

# 회생회사 M&A에서의 공정·형평의 원칙

이수연·송호성<sup>1</sup>

## I. 서론

### 1. 회생회사 M&A 일반론

회생회사 M&A는 회생계획 인가 시점을 기준으로 인가 전 M&A와 인가 후 M&A로 구분된다. 실무상으로는 인가 후 M&A로 진행된 사례가 보다 많은 것으로 보인다<sup>2</sup>. 인가 후 M&A는 인수인 입장에서는 회생계획 인가에 따라 회생담보권·회생채권·주주의 권리 및 공익채권의 범위가 어느 정도 명확해진 상태에서 투자의 규모와 실익을 가늠해 볼 수 있다는 장점이 있다.

회생회사 입장에서는 회생계획이 인가된 이후라도 신용하락, 경기침체의 장기화 등으로 인하여 회생계획인가 당시의 예측과는 달리 회생계획을 수행하는 것이 쉽지 않은 경우가 있다. 또한, 회생계획의 수행이 가능하다고 하더라도 독자생존 방식으로는 회생채권 및 회생담보권을 변제하고 사업을 극대화하기 어려워서 외부자금을 조달할 필요도 적지 않은데, 이러한 경우 인가 후 M&A를 통해 회생절차의 조기 종결을 고려할 수 있다<sup>3</sup>.

회생회사 M&A에서 가장 널리 활용되는 방식은 인수인이 제3자 배정 유상증자 방식으로 회생회사의 신주를 인수하여 최대주주가 됨으로써 경영권을 인수하는 방법이다. 2014. 5. 27. 개정된 「회생절차에서의 M&A에 관한 준칙」 역시 이러

---

<sup>1</sup> 법무법인(유) 율촌 변호사. 단, 본 원고는 필자들이 업무 경험과 관련한 개인적 의견을 기초로 작성한 것으로, 필자들이 소속된 법무법인의 입장과는 관련이 없음을 미리 밝혀둔다.

<sup>2</sup> 서울중앙지방법원 파산부 관할 사건 가운데 회생계획 인가 전에 제3자 배정 신주인수 방식으로 M&A가 진행되었던 사례로는 신성개발(주)(2008회합83), 나드리화장품(주)(2012회합19), 한성엘컴텍(주)(2012회합203) 사건 등이 있고, 회생계획 인가 후에 제3자 배정 신주인수 방식으로 M&A가 진행되었던 사례로는 쌍용자동차(주)(2009회합6), 대한해운(주)(2011회합14), 범양건영(주)(2012회합103), 남광토건(주)(2012회합141), 팬오션(2013회합110) 사건 등이 있다..

<sup>3</sup> 서울중앙지방법원 파산부실무연구회, 회생사건실무(하) 제4판, 박영사, 183면

한 점을 반영하여 ‘제3자 매각은 채무자의 적정한 가치에 상당하는 금액의 제3자 배정 유상증자 방식으로 하고, 유상증자 대금으로는 회생채무를 조기에 변제하며, 인수자가 안정적인 범위의 채무자의 주식을 확보할 수 있도록 한다’고 규정하고 있다.

다음에서는 제3자 배정 유상증자 방식의 인가 후 M&A를 전제로 논의를 전개하고자 한다.

## 2. 회생회사 M&A에서 변경회생계획안의 작성과 공정·형평의 원칙

제3자 배정 유상증자 방식은 회생회사를 직접 경영할 의사와 능력이 있는 인수인에게 신주를 배정·발행하여 지배주주가 되도록 하고, 그가 납입한 유상증자 대금으로 회생채무를 일시에 변제함으로써 개선된 재무구조를 바탕으로 채무자가 회생절차에서 조기에 벗어나는 것을 목적으로 한다.

인수인은 자신의 투자에 대응하여 회생회사의 자본감소, 채무재조정 및 회생절차의 종결을 요구함이 통례이며, 그에 따라 변경회생계획의 작성, 결의 및 인가 절차가 수반된다.

회생계획 인가 후의 회생계획 변경은, (i) 부득이한 사유로 회생계획에 정한 사항을 변경할 필요가 생긴 경우에 허용되며{채무자 회생 및 파산에 관한 법률(이하 “채무자회생법”) 제282조 제1항}, (ii) 변경신청된 내용이 회생채권자, 회생담보권자 및 주주에게 불리한 영향을 미칠 것으로 인정되는 때에는 원회생계획안의 제출이 있는 경우의 절차에 관한 규정이 준용된다(채무자회생법 제282조 제2항).

그에 따라 회생회사의 M&A를 위한 원회생계획의 변경시에도 회생계획의 인가 요건이 그대로 적용되고, 회생담보권자·회생채권자·주주 사이에 “공정·형평의 원칙”에 부합하는 권리의 변경이 있어야 한다. 이하에서는 회생회사 M&A 과정에서 인수인과 채무자 회사의 기존 주주들 간의 권리관계를 조정함에 있어 대원칙이 되는 공정·형평의 원칙(채무자회생법 제217조, 제243조)의 의미 및 공정·형평의 원칙에 따라 실제로 채무자 회사의 기존 주주들의 권리를 변경하고자 할 경우 실무적으로 제기될 수 있는 법률적 쟁점들을 필자들의 경험에 비추어 살펴보고자 한다.

## II. 공정·형평의 원칙 일반론

### 1. 공정·형평의 원칙의 개념

채무자회생법 제243조는 “회생계획이 공정하고 형평에 맞을 것”을 회생계획의 인가 요건 중 하나로 규정하고 있으며, 동법 제217조는 “회생계획에서는 권리의 순위를 고려하여 회생계획의 조건에 공정하고 형평에 맞는 차등을 두어야 한다고 하면서, ① 회생담보권, ② 일반의 우선권 있는 회생채권, ③ 일반 회생채권, ④ 잔여재산의 분배에 관하여 우선적 내용이 있는 종류의 주주·지분권자의 권리, ⑤ 그 외의 주주·지분권자의 권리 순으로 권리의 우선 순위를 규정하고 있다.

채무자회생법 제217조에 언급된 “공정하고 형평에 맞는 차등”이 무엇을 의미하는지에 관하여, (i) 선순위 권리가 완전히 만족을 받지 못하는 한 후순위 권자에게 만족을 주는 것을 금지하는 것이라는 “**절대적 우선설**”과 (ii) 선순위 권자에게 주는 만족이 후순위 권자에게 주는 만족보다 상대적으로 크기만 하면 공정하고 형평에 맞는 차등이라고 보아야 한다는 “**상대적 우선설**”이 대립하고 있으나, “상대적 우선설”이 우세한 것으로 보인다.

상대적 우선설은, (i) 채무자회생법 제217조가 그 문언상 ‘권리의 순위에 따라’라고 규정하지 않고 ‘권리의 순위를 고려하여’라고 규정하고 있는 점, (ii) 회생절차의 성격은 청산적인 것이 아니라 화해적인 것이라고 이해해야 하는데, 이와 같은 관점에서 보았을 때 공정·형평의 개념은 상위의 권리자보다 하위의 권리자를 우선시켜서는 안됨을 원칙으로 하되, 각 권리자 상호 간에 양보에 따른 의견의 조정을 필요로 한다는 의미인 점, (iii) 채무자의 가치에 대한 평가 결과가 불확실한 상태에서 이를 기준으로 하위의 권리를 회생계획에서 절대적으로 배제하는 것은 부당하다는 점 등을 논거로 한다<sup>4</sup>.

일본의 회사更生법 제268조<sup>5</sup> 역시 채무자회생법 제217조와 거의 동일한 내용의 조문을 두고 있다. 그에 대해, (i) 회사更生법 제268조 제3항의 문언상 동조 제1

<sup>4</sup> 임치용, “정리계획안의 공정·형평, 수행가능성에 관한 연구”

<sup>5</sup> **일본 회사更生법 제268조**

① 다음과 같은 종류의 권리를 가진 자에 대한更生 계획의 내용은 동일한 종류의 권리를 가진 자 사이에서는 각각 평등해야 한다. 그러나 불이익을 받는 사람의 동의가 있는 경우 또는 소액의更生 채권 등 또는 제 36 조 제 2 항 제 1 호부터 제 3 호까지의 청구권에 관하여 특별한 규정이 있고, 형평을 해하지 아니하는 경우 기타 같은 종류의 권리를 가진 자 사이에 차이를 두더라도 형평을 해하지 아니하는 경우에는 그러하지 아니하다.

