 요청하였으나, Olin사가 이를 1일내 거부하자 별도의 협상노력없이 그를 그대로 받아들였고, 이사들이 합병안을 승인한 이후 주주총회에 앞서 주주들에게 제공한 proxy statement (의결권대리행사권유서류)에 관련 사항을 모두 공개하였다. 추가로 Olin사는 63.5%의 지분을 합병안 제시 1년을 약간 초과한 시점에 전 지배주주로부터 주당 \$25에 인수하였으며, 인수조건으로 인수 이후 1년 이내에 나머지 소액주주들의 지분을 인수하게 된다면 전 지배주주로부터 인수한 가격(\$25)이상을 지급하기로 합의하였다. Olin사는 외부에는 소액주주의 지분을 인수할 의사가 없다고 발표하였지만, 내부적으로는 지속적으로 소액주주의 지분을 인수할 것을 명시하며 계획하고, 그러한 내용의 내부서류는 Olin사가 임명한 Hunt사의 이사들에게도 전달되었으나, 이사들은 그 사실을 다른 Hunt사 이사들과 공유하지 않았으며, Olin사가 인수가격에 대한 의무가 완료된 이후 소액주주의 지분을 매수할 계획이 있음을 공개하지 않았다. 1심 법원인 Chancery Court는 entire fairness 하지 않아 충실의무를 위반하였다고 하여도, 원고들의 유일한 권한은 매수청구권뿐이라며 소장을 기각하였다. 대법원은 매수가격에 대한 실질적인 협상과정이 부족하였다고 판단하여 공정한 절차가 아니었고 Olin사가 임명한 이사들이 Olin사의 Hunt사 소액주주의 지분 매수여도를 공개하지 않은 것은 충실의무의 위반근거가 될 수 있고, 충실의무 위반의 경우, 매수청구권 외의 remedy가 가능하다고 1심 판결을 반송하였다. Rabkin v. Philip A. Hung Chemical Corp., 498 A.2d 1099 (Del. Sup. Ct., 1985).

⁷² 미국 소송법상 소송이 제기되거나 예상되는 시점 이후부터는 소송과 관련된 증거자료를 폐기할 수 없으며, 각 당사자는 소송의 증거물과 연관된 자료를 상대방의 요청에 의하여 상대방에게 제공하여야 한다. 그러한 규정의 의거하여 삼성물산이 합병의 공정성 및 합병의 목적, 준비 작업 등에 대한 모든 자료를 엘이엇 및 일성신약 등 관련 소송의 원고들에게 제공하였어야 할 것이다.

⁷³ 지배주주가 임원인 사내이사를 해임하거나 재임명을 거부할 수 있어, 임원과 이사의 소득에 중대한 영향력을 행사하기 때문에, 이들은 지배주주의 특수관계인으로 인정된다. “[I]t is undisputed that each and every director who ratified the compromise was elected by [the controlling shareholder]. A majority of those directors moreover, were insiders. [The controlling shareholder] yielded power to strip them not only of directorates, but of officers and consultant position as well.” Clark v. Lomas Nettleton Financial Corp., 625 F.2d 49, 52-53 (5th Cir., 1980). See also Sandys v. Pincus, C.A. No. 9512-CB (Del. Sup. Ct., 2016). Sinclair Oil Corp. v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. Sup. Ct., 1971).

사외이사의 개인소득의 상당부분을 차지한다면, 사외이사의 선임과정에 지배주주가 개입된 사실만으로도 사외이사가 지배주주의 특수관계인으로 인정될 가능성이 있다. 특히 사외이사로 선임되는 과정에 지배주주가 사외이사를 특별한 목적을 위하여 선임한 경우에는 그 특수목적에 대해서는 지배주주의 특수관계인으로 인정될 가능성이 있다.⁷⁴ 사외이사의 선임과정에 사내이사나 지배주주가 영향력을 행사하지 않았다고 하여도, 개인적으로 또는 그가 속해있는 직원 또는 조직이 삼성물산 또는 삼성그룹과 사업관계에 있거나, 친분⁷⁵ 또는 기타 사업 또는 재무관계에 있다면⁷⁶, 제일모직과의 합병에 이해관계가 있다고 할 수 있다. 예를 들어, 회사에 법률업무 자문을 제공하는 변호사나 법무법인의 변호사⁷⁷, 이해관계가 있는 이사 또는 그의 지배를 받는 임직원이 추천한 변호사나 전문가⁷⁸, 지배주주, 사내 이사, 또는 이해관계에 있는 이사에 의하여 사외이사로 임명된 이사, 지배주주나 회사가 사외이사가 소속한 학교와 기부금을 제공⁷⁹ 하거나 등의 관계가 있다면, 그러한 사외이사도 관련 거래에 이해관계가 있다고 할 수 있다.

⁷⁴ A 사의 지배주주 C 가 A 사와 B 사의 합병을 추진하여 합병이후 B 사가 존속하고 D 가 합병후 B 사의 지배주주가 되었는데, A 사의 소액주주들이 C 를 상대로 충실의무 위반을 주장하여 손해배상 청구 대표소송을 제기한 후, 소장을 수정하여 D 도 피고에 포함한 이후, 합병이후 임명된 B 사의 이사들이 소액주주들의 반대에도 불구하고 C 와 합의하여 소송을 취하하였다. 1 심법원은 B 사의 이사들이 합병과 상관없이 때문에 대표소송과 이해관계가 없다고 판단하고, 이사의 소송 취하 결정을 인정하였으나, 항소심은 B 의 이사들(사내이사 및 사외이사) 모두가 D 와 C 에 의하여 임명되었기 때문에 대표소송과 이해관계에 있어, 대표소송을 취하할 권한이 없다고 하였다. *Clark v. Lomas & Nettleton Financial Corp.*, 625 F.2d 49, 52-53 (5th Cir., 1980).

소액주주들이 회사와 이사를 상대로 대표소송을 제기하자 기존 이사들이 외부이사를 새로 선임하여 특별위원회를 구성하도록 하고, 위원회가 소송의 취하여부를 판단하게 한 상황에 대하여 법원은 기존 이사들이 선임한 이사들은 소송에 대하여 이해관계가 있다고 판단하였다. *Joy v. North*, 692 F.2d 880, 888 (2nd Cir., 1982).

⁷⁵ 지배주주와 오랜기간 동안 개인적 친분이 있고, 같이 개인 전용기(private plane)을 소유하고 있는 사외이사는 지배주주가 이해관계를 가지고 있는 거래에 대하여 지배주주를 통한 이해관계를 가지고 있다고 판단되었다. *Sandy v. Pincus*, C.A. No. 9512-CB, 10 (Del. Sup. Ct., 2016).

⁷⁶ 지배주주가 설립한 사모펀드에 9.2% 지분을 투자한 파트너쉽의 파트너들은 지배주주와 동일한 이해관계에 있다고 판단하였다. 미 캘리포니아주의 실리콘밸리의 벤처투자펀드의 파트너인 사외이사와 역시 실리콘밸리에서 신생기업의 창업자이며 투자자인 지배주주의 사이도 역시 동일한 이해관계에 있다고 판단하였다. *Sandy v. Pincus*, C.A. No. 9512-CB, 11-12 (Del. Sup. Ct., 2016). 그러나 문제가 된 거래가 있기 전 9 년전 약 10 년가 수차례 지배주주와 같이 투자를 한 이후 9 년간 다른 거래가 없었다면, 그 자체만으로는 이사의 독립성을 의심할 수 없다고 한 판례도 있다. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 647 (Del. Sup. Ct., 2014).

⁷⁷ *Gries Sport Enterprises, Inc. v. Cleveland Browns Football Co.*, 26 Ohio St. 3d 15, 496 N.E.2d 959 (Ohio Sup. Ct., 1986). 단, 그러한 관계가 미비한 규모를 초과하여 material 하여야 한다. 변호사나 컨설턴트가 회사와의 관계가 변호사나 컨설턴트사에게 지급한 자문료가 미비한 규모(de minimis)라면, 지배주주의 특수관계인으로 인정되지 않는다. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 647 (Del. Sup. Ct., 2014).

⁷⁸ *Kahn v. Tremont*, 694 A.2d 422, 429 (Del. Sup. Ct., 1997).

⁷⁹ North Carolina 주지사기도 하였고, Duke University 의 president 이며 Fuqua Industries 의 사외이사인 Sanford 이사는 Fuqua 사와 Fuqua 사의 지배주주가 Duke 대학에 기부금을 제공하였으며, 대학교의 이사(Trustee)이어서 관련 거래에 개인적인 이해관계가 없으나, 지배주주의 특수관계인으로 인정하여 관련

삼성물산의 합병결의 회의에 참석하여 의결한 3 명의 사외이사가 삼성물산 (다른 삼성계열사를 포함) 및 이재용 (그의 가족 등을 포함)과 어떠한 재정적 등의 관계가 있는지를 확인하여야 제일모직과의 합병에 대한 그들의 이해관계를 판단할 수 있을 것이다.

삼성물산의 사외이사 3 명은 제일모직과의 합병을 사전 승인하였다. 그러나 사외이사들이 합병에 대하여 이해관계가 없었는지를 판단하기 어려우며⁸⁰, 사외이사들이 합병을 승인하기 전에 합병에 대하여 이재용의 이해관계에 대한 정보를 제공하였거나, 사외이사들이 독자적으로 합병을 검토할 기회가 없었던 것으로 보여져서, 이해관계가 없는 이사들이 사전에 합병을 승인하였다고 판단하기는 어려워 보인다.

