

## 주식매수가격결정등

[서울고등법원 2016. 5. 30. 2016라20189, 20190(병합), 20192(병합)]



### 【전문】

【신청인, 항고인】 일성신약 주식회사 외 4인 (대리인 법무법인 엘케이비엔파트너스 담당변호사 이광범 외 3인)

【사건본인, 상대방】 삼성물산 주식회사 (등기번호 1 생략)의 수계인 삼성물산 주식회사(등기번호 2 생략) (대리인 변호사 김용상 외 3인)

【제1심결정】 서울중앙지방법원 2016. 1. 27.자 2015비합91, 92(병합), 30037(병합) 결정

### 【주문】

】

1. 제1심결정을 취소한다.

2. 신청인들이 매수를 청구한 삼성물산 주식회사(000000-0000000) 발행 별지 표 1 기재 각 보통주식 매수가격을 1주당 66,602원으로 정한다.

【신청취지 및 항고취지】 제1심결정을 취소한다. 신청인들이 매수를 청구한 삼성물산 주식회사(000000-0000000) 발행 별지 표 1 기재 각 보통주식 매수가격의 결정을 구한다(엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.는 2016. 3. 23. 이 사건 신청을 취하하였다.).

### 【이유】

#### 1. 기초사실

기록에 의하면, 다음과 같은 사실을 인정할 수 있다.

(1) 신청인들은 주권상장법인인 합병 전 삼성물산(주)[변경 전 상호가 제일모직(주)인 사건본인이 흡수합병하여 소멸된 법인이고, 이하 '구 삼성물산(주)'이라 한다.

]의 주식(보통주식, 이하 주식은 모두 보통주식이다.

)을 아래와 같이 소유하고 있었다.

신청인소유 주식 수일성신약(주)3,307,070주2102,023주3106,000주4112,310주(주)종종73,270주

(2) 구 삼성물산(주)은 2015. 5. 26. 주권상장법인인 사건본인[제일모직(주)에서 2015. 9. 2. 현재 상호로 변경되었고, 이하 상호 변경 전 사건본인을 '제일모직(주)'이라 한다.

]과 사이에 구 삼성물산(주)이 소멸법인이 되고 제일모직(주)이 존속법인이 되는 내용의 흡수합병(이하 '이 사건 합병'이라 한다.

)에 관한 이사회 결의를 하고, 제일모직(주)과 사이에 합병계약을 체결하였다.

(3) 신청인들은 합병반대의사 통지 접수기간인 2015. 7. 2.부터 2015. 7. 16.까지 사이에 구 삼성물산(주)에 서면으로 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의에 반대한다는 의사를 통지하였다.

(4) 구 삼성물산(주)은 2015. 7. 17. 주주총회를 개최하여 이 사건 합병 계약서를 승인하는 결의를 하였다.

(5) 신청인들은 아래와 같이 구 삼성물산(주)에 각자의 소유 주식에 관하여 매수청구를 하였다.

신청인매수청구일합계2015. 7. 31.경2015. 8. 1.경일성신약(주)2,652,878주654,192주3,307,070주2101,600주 (102,023주 중)·101,600주3106,000주·106,000주4112,310주·112,310주(주)종종73,270주·73,270주

- (6) 구 삼성물산(주)은 2015. 8. 20.경 신청인들에게 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 그 시행령에 따라 산정한 가격인 1주당 57,234원이 구 삼성물산(주) 주식의 정당한 매수가격이라는 취지의 문서를 보냈으나, 신청인들은 위 가격에 반대하여 2015. 8. 26. 제1심법원에 이 사건 주식매수가격결정 신청을 하였다.
- (7) 제일모직(주)은 2015. 9. 2. 구 삼성물산(주)을 흡수합병하였다는 내용의 등기를 하고[이로써 구 삼성물산(주)의 권리·의무가 포괄적으로 제일모직(주)에 승계되었다.  
], 같은 날 상호를 현재의 상호로 변경하였다.

## 2. 관련 법령

### 가. 상법

제522조(합병계약서와 그 승인결의)① 회사가 합병을 함에는 합병계약서를 작성하여 주주총회의 승인을 얻어야 한다.

나. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(약칭: 자본시장법)

제165조의5(주식매수청구권의 특례)① 주권상장법인이 「상법」 제360조의3·제360조의9·제360조의16·제374조·제522조·제527조의2 및 제530조의3(같은 법 제530조의2에 따른 분할합병 및 같은 조에 따른 분할로서 대통령령으로 정하는 경우만 해당한다.

)에서 규정하는 의결사항에 관한 이사회 결의에 반대하는 주주(「상법」 제344조의3 제1항에 따른 의결권이 없거나 제한되는 종류주식의 주주를 포함한다.

이하 이 조에서 같다.

)는 주주총회 전(「상법」 제360조의9에 따른 완전자회사가 되는 회사의 주주와 같은 법 제527조의2에 따른 소멸하는 회사의 주주의 경우에는 같은 법 제360조의9 제2항 및 제527조의2 제2항에 따른 공고 또는 통지를 한 날부터 2주 이내)에 해당 법인에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에만 자기가 소유하고 있는 주식(반대 의사를 통지한 주주가 제391조에 따라 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 취득하였음을 증명한 주식과, 이사회 결의 사실이 공시된 이후에 취득하였지만 대통령령으로 정하는 경우에 해당함을 증명한 주식만 해당한다.

)을 매수하여 줄 것을 해당 법인에 대하여 주주총회의 결의일(「상법」 제360조의9에 따른 완전자회사가 되는 회사의 주주와 같은 법 제527조의2에 따른 소멸하는 회사의 주주의 경우에는 같은 법 제360조의9 제2항 및 제527조의2 제2항에 따른 공고 또는 통지를 한 날부터 2주가 경과한 날)부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 청구할 수 있다.

② 제1항의 청구를 받으면 해당 법인은 매수청구기간이 종료하는 날부터 1개월 이내에 해당 주식을 매수하여야 한다.

③ 제2항에 따른 주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정한다.

다만, 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 매수가격은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 하며, 해당 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가격에 대하여도 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다.

④ 생략⑤ 생략

다.

자본시장법 시행령

제176조의7(주주의 주식매수청구권)① 생략② 생략③ 법 제165조의5 제3항 단서에서 "대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액"이란 다음 각 호의 금액을 말한다.

1. 증권시장에서 거래가 형성된 주식은 다음 각 목의 방법에 따라 산정된 가격의 산술평균가격가. 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월(같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간)간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격나. 이사회 결의일 전일부터 과거 1개월(같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간)간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격다.

이사회 결의일 전일부터 과거 1주일간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격2. 생략④ 생략

### 3. 주식매수청구권의 성립

위 기초사실에 의하면, 신청인들은 자본시장법 제165조의5 제3항에 따라 법원에 대하여 주식매수가격의 결정을 청구할 수 있다.