항 각 호에 따라 정해진 권리의 순위를 고려하여 갱생계획을 작성할 때 차이를 두라는 것이지, 각 호에 규정된 권리의 실제법상 성질만을 기준으로 권리 분배에 있어 절대적인 선후관계를 정하라는 취지는 아니며, (ii) 절대적 우선설을 전제로 한다면 갱생계획안에 대한 관계인집회 결의가 무의미해지거나 적어도 그 의미가 대폭 줄어들 것이라는 것을 근거로, 학계에서 상대적 우선설이 보다 많은 지지를 받고 있는 것으로 보인다<sup>6</sup>.

## 2. 판례의 태도

대법원 역시 상대적 우선설에 입각한 것으로 보인다. 이와 관련한 주요 판시 내용은 다음과 같다. 구 회사정리법 하에서의 판결들이지만 채무자회생법의 해석에도 동일하게 적용될 것으로 보인다.

- 공정·형평성이란 구체적으로는 변경계획에서 구 회사정리법 제228조 제1항(채무자회생법 제217조 제1항)이 정하는 권리의 순위를 고려하여 이종의 권리자들 사이에는 권리변경의 내용에 공정·형평한 차등을 두어야 하고, 같은 법 제229조(채무자회생법 제218조 제1항)가 정하는 바에 따라 동종의 권리자들 사이에는 권리변경의 내용을 평등하게 하여야 한다는 것을 의미함<sup>7</sup>.
- 여기에서 말하는 평등은 형식적 의미의 평등이 아니라 공정·형평의 관념에 반하지 아니하는 실질적인 평등을 가리키는 것이므로, 변경계획에서 모든 권리를 반드시 같은 법 제228조 제1항 제1호 내지 제6호가 규정하는 여섯 종류의 권리로 나누어 각 종류의 권리를 획일적으로 평등

- 
1. 갱생담보권
  2. 일반의 선취특권 기타 일반의 우선권이 있는 갱생채권
  3. 제 2 호 및 다음 호에 열거 된 것 이외의 갱생 채권
  4. 약정 후순위 갱생 채권
  5. 잔여 재산의 분배에 관하여 우선적 내용이 있는 종류의 주식
  6. 전호에 기재된 것 이외의 주식

### ② 생략

③ 갱생 계획에서는 다른 종류의 권리를 가진 자 사이에는 제1항 각 호의 종류의 권리의 순위를 고려하여 갱생 계획의 내용에 공정하고 공평한 차이를 두어야 한다. 이 경우에 있어서 권리의 순위는 당해 각호의 순위에 의한다.

<sup>6</sup> 伊藤眞、会社更生法、2012、553쪽 이하

<sup>7</sup> 대법원 1998. 8. 28.자 98그11결정, 2015. 12. 29.자 2014마1157결정 등

하게 취급하여야만 하는 것은 아니고, 여섯 종류의 권리 상호간에도 정리채권이나 정리담보권의 성질의 차이 등 합리적인 이유를 고려하여 이를 더 세분하여 차등을 두더라도 공정·형평의 관념에 반하지 아니하는 경우에는 합리적인 범위 내에서 차등을 둘 수 있음<sup>8</sup>.

- 공정·형평의 원칙은 선순위 권리자에 대하여 수익과 청산시의 재산분배에 관하여 우선권을 보장하거나 후순위 권리자를 선순위 권리자보다 우대하지 않아야 됨을 의미하는바, 예컨대 정리채권자의 권리를 감축하면서 주주의 권리를 감축하지 않는 것은 허용되지 않음<sup>9</sup>.

### 3. 팬오션 M&A에서 공정·형평의 원칙 관련 쟁점들이 제기된 배경

2014. 10. 1. 매각공고로 게시된 회생회사 팬오션 주식회사(이하 “팬오션”)에 대한 M&A(이하 “팬오션 M&A”) 과정에서, 인수인인 하림그룹-JKL 컨소시엄(이하 “하림 컨소시엄”)이 신주인수대금 및 회사채인수대금으로 납입한 인수대금 총액은 일조칠십구억오천만 원(W1,007,950,000,000)이었다.

위 금액은 당시 팬오션의 원회생계획상 미확정 회생채무에 대한 현실화 예상금액을 포함하여 산정한 현금변제 대상 회생채무의 추정액인 약 일조일천이백사억 원(W1,120,400,000,000)에 미달하였고, 그에 따라 팬오션은 회생채권에 일정한 할인율을 적용하여 잔존 회생채권 전액을 만족시키지는 못하는 내용으로 조기 변제를 할 수 밖에 없었다.

이에 따라 변경회생계획에서 회생채권의 일부 감축 내지 할인에 관한 사항이 규정되어야 했고, 그렇다면 공정·형평의 원칙에 따라 채권자의 권리감축비율 이상으로 주주의 권리도 감축해야 한다는 것이 인수인의 기본적인 입장이었다.

그에 대해, ① 회생회사 M&A에서 회생채무 전액에 대한 변제가 이루어지지 않으면 무조건 주주의 권리를 감축하여야 하는 것인지, ② M&A 과정에서 인수인에게 팬오션의 신주가 대량으로 발행되는 것 자체로 인하여 이미 기존 주주들의 권리는 상당 부분 감축되는 것으로 보아야 하는 것이 아닌지, ③ 기존 주주

<sup>8</sup> 대법원 2000. 1. 5.자 99그35 결정, 2004. 12. 10.자 2002그121 결정, 2006. 1. 20.자 2005그60 결정 등

<sup>9</sup> 대법원 2004. 12. 10.자 2002그121결정

의 권리를 감축한다면 그 감축비율은 어떻게 산정해야 하는 것인지 등 채무자 회생법 상의 공정·형평의 원칙의 적용에 관한 다양한 의문들이 제기되었다.

위와 같은 상황에서 기존 주주에 대하여 어떠한 방법으로 어느 정도의 권리변경을 하는 것이 공정·형평의 원칙에 부합하는 것인지에 대한 합의를 도출하는 것은 대단히 어려운 일이었다. 팬오션 인수거래를 자문한 필자들이 가장 치열하게 고민했던 지점이다.

이하에서는 팬오션 M&A의 진행 과정에서 위와 같은 의문들이 제기된 배경 및 각 쟁점 별로 당시 논의되었던 내용들에 대하여 보다 상세히 살펴보고자 한다.

### III. 팬오션 M&A의 거래 구조 및 관련 내용

#### 1. 팬오션 M&A의 진행경과

팬오션 M&A는 다음과 같은 경과로 진행되었다.

날짜	진행경과	팬오션 주가(원)
2013. 06. 17.	회생절차 개시	2,565
2013. 11. 22.	원회생계획안 결의 및 인가	1,000
2013. 11. 29.	제1차 무상감자(일반주주 감자비율 = 2:1)	거래정지 중
2013. 12. 27.	제2차 무상감자(일반주주 감자비율 = 10:1)	거래정지 중
2014. 01. 24.	팬오션 주식 거래 재개	6,490
<b>2014. 10. 01.</b>	<b>팬오션 매각공고</b>	4,135
2014. 11. 04.	팬오션 인수의향서(LOI) 접수 마감	3,430
2014. 11. 06.	입찰안내서 제공	2,805
2014. 11. 10.~ 2014. 12. 05.	인수예정자들 예비실사 수행	3,015(11. 10. 종가) 2,705(12. 05. 종가)
2014. 12. 16.	인수예정자들 입찰서류 제출	2,670
2014. 12. 17.	하림 컨소시엄 우선협상대상자로 선정	2,505
<b>2014. 12. 22.</b>	<b>양해각서(MOU) 체결</b>	2,650
2015. 01. 05.~ 2015. 01. 30.	하림 컨소시엄 상세실사 수행	2,680(01.05.종가) 2,580(01.30.종가)

2015. 01. 14.	팬오션 기존 주주들 매각절차중지 가처분 신청 접수	2,740
2015. 01. 29.	매각절차중지 가처분 신청 기각	2,555
2015. 02. 05.	인수대금 확정	2,545
2015. 02. 12.	투자계약 체결	2,650
2015. 06. 12.	변경회생계획 인가	3,035
2015. 07. 30.	회생절차 종결결정	4,210

## 2. 입찰안내서상 투자조건

### 가. 투자조건외 내용

팬오션 M&A의 매각주간사였던 삼일회계법인은 입찰안내서를 통하여 인수희망자들에게, 제3자 배정 유상증자 주식수를 340,000,000주로, 신주의 최저발행가액을 1주당 2,500원(액면가 1,000원)으로 정하면서, 총 입찰금액의 50% 이상을 신주인수로 투자하여야 한다는 조건(이하 “**본건 투자조건**”)을 제시하였다.