(3) 주주들의 승인.

제일모직과의 합병에 대한 삼성물산 주주총회에는 발행주식의 83.57%가 참여하고, 그중 69.53%가 찬성하여, 필요하였던 2/3 이상의 찬성표를 득하여 결의되었다. 찬성표는 발행주식의 58.11%이며⁸¹, 찬성하지 않은 표를 반대표라고 간주한다면, 반대표는 참석표 중 30.47%, 또는 발행주의 25.46%이다. 국민연금의 11.21%나 엘리엇과의 소송 중 삼성물산의 자사주를 인수한 KCC의 지분 5.6%를 합병건과 이해관계에 있는 지분이라고 하여도, 이해관계가 없는 주주들의 찬반은 총발행주의 41.3% 대 25.46%로 미 주법에 의한 주주총회의 승인을 받았다고 하여야 한다. 그러나 이재용의 이해관계 사실내용이 주주들에게 공개되었는지, 소액주주들의 과반수 찬성이 합병의 요건이었는지 등의 절차적 공정성 요건이 충족되었는지는 별도로 판단하여야 한다. ALI 원칙에서는 이해관계 사실과 거래의 내용을 공개한 이후, 주주총회의 승인으로 충실의무가 충족된 것으로 간주될 수도

거래에 이해관계가 있다고 법원이 판단하였다. *Lewis v. Fuqua* 502 A.2d 962 (Del. Chancery Ct., 1985). 그러나, 대학교수이며 변호사인 사외이사(이사는 지배주주를 알기전에 *tenure* 를 받았다)가 지배주주가 그 대학의 이사이라는 사실과 사외이사가 회사로부터 미비한 규모의 자문료를 받았다는 사실만으로는 사외이사의 독립성을 의심할 수 없다고 판단하였다. *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635, 647 (Del. Sup. Ct., 2014)

⁸⁰ 본 합병건을 결의하기 전, 사외이사들이 실질적으로 이사업무를 독립적으로 이행하였는지도 이사들의 “이해관계”를 판단할 수 있는 근거가 될 것이라고 보인다. 사외이사들이 별도의 검토과정 없이, 단순히 이사회에 참석하여, 경영진이 준비한 안건에 대하여 실질적 논의와 검토없이 경영진의 입장을 승인하여 주는 형식적으로 업무를 이행하였다면, 사외이사들의 독립성을 의심하여야 하겠다. 삼성물산의 사외이사들은 2009 년(사외이사의 회의 안건에 대한 찬반연부를 공시시작한 사업보고연도)부터 2015 년 합병까지 이사회에 불참한 경우는 있어도, 단 한번도 경영진의 안건에 반대한 기록이 없어 보인다.

⁸¹ “삼성물산-제일모직 험난했던 합병 여정,” 조선 Biz 2015.07.25. 보도자료.

있으나, Delaware 주 법상으로는 그러한 승인은 단순히 entire fairness 입증의무를 원고들에게 이전될뿐 entire fairness 기준은 계속 유지된다. California 주 법상에서도 주주총회의 결의과정에서 “good faith” 요건이 충족되어야 하는데, Good faith 란 entire fairness 와 유사하거나 동일하여, 이해관계에 대한 사실 및 합병에 대한 중요한 사실을 공개하고, 총회의 개최 일정 및 회의 절차가 모두 공정하여야 한다.⁸² 삼성물산의 주주총회의 삼성물산에서 이재용 및 이사들의 이해관계에 대한 내용을 공개하지 않았다면, 주주들의 승인에도 불구하고 그 결의과정이 good faith 의무를 충족시키지 않았다고 판단될 가능성이 높으며, 결국 주총의 결의로 충실의무의 위반판단을 피해갈 수 없을 것으로 보인다.

c. 이해관계가 있는 합병으로 충실의무 위반 여부.

이재용은 삼성물산과 제일모직의 합병거래에 대하여 이해관계에 있었고, 그 합병거래는 삼성물산의 소액주주들에게 entirely fair 하지 못하였을 가능성이 높으며, 이해관계가 없는 이사들의 승인이나 주주들의 승인과정이 절차적 fairness 기준을 충족시키지 않았을 가능성이 높다. 따라서, 본 합병건이 시도되었더라면, 법원은 소액주주의 요청을 인정하여 합병을 금지하거나 무효화 하였을 가능성이 높다.

4. 증권법

a. 증권사기법

미국의 증권법 (Securities Act), 증권거래소법 (Securities Exchange Act) 등은 증권의 매매거래와 관련된 시세조정 등 증권시장의 가격을 인위적으로 조정하는 사기 행위를 금지하고 있다.⁸³ 그중 가장 중요하고 적용범위가 넓은 법/규정은 증권거래소법 제 10(b)조와

⁸² California 법원은 “good faith”를 “entire fairness”와 유사하게 해석하여, 주주들이 승인한 경우에도, 법원이 거래자체의 공정성을 검토하여 독자적 판단을 할 수 있다고 하였다. Remillard 건에는 1947 년 입법화된 Corporation Code 제 820 조가 적용되었는데, 당시 제 820 조는 현 Delaware 주와 동일하게 이해관계 주식을 포함한 주총의 승인을 받으면 충실의무를 위반하지 않는 것으로 인정하였다. 그러나, 법원은 “good faith”에 일반적인 의미를 부여하지 않으면, 법을 적용하면서 부당한 결과가 발생할 수 있다며, 그를 거의 “entire fairness”와 유사하게 해석 적용하였다. Remillard Brick Co. v. Remillard-Dandini Co, 109 Cal. App. 2d 405 (Cal. Ct. of Apps., 1952). Delaware 법원들은 good faith 의 의미에 대하여 정확한 법률적 입장을 유지하지 않았다는 비판을 받고 있으나, Delaware 주법에서 fiduciary duty 에 care, loyalty 와 good faith 를 구체적으로 언급하고 있으며, Delaware 대법원은 good faith 의무가 care 와 loyalty 와 별도의 의무라고 유지하고 있다.

⁸³ 증권거래소법 제 9 조는 wash sale, pooling, transactions to induce others to trade, spreading information to affect price 등의 행위를 금지하고 있으며, 제 10 조는 기타 SEC 의 규정을 위반하는 사기행위를 금지하고 있다.

그를 근거로 채택된 SEC 규정 제 10b-5 조로 증권거래와 관련된 내부자거래, 시세조종 및 허위사실 유포 등을 포함한 모든 사기 행위를 금지하고 있다. 증권법과 증권거래소법은 1920년대 후반 미국의 대공황(the Great Depression)때 증권시장의 폭락경험 이후 채택되었으며, 증권사기 규제 조항들의 대부분은 이미 그전에 보통법에 의거하여 법원이 규제하고 있었다.⁸⁴ 법원은 증권사기 법규의 입법과정에 국회가 기존 보통법의 원칙을 인용하였다고 해석하여 증권사기에 보통법의 사기 요건을 적용하였다.⁸⁵

제 14 조는 공개매수(tender offer)와 관련되어 중요한 사실에 대한 허위진술 또는 그러한 사실을 공개하지 않고 대도를 요청하는 것을 금지하고 있다. 증권사기사건에 가장 많이 적용되는 SEC 의 규정 10b-5 는 증권거래소법 제 10(b)조에 의거하여 SEC 가 채택한 규정으로 상장된 증권의 거래와 관련하여 모든 사기 행위를 금지하고 있다.

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,
(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or
(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,
in connection with the purchase or sale of any security.”

증권거래소법 제 18(a)조와 SEC Rule 12b-20 는 SEC 에 제출되는 자료에 허위 또는 오해를 일으키는 진술에 대한 책임을 부과하고 있다. 증권거래소법 제 20 조와 증권법 제 15 조는 지배주주가 good faith 상 법인의 위법행위를 모르고 있는 경우 등을 제외하고는 지배주주에게 법인의 허위진술 또는 진술의 누락에 대한 책임을 법인과 연대하여 책임을 부과하고 있다. 증권법 제 11(a)조는 유가증권신고서 (registration statement)에 중요한 사실의 허위진술 또는 누락되어 투자자들이 오해할 수 있는 경우, 손해배상소송을 청구할 수 있다. 증권법 제 12 조는 증권법 상장규정(증권법 제 5 조)을 위반하거나 허위진술로 증권을 매각한 자는 그의 매수자에게 손해배상 책임이 있다.

⁸⁴ 보통법은 시장이 임의적인 방해없이 작동하도록 보호하여야 한다는 원칙하에 시장 가격을 변경하기 위하거나 증권의 가치 판단에 사용되는 허위사실을 의도적으로 배포하면, 그로 인하여 시장에서 손실을 받은 자에게 배상책임을 인정하였다. Adolph A. Berle, Jr., “Liability for Stock Market Manipulation,” 31 Colum. L. R. 264, 268 (1931), Adolph A. Berle, Jr., “Stock Market Manipulation,” 38 Columbia L.R. 393, 394 (Mar 1938). 보통법은 증권법을 채택하기 전에 이미 pooling 이나 허위 거래 등을 금지하였다. Berle, Jr. (1931), Berle (1938), James W. Moore & Frank M. Wiseman, “Market Manipulation and the Exchange Act,” 2 Univ. of Chicago L. R. 46 (1934). Moore & Wiseman 은 보통법이 Pooling 을 허용하였다고 하나, Berle 은 보통법에서도 금지되었다고 주장한다. Berle 은 이를 US v. Brown 79 F.2d 321 (2nd Cir., 1935)에 근거하고 있으나, Brown 건에서 법원은 pooling 자체만으로 위법이라고 하지 않고 pooling 과 wash sale 및 허위진술 전체를 언급하며 위법이라고 하였다.