### 4. 주식매수가격결정의 원칙 및 비송사건에서의 사실인정

#### 가. 결정의 기초 - 시장주가

주권상장법인의 합병 등에 반대하는 주주가 자본시장법 제165조의5 제1항에 의하여 해당 법인에 대하여 그 상장주식의 매수를 청구하고 주주와 해당 법인 간에 매수가격에 대한 협의가 이루어지지 아니하여 주주 또는 해당 법인이 법원에 매수가격 결정을 청구한 경우, 일반적으로 주권상장법인의 시장주가는 유가증권시장에 참여한 다수의 투자자가 법령에 근거하여 공시되는 해당 기업의 자산내용, 재무상황, 수익력, 장래의 사업전망 등 해당 법인에 관한 정보에 기초하여 내린 투자판단에 의하여 해당 기업의 객관적 가치가 반영되어 형성된 것으로 볼 수 있고, 주권상장법인의 주주는 통상 시장주가를 전제로 투자행동을 취한다는 점에서 시장주가를 기준으로 매수가격을 결정하는 것이 해당 주주의 합리적 기대에 합치하는 것이므로, 법원은 원칙적으로 시장주가를 참조하여 매수가격을 산정하여야 한다.

다만 이처럼 시장주가에 기초하여 매수가격을 산정하는 경우라고 하여 법원이 반드시 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 정한 산정방법 중 어느 하나를 선택하여 그에 따라서만 매수가격을 산정하여야 하는 것은 아니고, 법원은 공정한 매수가격을 산정한다는 매수가격 결정신청사건의 제도적 취지와 개별 사안의 구체적 사정을 고려하여 이사회 결의일 이전의 어느 특정일의 시장주가를 참조할 것인지, 또는 일정기간 동안의 시장주가의 평균치를 참조할 것인지, 그렇지 않으면 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호에서 정한 산정방법에 따라 산정된 가격을 그대로 인정할 것인지 등을 합리적으로 결정할 수 있고, 이 경우에도 특별한 사정이 없으면 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호를 원칙적으로 존중하여야 하며, 이러한 해석만이 헌법합치적 해석이다.

나아가 해당 상장주식이 유가증권시장에서 거래가 형성되지 아니한 주식이거나 시장주가가 가격조작 등 시장의 기능을 방해하는 부정한 수단에 의하여 영향을 받는 등으로 해당 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있다

고 판단될 경우에는, 시장주가를 배제하거나 또는 시장주가와 함께 순자산가치나 수익가치 등 다른 평가요소를 반영하여 해당 법인의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정할 수도 있으나, 단순히 시장주가가 순자산가치나 수익가치에 기초하여 산정된 가격과 다소 차이가 난다는 사정만으로 위 시장주가가 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못한다고 쉽게 단정하여서는 아니 된다(대법원 2011. 10. 13. 자 2009마989 결정 등 참조).

나. 결정의 기준일 - 이사회 결의일 전일

합병 등에 반대하는 주주의 주식매수청구에 따라 주식매수가격을 결정하는 경우 특별한 사정이 없는 한 주식의 가치가 합병 등에 의하여 영향을 받기 전의 시점을 기준으로 판단하여야 한다(대법원 2006. 11. 23. 자 2005마958, 959, 960, 961, 962, 963, 964, 965, 966 결정 등 참조). 위와 같은 취지에서 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호도 주권상장법인의 경우 합병에 관한 이사회 결의일(통상적으로는 합병 계획이 이사회 결의일에 최초로 증권시장에 알려지게 될 것이다).

) 전일부터 과거 2개월간 증권시장에서 거래된 가격을 기초로 주식매수가격을 결정하도록 정하고 있다.

따라서 합병 반대 주주의 신청에 따른 주식매수가격의 결정은 원칙적으로 시장주가가 합병 또는 그 계획의 영향을 받기 전의 시점으로서 주식매수청구권을 행사한 시점과 가장 가까운 시점인 합병에 관한 이사회 결의일 전일을 기준으로 삼아야 한다.

다.

비송사건에서의 사실인정

이 사건은 비송사건이고(보전처분 사건이 아니다.

), 비송사건절차에서는 사실인정에 관하여 절대적 진실 발견주의를 채택하여 직권탐지, 직권에 의한 증거조사의 원칙을 취하고 있다.

또한 비송사건의 심리에 있어 사실발견을 위한 자료 수집의 책임과 권능은 법원에 있다.

따라서 자료 수집의 방법과 범위는 법원이 자유롭게 정할 수 있다.

5. 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵 구 삼성물산(주)의 시장주가가 이 사건 합병의 영향을 받지 않은 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있었는지 여부

구 삼성물산(주)은 주권상장법인이므로 이 사건 주식매수가격은 원칙적으로 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 시장주가를 기초로 하여 결정하여야 한다.

이에 대하여 신청인들은, ① 구 삼성물산(주)의 주가가 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 이전부터 이미 이 사건 합병의 영향을 받고 있었고, ② 구 삼성물산(주)은 의도적으로 소극적인 경영을 하고, 구 삼성물산(주) 주식을 소유하고 있던 국민연금공단은 의도적으로 구 삼성물산(주) 주식을 지속적으로 매도하여 인위적으로 구 삼성물산(주)의 시장주가가 낮게 형성되도록 하였으므로, 위와 같은 원칙에 따라 이 사건 주식매수가격을 결정할 수는 없다고 주장한다.

이하에서는 위와 같은 신청인들 주장이 타당한지(또는 법원이 어떤 기준으로 주식매수가격을 결정하여야 하는지)에 관하여 판단한다.

언론 보도 경위, 사실 확인 과정은 매우 다양하므로, 언론이 보도한 기사를 토대로 사실을 인정할 수는 없지만, 언론사가 구체적인 근거, 사실을 토대로 기사를 쓰고, 이러한 기사가 다수 존재할 때, 경험칙, 증거법칙, 다른 객관적인

정황 등과 다수의 기사를 종합하여 사실을 인정할 수 있으므로, 이 사건과 같은 비송사건에서도 이 사건 신청 전에 경제적인 관점에서 작성된 다양한 기사와 경험칙, 증거법칙, 다른 객관적인 정황 등을 종합하여 사실을 인정할 수 있다.

그리고 증권사들의 분석자료도 동일하다.

또한 민사소송법에 따라 진행되는 합병무효의 요건·증거법칙과 비송사건절차법에 따라 진행되는 주식매수가격결정의 방법·증명법칙은 동일하지 아니하고, 이 사건은 '합병비율이 현저하게 불공정'한지를 심리하는 것이 아니라 비송사건절차법에 따라 '적법하고 정당한 주식의 매수가격'을 결정하는 것이며, 이 결정이 확정되더라도 대세효가 없다.

이 사건의 주된 쟁점은 주주, 이사, 임직원을 포함하여 주식회사 특정 이해관계인에게 귀속되거나 귀속가능성이 있는 이익의 존부, 특정행위의 구체적 행위자 특징이 아니라 상장된 주식의 매수가격을 어떻게 정하여야 하는지이다.

시장 가격을 토대로 주식의 매수가격을 정함에 있어서 대주주, 지배주주, 주식 전문가의 시장 형성 능력 또는 참여 가능성도 고려하여야 할 뿐만 아니라, 이 사건과 같은 유형에서는 일반주주, 소액주주의 시장 형성 능력 또는 참여 가능성까지도 일부 고려할 수 있다.