본건 투자조건 중 인수인의 인수예정주식 수를 340,000,000주로 정한 것은, 2014. 10. 당시 팬오션의 발행주식수총수 214,538,500주 및 원회생계획에 따라 출자전환이 예정된 주식수를 합산한 이후, 인수인이 팬오션의 지분 50% 이상(예상지분을 58%)을 소유하도록 하고자 한 것으로 보인다.

다음으로, 신주의 최저발행가액 2,500원은, 회생법원에 의하여 조사위원으로 선임된 한영회계법인이 조사보고서에서 2013. 6. 17. 현재 팬오션의 계속기업가치를 약 1조 3,960억 원으로 산정한 것을 기초로, M&A에 따라 회생채무가 모두 변제될 것을 전제로 한 팬오션 주식의 가치가 1주당 약 2,500원으로 평가한 것으로 보인다.

### 나. 본건 투자조건에 대한 기존 주주들의 주장 및 그 정당성 여부

본건 투자조건이 공개되자 팬오션의 기존 주주들이 매각절차중지 가처분 신청을 제기하였다(서울중앙지방법원 2015가합80033 사건). 위 가처분신청의 주장 요지는, (i) 위 입찰안내서상의 신주 최저발행가액인 2,500원은 2014년 3분기 분기보고서상 팬오션의 장부가액을 기준으로 산정한 주당 순자산가치인 4,816원에 비추어 보았을 때 터무니없이 얽가이고, (ii) 팬오션이 상장회사임을 감안하면 인수인이 팬오션에 대한 지배권을 행사하는 데에는 30% 내외의 지분만 보유하면 충분하므로 제3자 배정 방식 인수 대상 주식수인 340,000,000주는 과다하며, (iii)

이와 같은 입찰조건에 따른 매각절차의 진행은 기존 주주들이 보유하고 있는 주식 가치를 희석하여 주주권을 침해하는 것으로서 무효일 뿐 아니라, 이와 같은 입찰조건을 정하여 기존 주주들에게 재산상의 손해를 입힌 관리인의 결정은 배임행위에 해당한다는 것이었다.

그러나 필자들의 견해로는 위와 같은 기존 주주들의 주장은 다음과 같은 이유로 그 타당성을 인정하기 어려워 보인다. 실제 위 가치분 사건은 기각되었다.

- 회생회사 M&A를 위해 기업가치를 평가함에 있어 순자산가치는 단순히 장부상의 가치가 아니라 회생회사에 대한 실사를 통하여 도출된 실사가치를 적용하는 것이 타당하고 본다. 실제로 우선협상대상자로 선정된 후 하림 컨소시엄이 수행한 상세실사에서 발견된 조정사유에 따라 입찰안 내서상 감액한도인 입찰금액의 5%에 해당하는 오백삼십억오천만원(₩53,050,000,000)을 감액한 금액으로 본 계약이 체결되었다.
- 인수인이 납입하는 유상증자 대금을 재원으로 회생채무를 변제하게 되는 회생회사 M&A의 경우 인수인의 지분율이 높아질수록 인수대금의 총액이 증가하여 결과적으로 회생회사 M&A의 목적인 회생채무의 변제율이 극대화되는 효과가 있기 때문에 회생회사 M&A에서는 일반 상장회사의 M&A와는 달리 인수인의 지분율이 상당히 높은 것이 오히려 일반적이다. 예를 들면, 대한해운, 쌍용자동차, 범양건영, 한성엘컴텍 등 팬오션에 앞서 회생절차 내에서 M&A가 진행되었던 유가증권시장 상장회사들의 경우 대한해운을 제외한 나머지 3개사는 모두 M&A 후 인수인의 지분율이 70%를 상회하였다<sup>10</sup>.
- 회생회사 M&A에서의 제3자 배정 방식의 신주 발행으로 인한 기존 주주의 지분권 희석은 특별한 사정이 없는 한 법률적으로 문제가 되지 않는다고 본다. 판례 역시 “3자 배정방식의 신주발행으로 인하여 기존 주주들의 지분권이 희석화됨으로써 만일 회생계획에서 계획한 제3자 배정방식의 신주발행이 이루어지지 아니한 상태에서 회생회사가 청산될 경우 기존 주주가 분배받을 수 있는 청산가치보다 더 적은 가치가 기존 주주

<sup>10</sup> 그 구체적인 수치는 아래와 같다.

회사명	대한해운	쌍용자동차	범양건영	한성엘컴텍
M&A 후 지분율	51.11%	70.03%	87.79%	87.2%

들에게 귀속되는 결과가 발생하게 되었다 하더라도, 회생회사가 청산을 선택하지 아니하고 사업을 계속하기로 하는 내용의 회생계획이 확정된 이상, 회생회사의 관리인은 신주의 발행가액을 정함에 있어서 신주발행 당시의 장부상의 청산가치에 의한 제한을 받지 아니하고 통상적인 방법에 따라 신주발행가액을 정할 수 있다고 할 것이므로 회생법원의 허가를 받아 발행한 신주의 발행가액이 현저하게 불공정하다는 등의 특별한 사정이 없는 한 그와 같은 회생계획에 의한 신주발행에 어떠한 위법이 있다고 볼 수도 없다”고 판시하였다<sup>11</sup>.

#### 다. 입찰안내서상 감자 가능성에 대한 유보

입찰안내서에 따르면 기존의 팬오션 발행주식에 대한 처리와 관련하여서는, ‘총 인수대금의 규모와 회사의 자산, 부채 및 수익력 등을 고려하여 자본의 감소가 논의될 수 있으나, 자본감소를 위해서는 관계인집회에서 주주조의 동의가 요구될 수 있고, 회사 발행주식의 처리와 관련된 사항에 대하여 어떠한 보장도 하지 않는다’는 것이 팬오션의 입장이었다.

이에 따라 팬오션 M&A에서 감자의 필요성 및 실행 가능성은 전적으로 채무자 회생법 제217조의 해석론에 맡겨지게 되었다.

### IV. 실무상 제기된 쟁점 또는 의문

#### 1. 협상 과정에서 제기된 이슈들

하림 컨소시엄이 본건 M&A의 우선협상대상자로 선정되어 본격적인 투자계약 관련 협상이 진행되면서, 채무자회생법 제217조 해석상 허용되는 한도에서 감자비율을 최대화함으로써 인수 후 지분율을 극대화 하려는 인수인과 기존 주주들에 대한 감자비율을 최소화하여 절차적 안정성을 확보하고자 하는 회생회사의 입장 대립이 있었다. 어찌 보면 각 거래당사자의 이해관계에 비추어 당연한 현상이다.

기존 주주들의 보유 주식에 대한 감자가 필요하다는 인수인의 주장에 대해 다음과 같은 반론 내지 의문들이 제기되었다.

---

<sup>11</sup> 대법원 2008. 5. 9.자 2007그 127 결정

- (1) M&A를 위한 제3자 배정 신주발행으로 인한 기존 주주들의 지분비율의 하락 자체를 기존 주주의 권리 감축으로 보아야 하는 것 아닌가
- (2) 원회생계획에서 이미 일반주주의 20:1 감자가 있었으며 M&A 추진 당시 팬오션은 채무초과 상태가 아닌데 감자가 필요한가
- (3) 회생채권자들이 원회생계획과 달리 일시에 회생채권을 변제받게 되므로, 현가할인율을 고려하면 채권자들에게는 실질적 권리감축이 없는 것 아닌가
- (4) 감자가 필요하다고 보더라도 감자비율 자체가 주주의 권리감축을 아닌가
- (5) 기존 주주의 권리감축의 효과가 인수인에게만 귀속되어 부당한 것 아닌가

위와 같은 질문들에 대해 필자들은 인수인의 자문사 입장에서 상장회사인 회생회사의 기존 M&A 사례를 살펴보는 한편, 공정·형평의 원칙에 관한 기존 판례사안을 분석하여 인수인의 입장을 지지할 수 있는 법적 근거를 도출하고 이를 근거로 팬오션 및 법원을 설득하고자 하였다.

## 2. 참고 사례 및 판례

### 가. 상장회사인 회생회사 M&A 사례

먼저, 기존의 회생회사 M&A 사례들 가운데 해당 회생회사가 상장회사였던 사례들만을 추려 회생계획 변경을 통한 기존 주주들의 권리감축의 정도 및 인수인의 최종 지분율에 대해 살펴보았다. 주로 최대주주 및 특수관계인들로 주주가 구성되는 비상장회사의 경우에는 회생회사 M&A를 위해 투자계약 체결에 앞서 기존 주주 보유 주식을 전부 소각한 사례들도 있기 때문에 기존 주주들에 대하여 어느 정도로 권리를 감축해 왔는지를 확인하는 것이 큰 의미를 갖지 못한다고 판단하였기 때문이다.