⁸⁵ 증권거래소법 제 10(b)조에는 사기의 구체적인 언급이 없다. 제 10(b)조는

“To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

증권거래법과 SEC 의 10b-5 규정이 채택된 이후 법원은 “조종행위(manipulative)” 또는 “속임행위(deceptive)” 한 행위를 일반 사기 및 사기이외도 규제 대상행위로 인정하기도 하였으나, 대법원은 Sante Fe Industries, Inc. v. Green, 430 U.S. 462 (1977)에서 증권거래법의 입법당시 조종행위와 속임행위는 보통법상의 사기 의미를 전제로 하고 있다고 판단하여 일반사기를 증권사기법의 요건으로 확정하였다. 대법원은 Schreiber v. Burlington Northern, Inc., 472 U.S. 1 (1985)에서 공개매수 및 그와 관련된 proxy statement 에서 “fraudulent, deceptive, or manipulative acts”를 금하는 증권거래법 제 14(e)조에서도 조종행위 등 금지된 행위들 모두를 보통법 사기행위로 해석하여야 한다고 제 10(b)조와 동일하게 해석하는 입장을 확인하였다. 학회에는 이를 비판하는

따라서 증권사기행위가 성립되기 위해서는 (가) 증권거래와 관련되어, (나) 중요한 사실에 대한 허위진술 또는, 공개/진술의무가 있는 경우, 누락, (다) 사기에 대한 의도, (라) 상대방이 그에 대한 정당한 의존, (마) 그로 인한 경제 손실과⁸⁶ (바) 그로 인한 손실의 원인이 필요 하다.

위 증권사기의 6 요건 중, (가) 증권거래와 관련의 의미는 피해자의 증권거래를 의미하여 행위자가 증권거래를 하지 않은 경우⁸⁷ (예를 들어 증권의 발행사가 증권거래를 하지 않으면서 실적에 대한 허위 진술을 하는 경우)를 포함하며⁸⁸, (다) 사기의 의도는 고의 또는 미필적 고의를 의미하고⁸⁹, (라) 상장된 증권의 경우, 행위자의 진술이나 행위가 시장에

주장도 존재하나 (Steve Thel, “Regulation of Manipulation Under Section 10(b): Security Prices and the Text of the Securities Exchange Act of 1934,” 2 Columbia Bus. L. R. 259 (1988); Daniel R. Fischel & David J. Ross, “Should the Law Prohibit ‘Manipulation’ in Financial Markets?” 105 Harvard L. Rev. 503 (1991).), 증권거래소법 전 보통법상에 의한 판례는 이미 matched order, washed sale, pegging 등 증권시장의 시가를 조종하는 행위는 시장에 대한 사기라고 관련 거래를 무효화 하였어서, 대법원의 해석에 근거가 있기도 하다. (“By consequence, the common law cases assumed, rightfully, that a statement made to the market was a statement made with the intent that any buyer in the market should be influenced thereby.” Adolph A. Berle, Jr., ‘Stock Market Manipulation,’ 38 Columbia L.R. 393, 394 (Mar 1938). “The court issued the injunction, adding by way of dictum that the creation of undue activity was a fraud, even at common law, which would justify a purchaser in bringing civil action to rescind a sale.” [quoting SEC v. Torr, 15 F. Supp. 315 (S.D.N.Y., 1936)] Berle, at 402.) 하여간, Santa Fe 대법원의 판례는 현행법이다.

⁸⁶ 증권법 제 17(a)조에서는 중요한 사실의 허위진술 또는 그를 누락하여 interstate 거래 또는 우편을 통한 증권 또는 자산 거래를 하는 행위를 불법화하고 있으며, 그 불법행위의 구성요건에 피해자의 경제적 손실이 포함되지 않는다.

⁸⁷ 증권거래소법 제 10(b)조에 대한 Congress 의 의도는 일반 투자자와 증권시장의 보호로, manipulation 을 방지하기 위한 것이며, 그러한 목적에 법규의 범위를 행위자의 증권거래만으로 제한하지 않았다고 법원이 판단하였다. “Therefore it seems clear from the legislative purpose Congress expressed in the Act, and the legislative history of Section 10(b) that Congress when it used the phrase “in connection with the purchase or sale of any security” intended only that the device employed, whatever it might be, be of a sort that would cause reasonable investors to rely thereon, and, in connection therewith, so relying, cause them to purchase or sell a corporation's securities. There is no indication that Congress intended that the corporations or persons responsible for the issuance of a misleading statement would not violate the section unless they engaged in related securities transactions or otherwise acted with wrongful motives; indeed, the obvious purposes of the Act to protect the investing public and to secure fair dealing in the securities markets would be seriously undermined by applying such a gloss onto the legislative language.” SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 860 (2nd Cir., 1968).

⁸⁸ A 사가 B 사와 합병을 목적으로 B 사의 주식을 매수하는 과정에 B 사의 이사들이 C 사와 합의하여 C 사가 B 사와 합병하데 된 이후 A 사가 보유한 B 사의 주식은 C 사의 주식 전환되었고, 공정거래법상 문제가 되어 A 사가 C 사의 주식을 처분하였으며, 처분으로 이익을 보았다. 합병과정에서 C 사가 A 사의 B 사에 대한 공개매수가 실패하도록 유인하기 위하여 주식시장에서 저가의 비공개 매도와 고가의 매수로 B 사의 주가를 조종한 증권사기행위를 이행한 것이 인정되었다. 법원은 C 사의 B 사 주가조종행위가 A 사의 C 사 주식 처분과 연관된 행위라고 증권사기법의 규제를 받는다고 판단하였다. Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co., 419 F.2d 787, 794 (2nd Cir., 1969)

⁸⁹ 대부분의 법원은 “의도”의 입증주을 최소 미필적고의로 요구하고 있으나, 대법원은 증권거래소법 제 10(b)조와 그를 근거로 하는 SEC Rule 10b-5 의 사기 의도의 기준에 대하여 아직 판단을 하지 않았다고 여러 판례에서 구지 언급하고 있다. 형사법에서는 관련 법규에 다르게 정하고 있지 않으면 scienter 로 최소 미필적공의가 요구되지만, 민사법상에서의 tort 책임에 대해서는 일반과실이 일반적으로 적용된다. ““To establish liability under §10(b) and Rule 10b-5, a private plaintiff must prove that the defendant acted with scienter, ‘a

반영되었다고 전제하기 때문에, 피해자가 시장에 참여한 것만으로 정당한 의존하였음을 인정하게 된다. (마) 경제 손실과 (바) 행위자의 행위가 손실의 원인이 되어야 함은 많은 경우 논쟁이 되지 않으나⁹⁰, 관련 증권거래 이후 상당한 시간이 지났거나, 증권시장에 많은 변화가 있거나, 증권 발행사의 경영에 변화가 있거나 등으로 손해배상을 청구한 시점의 관련 증권의 가치가 관련 증권사기 행위로 인한 경제적 손실의 판단 기준이 되기 어려운 상황에 이슈가 된다.⁹¹

중요한 사실. 중요한 사실이란 일반투자자가 주식거래의 판단과정에 그 사실이 전체 사실관계를 상당수준 이상 변경할 가능성이 상당하다고 생각할 수 있는 사실을⁹² 의미한다.

허위진술. 증권거래와 관련된 중요한 사실과 관련된 진술 내용이 허위라면, 증권사기법 요건을 충족시킨다. 위에서 언급한 Atchley 건⁹³에서 법원은 상장회사인 Qonaar의 공개매수를 제기한 Qonaar사의 이사와 임원들이 Qonaar 주가를 하락시키기

mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud.” We have not decided whether recklessness suffices to fulfill the scienter requirement.” [quoting *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185-193-194 (1976)] *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, 563 U.S. 27, 48 (2011).

⁹⁰ 합병을 위한 공개매수안을 경영진이 반대하였음에도 주주들이 매도청약을 한 이후, 매수자가 매수안을 철회하고, 경영진과 합의하여 새로운 공개매수안을 제시한 경우, 첫번째 매수안이 증권사기법을 위반한다고 주장한 사건에서 법원은 첫번째 매수안 철회로 인한 행위는 두번째 매수 과정에 발생하였고, 첫번째 매수과정에 중요한 사실에 대한 허위발표가 없었다고 손실의 인과관계를 부인하였다. *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U.S. 1, 13 (1985).

