

현안분석 2006-

비교법제연구 2006-11

적대적 M&A 관련 법제의 비교법적 연구

한 정 미

적대적 M&A 관련 법제의 비교법적 연구

A Comparative Study on the Hostile M&A

연구자 : 한정미 초청연구원
Han, Joung-Mi

2006. 10. 31.

국문 요약

외국자본이 국내기업을 대상으로 적대적 M&A를 시도하고자 하는 경우 이를 긍정적으로 볼 것인가, 아니면 부정적으로 볼 것인가 하는 것인데, 현재 우리 자본시장에는 외국인의 직접투자인 투자자본은 적고 투기자본만 급증하는 현상을 보이고 있다. 따라서 장기적으로 볼 때, 우리자본시장과 국가경제에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상되며, 이에 따른 외국투기자본에 대한 적절한 견제장치가 마련되어야 할 것이다.

경영권 방어행위로서 논의되고 있는 바로는 다양한 방어수단의 도입과 주식제도의 개선을 통한 방어행위, 공정거래법 관련 경영권 방어제도의 개선을 들 수 있다.

예컨대 정관변경을 통하여 이사의 시차임기제를 도입하거나, 주주총회 특별결의요건을 강화하는 것도 가능할 것이며, 증자를 할 경우 임원 및 종업원에게 신주를 배정하거나 주식 양도의 제한 및 우선 매수권을 확보하고, 전환사채 및 신주인수권부 사채를 활용하여 의결권을 사전에 확보해 두는 것도 경영권 방어의 한 방법이 될 수 있다.

이러한 경영권 방어행위의 도입문제와 함께 경영권 방어행위를 실제 결정하는 경영진에 대한 도덕성문제도 함께 검토되어야 할 것이다.

인수기업의 의도대로 우호적인 협상을 통해 인수를 당할 것인가, 아니면 적대적 M&A에 처해질 것인가의 판단은 전적으로 대상기업의 경영진에게 달려있다. 그러나 대상기업의 경영진이 인수되는 것을 거부하고 또한 적대적 M&A에 대항하는 경우, 경영진의 그러한 결정이 대상기업 또는 주주들에 대해 최선의 이익이 아닌 때에는 경영진은 주주들로부터 피소될 위험에 항상 처해 있다. 즉, 기존 경영진이나 지배주주가 경영권 방어를 위한 조치를 취한다 해도, 경영진의 선관주의의무나 충실의무를 저버리고 주주나 회사의 이해관계자에게 손실을

주는 방법으로 경영권방어를 하는 것은 분명 정당화될 수 없을 뿐만 아니라 민형사상의 책임부담의 근거가 될 수 있다. 이러한 문제를 바탕으로 구체적인 사안에서 채택된 방어행위가 과연 기업 또는 주주들의 이익을 위한 것인가, 아니면 경영진 자신들을 위한 것인가 하는 신중한 논의가 진행되어야 할 것이다.

※ 키워드 : 적대적 M&A, 경영권방어행위, 투기자본, 주식제도, 주주

Abstract

The problem is whether we should have a positive or negative view on the foreign capital attempting to engage in hostile M&A with domestic businesses. But currently in our capital market, there is less investment capital which is direct investment while the venture capital is in a rapid increase. Therefore, in a long term, it is expected to have a negative effect on our capital market as well as on the national economy. Hence, there must be a appropriate diversionary provision for foreign venture capital.

Some of the things discussed for the defense action for the rights of management are introduction of various defensive measures, defense action through stock system reform, and management defense system reform related to Antitrust Law.

Along with these problems of introducing the management defense action, the morality of the board of directors who actually decide the management defense action need to be examined.

The decision either to be taken over through a friendly negotiation with the intention of the accepting business or to go through the hostile M&A is entirely made by the board of directors of the business. However, in the case the board of directors refuse to be taken over and also fight against the hostile M&A, if the decision of the board of directors is not in the best interest of the business or the stockholders, the board of directors is in danger of being accused by the stockholders. In other words, although the existing board of directors and the controlling stockholders manage the rights of management defense, if the board of directors defend the rights of management by bringing loss to

the stockholders and business associates cannot be justified. Having these problems, the careful discussion on whether the selected defense action is to benefit the business and stockholders or to benefit the board of directors themselves should be progressed.

※ key words : hostile M&A, the management defense action, venture capital, stock system, stockholder

목 차

국문요약	3
Abstract	5
제 1 장 서 론	9
제 1 절 연구의 목적	9
제 2 절 연구의 범위	11
제 2 장 적대적 M&A의 현황과 문제점	B
제 1 절 M&A의 현황	B
제 2 절 적대적 M&A의 공격행위와 사례 검토	B
I. 시장매집전략	15
II. 주식공개매수	16
III. 위임장 대결	20
제 3 절 적대적 M&A의 문제점과 방어법제의 필요성	21
I. 적대적 M&A의 문제점	21
II. 경영권 방어법제의 필요성	23
제 3 장 주요국의 적대적 M&A 관련 법제	29
제 1 절 M&A 기본법제	29
I. 미 국	29
II. E U	32
III. 독 일	34
IV. 일 본	37
제 2 절 주식 관련 경영권 방어법제	40