이에 필자들은 유가증권시장 주권상장법인인 쌍용자동차(2009회합6), 대한해운(2011회합14), 범양건영(2012회합103) 및 코스닥시장 주권상장법인인 한성엘컴텍(2012회합203) 사례에 관한 공시, 관련 기사 등을 통해 회생절차 진행 경과 및 M&A 내용을 분석해 보았다.

그러나, 상장회사 사례들 또한 각 회생회사의 재무상황 및 M&A를 위한 구체적인 투자조건, 인수인이 납입할 인수금액의 규모 등 다양한 요소들이 기존 주주들의 권리 감축 정도를 결정함에 있어 고려되기 때문에, 전반적으로 회생채권자를 일반 주주보다 결과적으로 보호하고 있다는 점 이외에 일률적인 기준을 도출하기는 어려웠다.

그나마 범양건영 사례가 인수인과의 투자계약 체결 후 변경회생계획에 따른 감자를 통하여 기존 주주들의 권리를 추가로 감축하였다는 점에서 가장 유사한 사례였으나, 투자계약 체결 시점을 기준으로 팬오션의 재무상황은 범양건영에 비하여 훨씬 양호한 편이었고, 투자계약 체결 이전에 이루어진 기존 주주들에 대한 감자비율도 훨씬 낮았기 때문에 직접 참고할 선례는 되지 못했다.

#### 나. 참고 판례

팬오션 M&A와 같이 상장회사인 회생회사의 M&A 과정에서 이루어진 기존 주주에 대한 권리감축의 적법성 또는 적절성에 대하여 직접적인 판단 기준을 제시하고 있는 판례 또한 발견하기 어려웠다.

다만, 앞서 인용한 대법원 2004. 12. 10.자 2002그121 사건에서 공정·형평의 원칙에 따른 회생채권자와 기존 주주 간의 권리 조정에 대하여 “정리채권자의 권리를 감축하면서 주주의 권리를 감축하지 않는 것은 허용되지 아니한다.”는 원칙을 제시하였던바, 팬오션 M&A를 준비함에 있어서는 위 판례를 바탕으로 구체적인 쟁점들을 해결하기 위한 논리를 찾고자 하였다.

위 사안은 회생절차 내에서의 M&A가 원인이 된 회생계획의 변경과 관련한 사안은 아니었으나, 회생절차 내에서 회생회사가 보유하고 있던 자산의 일부 매각을 전제로 작성된 변경회생계획상 회생채권인 보증채권과 기존 주주들에 대한 각각의 권리 감축 정도가 공정·형평의 비추어 적정하게 설정된 것인지가 문제되었던 사안이다.

위 사건의 변경회생계획에서는 보증채권의 변제율을 4%로 정한 반면, 기존 주주들의 주식은 20대1의 비율로 감자하도록 정하여 5%를 보장하였던바, 표면적으로 보았을 때에는 기존 주주들이 보증채권자보다 더 보호되어 공정·형평의 원칙에 위배된다는 주장이 제기되었다.

이에 대하여 하급심 법원(서울고등법원 2002. 11. 4.자 2002라209결정)은 실질적인 권리 감축 정도를 계산해 보면, 보증채권의 실제 변제율은 현금변제율인 4%가 아니라 9.22%-9.89%인 반면, 감자 이후 보증채권의 실제 변제율은 9.07%이므로 후순위 권리자인 주주가 선순위 권리자인 회생채권자보다 우대된다고 할 수 없으므로 위와 같은 내용의 변경회생계획은 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 판단하였다.

대법원은 하급심 법원과 달리 현금변제율인 4% 그대로가 보증채권자의 권리감축율이라고 전제하면서도, 현금변제율을 적용한 보증채권의 권리감축의 정도가 기존 주주에 대한 권리감축의 정도보다 표면상 더 클 지라도 보증채권의 특수성 및 보증채권의 변제 가능성과 관련된 각종 사정들을 종합적으로 고려하면 위와 같은 내용의 변경회생계획이 공정·형평의 원칙에 반하는 것이라고 볼 수는 없다고 판시하여, 구체적 논거는 다소간 달리하나, 하급심 법원과 결론을 같이 하였다<sup>12</sup>.

위 사안의 경우 원심과 대법원이 구체적 판단 근거를 다소간 달리하고는 있으나, 선순위 권리자인 회생채권자의 권리를 감축하면서 후순위 권리자인 주주의 권리를 감축하지 않는 것은 허용되지 아니한다는 원칙을 명확히 하면서 양자의 권리 감축 정도를 구체적으로 비교해 보았다는 점에서 큰 의미가 있다.

다만, 필자들이 위 판례에서 특히 주목하였던 점은 아래 3.라.항에서 자세히 검토하는 바와 같이, 위 사안의 원심에서 “주주의 경우는 권리의 감축이 그 기업에 대한 주주의 비율적 지위의 저감을 의미하므로 단순한 감자비율이 아니라, 감자 및 신주 발행 후 변동된 구 주주의 주식 지분 비율을 각 그 권리감축율이라고 볼 수 있을 것”이라고 판시한 부분이었다.

### 3. 각 쟁점별 검토

다음에서는 인수인의 감자 주장에 대해 제기된 반론들을 하나씩 제시하면서 당시 논의의 전개 과정, 필자들이 주로 고려한 사항들을 정리해 보고자 한다.

#### 가. M&A를 위한 제3자 배정 신주 발행으로 인한 기존 주주들의 지분비율의 하락 자체를 기존 주주의 권리 감축으로 보아야 하는 것 아닌가

---

<sup>12</sup> 위 사안에 대한 보다 자세한 분석은 <별지> 대법원 2004. 12. 10.자 2002그121 사건 정리 참조

위 주장은, 변경회생계획에 따라 회생채권이 면제된 비율만큼 회생채권자들의 권리가 감축된 것을 인정하더라도, 하림 컨소시엄이 팬오션의 신주를 인수하고 나면 그 결과 기존 주주들의 지분율은 상당 부분 하락하게 되는데, 그 지분율의 하락 자체로 인하여 기존 주주의 권리는 상당 부분 감축되는 것이며, 그 감축의 정도가 회생채권이 면제된 비율보다 더 크기 때문에 기존 주주 보유 주식에 대한 추가 감자가 변경회생계획에 포함되어서는 안된다는 논리이다.

그러나, 위와 같은 논리는 다음과 같은 이유에서 타당성을 인정하기 어려워 보인다.

먼저, 팬오션의 경우와 같이 원회생계획에서 포괄적으로 신주 발행을 예정하고 있는 경우에는, 원회생계획상 예정되어 있던 유상증자를 실시하는 것 자체만으로는 이를 회생계획의 변경이 필요한 주주의 권리감축, 즉 관계인 집회에서 주주조의 동의가 필요한 ‘주주에게 불리한 영향을 미치는 경우’에 해당하지 않는다고 보는 것이 회생법원의 실무인 것으로 보인다. 비록 구 회사정리법 하에서의 사례들이기는 하나 회생법원은, 정리회사 신한, 신성통상, 세계물산, 세계물산, 진로 등에 대한 정리절차에서 위 회사들에 대한 M&A를 추진하면서 정리계획 변경절차를 거치지 않고 원 정리계획의 조항에 따라 제3자 배정방식의 유상증자를 실시한 후, 유상증자 대금으로 정리채무를 변제하고 정리절차를 조기에 종결한 바 있다<sup>13</sup>.

대법원 또한 2008. 5. 9.자 2007그127 결정에서, “정리회사의 관리인이 정관에 규정된 수권자본금 한도 내에서 정리법원의 허가 하에 향후 제3자 배정방식의 신주발행을 계획하고 있는 정리계획 조항에 따라 신규자금을 유치할 목적으로 정리법원의 허가를 받아 신주를 발행하는 경우에는 정리회사의 기존 주주들이 정리계획에 의하여 감수하기로 예정한 불이익이 구체적으로 현실화되는 것에 불과하므로 특별한 사정이 없는 한 제3자 배정방식의 신주발행을 위하여 정리계획 변경절차를 거칠 필요가 없다.”고 판시하여 위 회생법원의 실무와 동일한 입장을 취하였다.

