상장폐지에 직면한 소액주주들을 위한 지침

2010. 4. 9.

법무법인 한누리

이 소책자에 담긴 내용은 법무법인 한누리의 동의 없이 전재하거나 인용할 수 없습니다.

발간배경

유가증권의 유통시장을 개설, 운영하는 거래소는 유가증권 매매거래의 안정과 원활한 유통 및 투자자 보호를 위하여 상장을 위한 엄격한 요건을 정하고 그 구비 여부를 심사하고 있다. 또한 거래소는 유가증권이 상장된 이후에도 지속적으로 거래의 원활과 공정한 가격형성을 유지하기 위하여 상장기업을 관리하고 일정한 사유가 발생하면 매매거래정지 및 해제, 관리종목 지정 등 여러 가지의 조치를 취하고 있으며, 나아가 상장회사가 유가증권 시장의 거래대상으로서의 적격을 상실하게 되면 이를 거래대상에서 배제시키는 상장폐지 조치를 취하고 있다.

그런데 최근 국제회계기준의 도입을 앞두고 금융감독원의 회계법인에 대한 감리가 강화되면서, 회계법인들은 '계속기업가치'에 대한 불확실성, 해외투자지분이나 비상장 회사의 지분가치에 대한 엄격한 평가, 상장기업들에 대한 대규모 '영업권 상각' 등을 이유로, 예년의 경우 크게 문제가 되지 않았을 상장기업들에게까지 감사의견을 '거절' 하고 있다. 이러한 결과 유가증권 시장과 코스닥 시장에서 시가 총액 상위를 달리던 기업마저 상장폐지 대상이 되는 회계감사 발 대규모 퇴출이 진행되고 있다.

아래에서는, 상장폐지에 직면하게 된 기업에 투자한 소액주주들이 어떻게 하면 상장 폐지조치에 효과적으로 대응함으로써 상장폐지로 인한 손실을 최소화하고 피해를 회복할 수 있는지 대처방안을 소개하고자 한다.

사전준비단계 : 상황 및 원인 파악

먼저 상장폐지가 무엇이고 어떤 사유에 의한 상장폐지인지를 파악해야 한다.

내가 투자한 기업이 상장폐지를 앞두고 있다면 도대체 상장폐지는 무엇을 의미하고 또 어떤 사유로 상장폐지 되게 되었는지를 먼저 파악해야 한다.

상장폐지란 거래소시장에 상장된 유가증권의 상장자격이 없어지는 것을 말한다. 상장폐지는 회사가 없어지거나 주권이 휴지조각이 되는 것이 아니라 주권이 비상장상태로 돌아가 환금성을 상실하는 것을 의미한다. 상장폐지가 된 경우에도 주주는 주식에 따른 제반 권리 (의결권, 배당권 및 각종 소수주주권)를 계속 갖게 된다. 하지만 상장폐지가 회사의 자발적인 선택에 의해서 이루어지지 않고 거래소에 의해서 이루어질 경우 회사에 심각한 문제가 있는 경우가 대부분이고 이런 경우엔 주식의 가치가 거의 없어진다고 해도 과언이 아니다.

우량회사도 상장폐지되는 경우가 있다.

드물기는 하지만, 우량회사의 경우도 상장에 따른 각종 규제, 비용 등을 회피하기 위해서 또는 회사의 경영전략의 일환으로 자진해서 상장폐지하는 경우도 있다. 자발적인 상장폐지의 경우 회사는 상장폐지에 관한 주주총회의 결의를 얻은 후 거래소에 상장폐지를 신청해야 한다. 하지만 소액주주들이 10% 이상의 지분을 보유하고 있는 경우에는 원칙적으로 상장폐지신청을 받아들이지 않기 때문에 통상 자진상장폐지를 앞두고 공개매수를 통해서 소액주주들의 지분을 사 모은다. 이런 경우 공개매수가격이 소액주주들이 생각하는 적정가격 보다 낮아서 소액주주 들이 반발하는 경우가 있다. 쉽지는 않지만 소액주주들이 조직적으로 연대해서 공개매수를 거부함으로써 상장폐지를 무산시키고 결국은 더 높은 가격으로 공개매수를 하도록 만들 수도 있다.