가. 이 사건 합병에 관한 전제사실

(1) 동일인의 지배를 받는 기업집단 내 회사

독점규제 및 공정거래에 관한 법률(약칭: 공정거래법)상 기업집단 및 계열회사는 아래와 같이 정의되어 있다.

제2조(정의)이 법에서 사용하는 용어의 정의는 다음과 같다.

2. "기업집단"이라 함은 동일인이 다음 각 목의 구분에 따라 대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 말한다.

가. 동일인이 회사인 경우 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나 이상의 회사의 집단나. 동일인이 회사가 아닌 경우 그 동일인이 지배하는 2 이상의 회사의 집단3. "계열회사"라 함은 2 이상의 회사가 동일한 기업집단에 속하는 경우에 이들 회사는 서로 상대방의 계열회사라 한다.

공정거래법 시행령 중 관련 부분은 아래와 같다(동일인의 사업내용에 대한 사실상 지배를 크게 나누어 ① 주식 소유의 측면과 ② 경영에 대한 영향력의 측면에서 정의하고 있다.

).

제3조(기업집단의 범위)법 제2조 제2호 각 목 외의 부분에서 "대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사"란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 회사를 말한다.

1. 동일인이 단독으로 또는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 자(이하 "동일인관련자"라 한다)와 합하여 해당 회사의 발행주식(「상법」 제344조의3 제1항에 따른 의결권 없는 주식을 제외한다.

이하 이 조, 제3조의2, 제17조의5, 제17조의8 및 제18조에서 같다.

) 총수의 100분의 30 이상을 소유하는 경우로서 최다출자자인 회사가. 배우자, 6촌 이내의 혈족, 4촌 이내의 인척(이하 "친족"이라 한다)나. 동일인이 단독으로 또는 동일인관련자와 합하여 총출연금액의 100분의 30이상을 출연한 경우로서 최다출연자가 되거나 동일인 및 동일인관련자 중 1인이 설립자인 비영리법인 또는 단체(법인격이 없는 사단 또는 재단을 말한다.

이하 같다.

)다.

동일인이 직접 또는 동일인관련자를 통하여 임원의 구성이나 사업운용 등에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있는 비영리법인 또는 단체라. 동일인이 이 호 또는 제2호의 규정에 의하여 사실상 사업내용을 지배하는 회사마. 동일인 및 동일인과 나목 내지 라목의 관계에 해당하는 자의 사용인(법인인 경우에는 임원, 개인인 경우에는 상업사용인 및 고용계약에 의한 피용인을 말한다.

)2. 다음 각 목의 1에 해당하는 회사로서 당해 회사의 경영에 대하여 지배적인 영향력을 행사하고 있다고 인정되는 회사가. 동일인이 다른 주요 주주와의 계약 또는 합의에 의하여 대표이사를 임면하거나 임원의 100분의 50이상을 선임하거나 선임할 수 있는 회사나. 동일인이 직접 또는 동일인관련자를 통하여 당해 회사의 조직변경 또는 신규사업에의 투자 등 주요 의사결정이나 업무집행에 지배적인 영향력을 행사하고 있는 회사다.

동일인이 지배하는 회사(동일인이 회사인 경우에는 동일인을 포함한다.

이하 이 목에서 같다.

)와 당해 회사 간에 다음의 1에 해당하는 인사교류가 있는 회사(1) 동일인이 지배하는 회사와 당해 회사 간에 임원의 겸임이 있는 경우(2) 동일인이 지배하는 회사의 임·직원이 당해 회사의 임원으로 임명되었다가 동일인이 지배하는 회사로 복직하는 경우(동일인이 지배하는 회사 중 당초의 회사가 아닌 회사로 복직하는 경우를 포함한다.

)3) 당해 회사의 임원이 동일인이 지배하는 회사의 임·직원으로 임명되었다가 당해 회사 또는 당해 회사의 계열회사로 복직하는 경우라. 통상적인 범위를 초과하여 동일인 또는 동일인관련자와 자금·자산·상품·용역 등의 거래를 하고 있거나 채무보증을 하거나 채무보증을 받고 있는 회사, 기타 당해 회사가 동일인의 기업집단의 계열회사로 인정될 수 있는 영업상의 표시행위를 하는 등 사회통념상 경제적 동일체로 인정되는 회사

구 삼성물산(주)과 제일모직(주)은 모두 공정거래법과 같은 법 시행령상 동일인 소외 1이 지배하는 "삼성"이라는 기업집단 내 회사이다(출처: 금융감독원 전자공시시스템 dart.fss.or.kr, 직권에 의하여 확인한 내용은 출처를 표시하고, 출처 표시 외에 재판장의 명으로 출력된 사본을 이 사건 기록에 편철한다.

이하 같다.

공정거래법 제14조 제1항에 의하면, 공정거래위원회는 대통령령이 정하는 바에 의하여 상호출자제한기업집단을 지정하여야 하고, 제11조의4 제1항에 의하면, 상호출자제한기업집단에 속하는 회사 중 자산총액 등이 대통령령으로 정하는 기준에 해당하는 회사는 그 기업집단의 일반현황, 주식소유현황 등에 관한 사항으로서 대통령령으로 정하는 사항을 공시하여야 하는바, 기업집단 "삼성"은 위와 같은 공정거래법 및 같은 법 시행령에 따라 현황 등을 공시하여야 하는 기업집단에 해당하고, 금융감독원 전자공시시스템에 일정 사항을 공시하고 있다.

).

(2) 구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 주식소유현황 등과 그에 따른 소외 1 등의 이해관계

(가) 구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 주식소유현황 등

위 금융감독원 전자공시시스템에 2015. 6. 1.자로 공시된 구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 주식소유현황 중 소외 1과 소외 1의 배우자 및 1촌(이하 "소외 1 등"이라 한다.

)의 주식소유비율은 아래와 같고, 이러한 비율은 위 공시의 기준일 전후에도 같거나 비슷했던 것으로 보인다[기준일: 당해 연도 상호출자제한기업 지정일, 공정거래법 제14조 제1항, 같은 법 시행령 제21조 제1항에 의하면, 공정거래위

원회는 매년 4월 1일(부득이한 경우에는 4월 15일)까지 상호출자제한기업집단을 지정하여야 한다.

].

?구 삼성물산(주)제일모직(주)소외 11.41%3.45%소외 20%23.24%소외 30%7.75%소외 40%7.75%합 계1.41%42.19%

또한 위 공시에 따르면 구 삼성물산(주)은 같은 기준일 소외 1이 지배하는 기업집단 내의 또 다른 회사인 삼성전자(주) 주식 4.06%를 소유하고 있었고, 제일모직(주)은 삼성전자(주) 주식을 소유하고 있지 않았다.

(나) 소외 1 등의 이해관계

위와 같이 구 삼성물산(주)은 소외 1 등의 주식 비율이 낮고, 제일모직(주)은 소외 1 등의 주식 비율이 높으므로, 이 사건 합병에 있어서 제일모직(주)의 합병가액에 대한 구 삼성물산(주)의 합병가액의 비율이 낮게 산정될수록 소외 1 등의 합병법인 주식 소유 비율이 높아지게 되고, 결국 기업집단 "삼성"의 주력 기업이라고 할 수 있는 삼성전자(주)를 보다 원활하게 지배할 수 있게 된다[키움증권의 2014. 12. 12.자 분석, 한국경제의 2015. 5. 26.자 보도, HMC투자증권의 2015. 6. 30.자 분석 등에 의하면, 이 사건 합병의 가장 중요한 목적 중 하나로 소외 1 등의 삼성전자(주)에 대한 지배력 강화가 있었던 것으로 추정된다.