즉, 원회생계획에서 법원 허가에 의한 신주발행을 포괄적으로 예정하고 있는 경우, 그에 따른 신주발행이 원인이 된 기존 주주들의 지분율 하락은 원회생계획 작성 당시 기존 주주들이 이미 감수하기로 예정하였던 불이익이 실현된 결과에 불과할 뿐이며, 그와 같은 지분율 하락이 발생할 것이라는 사정이 신주발행 및

<sup>13</sup> 서울중앙지방법원 파산부실무연구회, 회생사건실무(하) 제4판, 박영사, 163면

회생채권의 일부 변제를 전제로 하는 변경회생계획을 작성함에 있어 기존 주주들의 권리를 추가로 감축하지 않아도 되도록 만드는 사유에 해당한다고 보기는 어려울 것으로 판단된다.

한편, 팬오션 M&A의 경우에는 매각주간사가 입찰안내서를 통하여 제시하였던 신주의 최저발행가격인 2,500원이 입찰안내서 제공 시점부터 변경회생계획 인가 시점까지 기간 동안의 팬오션 주식의 시가와 큰 차이가 나지는 않았다. 따라서 인수인에 대한 신주 발행으로 인하여 기존 주주들이 보유하고 있는 주식에 실제로 별다른 불리한 영향이 발생하였다고 보기도 어려웠기 때문에 위와 같은 판단을 내리기가 보다 용이하였던 측면이 있다.

반면, 회생회사 M&A의 통상적인 사례들에서와 같이 인수인에게 발행되는 신주가 그 발행시점의 회생회사 발행주식의 시가에 현저히 미달하는 가격이나<sup>14</sup> 해당 주식의 액면가로 발행되는 경우에는 그 발행 사실 자체만으로도 기존 주주의 지분적 가치가 상당히 하락하는 결과가 된다. 이러한 경우에도 앞서 본 판시와 동일한 판단 - 원회생계획에 예정된 제3자 배정 신주발행 만으로는 주주에게 불이익변경이 없다 - 이 가능할지에 대해 의문이 제기될 여지는 있어 보인다.

**나. 원회생계획에서 이미 일반주주의 20:1 감자가 있었으며 M&A 추진 당시 팬오션은 채무초과 상태가 아닌데 감자가 필요한가**

팬오션은 원회생계획을 수행하는 과정에서 다음과 같이 2차례에 걸쳐 감자를 실시한 바 있었다. 그 결과 일반주주에게 적용된 감자비율은 20:1 이었다.

	제1차 감자	제2차 감자
일시	2013. 11. 29.	2013. 12. 27.
주식 종류별 감자비율	① 관계회사 및 임원 주식: 10대1 ② 자기주식: 무상소각 ③ 일반주주: 2대1	모든 주식 10대1

또한, 인수인이 신주인수대금을 납입하기 전까지는 채무초과 상태를 벗어나지 못하는 여타 회생회사들의 경우와 달리, 팬오션의 경우 아직 인수인이 신주인수대금을 납입하기 전인 변경회생계획 작성 시점에 이미 자산총액이 부채총액을

<sup>14</sup> 가령 대한해운의 경우 우선협상대상자 선정일인 2013. 8. 7. 종가가 48,800원, 투자계약 체결일인 2013. 9. 17. 종가는 46,100원이었던 반면 인수인에 대한 신주발행가액은 13,447원으로, 신주발행가액이 시가의 30%에 미달하는 수준이었다.

초과하여 변경회생계획 인가를 위한 관계인집회에서 주주조의 동의도 받아야 하는 상황이었다.

위와 같이 원회생계획의 수행 과정에서 기존 주주들이 합계 20대1에 이르는 감자를 수용한 결과 재무구조가 많이 개선되어 채무초과 상태를 벗어난 상황이므로, 변경회생계획을 작성함에 있어 기존 주주들의 권리를 반드시 추가로 감축할 필요는 없다는 주장이 제기된 것이다.

이에 대하여 인수인 입장에서는 다음과 같은 논거로 대응하였다.

- 입찰안내서상 “기존 회사발행주식에 대한 처리와 관련하여서는 총 인수대금의 규모와 회사의 자산, 부채 및 수익력 등을 고려하여 자본의 감소가 논의될 수 있다.”는 내용이 명시되어 있는바, 팬오션 M&A는 시작 당시부터 회생채권에 대한 일부 변제 및 그에 상응하는 기존 주주의 감자가 전제된 구조였음.
- 공정·형평의 원칙에 의하여 변경회생계획에 따라 선순위 권리자인 채권자의 권리가 감축되는 경우에는 반드시 주주의 권리도 감축되어야 하는 것인데, 이 때 그 판단의 기준은 ‘변경회생계획의 내용으로 인하여 채권자의 권리보다 주주의 권리가 더 많이 감축되는지 여부’이지, ‘기존 원회생계획의 수행 결과까지 전부 고려하였을 때 회생절차 개시 전과 비교하여 결과적으로 주주의 권리가 얼마나 많이 감축되는지’가 아님.
- 따라서 원회생계획에서의 기존 주주들에 대한 감자비율 및 변경회생계획 제출 당시 팬오션의 재무상태 등은 변경회생계획을 통하여 기존 주주들의 권리를 추가로 감축하는 데에 장애가 되지 않음.

기존 주주들의 권리가 원회생계획의 수행 과정에서 얼마나 감축되었고, 그 결과 변경회생계획 작성 시점의 회생회사 재무상태가 어떠한 상황에 처하여져 있는지 등의 사정이 변경회생계획의 작성 과정에서 중요하게 고려되어야 할 요소라는 점에 대하여는 필자들도 동의한다.

하지만 선순위 권리인 회생채권의 감축을 예정하는 변경회생계획을 작성하는 상황에서 이미 상당한 수준의 감자가 진행되었다는 이유로 기존 주주들의 권리 감축을 아예 배제하는 것은 공정·형평의 원칙에 배치되며, 따라서 회생채권자들의 권리감축율(면제율) 이상으로 기존 주주들에 대한 추가 감자가 필요하다는 게 인수인의 입장이었다.

**다. 원회생계획과 달리 일시에 회생채권을 변제받게 되므로, 현가할인율을 고려하면 채권자들에게는 실질적 권리감축이 없는 것 아닌가**

팬오션의 원회생계획에 의하면 회생채권자들의 변제율은 명목변제율 기준 약 33%, 현가할인율을 적용한 변제율은 약 26.1% 정도였다. 그런데, 팬오션 M&A에 따른 인수대금이 납입될 것을 전제로 작성된 변경회생계획안에 의하면, 회생채권의 경우 약 20%는 면제하되, 나머지 약 80%는 인수대금 납입 후 일시에 조기변제받을 수 있도록 권리가 변경되는바, 여기에 현가할인율을 적용하여 계산하면 원래의 회생채권액을 기준으로 한 변제율이 약 26.5%로 산정되었다.

이와 같은 사정을 보면 변경회생계획안에 의할 때 회생채권의 약 20%를 면제하도록 되어 있으므로 외견상 회생채권자들의 권리가 그만큼 감축되는 것처럼 보이지만, 실제로는 인수대금의 규모 및 조기변제의 효과로 인하여 현가변제율은 오히려 상승하므로, 회생계획 변경에도 불구하고 회생채권자들의 권리가 기존보다 더 불리하게 감축되었다고 볼 수 없다는 주장도 충분히 가능해 보인다. 그러한 견해에 의하면 “회생계획의 변경으로 인하여 회생채권자의 권리가 기존보다 더 불리하게 감축”된 사실 자체가 없으므로 이를 전제로 하는 기존 주주 보유 주식에 대한 감자가 변경회생계획에 포함되어야 할 이유가 없다는 결론이 도출된다.

10년에 걸쳐 분할 상환받기로 되어 있던 채권을 일시에 상환받는 것의 경제적 효과가 상당하다는 점을 고려하면, 현가변제율을 적용하여 채권자의 권리감축 여부를 판단해 볼 필요가 있다는 위와 같은 논리에도 일면의 타당성은 있는 것으로 보인다.

그러나, 다음과 같은 점을 고려하면 원회생계획안에서 현가할인율을 적용한 일시 변제에 관하여 특별히 정하고 있는 것이 아닌 이상 채권자의 권리 감축의 정도를 산정함에 있어서는 현가할인율을 고려하지 않은 명목변제율을 그 기준으로 삼는 것이 보다 타당해 보인다.