⁹¹ 미 대법원은 증권사기로 인한 손실은 “실현된 손실”이어야 한다는 듯한 판결을 하였으나, 이는 “실현된 손실”과 “미실현된 손실”의 차이라기 보다는 “경제적 손실”과 “실현된 손실”의 의미에 혼선이 있었던 것으로 보여진다. 대법원은 *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 (2005)에서 증권의 매수가격이 증권의 실제 가치보다 높다는 것만으로는 손실이 있었다고 할 수 없으며, 한 허위사실로 인하여 그 증권의 시가가 실제 가치보다 높다고 하여도, 투자자가 그 증권을 매수하고, 허위사실이 발견되어 시장에 조정이 있기 전에 즉시 매도하여 매수한 가격에 매도하였다면, 손실이 없기 때문에 사실상 매도이전에는 손실이 발생하지 않았다고 하여야 한다는 입장을 고수하였다. 그러나, 경제적 손실은 실 가치와 다른 가격에 매수/매도하였으면 거래 즉시 발생하게 되고, 매수의 경우, 그 손실을 실현하는 것은 매수한 증권을 매도하는 시점에 발생하게 된다. 세법상 증권 및 기타 재산의 투자거래에 이익과 손실은 매수 이후 매도하면서 이익이나 손실이 실현되는 시점에 소득/손실이 인정되어 소득세를 부과하게 되나, 이는 현금기준(cash basis)의 세금을 계산하는 개인에 한하여 적용될 뿐이며, 발생기준(accrual basis)을 사용하는 대부분의 법인의 경우에는 소득/손실을 인정하는 시점은 그의 실현시점이 아닌 발생시점이다. 물론, 허위사실로 인하여 시가가 실제가치와 다르게 책정되어 있는 시점에 매수와 매도를 하여 실현된 손실이 없는 경우도 가능하나, 그는 특수경우로 취급하여야 하지 그를 일반경우로 취급하는 법규를 주장하는 것은 적절치 않다고 하여야 하겠다.

⁹² 미 대법원은 증권사기법상의 중요사실이란 일반투자자가 투자결정과정에 필요한 정보 전체구성에 상당한 영향을 줄 가능성이 높은 사실이라고 하였다. “[T]here must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the “total mix” of information made available.” *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 232 (1988). 자본시장법 제 176조의 중요사실은 미국법과 동일하다 – 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 만한 사실을 의미한다. 송호신, “시세조종행위에 대한 자본시장통합법의 규제,” *한양법학*, 제 20 권 제 3 호, 한양법학회, (2009.8.), 423-449 (435).

⁹³ 위 각주 68 참조.

위하여 의도적으로 Qonaar의 실적을 저하시킨 경영행위들을 SEC에 제출한 사업보고서 및 기타 공시자료에 공개하지 않은 것이 증권사기법 상 중요한 사실의 허위진술에 해당할 수 있다고 판단하였다.

공시의무가 없는 내용이어도 상장사의 공시내용에 허위 내용이 포함되어 있다면, 증권사기법의 규제대상이 될 수 있다. 자사주 매입을 결정한 이사회 이후 자사주 매입과정에 자사주 시가에 영향을 주지 않도록 행사하겠다는 내용을 공시한 경우, 그 내용이 허위진술이라면, 증권사기법의 허위진술 요건을 충족시킨다.⁹⁴

진술 당시 사실이었던 내용이 시간과 상황이 바뀌어 사실이 아닌 상태로 변경된 경우에도 그를 수정하여야 하는 의무가 발생할 수 있다.⁹⁵ 지배주주가 소액주주에게 회사의 예측실적에 대한 정보를 제공하고 지분매각 거래를 협상하는 과정에 실제 실적이 예측과 상당수준 이상으로 다르게 실현되면, 지배주주는 매각거래 실행 전에 그 변경 내용을 소액주주에게 공개하여야 할 의무가 있다.⁹⁶ 과거 진술에 대한 지속적인 수정 공개 의무는 진술 이후 투자자들이 그 진술 내용이 사실이라고 인지하고 그를 근거로 투자결정을 하고 있고, 그러한 믿음이 정당하다면 인정될 수 있다.⁹⁷ 공개매수자가 매수의 중요한 사실내용인

⁹⁴ 1심이 약식판결(summary judgment)로 증권사기죄가 성립되지 않는다고 기각한 이후, 항소심은 주가의 하락에 이어 자사주 매입을 결의한 이사회가 자사주매입은 주가에 영향을 주지 않게 이행하겠다고 공시한 내용이 자사주매입의 기존의도와 경제적 효과와 상충되며, 중요한 사실의 허위진술이 될 수 있어 1심판결을 파기하였다. *Alabama Farm Mutual Casualty Co. Inc. v. American Fidelity Life Insurance Co.*, 606 F.2d 602, 613 (5th Cir., 1979).

⁹⁵ *Peat, Marwick, Mitchell & Co.*, 는 1963년 회계연도에 대한 *Yale Express System, Inc.*의 외부감사였는데, 1963년 Yale사 사업보고서에 대한 감사보고서를 완료한 이후, Yale사 사업보고서가 공시되기전, Yale사의 다른 회계감사 프로젝트에 고용되어 업무를 진행하는 과정에 1963년 사업보고서에 허위진술 내용이 포함된 사실을 발견하였다. PMM은 Yale사의 1963년 사업보고서가 공시되는 것에 이의를 제기하지 않았는데, 법원은 PMM의 별도의 프로젝트의 참여가 외부감사가 아닌 외부회계법인으로 고용되었지만, 제3 투자자들이 1963년도에 포함된 PMM의 감사보고서를 믿고 그를 근거하여 투자결정하였을 것을 PMM이 알고 있었어야 한다면, 증권사기법의 허위진술 요건이 충족될 가능성이 있다고 판단하였다. *Fischer v. Kletz*, 268 F. Supp. 180 (S.D.N.Y. 1967).

⁹⁶ 45.5% 지분을 보유하는 경영주주가 1968년 4월 다른 45.5% 지분을 보유하고 경영에 참여하지 않는 주주에게 1968년 회계연도(7월 마감)의 실적이 좋지 않으며 곧 회사에 큰문제가 발생할 것이라고 공개한 이후, 경영주주가 비경영주주의 지분을 매수하는 매도계약을 1968년 6월 체결하였고, 1968년 11월에 완료되었다. 그러나 1968년 4월 당시, 회사의 경영실적은 많이 호전되고 있었으며, 제3자와 합병과 합병이후 존속사의 경영자로서의 고소득 고용계약을 협상하고 있었다. 법원은 최소한 1968.6. 계약 체결이후에 1968. 회사 실적을 비경영주주에게 공개하였어야 한다고 판단하였다. *Thomas v. Duralite Co., Inc.*, 524 F.2d 577, 583-584 (3rd Cir., 1975).

⁹⁷ 진술내용에 대하여 새로운 정보를 취득한 진술자가 기존 진술 내용을 사실로 믿고 투자판단을 하는 제3자에게 새로운 사실을 공개하여야 할 의무가 있다고 법원이 판단하였다. “Although the prevailing rule still seems to be that there is no liability for tacit nondisclosure, Dean Prosser adds the following important qualification: ‘to

매수의 의도를 공시한 이후, 그 의도에 변경이 있다면, 변경된 내용을 공시하여야 할 의무가 있을 수 있다.⁹⁸ 그러나, SEC에 정기적으로 제출하는 분기보고서, 외부감사보고서 등의 내용에 변경이 있다고 하여도, SEC의 규정 또는 다른 법적 공시 의무가 없다면, 그 변경 자체만으로 변경 즉시 그 내용을 공시하거나 추가 보고서를 제출하여야 할 의무는 없다.⁹⁹

중요한 사실의 누락. 중요한 사실의 누락이 증권사기법의 요건으로 인정되기 위해서는 그 사실을 공개하여야 할 의무가 존재하여야 한다. 공개의무는 보통법, 증권법, 증권거래소 공시규정 등에서 부과된다. 그러나 증권거래와 관련된 보통법상의 정보 공개의무는 이제 증권법에 포함되어 대부분의 경우 증권법에 의하여 관찰되고 있다. 정보 공개의무는 동등한 정보를 시장행위의 근거가 된다는 원칙을 유지하기 위한 것으로, 거래 참여자 사이에 정보의 균형이 깨지면 시장자체의 건전성이 파괴 된다는 판단에 있다. 대법원은 증권법과 증권거래법의 목적은 증권시장의 건전한 성장이며 그 목적의 달성방법은 투명하고 공정한 거래로, 투자결정에 필요한 모든 정보를 시장 참여자 모두에게 동등하게 제공(disclosure)하는 것이라고 하였다. 예를 들어, 증권 발생인의 내부자(이사,

this general rule, if such it be, the courts have developed a number of exceptions, some of which are as yet very ill-defined, and have no very definite boundaries.’ One of these exceptions is that ‘one who has made a statement and subsequently acquires new information which makes it untrue or misleading, must disclose such information to any one whom he knows to be still acting on the basis of the original statement....’ [quoting Prosser, Torts 533 (2d ed. 1955)] *Fischer v. Kletz*, 268 F. Supp. 180, 184-185 (S.D.N.Y., 1967).

⁹⁸ Mesa 사는 Philips 사에 대한 적대적 공개매수를 시도하면서 기 보유하고 있는 Philips 사 주식을 다른 소액주주들에게 동일한 귀회가 주어지지 않는다면 Philips 사에게 되 팔지 않겠다고 공시하였으나, 공시내용을 취소하거나 수정하지 않고 기 보유하고 있던 Philips 사 주식을 Philips 사에 매각하기로 합의하였다. 법원은 Mesa 사의 의도를 믿고 소액주주들이 Philips 주식을 매각하지 않았을 수 있으며, Mesa 가 공시한 의도를 변경하였으면, 그를 공시하였어야 한다고 판단하였다. “We believe the district court was correct that a statement of intent need only be true when made, a subsequent change of intention will not, by itself, give rise to a cause of action under Section 10(b) or Rule 10b-5. ... But he should be liable for failing to convey his change of heart to a plaintiff who thereafter made an investment decision and when the defendant knew, or was reckless in not knowing, was relying on his intent.” *In re Phillips Petro. Sec. Lit.*, 881 F.2d 1236, 1245 (3rd Cir., 1989).