2003 년 11 월 (주)옥션의 대주주인 미국회사 이베이가 (주)옥션을 자진상장폐지시키고자 공개매수하였을 때 이런 분쟁이 발생했다. 미국의 기관투자자들을 중심으로 한 옥션의 소액주주들은 변호사를 선임하여 조직적으로 공개매수를 거부함으로써 공개매수를 무산시켰으며 그 후 감사선임 등 소수주주권을 적절히 활용함으로써 결국은 이베이가 애초의 공개매수가격보다 훨씬 높은 가격에 공개매수가 이루어지도록 한 사례가 있다.

상장폐지사유의 발생원인에 대한 사전 조사가 필요하다.

상장폐지가 무엇인지 그리고 어떤 사유로 상장폐지가 되게 되었는지를 대충 파악한 연후에는 과연 그러한 상장폐지사유가 발생하게 된 원인에 대한 조사를 해야 하고 이 과정에서 변호사나 회계사의 조력을 받아야 한다.
상장폐지에 직면하여 기업과 주주가 시의적절하게 전문가의 조력을 받기 위해서는, 전문가들에게 자신들의 손실 규모나 배후의 음모론을 설명하기보다, 거래소에서 제시한 상장폐지의 이유와 그와 관련한 객관적 관련 자료를 제시하며 해당 기업이 처한 상황을 냉정히 판단할 수 있도록 하여야 할 것이다. 이를테면, 감사의견이 거절된 경우 주된 이유가 무엇인지 그리고 이에 대해 어떠한 자구책을 마련하고 있는지, 자산평가에 중대한 차이가 발생하여 자본잠식에 이르게 되었다면 감사보고서에 어떠한 문제점이 있는지, 기업지배구조와 관련한 문제점이 지적되고 있다면 이에 대한 안정화 방안은 무엇인지 등에 대한 객관적 자료의 제시가 필요하다.

금감원 공시자료 등 공개된 자료를 통해서 사태파악이 어려울 경우 소수주주의 회계장부열람권 행사 등을 통해서도 원인 파악을 도모할 수 있지만 회사가 이에 응하지 않는 경우 3~4 개월이 소요되는 가처분소송을 거쳐야 하기 때문에 가급적 공개된 자료를 통해서 원인과 책임소재를 전문적으로 분석할 수 있는 전문가를 활용하는 것이 바람직하다.

상장폐지의 저지

상장폐지 실질심사 단계에서의 활동

유가증권시장 상장규정 제 80 조 및 코스닥시장 상장규정 제 38 조는 각각 유가증권 시장과 코스닥 시장에서의 상장폐지 사유와 기준을 규정하고 있다. 그런데 위 규정들은 즉각적인 상장폐지 기준에 속하지 않는 경우에도 불성실공시, 기업의 회생절차 개시신청, 기업의 계속성・경영의 투명성・시장의 건전성 등을 고려하여 상장폐지가 필요하다고 인정되는 경우 상장폐지 실질심사 위원회의 심의를 거친 후 상장폐지를 결정할 수 있도록 규정하고 있다. 위에서 적시한 사유들의 경우 기업이 부실화되고 있다는 단초를 근거로 거래소에서 상장폐지 여부를 실질적으로 심사하는 것이고, 위원회에는 각계 전문가가 참여하여 기업에 대한 심도 있는 분석이 이루어지는 만큼 이에 대한 철저한 준비가 필요하다.

왜냐하면, 상장폐지의 다른 기준들의 경우 회계법인의 의견거절, 자본잠식 등 단기간에 해소하기 곤란한 사유들인데, 상장폐지 실질심사위원회의 심의를 거치도록 하는 사유들은 자구노력 여하에 따라 단기간에 해소될 수 있거나 거래소를 설득하여 개선기간을 부여받을 수 있는 사유들이라는 점에서 상장폐지 실질심사위원회에서의 철저한 준비가 강조되는 것이다.