- 원회생계획 상의 회생채권 전액을 원회생계획에서 정하였던 시기보다 앞당겨 변제하는 것은 채무자인 회생회사가 기한의 이익을 포기하는 것에 불과하므로 회생계획을 변경할 필요가 없지만, 현가할인율을 적용하여 할인 변제하고 나머지를 면제하는 것은 회생채권자 또한 회생회사와 마찬가지로 기한의 이익을 갖고 있음에 비추어 볼 때 그 자체로 불이익

한 변경에 대하여 회생계획의 변경절차를 거쳐야 한다는 것이 회생법원 실무 입장임<sup>15</sup>.

- 이에 비추어 볼 때 일정한 현가할인율을 적용한 금액을 변제하더라도 그 금액이 원회생계획상 회생채권의 명목금액 전액에 못 미친다면, 이는 채권자의 권리를 감축하는 불리한 변경에 해당함.
- 판오선의 원회생계획안에는 현가할인율을 적용한 “조기 변제율”이 별도로 기재되어 있지도 않았기 때문에 명목변제율이 기준이 되어야 함.

나아가, 대법원 2004. 12. 10.자 2002그121 사건에서 대법원이 회생채권자의 권리 감축율을 산정하는 원칙에 대하여 명시적으로 판시를 하지는 않았으나, 보증채권의 권리감축율을 판단함에 있어 현가할인율을 고려하지 않고 현금변제율을 그대로 적용하여 정리계획변경계획에 따른 보증채권의 변제율을 9.22%-9.89%가 아닌 4%라고 판단한 점도 고려할 수 있을 것이다.

#### 라. 감자가 필요하다고 보더라도 감자비율 자체가 주주의 권리감축율 아닌가

채무자회생법은 권리의 순위에 따라 공정하고 형평에 맞는 차등을 두어야 한다는 추상적인 원칙만을 규정하고 있을 뿐, 원회생계획상의 권리와 비교하였을 때 변경회생계획으로 인하여 회생채권자와 주주의 권리가 각각 얼마만큼 감축된 것인지를 산정하는 구체적인 방법이 무엇인지에 관하여는 명확한 기준을 제시하고 있지 않다.

인수인이 회생회사에 납입하는 인수대금이 회생채권 전액을 변제하기에 부족할 경우, 회생채권자의 권리는 원회생계획에 의한 현금변제 대상 회생채권의 잔액에 일정한 할인율을 적용하여 회생채권을 감액(면제)한 다음 인수대금으로 그 할인된 금액을 전액 변제하고 회생절차를 종결하는 구조를 취하는 것이 일반적이다. 여기서 변경회생계획을 작성하면서 기존 현금변제 대상 회생채권의 잔액에 적용한 할인율이 변경회생계획의 작성으로 인한 회생채권자의 권리감축율이라는 점에는 별다른 의문이 없어 보인다.

반면, 변경회생계획에 따른 감자로 인한 기존 주주의 권리감축율을 산정하는 방법에 관하여는 다음과 같이 견해가 나뉠 수 있다.

<sup>15</sup> 서울중앙지방법원 파산부실무연구회, 회생사건실무(하) 제4판, 박영사, 160면

- 제1설: 감자의 결과 감소하는 기존 주주 소유의 주식수를 기준으로, 감자비율 자체가 권리감축율을 의미하는 것이라고 보아야 한다는 견해
- 제2설: ① 별도의 감자 없이 인수인에 대한 신주발행 절차만 진행되었을 경우 회생회사에 대한 기존 주주의 지분율과 ② 감자 및 인수인에 대한 신주발행 절차를 모두 거친 후의 회생회사에 대한 기존 주주의 지분율을 비교하여, 그 지분율의 변동율을 권리감축율로 보아야 한다는 견해

팬오션 M&A에 따른 기존 주주의 권리감축율을 산정함에 있어 1설과 2설을 각각 적용할 경우 아래와 같은 차이가 발생한다.

구분	감자 실행 X	감자비율	
		1.5대1	2.0대1
기발행주식수	247,383,081	164,922,054	123,691,541
인수인의 주식수	340,000,000	340,000,000	340,000,000
총발행주식수	587,383,081	504,922,054	463,691,541
기존 주주의 지분율	42.1%	32.7%	26.7%
<b>제1설에 따른 권리감축율</b>	-	<b>33.3%</b>	<b>50.0%</b>
<b>제2설에 따른 권리감축율</b>	-	<b>22.4%</b>	<b>36.7%</b>

이와 관련하여 명시적으로 판시하고 있는 대법원 판례는 아직 없는 것으로 보인다. 다만, 앞서 언급한 서울고등법원 2002. 11. 4.자 2002라209결정에서 법원은 “주주의 경우는 권리의 감축이 그 기업에 대한 주주의 비율적 지위의 저감을 의미하므로 단순한 감자비율이 아니라, 감자 및 신주 발행 후 변동된 구 주주의 주식 지분 비율을 각 그 권리감축율이라고 볼 수 있을 것”이라고 판시하였으며<sup>16</sup> 필자들은 이를 제2설의 입장으로 이해하였다.

구체적으로 위 결정에서 법원은, “주식과 채권은 그 성질이 상이하여 단순히 장래채권의 감축 비율과 주식 수의 감소 비율만을 비교하여 일률적으로 우열을 판단할 수는 없고, 자본의 감소와 그 비율, 신주발행에 의한 실질적인 지분의 저감 비율, 정리계획안 자체에서 장래 출자전환이나 인수·합병을 위한 신주발행을 예정하고 있는 경우에는 그 예상되는 지분 비율, 그에 따라 정리계획에 의하여 정리회사가 보유하게 될 순자산 중 기존 주주의 지분에 따른 금액의 규모, 변제될 정리채권의 금액과 비율, 보증채권의 경우 주채무자가 그 전부 또는 일

<sup>16</sup> 서울고등법원 2002. 11. 4.자 2002라209결정

부를 변제하였거나 변제할 개연성이 있다면 그 규모 등을 두루 참작하여야 한다”는 입장을 표명하였다.

주주의 권리란 기본적으로 회사의 전체 순자산에 대한 지분을 의미하고, 설령 주주가 보유한 주식의 수에 변동이 있더라도 (순자산에는 변동이 없다는 전제 하에) 모든 주주에게 동일한 감자비율이 적용되어 감자 후에도 그 지분율은 동일하게 유지된다면 해당 감자를 통하여 주주의 권리에 어떠한 변동이 발생하였다고 볼 수는 없는 것이므로, 주주의 권리가 감축되었는지 여부를 판단함에 있어서는 주식수가 아닌 지분율을 기준으로 산정하는 것이 타당해 보인다<sup>17</sup>.

#### 마. 기존 주주의 권리감축의 효과가 인수인에게만 귀속되어 부당한 것 아닌가

마지막으로, 변경회생계획에 의한 기존 주주에 대한 추가 감자의 결과 인수인의 지분율이 상승하게 되는바, 이는 인수인이 납입할 인수대금에 비하여 과도한 혜택이 인수인에게로 돌아가는 것이라는 반론도 제기되었다.

이에 대해 필자들은 “회생절차에서의 M&A에 관한 준칙”에서, (i) “제3자 매각은 채무자의 적정한 가치에 상당하는 금액의 제3자 배정 유상증자 방식으로 하고, 유상증자 대금으로는 회생채무를 조기에 변제하며, 인수자가 안정적인 범위의 채무자의 주식을 확보할 수 있도록”하고 있을 뿐 아니라, (ii) “법원은 매각 계약의 내용에 따라 필요할 경우 추가적으로 회생채무의 감면, 기존 주식의 소각 등을 내용으로 하는 회생계획의 변경을 허용할 수 있도록” 정하고 있음에 비추어 볼 때, 기존 주주에 대한 감자를 통해 회생회사에 대하여 인수인이 안정적으로 경영권을 행사할 수 있는 정도의 지분율을 확보하도록 하는 것은 회생회사 M&A의 본질적 특징 중의 하나라고 보았다.

<sup>17</sup> 회생회사 M&A에 의한 변경회생계획 작성 과정에서가 아니라 원회생계획 작성 과정에서의 공정·형평의 원칙이 문제된 사안이기는 하나, 동양시멘트(주) 사건(서울고등법원 2014. 7. 1.자 2014라426 결정)에서 법원은, “회생계획에서 출자전환 등에 의한 신주발행이 예정되어 있지 않다면 단순한 감자비율이 아니라 감자 및 신주발행 후 변동된 기존 주주의 주식 지분비율을 주주의 권리 감축률로 보는 상대적 지분비율법을 적용하기 곤란하다.”는 논리를 제시한 후, 기존 주식 5주를 4주로 병합하는 조항만을 둔 회생계획안에 대하여 비록 기존 주주에 대한 실질적인 지분의 감소가 없다고 하더라도 공정·형평의 원칙에 위배되지 않는다고 판단한 바 있다.