].

한편, 자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 제1호에 따르면, 주권상장법인 간 합병의 경우 합병을 위한 이사회 결의일과 합병계약을 체결한 날 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 ① 최근 1개월간 평균종가(종가를 거래량으로 가중산술평균함), ② 최근 1주일간 평균종가(종가를 거래량으로 가중산술평균함), ③ 최근일의 종가를 산술평균한 가액을 기준으로 일정한 범위에서 할인 또는 할증한 가액을 합병가액으로 하여야 한다.

따라서 소외 1 등은 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일과 합병계약 체결일 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 최근 1개월간 구 삼성물산(주)의 주가는 상대적으로 낮게, 제일모직(주)의 주가는 상대적으로 높게 형성될수록 이 사건 합병으로 인하여 이익을 얻을 수 있었다고 추정된다.

(3) 이 사건 합병에 관한 특수한 사정의 고려

위와 같이, ① 구 삼성물산(주)은 공정거래법과 같은 법 시행령상 소외 1이 지배하는 기업집단 내 회사이므로 소외 1 등은 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었고, ② 상대적으로 구 삼성물산(주)의 주가는 낮게, 제일모직(주)의 주가는 높게 형성되어야 소외 1 등이 이 사건 합병으로 인하여 이익을 얻을 수 있었다고 추정된다.

위와 같은 이 사건 합병에 관한 특수한 사정이 이하 판단에서 고려되어야 한다.

나. 2015. 1. 2.부터 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일까지의 건설업종 및 구 삼성물산(주)의 시장주가

(1) 증권시장에서의 전망

사건본인 주장에 따르면, 구 삼성물산(주)의 사업부문은 건설과 상사로 구별되고, 2014년을 기준으로 건설 부문이 구 삼성물산(주) 전체 매출액의 52%, 영업이익의 87%, 자산의 66%를 각각 차지하였다고 하므로, 구 삼성물산(주)의 주력 업종은 건설인 것으로 보이고, 여러 증권사들도 구 삼성물산(주)의 종목을 건설업으로 분류하고 있는 것으로 추정된다[다만, 한국거래소는 구 삼성물산(주)의 업종을 유통업으로 분류하고 있다.

].

증권시장에서는 2015년 상반기에 주택경기 회복으로 인하여 건설업종의 주가가 상승할 것으로 예상하였다.

나아가 복수의 증권사들이 구 삼성물산(주)이 건설기업 중에서도 재무건전성이 가장 좋고 실적이 양호할 것으로 기대된다는 등의 이유로 구 삼성물산(주) 주식을 우선적으로 매수할 종목으로 추천하였다[구 삼성물산(주)은 건설산업기본법 제23조, 제91조, 같은 법 시행령 제87조에 따라 건설사의 공사실적, 재무상태, 기술능력, 신인도 항목을 종합적으로 평가하여 매년 발표하는 시공능력평가에서 2014년(2014. 7. 31. 발표)과 2015년(2015. 7. 31. 발표)에 모두 1위를 차지하였고, 국내에서 가장 선호되는 아파트 브랜드 중 하나인 '래미안'을 보유하고 있다.

].

## (2) 실제 주가의 동향

국내 주요 건설사로 주식회사인 현대건설(주), 지에스건설(주), (주)대우건설, 대림산업(주) 주식은 2015년 첫 거래일인 2015. 1. 2.부터 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 마지막 거래일인 2015. 5. 22.까지 주가가 꾸준히 상승하였고, 유가증권시장 건설업 주가지수, 유가증권시장 유통업 주가지수도 마찬가지로 같은 기간 꾸준히 상승하였다.

그러나 구 삼성물산(주) 주식은 같은 기간 종가가 대체로 2015. 1. 2. 종가보다 낮은 수준에서 형성되었고(51,900원에서 64,500원 사이에서 형성되었다.

), 특히 2015. 4. 중순경부터는 지속적으로 하락하는 모습을 보였다.

구체적인 내역은 아래 표 및 별지 표 2 해당란 각 기재 및 별지 표 2를 토대로 표시한 별지 구 삼성물산(주) 주가 변동 내역과 같다(아래 표 및 별지 표 2 내용 출처: 한국거래소 홈페이지 [www.krx.co.kr](http://www.krx.co.kr)).

?2015. 1. 2. 종가2015. 5. 22. 종가변동내역현대건설(주)40,950원48,000원17.2% 상승지에스건설(주)22,400원29,800원33.0% 상승(주)대우건설5,590원7,350원31.5% 상승대림산업(주)64,500원83,600원29.6% 상승건설업 주가지수115.86149.0628.7% 상승유통업 주가지수487.41567.1916.4% 상승구 삼성물산(주)60,700원55,300원8.9% 하락다.

제일모직(주)과의 합병 계획으로 인한 주식의 저평가

### (1) 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전의 주가에 관한 분석

조선비즈가 2014. 11. 26. '최근 주식시장 일각에서는 제일모직(주)과 구 삼성물산(주)의 합병설이 돌았다.

'는 내용을 보도하고, 키움증권도 2014. 12. 12. '구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 합병이 예상된다.

'는 내용의 보고서를 발표하는 등 구 삼성물산(주)과 제일모직(주) 사이의 합병 가능성이 제기되어 오던 중 제일모직(주)이 2014. 12. 18. 유가증권시장에 상장되자 구 삼성물산(주)과 제일모직(주) 사이의 합병이 가까운 장래에 현실적으로 이루어질 것이라는 전망이 증권시장 참여자들 사이에 널리 공유되었다.

아래와 같은 여러 증권사들의 분석 및 언론 보도에 따르면, 이는 구 삼성물산(주) 주식이 다른 건설업종 주식과 달리 2015. 1. 2.부터 2015. 5. 22.까지 사이에 상승하지 못한 원인 중 하나가 된 것으로 추정된다.

○ 2015. 1. 18. 삼성증권의 분석(2015. 1. 16. 종가: 55,200원)- 제일모직(주) 상장에 따른 향후 구 삼성물산(주)과의 합병 등의 지배구조 변경 가능성 등의 원인으로 주가가 하락하였다.

○ 2015. 1. 30. 동부증권의 분석(2015. 1. 29. 종가: 56,100원)- 2014년 11월 이후 주가가 지속적으로 하락하면서 구 삼성물산(주)의 시가총액은 구 삼성물산(주)이 보유하고 있는 주식의 가치(2015. 1. 29. 종가 기준으로 9조 원)만으로도 설명이 가능해졌다.

지배구조 이슈 등의 리스크를 감안하더라도 현재 주가 수준은 저평가 영역이라고 판단된다.



- 2015. 3. 25. 교보증권의 분석(2015. 3. 24. 종가: 57,800원)- 구 삼성물산(주)의 주식을 삼성그룹 지배구조 개편 과정의 피해주로 보는 시각이 구 삼성물산(주) 주가 부진의 한 원인이다.