상장위원회에의 이의신청

주권의 상장폐지가 결정되거나 상장폐지 실질심사위원회에서 상장폐지가 결정되는 경우 7 일 이내에 상장위원회에 이의신청을 할 수 있다. 이 경우 기존에는 무상감자 및 대규모 유상증자를 위한 시간을 벌거나 회계법인으로부터 '적정' 의견이 기재된 감사보고서를 다시 받을 수 있는 시간을 확보하는 것에 의미를 두는 경우가 많았다. 그러나 유가증권시장 상장규정 제 80 조 19 호 가.목은 상장폐지를 회피하기 위한 유상증자의 경우 역시 상장폐지 기준으로 들고 있으며, 최근 회계법인들이 의견을 번복하는 것에 상당한 부담감을 느끼고 있어 추후 상장위원회에서의 이의신청을 통한 구제는 더욱 곤란 해질 전망이다.

다만, 유가증권시장 상장규정 시행세칙에 의할 경우 특정 상장폐지 기준에 대한 이의신청의 경우 이의신청서 자체에 특정 분야의 전문가(변호사, 공인회계사 등)의 의견서를 반드시 첨부하도록 하고 있으므로 이 과정에서도 전문가의 도움은 여전히 필요 하다고 할 것이다.

상장폐지금지 가처분의 신청 - 여전히 중요한 의미

상장폐지금지 가처분은 종래 가장 많이 이용되었던 구제절차이고 종종 구제가 가능하였던 절차이다. 그러나 거래소는 법원에서 상장폐지금지 가처분신청을 인용할 경우 해당 결정에서 지적한

문제점을 보완하는 식으로 관련 규정을 개정·보완하고 있으므로, 향후 상장폐지금지 가처분의 신청을 통한 구제 역시 더욱 가능성이 줄어들고 있다.

다만, 상장폐지 실질심사위원회가 개최되는 기업의 계속성, 경영의 투명성, 기타 공익과 투자자 보호라는 사유가 매우 추상적인 개념이라는 사실을 고려할 때 거래소의 자의적인 상장폐지 절차 발동에 대한 문제점이 지적되어야 할 필요성이 있다는 점, 회계법인의 지나친 보신주의로 인한 감사의견 '거절' 남용에 대한 비판이 팽배한 상황이라는 점을 고려할 때 법원을 통한 시정수단 강구는 여전히 의미를 가질 수 있을 것이다.

경영정상화

상장폐지기업의 경영정상화가 가능할까?

상장폐지를 저지하지 못한다고 하더라도 기업의 가치와 영업력이 그래도 남아 있다면 회사의 경영정상화, 재상장 또는 우회상장 등을 통한 재기 등을 모색할 수 있다. 그리고 이 과정에서 소액주주들이 힘을 결집하고 전문가를 활용하여 경영진을 문책하거나 교체한 후 경영정상화를 도모하는데 참여할 수도 있다. 하지만 소액주주들과 같은 '집단'은 기업을 감시하고 견제하는 데는 효과적일 수 있지만 기업을 직접 운영하는 데는 부적절하기 때문에 기업의 내부 경영진이나 임직원, 전략적 투자자와의 협력 없이 소액주주들만의 힘으로 경영정상화를 도모하는 것은 성공가능성이 희박하다.

더구나 상장폐지기업의 경우 더 이상 회사의 주요정보가 공시되지 아니하고, 소수주주권의 행사 요건도 비상장주식의 경우와 같이 더 엄격해지기 때문에 소수주주들이 보다 공고히 결집하지 않으면 소정의 효과를 보지 못한다.

주주명부 및 회계장부 열람 및 등사 가처분의 신청

상장폐지에 경영진의 횡령·배임 등의 불법행위가 가장 큰 문제가 되었다면 조속히 경영진을 정상화하는 것이 가장 우선적으로 고려되어야 할 것이다. 그리고 이를 위해서 경영진에 반대하는 소액주주들을 규합하는 것이 지속적으로 추진되어야 할 것은 물론이다.

아울러 기업부실의 책임자가 누구인지를 객관적으로 판단하기 위해 회계장부 열람 및 등사를 통해 기업의 회계장부를 분석하는 작업이 동시에 진행되어야 할 것이다. 단순히 기업이 상장폐지가 되었고 경영진 중 누군가가 검찰에서 수사를 받고 있다는 것만으로는 어느 누구에게 도 책임을 추궁할 수 없으며, 경영진을 인위적으로 교체할 수도 없기 때문이다.