⁹⁹ 사업전망에 대한 자신감을 분기보고서에 진술한 이후 그 다음 분기 중에 사업실적이 그와 반대로 실천된 경우, 그를 즉시 공시하여야 할 의무가 없다고 법원은 *Backman v. Polaroid Corp.*, 910 F.2d 10 (1st Cir., 1990)에서 판단하였다. Backman 등원 투자자들은 Polaroid 사가 1978 년 출시한 즉석영상촬영기 (instant movie camera, Polavision)의 시장 판매실적이 예상보다 현저히 낮았으며, 1978.10.에는 생산이 중단된 만큼 실적 및 사업전망이 좋지 않았음에도 1978 년 3 분기보고서에서 회사는 제품에 대한 긍정적인 전망의견을 유지하였다. Polaroid 사는 1979.2.22. 제품의 판매실적을 공시하였고, 주가는 그 이후 20% 하락하였다. 법원은 회사의 이사과 임원들이 제품에 대한 긍정적 의견을 1978 년 3 분기보고서 공시당시 계속 유지하였음을 보여주는 회사 내부 자료가 있으며, 그 이후 판매실적이 예상보다 현저히 부족한 것이 1978 년 3 분기보고서에 언급된 경영진의 긍정적 의견내용과 상충된다고 하여도, 그에 대한 별도의 법적 의무가 없는 한, 그 사실을 즉시 보고하여야 할 의무가 없다고 하였다. 추가 참조: Rosenblum, “An Issuer’s Duty ... to Update Materially Misleading Statements,” 40 Cath. U. Law Rev. 289 (1991).

임원과 지배주주 등¹⁰⁰)가 소액주주에게 공개되지 않은 정보를 근거로 소액주주와 주식거래를 하는 것은 증권사기행위로 간주된다.^{101, 102} 그러나, 법원은 이러한 거래 참여자들에게 관련된 정보를 공평하게 제공하는 의무에 한계가 있음을 명시하였다. 내부자가 직·간접적인 이익을 추구하면서 제 3 자에 기업의 비공개정보를 제공한 경우, 제 3 자는 그 비공개정보를 근거로 이행한 증권거래에 대하여 정보를 제공한 내부자와 동일하게 증권사기 위반으로 규제를 받게 된다. 그러나, 내부자가 이익을 받지 않고 정보를 제공한 경우에는 정보를 받는 제 3 자가 관련된 증권거래를 이행하여도 증권사기규정의 제재를 받지 않게 된다.¹⁰³

¹⁰⁰ A 사가 B 사와의 합병을 목적으로 공개매수를 제안한 상태에서 B 사의 이사들은 C 사와의 합병을 선호하여 C 사와 협상을 진행하는 과정에 C 사가 B 사의 주식거래를 한다면, C 사도 B 사의 내부자라고 법원은 판결하였다. *Crane Co. v. Westinghouse Air Brake Co.*, 419 F.2d 787, 796 (2d Cir., 1969).

¹⁰¹ 한 회사의 75% 지배주주이자 이사가 회사의 부동산을 정부에 매각하는 협상을 하면서, 그 사실이 소액주주들에게 공개되지 않은 상태에서 에이전트를 통하여 본인의 정체를 밝히지 않고 소액주주의 주식을 매수한 것은 보통법상의 사기라고 법원이 판단하였다. *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909).

증권법과 증권거래소법에 내부자거래를 금지하는 구체적인 규정이 없으나, 내부자가 비공개정보를 근거로 주식거래를 하는 것이 보통법상 사기행위로 인정하는 것과 같은 논리를 적용하여 내부자의 그러한 증권거래는 manipulation 이라고 판단하여 증권거래소법 제 10(b)조와 SEC 규정 10b-5 를 위반한다고 한다.

Agricultural Insurance Co 의 지분 약 15%를 보유하는 지배주주가 1961.1.경에 *Agricultural* 의 경영권을 장악하고 제 3 의 회사 *Exchequer* 를 설립하고 *Exchequer* 의 주주를 밝히지 않고 *Agricultural* 의 이사들이 소액주주들에게 *Agricultural* 의 주식을 *Exchequer* 의 주식으로 교환할 것을 추천하게 하였다. 지배주주들은 *Agricultural* 의 과반수 지분의 의결권을 취득한 이후 *Agricultural* 의 배당금을 줄여 소액주주들이 *Agricultural* 주식을 매도하도록 유인하고 시장에서 주식을 매수하였다. 지배주주는 내부자로서 주식의 가치에 영향을 줄 수 있는 정보를 공개하지 않은 상태에서 소액주주의 지분을 매각한 것은 증권사기 행위일 수 있다고 법원이 판단하였다. *Cochran v. Channing Corp.*, 211 F. Supp. 239 (S.D.N.Y. 1962).

¹⁰² 내부자 공개의무가 내부정보를 취득한 제 3 자에게도 적용되려면, 제 3 자가 법인의 에이전트(agent)이거나, 법인의 수탁자(fiduciary) 또는 증권의 매도자가 신뢰(trust and confidence)하는 관계에 있었어야 한다. *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222, 232 (1980). 그러한 위치에 있지 않으면서, 회사의 비공개정보를 취득한 제 3 자는 그 정보를 근거로 증권거래를 이행할 수 있다. 회사의 M&A 에 대한 SEC 제출 자료를 인쇄하는 공장에서 근무하는 자가 자료의 내용을 통하여 비공개 M&A 정보를 입수하고 증권거래를 하였지만, 법원은 그 직원이 증권거래소법을 위반하지 않았다고 판단하였다. 단, 그 직원 *Chiarella* 는 M&A 와 관련된 비공개 자료를 인쇄하는 업소의 직원으로 인쇄소와 관련 회사와의 비밀유지계약이 존재하고, 직원으로 인쇄소에 대한 비밀의무를 준수하여야 하는 관계에 있으나, 이 주장은 소송과정에 제기되지 않아 법원은 *Chiarella* 를 단순한 제 3 자의 입장에서 판단하였다. *Chiarella v. U.S.*, 445 U.S. 222 (1980).

¹⁰³ 내부자가 제 3 자에게 정보를 제공하면서 직·간접적 이익을 받았으면 비공개정보를 받은 제 3 자에게도 증권사기법이 적용된다는 대법원의 1983 년 판결이후, 내부자와 그로부터 비공개 정보를 제공받은 제 3 자에게도 증권사기법이 적용되었다. ["Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach. *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 662 (1983) 또는 제 3 자가 내부자로부터 부적절하게 (improperly) 정보를 받았어도 동일하다 "Thus, some tippees must assume an insider's duty to the shareholders not because they receive inside information, but rather because it has been made available to them improperly." *Dirks v. SEC*, 463 U.S. at 660 (1983)]. 그러나 최근 뉴욕의 제 2 지역 항소심은 제 3 자에게 내부자와 동일한 증권사기규정을 적용하려면 내부자가 금전적인 이익은 받았어야 한다고 하여 내부자거래의 존재감에 대한 질문을 하게 하였다. *U.S. Newman*, 773 F.3d. 438 (2nd Cir., 2014). 그러나 대법원은 그와 반대의 입장을 고수한 제 9 지역 항소심의 판결을 확정지어 내부자의 직·간접적 이익이란 친족 또는 친목 관계의

또한, 경영판단과 관련된 경영정보의 공개 의무는 SEC의 규정 등 증권관련 법규에서 정하는 경영행위 등의 사실로 제한되며, 경영행위와 관련된 경영자의 경영목적이나 의도들에 대해서는 공개의무가 없다고 지적하였다. 따라서, 상장법인이 자회사와 간의합병을 계획하고 이행하는 과정에 증권법과 증권거래법에서 요구되는 정보를 공정하게 공유하고 소액주주에게 공정한 절차를 준수한다면, 합병조건이 소액주주들에게 불리하다고 하여도 그 사실만으로 증권법/증권거래법을 위반한다고 할 수 없으며, 증권법합병에 대한 내부적인 경영목적은 공개할 의무가 없다고 하였다.¹⁰⁴ 지배주주의 경영행위가 소액주주에게 불이익을 주는 행위로 지배주주의 충실의무를 위반하는 것이라도, 지배주주의 경영행위와 관련된 사실을 사전 공개하고 이행하였다면, 충실의무를 위반한다고 하여도, 그 자체만으로는 증권법이나 증권거래법을 위반한다고 할 수 없다.¹⁰⁵

공개법인은 증권법과 증권거래소법에 의거하여 분기 등 정기적으로, 또는 중요한 상황이 발생할 때마다 SEC에 사업상황 및 기타 사실내용을 제출하여야 한다. 이러한 보고 내용에 허위진술이 있거나 의무보고 내용이 누락된 경우, 법인은 증권사기법에 대한 규제를 받을 수 있다. 특히 사업보고서에 포함되어야 하는 management's discussion & analysis (MD&A)

제 3자의 이익을 인지하고 정보가 제공되는 경우를 포함한다고 판결하였다. *Salman v. U.S.* (137 S.Ct. 420 (2016)).