현재 주가는 극단적 저평가 상황이고, 지배구조 개편 관련 투자심리 개선만으로도 가파른 주가 상승이 가능하다.

- 2015. 7. 17.(이 사건 합병에 관한 주주총회 결의일) 조선비즈의 기사- 자본시장에 '대주주 불패의 법칙'이란 말이 생겼다.

삼성을 비롯해 여러 그룹의 승계를 앞두고, 구조조정은 반드시 대주주에 유리할 것이기에 그룹 오너 지분이 높은 기업에 줄서야 한다는 얘기다.

'삼성에버랜드'라는 이름이었던 제일모직(주)이 상장할 때 다들 그렇게 생각했고, 언론들도 그렇게 썼다.

그래서 제일모직 주가는 정상보다 비싸게 움직였다.

... 반면 구 삼성물산(주)은 국내 기관투자자가 거의 투자하지 않는 비인기주였다.

구조조정 과정에서 손해를 볼까 두려워 아주 비중을 적게 가져간 것이다.

## (2) 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 후의 주가에 대한 분석

이 사건 합병에 관한 이사회 결의가 2015. 5. 26. 이루어졌고, 증권사들은 이와 관련한 구 삼성물산(주) 주가의 움직임에 관하여 다음과 같이 분석하였다.

- 2015. 5. 27. 키움증권의 분석(2015. 5. 26. 종가: 63,500원)- 그동안 구 삼성물산(주) 주가는 지배구조 이슈로 인해 타 건설사 대비 상대적으로 지지부진한 모습을 보였다.

하지만 이번 합병 결정으로 인해 지배구조 이슈가 해소되면서 보유 지분가치가 부각되어 전일 상한가를 기록했다.

- 2015. 6. 15. 한화투자증권의 분석(2015. 6. 12. 종가: 68,400원)- 이 사건 합병이 무산된다면 구 삼성물산(주) 주주에게는 보유 전략을 추천한다.

구 삼성물산(주)의 저평가 매력에 부각되고 이로 인해 가치의 정상화가 진행됨으로써 향후의 상승여력이 40%에 이를 것으로 보인다.

## (3) 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 후 구 삼성물산(주) 주가의 동향

이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 후 주주총회 결의일 전까지 구 삼성물산(주)의 주가는 2015. 1. 2.부터 2015. 5. 22.까지의 주가보다 대체로 높은 수준에서 형성되었다.

종가 기준으로 63,000원에서 76,100원 사이에 주가가 형성되었다(별지 표 2 해당란 각 기재 참조).

라. 구 삼성물산(주)의 실적 부진 등

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 형성될수록 소외 1 등의 이익이 커지는 합병이라는 측면과 관련하여 일부 언론과 증권사는 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 의도된 것일 수 있다는 의혹을 제기하였다.

### (1) 주택공급 부진

2015년 상반기에 주택경기가 회복됨에 따라 주요 건설사들은 주택신규공급을 대폭 확대하였음에도 구 삼성물산(주)은 주택신규공급을 확대하지 않았다.

이에 대하여 사건본인은 구 삼성물산(주)이 2014년 초부터 주택사업 추진전략을 수정하여 기존 보유 물량의 사업화에 집중하는 한편, 신규 수주는 서울 강남권 등 사업성이 양호하다는 점이 확인된 프로젝트에 주로 참여하기로 하었다고 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 2015년 상반기 신규주택을 300여 가구만 공급하였는데, 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의일인 2015. 7. 17. '2015년 하반기 서울 8곳에서 총 10,994가구의 아파트를 공급할 예정'이라고 밝혀 사건본인이 주장하는 주택사업 전략 변경 내용 및 상반기의 모습과는 대조를 이루었다.

이와 관련된 언론 보도는 아래와 같다.

○ 2015. 5. 18. 조선비즈의 보도- 모처럼 장이 선 국내 주택 분양 시장에서 구 삼성물산(주)이 사라졌다.

올해 주택 분양시장은 공공물량까지 포함해 40만 가구가 넘게 공급될 것으로 전망된다.

2006년 이후 9년 만에 상승세로 돌아선 분양시장이라 건설업체마다 공급물량을 늘리는 상황이다.

그러나 지난해까지 아파트 수요자들에게 가장 인기 있던 '래미안'을 공급하는 구 삼성물산(주)만 거꾸로 가고 있다.

○ 2015. 9. 11. 비즈니스워치의 보도- 건설업계 시공능력평가 1위인 구 삼성물산(주)이 제일모직(주)과 합병을 마치고 주택사업에 다시 시동을 걸었다.

9 내지 10개월가량 공백기를 가졌던 수주와 분양 사업을 재개한 것이다.

○ 2015. 9. 25. 비즈니스포스트의 보도- 구 삼성물산(주)은 제일모직(주)과 합병해 통합 삼성물산(주)이 출범한 전후로 주택사업 전략에 변화를 보이고 있다.

구 삼성물산(주)은 올해 상반기까지 주택사업에 소극적이었다.

구 삼성물산(주)은 올해 상반기 주택사업에서 단 한 건의 신규 수주도 하지 않았다.

... 통합 삼성물산(주)은 서초동 삼성사옥 주택 재건축 싹쓸이는 물론이고 서울 강남의 재개발과 재건축 사업에 공격적으로 나설 채비를 갖추고 있다.

## (2) 대형 신규 수주 부족

구 삼성물산(주)은 2015년 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(계약기간 2015. 5. 13.부터 2018. 6. 23.까지)의 제한착수지시서(LNTP, Limited Notice to Proceed)를 받고도 이를 공개하지 않고 있다가 낙찰통지서(LOA, Letter of Award)를 수령한 후인 2015. 7. 28.에야 이를 공개하였고, 위 공사는 공사대금이 약 2조 원인 대형 수주였다[위 공사대금은 사건본인 주장에 따른 구 삼성물산(주)의 2014년 해외 수주액 약 8조 원의 25%에 해당하는 금액이다.

].

사건본인은 낙찰통지서를 받지 않으면 계약이 무산되는 것이므로 낙찰통지서를 받은 후 이를 공개하였다고 주장하였고, 구 삼성물산(주)이 낙찰통지서를 수령하고서야 계약 사실을 공개한 것이 유가증권시장 공시규정 등에 위반되었다고 볼 만한 자료는 제출되지 않았으나, 언론은 아래와 같은 의혹을 제기하였다.

○ 2015. 7. 28. 비즈니스워치의 보도- 제일모직(주)과의 합병을 앞둔 구 삼성물산(주)이 합병 성패를 가르는 주주총회 전까지 공개하지 않았던 2조 원대 해외 수주 소식을 뒤늦게 알렸다.

공교롭게도 구 삼성물산(주) 주가가 합병반대 주식매수청구권 행사가격 아래로 떨어진 시점이다.

... 구 삼성물산(주)은 합병이 절실한 이유와 발표된 합병비율이 정당하다는 근거로 주력인 건설업의 실적 악화와 성장성 한계 등을 제시한 바 있다.