위 결정에 대한 반대해석에 의하더라도, 팬오션 M&A와 같이 변경회생계획에서 인수인에 대한 신주발행을 예정하고 있다면 그 발행에 따른 주식 수의 변동 및 기존 주주에 대한 감자의 결과를 모두 반영하여 재산정된 기존 주주의 지분율을 기준으로 하여 기존 주주의 권리가 어느 정도 감축되었는지를 판단하는 것이 타당한 것으로 보인다.

또한, 인수인의 입장에서는 자체적으로는 회생이 불가능한 회사를 인수하여 이를 재건하는 과정에서 발생하는 리스크를 자발적으로 감당하는 것이므로, 채무자회생법 제217조의 적용에 따라 인수인이 받게 되는 지분율 상승이라는 반사적 효과는 부당한 이익의 귀속이라 하기는 어렵다고 본다.

#### 4. 팬오션 M&A에서의 결과

이와 같은 다양한 논의들이 진행된 결과, 팬오션 M&A를 위한 투자계약서 제8조 제3항에는 다음과 같이, 팬오션이 회생채권에 대한 권리 감축 비율 이상의 비율로 기존 주주들에 대한 감자를 실행할 것을 변경회생계획안에 기재할 의무를 부담한다는 취지의 내용이 포함되었다.

##### 제8조 (변경회생계획안의 제출)

3. “갑”(팬오션)은 채무자 회생 및 파산에 관한 법률 제217조 제1항에 따른 공정·형평의 원칙에 따라, 본 거래의 결과 회생채권에 대해 이루어지는 권리감축에 비하여 “갑”의 구주(본 계약 체결 이후 미확정채권의 확정에 따라 출자전환되는 주식 포함)를 보유하고 있는 기존 주주에게 더 불리하게 권리감축이 이루어지도록 주주의 권리감축에 관한 사항을 반영한 변경회생계획안을 작성하여 회생법원에 제출해야 한다.

투자계약서에 위 문구를 포함시키는 과정에서도 치열한 공방이 있었으나, 이후 변경회생계획안에 반영될 감자비율을 정하기까지도 쉽지 않은 논의 과정이 수반되었다.

인수인은 회생채권자들의 권리 감축비율이 약 20% 정도인데, 상대적 지분비율법에 따라 계산하면 최소한 1.5대1 이상의 비율로 감자를 해야 기존 주주들의 권리가 그 이상으로 감축되어야 한다는 입장이었으나, 소수주주들의 반발 등 여러가지 사정에 대한 고려 하에 감자비율은 최종적으로 1.25대1로 결정되었다. 위와 같이 변경회생계획에 감자 방안이 포함됨으로써 인수인으로써는 주주조의 동의도 받아야만 하는 부담을 안게 되었다.

예상하였던 바와 같이 일부 주주들의 상당한 반대가 있었으나, 2015. 6. 12. 회생채권자조의 87.0%, 주주조의 61.6%가 동의함으로써 변경회생계획이 인가되었으며, 그 결과 인수인인 하림 컨소시엄의 M&A 후 지분율은 약 65%가 되었다.

## V. 시사점

IV. 3. 라.에서 정리한 바와 같이 인수인이 주장하였던 상대적 지분비율법을 엄격하게 적용하여 기존 주주들에 대한 감자비율을 산정한다면 최소한 1.5대1 이상의 비율로 감자가 이루어졌어야 할 것이다.

그러나, 실제 감자비율을 산정함에 있어서는 소수주주의 문제제기 가능성 및 변경회생계획안에 대한 주주조의 찬성을 이끌어 내야 하는 부담을 배제하기 어려웠고, 1조 원을 상회하는 인수대금의 규모에 비추어 거래가 성공적으로 종결될 필요성 또한 상당하였기 때문에 이와 같은 사정을 두루 감안한 타협의 결과 1.25대1이라는 최종 감자비율이 도출되었다.

팬오션 M&A에서 감자비율을 얼마로 정하는 것이 공정·형평의 원칙에 가장 부합하는 결과였을지는 필자들로서도 확답을 내리긴 어렵다.

다만, 향후 상장회사에 대하여 회생절차 내에서 M&A 거래가 일어날 경우, 매각주간사는 실무적으로 앞서 제시한 바와 같은 법적 쟁점들이 제기될 수 있다는 점을 입찰단계에서부터 입찰조건 등을 보다 명확히 정할 필요가 있어 보인다.

회생회사를 인수하고자 하는 투자자의 입장에서도 입찰 참여의 타당성 및 투자규모의 적정성, 최종적으로 확보 가능한 지분을 등을 판단함에 있어 위와 같은 논의들을 참고할 수 있을 것이다.

<별지> 대법원 2004. 12. 10.자 2002 그 121 사건 정리

I. 사실관계

위 판례의 전제가 된 사실관계를 간략하게 정리하면 다음과 같다.

- A사에 대한 회생절차가 개시된 후, 여러가지 사정으로 인하여 원정리계획상의 3차년도에 정리계획변경계획안을 작성할 필요가 생김.
- A사 소유의 자산 중 B공장과 C공장이 매각될 것을 전제로 작성된 정리계획변경계획상 정리채권 중 보증채권 및 기존 주식에 대한 각각의 권리변경 내용은 아래와 같음.

보증채권	현실화 여부 및 그 시기와 상관없이 B공장 매각대금 입금 일로부터 3일 내에 원금 중 4%를 현금으로 지급하고, 나머지 96% 및 개시전·후 이자를 전액 면제
기존 주식	<p>구 사주 및 관계회사 등 특수관계인 보유 주식 중 금융기관에 담보로 질권이 설정된 주식을 제외한 나머지 8,236주를 전량 무상 소각하고, 그 외의 주식에 대하여는 <u>20 대 1 비율로 감자</u></p> <p>→ A사의 발행주식 270만주가 13만5천주로 감소</p> <p>→ 출자전환에 의해 새로 발행된 주식은 1,335,922주로서 정리계획변경계획에 따른 A사의 최종 발행주식 수는 1,489,205주.</p> <p>→ 최종 발행주식 수 기준 지분율은 <u>100%에서 9.07%로 변경</u></p>

- 이에 대하여, 정리채권인 금융기관의 보증채권은 주주의 권리보다 우선권이 있음에도 불구하고, 보증채권의 변제율은 4%에 불과함에 반하여 주주는 이보다 높은 5%(20대1 감자)를 보장받으므로 공정·형평의 원칙에 위배된다는 주장이 제기됨.

## II. 하급심 법원의 판단

실제로 기존 판례 사안에서는 여러 가지 쟁점이 다투어졌으나, 그 중 공정·형평의 원칙과 관련하여서는 회생채권자의 명목상 변제율이 4%에 불과한 상황에서 기존 주주들에 대하여 20대1의 감자비율을 적용하는 내용으로 정리계획변경계획을 작성하는 것이 과연 공정하고 형평한 차등의 적용이라고 볼 수 있는 것인지 여부가 문제되었다.

이에 대하여 하급심 법원은 다음과 같은 논리에 근거하여, 위와 같은 내용의 정리계획변경계획이 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 판단하였다(서울고등법원 2002. 11. 4.자 2002라209결정).

- 회사정리법 제228조 제1항 은 '정리계획에서는 정리담보권, 정리채권, 주주의 권리의 순위를 고려하여 계획의 조건에 공정, 형평한 차등을 두어야 한다'고 규정하고 있는바, 이 공정·형평의 원칙은 우선권리자에 대하여 수익과 청산시의 재산분배에 관하여 우선권을 보장하거나 후순위권리자를 선순위 권리자보다 우대하지 않아야 됨을 의미함.
- 따라서, 정리채권자의 권리를 감축하면서 주주의 권리를 감축하지 않는 것은 허용되지 않고, 또한 정리채권과 주식의 쌍방에 관하여 권리를 감축함에 있어서는 후자의 감축율이 전자의 감축율보다 높아야 한다고 할 것임.
- 한편 회사정리법 제109조는 "보증인인 회사에 관하여 정리절차가 개시된 때에는 채권자는 정리절차개시 당시 가진 채권의 전액에 관하여 정리채권자로서 그 권리를 행사할 수 있다"고 규정하고 있을 따름이고 그 이외에 보증채권이라고 하여 특별한 취급을 하여야 한다는 규정은 없으나 정리회사가 보증채무를 부담하는 경우에는 보증채무의 특성에 비추어 주채무자가 그 전부 또는 일부를 변제하였거나 변제할 개연성이 있다면 이를 참작함이 바람직 할 것이고, 따라서 주채무자가 변제하지 않을 것이 확정될 것을 조건으로 하여 다른 일반 정리채권자와 같은 취급을 하는 것이 타당함.
- 그러므로 위 정리계획변경계획에서 정한 주식(후순위 권리)의 권리감축율이 정리채권 중 보증채권(선순위 권리)의 권리감축율보다 높아야만 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 할 것인바, 이 둘은 채권과 주식이라

는 근본적 차이 때문에 정리채권의 감축 비율과 주식 수의 감소 비율에 따른 단순비교만에 의할 수는 없음.