¹⁰⁴ Kirby Lumber Corp.의 지분 95%를 보유하고 있던 Sante Fe는 Delaware 법에서 허락하는 약식합병(short form merger) 절차에 따라 2 회사의 합병을 이행하였다. 합병을 위하여 Sante Fe 사는 외부 전문가에게 Kirby사의 자산가치와 주식가치의 평가를 의뢰하였고, 그를 소액주주들에게 공개하였다. 외부 전문가 Morgan Stanley 투자은행은 Kirby 주식의 가치가 \$125이라는 의견을 제시하였고, Santa Fe는 소액주주의 주식을 \$150에 매수하였다. 합병에 반대하는 소액주주들은 Delaware 법에 의거하여 회사의 가치를 평가하여 Santa Fe가 제시한 매수가 대신 그 평가액을 청구할 권한이 있었다. 소액주주들은 Kirby 주식의 실제 가치는 \$772이라고 주장하며 합병은 단순히 소액주주를 밀어내기 위한 목적으로 이행되었고, 이는 Rule 10b-5를 위반한다고 주장하였다. 항소심 (2nd Cir.)은 증권사기의 요건에 의도적 사기행위 (misrepresentation or failure to disclose relevant facts)가 포함되어 있지 않다고 판단하여 정당한 사업목적이 없는 합병은 Rule 10b-5의 위반이라고 판단하였으나, 대법원은 경영진의 판단이 지배주주의 충실의무 위반이라면, 그 주장은 주법원에서 검토되어야 하며, 증권법과 증권거래법은 피고의 적법한 관련 사실의 공시 및 정당한 절차만을 요구할 뿐, 단순 지배주주의 충실의무만으로는 증권관련법을 위반하지 않는다고 판단하였다. *Santa Fe v. Green*, 430 U.S. 462 (1977).

¹⁰⁵ U-Haul 트럭 및 장비 임대사의 모회사인 Amerco 사는 U-Haul 사 직원들인 소액주주들을 위하여 사보에 Amerco 주식의 매매에 대한 광고를 게재하고 주식 매수를 요청하는 경우, 장부가에 매입하여 주었다. 그러나 94% 지배주주는 100-1의 주식병합을 이행하고, 사보에 주식 매매 광고 발행을 중단하고, 자사주 매입의 매입가를 장부가의 50%로 조정하였다. 이러한 과정에 Amerco는 필요한 절차 및 내용을 주주들에게 공개하였다. 소액주주들은 이러한 경영행위에 사업적 목적이 없으며, 지배주주가 소액주주들의 지분을 저가로 인수할 목적만이 있으며, 이러한 행위로 소액주주들에게만 불이익이 발생하여, 증권에 대한 manipulation 행위로 증권가시 행위라며 소송을 제기하였다. 법원은 이러한 행위가 지배주주와 이사들의 충실의무 위반일 수는 있으나, 증권사기 행위는 아니라고 판결하였다. *Shivers v. Amerco*, 670 F.2d 826 (9th Cir., 1986).

(경영진의경영진단 및 분석의견¹⁰⁶)에 의무적으로 포함하여야 하는 내용이 누락된 경우에도 증권사기법이 적용될 수 있다. 한 법원은 SEC의 규정¹⁰⁷에서 지적하는 MD&A에 포함되어야 하는 중요 사실에 대한 “중요사실”의 정의가 증권사기법에서 의미하는 “중요사실”의 정의와 일치하지 않기 때문에 MD&A 관련 규정의 위반과 증권사기법의 위반과 무관하며 MD&A 규정 위반이 증권사기법의 위반이 될 수 없다고까지 판단하였으나, 다른 법원은 MD&A 규정에 의한 공개 의무가 증권사기법 상의 공개의무로 인정되며, MD&A 규정 위반과 관련된 중요사실이 증권사기법 상의 중요사실에 해당한다면, 증권사기법 위반으로 인정될 수 있다고 판단하였다.¹⁰⁸

공개의무가 법규에 의하여 발생한 경우 외에도 개인과의 계약상으로도 발생할 수 있다. 증권을 상장하기 위하여 법인이 증권거래소와 체결하는 계약이 일반 투자자인 제 3자에게

¹⁰⁶ Item 303과 동일한 경영진의 경영진단 및 분석의견에 대한 기준에도 “공시정보 이용자가 회사의 재무상태, 영업실적 및 재무상태의 변동 등을 이해하고, 향후 사업예측 등에 필요한 정보를 제공하는데 필요한 정보를 제공하기 위해 경영진이 경영진의 시책으로 회사 경영에 관한 중요한 사항을 진단하고 분석한 의견을 기재”할 것을 의무화 하고 있으며, “경영진이 알고 있는 정보 중 중요한 내용을 누락하지 않고 기재”할 것을 의무화하고 있다. 기업공시서식 작성기준, 제 6-1-1 조, 2017.6., 금융감독원 기업공시제도실.

회사의 경영조직변경 및 사업부분의 재조직에 대하여도 “조직변경, 사업부분의 재조직, 종업원의 조기퇴직 등(이하 ‘경영합리화’라 한다)을 실행한 경우에는 주요 내용과 경영합리화를 실시한 주요 원인에 대한 분석, 회사에 미치는 영향”과 “경영합리화의 주요 내용 기재시 목적, 이행기간 및 현재까지 이해한 내용을 기재하고, 경영합리화 계획중 변경된 사항이 있는 경우에는 변경내용과 변경원인 등을 추가”하여야 함¹⁰⁶ 또한 “종업원과 관련하여 회사의 주요 핵심인력이 이동한 경우 그 원인에 대한 분석 및 대응방안, 주요 핵심인력의 퇴직에 대한 대응방안 ... 및 진행현황 등”¹⁰⁶을 공시하여야 한다. 월간 조선에서 언급된 주택부문의 임원해임과 건축부분으로의 합병 등에 대한 내용을 누락한 경영진의 경영진단 및 분석 공시내용은 허위진술로 인정될 수 있어 보인다.

¹⁰⁷ Item 303, Regulation S-K.

¹⁰⁸ *Oran v. Stafford*, 226 F.2d 275 (3rd Cir., 2000)은 경영진단 및 분석의견의 공시에 대한 규정 (Reg S-K의 Item 303 (“Item 303”))에서 요구되는 중요한 사실의 범위가 Rule 10b-5에서 요구되는 “중요한 사실”과 일치하지 않아, Item 303의 위반이 모두 Rule 10b-5의 위반으로 인정되지 않는다고 하였다. 그 이후 *In re NVIDIA Corp. Sec. Litig.*, 768 F.3d 1046 (9th Cir., 2014) 법원은 Item 303 위반은 Rule 10b-5의 위반이 아니라고 확정적으로 언급하였으나, 그 보다는 *Stratte-McClure v. Morgan Stanley*, 776 F.2d 94 (2nd Cir., 2015) 법원의 Item 303 위반의 사실이 Rule 10b-5의 “중요한 사실”이라면, Rule 10b-5의 위반이라는 주장이 더 설득력이 있어 보인다. Harper, “Unveiling Management’s Crystal Ball,” 77 Louisiana Law Rev. 879 (2017). 사실 SEC의 Item 303 규정에는 Rule 10b-5의 “중요한 사실”과 완전히 일치되지 않는 사실도 공시하여야 하는 듯한 문안들이 있기는 하나, SEC는 회사의 경영실적 또는 재정상황에 중요한 영향을 주는 사실, 추세, 사건, 수요, 의무, 불확실성 등의 공시를 의무화 하고 있어 Item 303하 공시의무가 주어지는 사실과 Rule 10b-5 중요한 사실과의 차이가 크지 않다고 할 수도 있어 보여진다.

이러한 항소심 사이의 입장 차이를 인지하여 대법원은 2nd Cir.의 2016년 판결 (*Indiana Public Retirement System v. SAIC, Inc.*, 818 F.3d 85 (2nd Cir., 2016))을 심사하기로 하였으나, 당사자들이 2017.10. 관련 사건에 대한 합의를 하여 사건이 취하되었다. *Leidos v. Indiana Public Retirement System, etc.*, 583 U.S. ___, 16-581 (Oct. 17, 2017).

혜택을 주기위한 내용이라면, 제 3자인 일반 투자자가 그러한 계약에 의한 공개 의무위반에 대한 손해배상을 청구할 수 있다.¹⁰⁹

b. 증권사기행위에 대한 벌칙

증권사기행위가 인정되면, 대부분의 경우에는 소액주주나 주식거래자들에게 금전적인 손실 배상을 하게 되나, 위반 행위 이후의 주식시장 변화 또는 피해자들의 선호에 따라, 법원은 거래 취소 (rescission), 즉 거래를 해지하는 판결을 하기도 한다. 단, 이러한 거래 취소 판결은 법원이 상황 및 결과의 공정성 (equity)를 판단하여 임의로¹¹⁰ 결정할 수 있다.¹¹¹ 증권거래가 완료된 이후 상당기간이 지나 거래를 해지하고 원상복귀하기가 현실적으로 어려운 경우, 특히 거래된 증권이 다시 거래된 경우 등에는 기존 거래의 해지가 너무 복잡하여 법원이 금전적 손해배상을 우선적으로 고려할 수 있다.

c. 삼성물산의 합병과 증권사기법

삼성물산의 사업부문은 건설과 상사로 구별되고, 2014년 사업연도를 기준으로 건설부문이 전체 매출액의 52.29%, 영업이익의 87.26%를 차지하였고, 건설부문의 자산은 상사부문의 자산의 약 2 배였다.¹¹² 대부분의 증권사들이 삼성물산을 건설업으로 분류한 근거이다. 건설부문의 국내매출은 총 건설매출의 2014년 44%이었으며, 이는 2009년부터 2013년