이와 같은 상황을 볼 때 이번 카타르 수주 건은 합병 전 이미 사실상 계약이 이뤄진 상태였지만, 합병 논리에 불리한 요인이 될 수 있기 때문에 구 삼성물산(주) 측이 공개를 꺼려온 것이라는 분석이 나온다.

- 2015. 7. 31. 미디어투데이의 보도- 합병을 앞둔 구 삼성물산(주)이 주가 상승을 우려해 일부러 공개 시점을 늦춘 것 아니냐는 지적이 나오는 이유다.

구 삼성물산(주)의 주가가 상승할 경우 치밀하게 준비해 온 제일모직(주)과의 합병비율을 무너뜨릴 수 있기 때문이라는 분석이다.

또한 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.

### (3) 기업집단 내 수주 상황의 변화

구 삼성물산(주)이 주관하던 공사 중 일부의 주관 업체가 2014년 말부터 2015년 초 사이에 소외 1이 지배하는 기업집단 내 또 다른 회사인 삼성엔지니어링(주)으로 변경되었다.

이에 관하여 언론과 증권사는 아래와 같이 보도, 분석하였다.

- 2015. 6. 5. 조선비즈의 보도- 예전 같으면 구 삼성물산(주)이 시공할 물량이었지만 제일모직(주) 상장 시점인 지난 해 말을 전후로 삼성엔지니어링(주)이 도맡은 경우가 잦은 것으로 나타났다.

... 제일모직(주)과 구 삼성물산(주)의 합병과 연관된 계산된 움직임이 아니냐는 지적이 일고 있다.

... 신규 수주 부진은 올해 들어 더 눈에 띈다.

... 재계에서는 제일모직(주)과 구 삼성물산(주)의 합병과 연관시켜 삼성그룹이 의도적으로 수주를 줄이고 공사 물량을 다른 계열사로 넘긴 게 아니냐는 의문을 제기하고 있다.

- 2015. 6. 30. HMC투자증권의 분석- 대부분의 국내기관투자자와 개인들은 오너 일가의 승계를 위한 그룹 계열사들의 일사분란한 움직임에 익숙해 있다.

... 합병을 끝까지 반대하는 경우, 오너 일가가 구 삼성물산(주) 주가가 올라갈 수 있도록 배려할 가능성은 낮다.

오히려 삼성전자(주)의 반도체, 디스플레이 등 핵심 투자부문을 삼성엔지니어링(주) 또는 외부 건설업체에 주게 되는 사례도 발생할 수 있을 것이다.

언론 보도에 따르면, 구 삼성물산(주)과 제일모직(주)이 1차 공사를 마친 4,000억 원 규모의 삼성전자(주) 베트남 투자 프로젝트의 2차 공사의 주관 업체가 2015. 2.부터 삼성엔지니어링(주)으로 변경되었다.

이는 매우 이례적이다.

또한 삼성전자(주)가 건설 중인 서울대학교 내 부설연구소 또한 1차 공사를 맡았던 구 삼성물산(주)이 중도 하차하고, 삼성엔지니어링(주)이 공사를 맡기 시작했다.

삼성그룹은 언제든지 구 삼성물산(주)의 실적을 좌우할 수 있다.

특히 건설부문의 실적은 삼성전자(주)의 발주 상황 및 수익성 확보 여부에 따라 크게 달라질 수 있다.

사건본인은 삼성엔지니어링(주)이 2010년부터 2014까지의 기간에도 삼성전자(주)로부터 여러 건의 공사를 수주하였다 고 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.

마. 국민연금공단의 주식 거래와 합병 찬성 등

(1) 이사회 결의일 전 주식 매도

단일 주주로는 구 삼성물산(주)의 최대주주인 국민연금공단은 2015. 3. 26. 구 삼성물산(주) 주식 중 11.43%인 17,848,408주를 보유하고 있었는데, 그 후 지속적으로 구 삼성물산(주) 주식을 매도하여 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 마지막 거래일인 2015. 5. 22.에는 9.54%인 14,906,446주를 보유하게 되었다[한편 국민연금공단의 제일모직(주) 주식 소유 비율은 2015. 3. 31. 기준 5% 미만이었었는데, 2015. 6. 30. 기준 5.04%가 되었다.

].

(2) 이사회 결의일 후 주식 매수

구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 합병비율이 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일인 2015. 5. 26.에 0.35:1로 결정되어 공시된 후에는 구 삼성물산(주) 주가가 제일모직(주) 주가의 35%를 초과하는 금액으로 형성되는 기간이 있었고, 합병 법인의 지분을 계속 보유하려는 주주라면 이 기간에 상대적으로 주가가 상승한 구 삼성물산(주) 주식을 매도하고 상대적으로 주가가 하락한 구 제일모직(주) 주식을 매수하는 것이 일반적인 투자 원칙에 부합하는 것이었다. 그러나 국민연금공단은 반대로 구 삼성물산(주) 주식을 매수하고, 제일모직(주) 주식을 매도하여, 구 삼성물산(주) 주식 중 국민연금공단의 소유 비율을 늘려갔다.

(3) 이 사건 합병 찬성

국민연금공단은 한국기업지배구조원에 이 사건 합병에 대한 의결권 행사 관련 자문을 구했고, 한국기업지배구조원은 합병비율이 구 삼성물산(주) 주주에게 불리하게 산정되었다는 등의 이유로 반대를 권고하였다.

또한 국내외 의결권 자문업체인 서스틴베스트, ISS, 글래드루이스도 모두 합병비율이 구 삼성물산(주)에 불리하게 산정되었다는 등의 이유로 삼성물산(주) 주주에게 반대를 권고하였고(다만, 위 의결권 자문업체들의 공신력, 법적 근거에 관하여는 논란이 있거나 분명하지 않다.

), 적지 않은 증권 전문가들이 국민연금공단의 반대를 예상하며, 이 사건 합병 안의 가결이 쉽지 않다고 전망하였다.

그러나 국민연금공단은 이 사건 합병에 관한 주주총회에서 이 사건 합병 안에 찬성하였다.

위 주주총회는 83.57%의 주주가 참석하였고, 이 중 69.53%가 이 사건 합병 안에 찬성하여 합병 안이 가결되었는데, 당시 11.2%를 소유하고 있던 국민연금공단이 반대하였다면 이 사건 합병 안은 의결정족수 미달(출석한 주주 의결권의 2/3 미달)로 부결되었을 것이다(상법 제522조 제1항, 제3항, 제434조에 의하면, 합병에 관한 주주총회 결의는 출석한 주주 의결권의 2/3 이상과 발행주식 총수의 1/3 이상의 수로써 하여야 한다.

).

국민연금기금 의결권 행사지침 제8조 제1항에 의하면, 국민연금기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단이 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사하여야 하고, 제2항에 의하면, 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회에 결정을 요청할 수 있으며, 제3항에 의하면, 의결권 행사시 외부 의결권 전문기관의 자문을 받을 수 있는데(출처: 국민연금기금운용본부 홈페이지, fund.nps.or.kr), 위와 같이 국민연금공단은 직접 자문을 의뢰한 외부 의결권 전문기관의 자문 결과와 반대 내용으로 의결권을 행사하면서 전문위원회에 결정을 요청하지 않았다[국민연금공단은 현재는 상호를 에스케이(주)로 변경한 합병 전 에스케이

이씨앤씨(주)가 합병 전 에스케이(주)를 흡수합병하는 합병 안과 관련하여 합병 전 에스케이(주)의 주주로서 전문위원회에 결정을 요청한 후 위와 같은 합병은 합병 전 에스케이(주) 주주의 이익에 반한다는 취지의 결정에 따라 2015. 6. 26. 위 합병 안에 반대한 바 있다.