다만, 최근 법원은 회계장부의 열람 및 등사의 필요성과 범위에 관해 엄격하게 판단하고 있어, 향후 신청 과정에서 철저한 준비가 강조되고 있다.

임시주주총회소집 신청

경영진의 불법성이 확인되고 이에 대한 소액주주들의 의지가 결집되었다면 임시주주 총회의 소집을 요청하여야 한다. 경영진의 교체는 오로지 이사회의 재편으로만이 가능하고 이사회의 재편은 주주총회에서의 결의를 통해 가능하기 때문이다.

따라서 주주총회 소집 6 주 전 주주제안을 통해 이사 해임 및 이사 선임의 건에 대한 주주제안을 하거나, 이사회에 임시주주총회의 소집을 요청한 후 이에 응하지 않을 경우 법원에 임시주주총회 소집 신청서를 제출하여 법원의 결정을 통해 임시주주총회를 개최 하는 방안을 고려하여야 할 것이다.

임시주주총회가 개최될 경우 소액주주들로부터 위임장을 받아 의결권을 대리행사 하거나 주최자의 불공정한 진행에 능동적으로 대처하기 위해서는 사전에 관계 서류의 징구 및 시나리오 작성 등의 철저한 준비가 선행되어야 함은 물론이다.

경영진의 교체

경영진을 교체하기 위해서는 먼저 주주총회에서 이사진을 교체함으로써 이사회를 장악해야 한다. 이사회를 장악하기 위해서는 재적이사의 과반수를 선임해야 하는데 정관에 이사수의 상한선이 정해져 있고 공석이 부족한 경우에는 특별결의 (출석 주주 의결권의 3 분의 2 이상, 발행 주식 총수 3 분의 1 이상의 찬성)로 정관을 개정하거나 이사를 해임하여 공석을 만들어 놓고 이사를 선임하여야만 이사회를 장악할 수 있다. 이사회를 장악하면 이사회에서 대표이사를 교체함으로써 경영진을 교체할 수 있다.

상장폐지기업의 경영진이 자신들에 대한 책임추궁을 회피하기 위해서 소액주주들의 활동에 격렬하게 반항하는 경우가 대부분이므로 경영진교체를 위한 주주총회는 순조롭게 이루어지지 않는 것이 보통이다. 따라서 전문가의 조력을 받아 주주총회의 접수, 검표 과정에서의 참관, 주주총회 후 위임장 및 투표용지의 확보, 각종 가처분소송 등에 대비 하여야 한다.

손배해상 등 피해구제

먼저 피해를 최소화해야

상장폐지가 되어 보유하고 있는 주식의 가치가 급락하였을 경우 손해배상청구소송 등을 통해서 피해를 회복하는 것을 생각해 볼 수 있다. 하지만 제일 중요한 것은 역시 피해를 최소화하는 것이다. 상장폐지가 이루어지는 경우 정리매매기간이 주어지며 이 때 비록 낮은 가격에나마 보유주식을 매각할 수 있는 기회가 생긴다. 정리매매기간 중 지분을 매집하여 지배지분을 확보하려 하는 사람도 있을 수 있지만 통상적인 소액주주들로서는 정리매매기간 중 적절한 타이밍에 주식을 처분함으로써 피해를 최소화하는 것이 바람직하다. 향후 손해배상청구소송 등을 위해서 주식을 보유하여야 하는 것이 아닌가 생각하는 사람들도 있는데 그렇지는 않으며 주식을 매각한 경우에도 책임을 추궁할 대상이 있으면 책임추궁을 위한 소송의 주체가 될 수 있다.