¹⁰⁹ Baltimore & Ohio Railroad Co. (B&O)는 99.63%를 보유하는 지배주주인 Chesapeake & Ohio Railroad Co. (C&O)와 12명의 주주와 전환사채를 보유하는 채권자들이 소유하고 있었다. B&O의 주식과 전환사채는 NYSE에 상장되었었지만, C&O가 99.63% 지분을 취득한 이후, 주식의 등록은 취소되었다. 사업범위를 제한하는 rail 규정을 피하기 위하여 C&O는 B&O의 rail 사업과 기타 사업을 분리하기를 원하였지만, B&O의 비 rail 사업을 분리하는 과정에 전환사채가 주식으로 전환된다면, 새로 설립되는 법인의 주식에 대한 유가증권신고서 (registration statement)를 제출하여야 하게 되는 사실을 인지하고, 전환사채의 주식전환을 방지하기 위하여 사업분리 및 새로 설립되는 법인의 주식발행을 전환사채권자들에게 통보하지 않고 진행하기로 하였다. 그러나, NYSE의 증권 등록 규정에는 증권 소유자의 이권에 영향을 주는 경영행위를 이행하기 전에, 경영행위에 대한 정보를 통보하여야 한다는 규정이 있고, B&O에게 적용되는 주법도 그러한 상황에서 전환사채권자에게 사전통보를 의무화 하고 있어, 법원은 통보하지 않은 행위가 증권사기법의 위반이라고 판단하였다. Pittsburgh Terminal Corp. v. B&O Railroad Co., 680 F.2d 933 (3rd Cir., 1982).

¹¹⁰ 증권거래소법 제 29(b)조는 증권거래소법을 위반하는 모든 계약 및 이행은 무효라고 정하고 있으나, 법원은 이를 의무조항으로 해석하지 않고 연방법원이 equity와 law의 jurisdiction을 모두 보유하고 있어, equity의 원칙을 적용한다고 하여, 증권거래소법을 위반하는 증권거래의 해지에 대하여 법원의 equity 원칙을 검토하여 임의로 판결하고 있다.

¹¹¹ Nicholas R. Weiskopf, "Remedies Under Rule 10b-5," 45 St. John's L.R. 733, May 1971.

¹¹² 건설부문, 상사부문, 공통 자산의 비율은 각각 35.87%, 18.13%와 46.00%였다. 2014년 사업보고서, II. 사업의 내용, 35 쪽.

사이의 평균인 63.81%대비 현저히 낮아 졌다.¹¹³ 건설부문에서 주택사업부의 비중은 2010년에는 매출의 28.67%와 이익의 30.56%, 2009년에는 각각 41.69%와 50.84%, 2008년에는 각각 39.44%와 41.18%로¹¹⁴, 주택부문의 비중이 삼성물산의 총매출과 이익의 약 25%와 35% 수준으로 중요한 비중을 차지하였다. 따라서, 건설부문과 주택사업부의 실적에 중요한 영향을 주는 사건들이 삼성물산 주가에 중요한 영향을 준다고 할 수 있다.

삼성물산의 합병에 반대한 소액주주들이 제기한 매수청구가격 소송에서 소액주주들은 삼성물산의 경영진이 의도적으로 삼성물산의 실적을 저하하였으며, 그 결과 삼성물산의 주가가 상대적으로 저평가되었다고 하였다. 항소심은 2015년 상반기 삼성물산의 주가가 경쟁관계에 있는 다른 건설사들의 주가 대비 현저하게 저평가되었음을 인지하였고, 실제로, 경쟁사들은 주택분양 물량을 확대하였지만 삼성물산은 2015년 상반기에 300여 가구만 분양하였고, 한건의 신규 수주 물량이 없었다.

삼성물산은 이렇게 저조한 2015년 상반기 실적이 “2014년 초부터 주택사업 추진전략을 수정하여 기존 보유 물량의 사업화에 집중하는 한편, 신규 수주는 서울 강남권 등 사업성이 양호하다는 점이 확인된 프로젝트에 주로 참여하기로 하였”¹¹⁵기 때문이라고 주장하였으나, 2012년, 2013년과 2014년 신규 수주물량은 각각 약 1.24조원, 1.41조원과 1.51조원으로 주택시장의 회복과 같이 증가하였으며, 2015년 하반기의 신규 수주물량은 약 2.67조원으로¹¹⁶ 보고되었다. 2015년 상반기 수주물량의 공식 계약체결일정이 의도적으로

¹¹³ 삼성물산의 건설사업부문내 국내 건설부문의 매출 비중은 2015년 상반기에도 38.79% (2014년 상반기에는 50.27%)였으나, 2015년 전체에는 다시 50.77%로 상승하였다. 삼성물산 2015년 상반기 반기보고서와 2015년 사업보고서 참조. 국내 주택사업이 축소되어 있던 2010년, 주택사업부문은 국내건설의 약 39.38%를 차지하였고, 2011년 부터 국내 주택시장이 전체 건설시장보다 현저히 높은 성장율을 보였기 때문에, 2014년과 2015년에는 국내 건설사업 중 주택사업의 비중이 그보다 높았을 것이라고 추측된다. 위 자료를 보면, 삼성물산의 의도적 건설사업 축소는 2015년 상반기로 제한되어 있지 않고, 최소한 2014년 하반기부터 이행되었을 가능성을 보여준다. 또한, 삼성물산 전체의 이익대비 건설부문의 비중이 2015년 상반기, 2014년 하반기, 2014년 전년 등에 비교하여 큰 변동이 보이지 않아, 건설부문의 실적 조종이 사실이라면, 상사부문에서도 실적 조정이 있었을 가능성이 보여진다.

¹¹⁴ 삼성물산은 2010년까지만 건설부문의 주택과 그 외 건설사업부의 매출, 이익 등을 분리하여 공시하였다. 삼성물산의 각 사업연도의 사업보고서 참조.

¹¹⁵ 서울고등법원 2016.5.30. 결정 2016 라 20189 판결. P. 18.

¹¹⁶ 2015년 하반기 신규수주 프로젝트 9건 중, 4곳만 송파구, 서초구와 강남구의 프로젝트로, 2015년 하반기 수주물량의 수주가의 약 57%를 차지하고 있고, 나머지 5곳은 성북구, 은평구, 광진구, 동대문구와 동작구에 분포되어 있다. 삼성물산 2015년 사업보고서.

하반기로 연기되었을 가능성을 시사하고 있다. 2012 년, 2013 년과 2014 년 상반기 실적은 각각 그 해의 41.93%, 11.38%와 41.18%로 2015 년의 0%와 대조적이었다.

또한 삼성물산은 2009 년 사업보고서에서 2010 년에 “주택사업은 기 확보된 재개발·재건축의 조기 사업화를 추진하는 한편, 수도권 중심의 지주공동·자체사업을 선별적으로 확대할 계획”이라고 공시하였고, 2010 년 사업보고서에서는 “주택사업은 주택시장 회복에 대비하여 우량 입지의 사업을 선점하고, 기 확보한 Project 의 조기 사업화를 추진” 하겠다고, 2011 년 사업보고서에서는 “부동산경기 활성화 지연으로 인한 주택수요 위축 상황을 고려하여 분양성이 높은 우수 입지를 중심으로 선별적인 사업 추진, 고객 Needs 를 반영한 상품 구성, 차별화된 브랜드 전략 수립, 신규 수요를 창출할 수 있는 마케팅 전략을 적극 시행할 계획”이라고, 2012 년 사업보고서에서는 “부동산경기 침체 장기화로 인한 주택수요 위축 상황을 고려하여 분양리스크가 적은 수도권 우수입지 중심의 선별적인 사업 추진, 고객 Needs 를 반영한 상품구성, 차별화된 브랜드 전략 운용, 신규 수요를 창출할 수 있는 마케팅 전략 수립 등의 분양 전략을 적극 시행할 계획”이라고, 2013 년 사업보고서에서는 “분양리스크가 적은 수도권 우수입지를 중심으로 사업을 추진하고, 고객 Needs 를 반영한 상품 구성, 차별화된 브랜드 전략 운용, 신규 수요를 창출할 수 있는 마케팅 전략 수립 등의 분양전략을 적극 시행할 계획”이라고 공시하여 삼성물산이 2014 년부터 수정되었다는 주택사업의 영업전략의 수정내용이 무엇인지 공시내용으로는 확인되지 않는다.¹¹⁷

삼성물산이 2014 년 신규 수주한 주택사업 6 건 중 1 건만 부산이고 나머지는 모두 서울이나 서울근교에 위치한 프로젝트이다. 그러나, 이러한 수도권 프로젝트 위주 현상은 2014 년으로 제한되어 있지 않다. 2013 년 5 수준건과 2012 년 6 수준건 모두 수도권에

¹¹⁷ 사실 삼성물산은 2008 년 전 수년간의 사업보고서에서 수익성위주의 전략을 해외프로젝트와 연관하여 지속적으로 언급하고 주택사업의 전략에 대해서는 수익성에 대한 언급이 없다. 사업보고서 공시 내용만을 참고하면 삼성물산의 주택사업의 수익성을 중점으로 하는 사업전략 전환점은 2014 년이 아닌 2009 년으로 보인다.