다만, 국민연금공단의 반대에도 불구하고 위 합병 안은 가결되었다.

].

바. 소결론

(1) 2015. 1. 2.부터 2015. 5. 22.까지 구 삼성물산(주) 외의 다른 주요 건설사 주식의 주가가 상승한 것과 달리 구 삼성물산(주) 주가는 상승하지 못하였고, 특히 2015. 4. 중순 이후에는 지속적으로 하락하였다.

(가) 여러 증권사들의 분석 등을 종합하여 보면, 그 이유 중 하나는, 제일모직(주)이 2014. 12. 18. 상장되면서 구 삼성물산(주)과 제일모직(주)의 합병 가능성이 증권시장에 본격적으로 알려졌고, 이 사건 합병으로 기업가치가 증대할 것이라는 전망보다 제일모직(주) 주식은 40% 이상 보유하고 있으나 구 삼성물산(주) 주식은 2% 미만으로 보유하고 있는 소외 1 등의 이익을 위하여 구 삼성물산(주) 주주에게 불리하게 합병비율이 결정되리라는 전망이 우세하였기 때문인 것으로 보인다.

이 사건 합병에 관한 이사회 결의일인 2015. 5. 26.(합병계약 체결일도 같다.

) 이후의 구 삼성물산(주) 주가가 그 전의 주가보다 높은 수준에서 형성되었다는 것도 이러한 인과관계를 뒷받침하는 근거 중 하나가 될 수 있다[앞서 본 바와 같이, 자본시장법 시행령 제176조의5 제1항 제1호에 의하면, 이사회 결의일 또는 합병계약 체결일 중 앞서는 날의 전일을 기산일로 한 최근 1개월간의 종가를 기초로 합병가액을 산정하여야 하고, 구 삼성물산(주)은 이사회 결의일에 그에 따른 합병가액 및 합병비율을 공시하였다.

이로써 이사회 결의일 이후에는 합병비율이 구 삼성물산(주) 주주에게 불리하게 산정될 수 있다는 위험이 해소되어 시장참여자들이 구 삼성물산(주) 주식을 매수하였을 수 있다.

].

정보 격차, 정보가 알려지는 시차, 정보에의 접근 가능성, 시장가격의 일시적인 불완전성, 혼재성, 기업가치 평가에 대한 다양한 관점 등으로 인해 시장가격이 기업가치와 완전히 일치하지 아니하는 경우가 있을 수 있지만, 시장가격(공개된 시장의 주가)은 특별한 사정이 없는 한 기업가치가 반영된 가격과 일치한다는 것이 대원칙이다.

다만, 합병 자체가 하나의 이해관계로 작용하면서 위와 같은 불일치에 영향을 미치고 있었다면, 합병 과정의 주식매수가격을 결정할 때 위와 같은 사정을 어느 정도 고려하여야 할 때가 있다.

즉 합병을 반대하면서 주식매수를 청구한 사건에서 주식매수가격을 결정할 때는 합병 정보 자체로 인해 형성된 시장가격의 불완전성, 혼재성을 사안에 따라 제거하여야 한다.

이때 이해관계의 존부, 과거의 기업가치, 현재와 미래에 영향을 주었다고 볼 수 있는 사정의 존부 등을 토대로 고려 여부를 확정하여야 하고, 행위 주체 확정은 핵심 쟁점이 될 수는 없다.

이 사건에서는 기업가치만이 아니라 기업가치에 더하여 합병 자체에 이해관계를 가질 수 있는 두 개의 큰 이해관계[합병과정에서 구 삼성물산(주) 주가 하락이라는 하나의 이해관계, 이러한 하락을 독자적으로 인지한 전문가 그룹이 이용하는 또다른 이해관계]가 존재하고, 행위주체, 행위자의 의도가 명백하게 드러나지는 아니하였지만, 객관적으로 합병 자체로 인해 이해관계 있는 측에 유리하거나 불리한 거래 행위 등이 존재한다고 추정할 수 있고, 그 결과 소액·소수 포함 구 삼성물산(주) 주주 모두에게 위와 같은 시장가격을 토대로 주식매수가격을 결정하기는 어렵다.

(나) 구 삼성물산(주)의 실적 부진도 주가의 상승을 막고 오히려 주가를 하락하게 하는 원인이 되었다.

그러나 여러 언론과 증권사는 소외 1 등의 이익을 위하여 기업집단 "삼성" 차원에서 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 의도되었을 수 있다는 의혹을 제기하였고, 위와 같은 의혹에 부합하는 객관적인 사실들도 일부 존재한다.

이에 대하여 사건본인은 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 통상적인 경영 판단의 결과 혹은 불가피한 외부 사정에 의한 것이라는 취지로 주장하였으나, 사건본인이 제출한 자료들은 주장하는 바와 같은 경영 판단과 불가피한 외부 사정이 있었다는 점에 관하여 설득력 있는 근거가 되기에 부족한 것으로 보인다.

여기에 이 사건 합병의 특수한 사정, 즉 구 삼성물산(주) 주가가 낮게 형성될수록 소외 1 등의 이익이 커지고, 소외 1 등이 구 삼성물산(주)의 경영에 지배적인 영향력을 행사할 수 있는 지위에 있었다는 점과 기업집단을 지배하는 동일인에 의한 기업집단 내 회사의 사업내용에 대한 사실상 지배는 그 성질상 구체적인 지배력 행사 과정 등에 대한 뚜렷한 흔적이 남기 어렵다는 점까지 보태어 보면, 구 삼성물산(주)의 실적 부진이 소외 1 등의 이익을 위하여 누군가에 의해 의도되었을 수도 있다는 의심에는 합리적인 이유가 있다.

(다) 단일주주로는 구 삼성물산(주)의 최대주주인 국민연금공단은 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전 약 2개월 간 구 삼성물산(주) 주식을 지속적으로 매도하였고, 이는 같은 기간 구 삼성물산(주) 주가를 하락시키거나 상승하지 못하도록 하는 데에 어느 정도 영향을 미쳤을 것이다.

물론 국민연금공단이 정당한 투자 판단에 근거하여 구 삼성물산(주) 주식을 매도하였을 가능성도 있다.

그러나 쉽게 또는 분명하게 납득하기 어려운 이사회 결의일 후의 투자 행태, 주주총회 의결권 행사에 관한 방침 결정의 과정과 결과 및 그것들이 이 사건 합병에 관한 주주총회 결의에 미친 영향에 비추어 보면, 위와 같은 국민연금공단의 주식 매도가 정당한 투자 판단에 근거한 것이 아닐 수 있다는 의심을 배제하기는 어렵다.

(라) 이와 같이, 구 삼성물산(주)의 주가는 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 이전부터 이미 이 사건 합병 계획의 영향을 받고 있었다.