주주대표소송

기업의 임원 등이 재직 중 횡령·배임 등의 불법행위나 부실경영을 하여 기업에 손해를 끼쳤다면 기업은 해당 임원을 상대로 책임을 추궁할 수 있음은 물론이다. 다만, 해당 임원이 여전히 기업에 재직하고 있거나 현 임원과 밀접한 관계가 있어 이러한 책임 추궁이 지연되고 있다면 1%의 지분을 모은 소액주주들은 직접 회사를 위하여 해당 임원에 대한 손해배상청구 소송을 제기할 수 있다. 이것을 주주대표소송이라 하는데 먼저 소액주주들은 기업에 대하여 해당 임원에 대한 책임을 추궁하는 소를 제기하도록 서면으로 요청하고 기업이 이러한 소를 제기하지 않을 경우에만 주주대표소송을 제기할 수 있다.

다만, 주주대표소송을 통해 해당 임원으로부터 회수한 금원이 있다면 이는 모두 기업으로 귀속되어야 하므로 주주들에게 직접 돌아가지 않는다는 점을 유념해야 한다. 즉 주주대표소송은 부실경영을 한 경영진의 책임을 묻고 경영정상화를 도모하는 측면 에서는 필요한 조치이지만 투자자의 피해를 직접 구제하는 데는 적합하지 않은 수단이다.

회사, 임원, 회계법인, 주간사 증권사 등을 대상으로 한 손해배상청구소송

기업의 경영진이 부실을 감추기 위해 적극적으로 분식회계를 하였고, 회계법인이 감사를 하는 과정에 이러한 사실을 알면서도 경영진의 분식회계에 동조하였으며, 소액주주들은 이러한 분식회계를 신뢰하여 투자를 한 것이라면 소액주주의 투자에 대해 경영진은 물론 회계법인까지 소액주주들의 투자 손실에 대해 책임을 부담하게 될 것이다. 이 때 관련 형사사건의 진행을 참고하여 증거로 확보하는 것에 유의하여야 하고, 단순히 승소 판결 만을 목적으로 하는 것이 아니라 판결 후 집행의 가능성 및 보전처분에 유의하여야 한다. 또한, 회계법인의 경우 집행자산의 범위와 관련한 특수성을 인지하여야 할 것이고, 사전에 이에 대한 준비를 마쳐야 할 것이다.

상장폐지된 회사에 투자한 투자자가 시장에서의 거래를 통해서 주식을 매입한 것이 아니라 공모증자에 참여하거나 회사채 공모에 참여하여 투자한 경우에는 당해 공모에 앞서 공시한

증권신고서나 투자설명서에 부실기재가 있는지도 파악할 필요가 있다. 만약 이런 증권신고서나 투자설명서에 부실기재가 있으면 회사, 임원, 주간사 증권사 등을 상대로 한 손해배상청구소송도 가능하다.

어떠한 수단도 마땅치 않다면

내가 투자한 회사의 갑작스런 상장폐지는 예기치 못한 재난이나 마찬가지이다. 다른 재난과 마찬가지로 급작스런 상장폐지에 대한 각종 조치수단들은 구체적인 경우에는 실익이 없거나 마땅치 않은 경우가 오히려 대부분이다. 어떤 경우에는 그저 가만히 앉아서 상황을 인정할 수밖에 없는 경우가 있음을 인정해야 한다. 어떤 투자자들의 경우에는 피해를 회피하고자 더욱 위험한 행태로 나아가기도 하는데 그런 태도는 투자자를 더욱 위험에 빠뜨릴 수 있다. 상장폐지기업의 경우 정리매매기간 동안 가격제한폭이 없는 점을 이용하여 투자자들끼리 '머니게임'을 벌이는 경우도 종종 발생하며 상장폐지기업 주주들의 두려움을 악용하여 '우회상장', '기업인수' 등의 소문을 이용한 불공정거래행위가 난무하기도 한다. 만약 전문가로부터 조언을 얻은 결과 별 다른 조치를 취할 수 없는 경우라고 한다면 그러한 조언에도 진지하게 귀 기울이는 태도가 필요하다.

법무법인 한누리

주 소 : 서울 서초구 서초 4 동 1685-8 G-Five Central Plaza 431 호
전 화 : 02-537-9500(대표) 팩 스 : 02-564-9889(대표)
홈페이지 : www.hannurilaw.co.kr
이 메 일 : hannuri@hannurilaw.co.kr