위치하여 있었다.¹¹⁸ 주택사업의 수도권 집중 상황은 주택시장의 특징일 수 있으며, 경영진의 전략과 무관할 수도 있어 보인다.¹¹⁹

2010 년 사업보고서 자료에 의하면 삼성물산의 주택 사업의 수익성을 100 으로 하면, 주택사업 외 건설사업의 수익성은 91 이고 상사부문은 49 로 주택부문이 회사의 수익성이 가장 우수한 부문으로, 회사의 수익성을 향상하기 위해서는, 2014-2015 년의 수익성이 2010 년과 유사하고 주택부문에 일부 프로젝트의 수익성이 상수부문보다도 현저히 낮은 경우가 아니라면, 주택사업을 기타 건설사업이나 상사부문과 비교하여 상대적으로 확장하고 상사부문 또는 주택의 건설사업을 축소하는 것이 논리적으로 이해가 되는 상황이었던 것으로 보인다.

그와 상관없이, 삼성물산이 2015 년 상반기의 주택사업 실적이 경영진의 의도적인 사업전략에 의한 결과임을 공식적으로 인정한 이상, 삼성물산의 그러한 사업전략 내용은 최소한 2015 년 사업보고서, 2015 년 합병에 대한 proxy statement, 또는 2015 년 상반기보고서의 management discussion and analysis 에 공시되었어야 한다.¹²⁰ 신규 수주물량이 최고 성장세에 있던 시장과 정 반대로 아예 한 건도 없던 것이 사업전략의 결과이라면, 그 사실은 투자자에게 중요한 정보가 아닐수 없다고 하겠다. 따라서, 사업보고서에서 2014 년 이전에 변경된 사업전략에 의거하여 회사 매출의 약 25%, 이익의 약 35%를 차지하는 사업부의 매출이 시장과 정 반대되는 방향으로 변동되게 하는 결정으로 발생한 2015 년 상반기의 실적에 대한 설명이 누락된 것은 사업보고서, proxy statement 와 반기보고서가 증권사기법을 위반하였다는 근거가 될 수 있어 보인다. 또한 2015 년 하반기의 주택사업 수주 및 분양 실적은 상반기와 대조적으로 큰 실적을 이룬 것으로 공시되었으므로, 2014 년 이후 2015 년 상반기까지의 주택사업 전략에 다른 변화가 있었을 가능성이 높아 보이며, 그러한 변화에 대한 공시도 필요하였을 것으로 보인다.

¹¹⁸ 2009 년과 2011 년 사이의 수주에서도 동일한 현상이 보인다. 2009 년 9 건 중 1 건만 세종시 위치한 프로젝트이고 2010 년과 2011 년 각 2 건의 신규 수주 모두 수도권에 위치하였다. 삼성물산 사업보고서.

¹¹⁹ 국토교통부가 발표한 2017.9. 공동주택 현황을 보면 서울과 경기 지역의 공동주택 세대수는 전국 공동주택 세대수의 약 43.22%를 차지하고 있다. http://www.index.go.kr/potal/main/EachDtlPageDetail.do?idx_cd=1233 참조.

¹²⁰ 미국의 공시규정, Reg S-K 와 Reg S-X 을 적용받는다고 가정한 경우를 의미한다.

그러한 사업전략의 변경과 대형 해외 건설 수주의 공시 지연 등은 공시의무 위반으로 인정될 가능성이 높아 보인다. 위에서 언급한 *Atchley* 건의 법원이 판결한 내용과 같이, 경영진 또는 지배주주의 단순한 경영위법행위가 충실의무 위반만으로 인정되어 증권사기행위로 까지 인정되지 않을 수도 있으나,¹²¹ 그러한 위반의 사실내용이 증권사기법상의 중요한 사실로 인정되고¹²², 그 사실이 허위로 또는 공시의무를 위반하는 누락되어 공시된다면, 충실의무 위반과 더불어 증권사기 행위로 인정될 수 있다.¹²³ 그러나 2015 년 상반기의 삼성물산의 주택사업의 실적을 실현될 정도의 의도적 경영행위의 결과였다면, 그러한 경영행위는 증권법상의 중요한 사실로 인정될 가능성이 높으며, 사업보고서, proxy statement¹²⁴ 등에 그에 대한 허위진술 또는 누락 진술이 있는 것은 증권사기법의 요건을 충족시킬 가능성이 높아 보인다.

미국 법원이 2015 년 합병당시 삼성물산이 증권사기법을 위반하였다고 판단한다고 하여도, 삼성물산의 소액주주들이 주장하는 합병의 무효에 대해서는¹²⁵ 이미 합병이후 2 년 이상의

¹²¹ 예를 들어, 삼성물산의 자사주를 매입한 KCC 와 삼성물산사이에 KCC 가 인수한 지분에 대한 의결권 행사에 대한 합의가 있었다거나, 국민연금공단과 삼성물산간에 합의가 있어 국민연금공단이 삼성물산과 이해관계에 있어, 그 이해관계 사실내용이 사외이사와 소액주주들에게 공개되었어야 하여, 비공개 사실이 충실의무의 위반이라고 하여도, 그 자체만으로는 증권사기죄가 인정되지 않을 것으로 보인다.

¹²² SEC 는 Reg S-K, Item 303, Management Discussion and Analysis (MD&A)의 목적은 (1) 투자자들이 경영진의 관점에서 회사의 재무상태를 이해하고, (2) 재무제표에 대한 contextual 한 이해를 도모하고, (3) 투자자들에게 과거의 실적이 장래의 실적을 예측할 수 있을 가능성을 판단할 정보를 제공하기 위한 것이라고 하였다. “MD&A requirements are intended to satisfy three principal objectives: [A] to provide a narrative explanation of a company’s financial statements that enables investors to see the company through the eyes of management; [B] to enhance the overall financial disclosure and provide the context within which financial information should be analyzed; and [C] to provide information about the quality of, and potential variability of, a company’s earnings and cash flow, so that investors can ascertain the likelihood that past performance is indicative of future performance.” Interpretation: Commission Guidance Regarding Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, SEC Release Nos. 33-8350; 34-48960, Dec. 29, 2003.

실적에 대한 논의에서 회사 전체 및 각 사업분야 및 사업을 이해하기 위하여 적절한 세부 부서의 중요한 상황, 거래 또는 경제상황을 설명하여야 한다고 명시하고 있다. Reg S-K, Item 303 의 제(a)조, 제(a)(3)조.

¹²³ 사업보고서의 주택사업에 대한 전략이 장래에 대한 계획 또는 의견이어서 일반적으로 Private Securities Litigation Reform Act of 1995 에 의하여 증권사기법 위반에 대한 보호를 받을 수 있지만, 사실이 아님을 알고 공시된 장래에 대한 허위 진술은 보호 받지 못한다. 만약 삼성물산의 주택사업에 대한 전략이 2014 년부터 수정되어 그 이전과 달리 수익성이 좋은 수도권 사업으로 집중되었다면, 그 이전에 사업보고서에 공시되었던 주택사업의 전략이 허위진술로 인정될 것이다.

¹²⁴ Proxy statement 은 SEC Schedule 14A 에 의하여야 하며 (Reg 240.14-3(a)(i)), 기존 주식을 다른 주식으로 exchange 하는 합병의 경우. Form S-4 (Reg 240.14-101 (Schedule 14A), Item 14)에 필요한 정보를 제공하여야 한다. Form S-4, Item 10 과 Item 12 는 최근 완료된 회계연도 이후 회사의 사업에 중요한 변화가 있으면 그를 설명하여야 한다고 요구하고 있다.

¹²⁵ 매수청구권 소송에서 승리한 일성신약 등의 소액주주들이 신청한 합병무효소송에서 서울중앙지법 민사합의 16 부는 합병이 합법적이었다고 2017.10.19. 판결하였다. (2016 가합 510827)

시간이 지났고, 합병이후 삼성물산의 주주구성에 많은 변경이 있었고, 합병 전 삼성물산과 제일모직의 자산도 혼합되었을 가능성이 높아, 법원이 합병의 무효를 지시하기에는 어려움이 많을 것이라고 예측된다. 결국은 이 시점에서 법원은 증권사기법의 위반이 인정되어도 합병의 무효보다는 손해배상을 지시할 가능성이 높다.

5. 결론

삼성물산과 제일모직의 합병건이 미국에서 시도 되었다면, 합병이 이재용의 경영권 승계에 중요한 사항이었다는 사실만으로 문제가 있다고 하기보다는, 이재용 및 그의 가족이 합병거래에 양당사자인 삼성물산과 제일모직의 경영권을 행사하고 있어, 실질적으로 거래의 양당사자 위치에 있었기 때문에 충실의무 관련 문제가 존재하며, 합병의 조건 및 절차가 각 당사자 법인의 소액주주에게 공평하였는지를 법원이 독자적으로 검토하였을 것이고, 진행되었던 합병절차는 공평하지 않았다고 판단되었을 가능성이 크다. 또한, 2015 년 상반기의 삼성물산의 저조한 실적이 경영진의 계획된 경영행위의 결과임을 삼성물산이 시인한 점과 그러한 경영진의 경영결정을 제대로 공시하지 않은 것도 증권거래소법 상의 증권사기 행위로 인정되었을 가능성이 높아 보인다. 지배주주가 충실의무를 위반하였거나 증권거래소법 상의 증권사기가 인정된 경우, 소액주주들이 요청한다면 법원은 단순 손해배상 이외로 합병의 취소가 정당한 결과인지, 현실적으로 가능한지 등을 전체적으로 고려하여 합병의 무효 및 취소를 판결할 수도 있다.