또한 구 삼성물산(주) 주가의 상승 저지 또는 하락에 영향을 미친 실적 부진과 국민연금공단의 주식 매도가 그와 같은 주가 형성을 목표로 하여 의도되었을 가능성을 뒷받침하는 정황들도 다수 있으므로, 이 점에서 보아도 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵 구 삼성물산(주)의 시장주가는 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있었다고 판단된다.

따라서 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵 구 삼성물산(주)의 시장주가는 이 사건 주식매수가격 결정의 기초로 할 근거가 부족하다.

(2) 한편, 신청인들은 ① 2013년 12월 구 삼성물산(주) 대표이사가 건설 분야 비전문가로 교체된 것과 ② 2014년 4분기 사우디 쿠라야 공사, 인천 옥련 공사 관련 대규모 충당금을 반영한 것 또한 구 삼성물산(주) 주가를 하락시키기 위한 의도 하에 진행된 것이고, 실제 구 삼성물산(주) 주가에 영향을 미쳤다고 주장한다.

그러나 위 각 행위가 신청인들이 주장하는 것과 같은 의도 하에 이루어졌다는 사실과 위 각 행위가 구 삼성물산(주) 주가에 유의미한 영향을 미쳤다는 사실이 증명되었다고 보기 어려우므로, 이 부분에 관한 신청인들 주장은 받아들이지 않는다.

또한 신청인들은 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호가 위헌이라고 주장하나, 법원이 주권상장법인의 주식매수가격을 결정함에 있어 반드시 또는 항상 위 시행령 규정에 따라야 하는 것은 아니고, 위와 같은 법리와 그 적용이 헌법합치적이므로, 직권으로 위헌법률심판을 제정할 근거도 부족하다.

## 6. 이 사건 주식매수가격의 결정

### 가. 결정의 기준

이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 구 삼성물산(주) 시장주가를 기초로 하여 주식매수가격을 결정하는 방법을 배제하면, 이 사건 주식매수가격 결정의 방법으로는 ① 이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전일 무렵의 구 삼성물산(주) 시장주가에서 합병 계획 등이 시장주가에 미친 영향 등을 제거한 가격을 계량적으로 산정하는 방법 또는 ② 합병 계획 등의 영향을 배제할 수 있는 다른 시점의 시장주가를 기초로 산정하는 방법을 고려해 볼 수 있다.

공시의 방법으로 합병이 알려지기 전에, 이해관계인, 특정한 전문가가 이를 인지하거나 예측하면서 공개된 시장에서 주식을 팔 수도 있고 살 수도 있다.

합병으로 추정되는 이익 측면에서 주식을 팔거나 주가에 영향을 줄 수 있는 정보를 적극적으로 적시에 공개하지 아니한 가능성이 있고, 다른 측면에서 주가가 낮은 주식을 매집하여 주식회사의 지배주주, 다수주주, 캐스팅 보트를 행사할 수 있는 주주가 될 수가 있다.

명백한 증명자료는 부족하지만 엘리엇 어쏘시어츠 엘. 피.는 후자의 목적을 일부 가지고 주주가 되었을 수도 있다.

이러한 과정이 시장에 반영되면, 외형상 영향을 받았다고 평가되는 시장가와 이를 이용하려는 시장가가 병존하면서 이 또한 시장가라는 주장도 가능할 수 있으나, 앞에서 든 여러 사정 등을 참작할 때, 이를 주식매수가격결정의 기초로 하기는 어렵다.

더군다나 양쪽의 영향을 모두 받았다면, 이를 현실적으로 제거한 평가 결과를 도출하기도 어렵다.

구 삼성물산(주)의 장기간 주가 추이를 볼 때, 위와 같은 영향 또는 이용 전의 주가를 토대로 산정하는 것이 법리에 부합한다.

제일모직(주)이 2014. 12. 18. 상장되면서 구 삼성물산(주)과 제일모직(주) 사이의 합병 가능성이 구체화되기 시작하였고 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 배제할 수 있는 시점은 제일모직(주) 상장일 전일인 2014. 12. 17.이라고 봄이 상당하다[이 사건 합병에 관한 이사회 결의일과는 5개월 이상 떨어진 시점이나, 2014. 12. 18.과 2015. 5. 22. 사이에 이 사건 합병 계획 및 앞서 본 실적 부진 외에 구 삼성물산(주) 주가에 영향을 미친 뚜렷한 호재나 악재가 있었다는 사정은 보이지 않고, 위 시점의 구 삼성물산(주)의 주가가 구 삼성물산(주)의 장기적인 주가 흐름에도 배치되지 아니한다.

].

따라서 기본적으로 2014. 12. 17.을 기준일로 한 시장주가를 기초로 매수가격을 결정하기로 하되, 주가는 시시각각으로 변동하는 것이어서 특정한 날의 종가를 곧바로 매수가격으로 결정할 경우 객관적인 기업가치를 반영하지 못할 우려가 있으므로, 이 사건 주식매수가격은 거래량이 많은 날과 기준일과 가까운 날의 주가에 가중치가 부여되는 자본시장법 시행령 제176조의7 제3항 제1호의 방법을 유추하여, 2014. 12. 17.부터 ① 과거 2개월간 평균종가(종가를 거래량으로 가중산술평균함), ② 과거 1개월간 평균종가(종가를 거래량으로 가중산술평균함), ③ 과거 1주일간 평균종가(종가를 거래량으로 가중산술평균함)를 산술평균한 가격으로 정하기로 한다.

나. 이 사건 주식매수가격

위와 같은 방법에 따른 계산 결과는 아래와 같이 66,602원이다(해당 기간 주가 및 거래량은 별지 표 2 해당란 각 기재와 같고, 2014. 10. 18.과 2014. 10. 19.이 각 토요일, 일요일이므로 2014. 10. 20.부터 계산한다.

원 미만은 반올림한다.

).

기간㉠ (종가 × 거래량) 합계㉡ 거래량 합계가중평균주가(㉠÷㉡)① 최근 2개월 (2014. 10. 20.부터 2014. 12. 17.까지) 2,229,918,046,70031,797,46870,129원② 최근 1개월 (2014. 11. 18.부터 2014. 12. 17.까지) 1,071,569,471,60015,870,04267,522원③ 최근 1주일 (2014. 12. 11.부터 2014. 12. 17.까지) 205,995,237,4003,314,14662,156원매수가격(①, ②, ③ 각 기간 가중평균주가의 산술평균)66,602원 따라서 신청인들이 매수청구한 구 삼성물산(주) 발행 별지 표 1 기재 각 주식의 매수가격을 1주당 66,602원으로 결정한다.

## 7. 결론

그렇다면, 신청인들이 매수를 청구한 구 삼성물산(주) 발행 별지 표 1 기재 각 주식 매수가격을 자본시장법 시행령 제 176조의7 제3항 제1호에 따라 1주당 57,234원으로 정한 제1심결정은 부당하고, 신청인들의 항고는 정당한 이유가 있다고 인정되므로, 제1심결정을 취소하고, 1주당 가격을 66,602원으로 정하기로 하여, 주문과 같이 결정한다.

[별지 생략]

판사 윤종구(재판장) 양시훈 박옥희