- 그러나, 정리채권의 경우는 일반적으로 현금 변제 및 출자전환에 따른 주식가치의 현재화를 포함한 예상변제액 비율(보증채권의 경우에는 주채권의 현실화를 감안하여야 하므로 주채무자로부터의 기 변제액 및 향후 변제가 확실한 금액을 감안한 예상변제액 비율)을, 주주의 경우는 권리의 감축이 그 기업에 대한 주주의 비율적 지위의 저감을 의미하므로 단순한 감자비율이 아니라 감자 및 신주 발행 후 변동된 구 주주의 주식 지분 비율을 각 그 권리감축율이라고 볼 수 있음.
- 이 사건의 경우, 위와 같은 사정을 고려하면 주주의 권리는 9.07%로 감축된 반면, 정리채권인 금융기관의 보증채권은 주채무자의 미변제 확정(현실화) 여부 및 그 시기와 상관없이 원금의 4%를 지급하기로 하였기 때문에 이를 기준으로 본다면 후순위 권리자인 주주가 선순위 권리자인 정리채권자보다 우대된다고 할 것이어서 이와 같은 내용을 정하고 있는 위 정리계획변경계획은 일응 공정·형평의 원칙에 반한다고 볼 수 있음.
- 그러나 당초의 정리계획에 의하면 보증채권은 주채무자로부터 우선 변제받되 변제가 불가능한 금액을 채권원금으로 하여 최종년도인 2009년에 일괄 변제받는 것으로 되어 있었으나 위 정리계획변경계획에 의하면 창원공장 매각대금 입금일로부터 3일 내에 주채무자의 미변제 확정(현실화) 여부 및 그 시기와 상관없이 원금 중 4%를 현금으로 변제받는 것으로 변경된 점, "보증채권 현실화(예상)액을 기준한 실질 변제율"의 기재에 의하면, 주채무 중 41억2900만원은 이미 변제되었고, 64억4600만원은 변제될 것이 확실하여 주채무 814억원 중 이를 제외한 미변제 확정액 710억원을 기준으로 하고, 나아가 2009년에 지급받을 것을 미리 변제받는 점 등을 종합적으로 고려하면 보증채권의 실제 변제율은 현금변제율인 4%가 아니라 9.22%-9.89%라고 보아야 함<sup>18</sup>.
- 이와 같은 보증채권의 실제 변제율은 주주 권리의 감축율인 9.07%보다 높고 따라서 후순위 권리자인 주주가 선순위 권리자인 정리채권자보다

<sup>18</sup> 이 때 적용한 현재율은 서울지방법원 파산부가 기업계속가치 산정시 미래 현금흐름을 현재가치로 환산함에 있어 그 수단으로 사용되는 적정할인율인 2002. 3. 15. 현재(정리계획변경계획 인가 다음날을 기준으로 하였다) 3년 만기 국고채 수익률(6.44%)에 제조업체에 적용하는 위험프리미엄 3-4%를 가산한 9.44%-10.44%를 적용하였다

우대된다고 할 수 없으므로, 결국 이와 같은 내용을 정하고 있는 위 정리계획변경계획은 결국 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 보아야 함.

### III. 대법원의 판단

기존 판례 사안에 대하여 대법원 또한 회사정리법 제228조 제1항 및 제109조에 대한 동일한 해석론을 바탕으로 위와 같은 내용의 정리계획변경계획이 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다는 동일한 결론을 내렸다.

그러나, 아래에서 보는 바와 같이 그 근거에는 약간의 차이가 있다

- 이 사건의 경우, 1999. 3. 16. 인가된 원계획안에 의하여 기존 주식 10주가 4.5주로 병합되었고(자본금은 300억 원에서 135억 원으로 감소하였다.), 이 사건 변경계획안에 의하여 위 병합 후의 주식 20주를 1주로 병합함으로써 구주주들이 보유한 주식 수는 개시 당시의 2.25%에 불과하게 되었으나, 이 사건 변경계획안에 따른 출자전환에 의하여 1,354,205주의 신주만이 발행되어, 자본감소 및 출자전환 후의 정리회사에 대한 구주주의 실질적인 지분 비율은 9.07% 정도로 저감되었음.
- 반면, 보증채권인 정리채권의 경우는 원금의 4%만 변제하고 나머지는 전액 면제하도록 권리변경이 이루어졌음.
- 위와 같이 감소된 자본금 중 일부에 대하여만 출자전환이 이루어진 것은 장차 인수·합병에 의한 정리절차의 진행을 예정한 것이어서, 향후 신주의 발행에 의하여 지분 비율이 추가로 저하될 것이 예정되어 있는 것이고, 정리채권인 금융기관의 보증채권은 주채무자의 미변제 확정 여부 및 그 시기와 상관없이 원금의 4%를 지급하기로 하였으나, 다른 한편 위 보증채권의 주채무자는 두레메텍 주식회사, 주식회사 두레기계, 두레금속 주식회사, 두레상사 주식회사 등 정리회사와 상호 지급보증관계에 있던 관계 회사들로서 정리회사와 함께 원결정법원에서 정리절차가 진행중이었고, 주채무자인 위 관계 회사들로부터 변제받거나 담보권을 실행하여 만족을 얻을 가능성이 있는 금액을 참작하여 보증채무의 변제 비율을 정한 것임.
- 이와 같은 사정을 종합적으로 고려하면 특별항고인과 같은 보증채권자인 정리채권자들의 권리 감축이 후순위자인 주주의 권리 감축보다 과다하여 공정·형평의 원칙에 반하게 되었다고는 보이지 않음.

#### IV. 비교

대법원과 하급심 법원은, 주주의 권리감축율을 산정함에 있어 감자비율이 얼마 인지를 기준으로 삼는 것이 아니라, 변경계획에 따른 새로운 변화인 “출자전환” 이 있기 전 기존 주주의 지분율과 출자전환이 완료된 이후의 기존 주주의 지분 율을 비교하여, 표면상의 감자비율인 5%(= 20대1)가 아닌 9.07%를 기존 주주의 권리감축율로 보고 있다는 점에서는 그 논리가 동일하다.

그러나 회생채권인 보증채권의 권리감축율을 산정하는 방법에 관하여는,

- 하급심 법원의 경우, 현가할인율을 적용하여 그 현금변제율은 4%에 불 과할 지라도 실제 변제율은 4%가 아닌 9.22%-9.89%라고 보아야 한다고 전제한 후, 이와 같은 보증채권자의 변제율이 주주의 변제율인 9.07%보 다 높음이 명백하므로 정리계획변경계획이 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 판단한 반면,
- 대법원의 경우, 현금변제율인 4% 그대로가 권리감축율이라고 전제한 후, 다만 현금변제율을 적용한 보증채권의 권리감축의 정도가 기존 주주에 대한 권리감축의 정도보다 표면상 더 클 지라도 보증채권의 특수성 및 보증채권의 변제 가능성과 관련된 각종 사정들을 종합적으로 고려하였 을 때 위 변경계획은 공정·형평의 원칙에 반하지 않는다고 판단하였다.

즉, 위 사건에서 대법원은, 회생채권자의 권리감축율이라는 수치 자체를 계산함 에 있어서는 현가할인율 등 추가적인 요소를 크게 고려하지 않은 반면, 문제가 된 회생채권이 일반 채권이 아니라 보증채권이라는 특수성이 있다는 점에 착안 하여 주채무자의 자력 등 여러가지 사정을 고려한 후, 채권자들의 권리가 부당 하게 감축된 것은 아니라는 법률적인 평가를 내렸다는 점에서, 수학적으로 계산 된 주주 및 채권자의 권리감축율 간의 비교에 따라 판단을 내린 하급심 법원과 차이가 있는 것으로 보인다.