I. 트레이킹주식	40
II. 차등의결권제도	44
III. 의결권제한주식	47
IV. 신주예약권제도	48
V. 자기주식취득	55
제 3 절 이사회 의 방어행위 관련 법제	58
I. 서 설	58
II. 미 국	59
III. E U	64
IV. 독 일	66
제 4 절 소 결	68
제 4 장 우리나라 적대적 M&A 관련 법의 보완	71
제 1 절 주식제도의 다양화	71
I. 현행 종류주식의 한계와 다양화의 요구	71
II. 트레이킹주식의 발행	72
III. 차등의결권제도의 도입	75
IV. 의결권제한주식의 도입	77
V. 신주예약권의 도입	81
VI. 자기주식취득제한 규정의 정비	83
제 2 절 이사회 의 방어행위기준 정립	86
I. 이사회 의 중립의무	86
II. 정당한 방어행위 판단기준	87
제 5 장 결 론	91
참고문헌	95

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

최근 기업경영 관련 법적 연구의 주요대상이 되고 있는 적대적 M&A(Hostile M&A)는 타 기업에 대한 인수위사를 갖고 있는 기업의 경쟁력을 바탕으로 피인수기업의 의사에 반하여 주식지분을 사들여 강제적으로 인수·합병하는 것을 말한다.

경쟁력 있는 기업이 적대적 M&A를 통하여 효율적인 구조조정을 달성한다면, 그 기업은 특정 산업과 업종에 대하여 강력한 시장지배를 확보하게 되고, 이 경우 해당기업 성장의 면이나 국가 경제적으로도 경쟁력을 높이는 장점이 있을 수 있다. 그러나 이러한 긍정적 효과 외에도 독과점 문제로 직결되어 자유시장 경쟁체제의 원리를 교란하거나 공정거래를 저해하는 결과를 초래할 수도 있다. 또한 경영권에 대한 지나친 불안 조성은 경영자들의 집중력 저하와 회사자산의 낭비적인 사용 위험, 투기세력의 기회주의적인 행동 등 부작용을 발생시킬 수도 있다.

이와 같은 문제 때문에 공격과 방어하는 과정에서 경쟁력과 생존능력에 대한 실질적인 조치가 절실하게 되고, 중·장기적으로는 경쟁력 중심의 구조조정을 촉진하는 역할을 하게 된다. 즉 공격자 측에서는 부실과 한계기업을 정리하여 취득한 자본을 핵심역량 강화나 수익성 있는 사업에 대한 신규 진출 전략으로 M&A를 활용할 수 있고, 방어 측에서는 M&A 대상에서 벗어나기 위하여 다양한 경쟁력 향상 방법을 모색하고 기업의 한계를 처방할 것이다.¹⁾

1) EU시장을 대상으로 한 최근의 한 실증적 연구에 의하여도 적대적 M&A 계획의 발표는 대상기업에게는 9%, 발표기업에게는 0.7%의 주가상승 효과를 발생시켰다고 한다. Marc Goergen & Luc Renneboog, Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids, 10 European Financial Management 9 (2004)

우리 정부는 외환위기 이후 외자유치를 통한 주식시장 활성화 및 M&A 촉진을 위해 주식시장 및 M&A 시장 규제완화를 지속적으로 추진해 오고 있었다. 주식시장 및 M&A 시장에 대한 규제완화조치는 외자유치 촉진이라는 긍정적 효과에도 불구하고 주식시장 및 거시경제에 여러 가지 부정적 영향도 미치고 있다.

이와 관련하여 2005년에 개정된 독점규제 및 공정거래법(이하 “공정거래법”이라 한다)과 증권거래법은²⁾ 개정취지에서 M&A 시장을 Global Standards에 부합하는 방향으로 활성화하는 정책기조를 유지하는 바탕 위에서 M&A 시도가 과도해 질 경우 경영권 불안에 따른 부작용이 나타날 우려가 있어 이를 보완하기 위한 것임을 명백히 하고 있다.

그러나 이러한 개정에도 불구하고 기업들의 경영권 불안에 대한 경제계의 우려가 커지고 있으며 현 경영진에 대한 외국인에 의한 우리나라 기업의 적대적 인수(takeover) 가능성이 높아지고 있는 것이 사실이다.³⁾

외국인에 의한 최초의 적대적 행동의 대표적인 예로 소버린과 SK(주) 간 위임장경쟁을 들 수 있는데 이 사례에서 대규모 기업집단 계열사도 경영권 경쟁에서 자유롭지 못함을 입증하였다고 할 수 있고, 이후 뉴브리지캐피탈이 1조 1,500억 원의 이득을 챙기고 제일은행을 스탠다드차타드은행(SCB)에 재매각하는 과정에서 우리 정부가 5조 3,000억 원의 막대한 손실을 입은 사례가 발생하였다.

2) 개정된 공정거래법은 출자총액제한제도의 개선, 금융계열사의 의결권 축소, 지주회사제도보완, 상호출자제한 기업집단 소속 비상장·비등록 회사의 공시의무 부과, 그리고 금융거래정보요구권 등을 포함하고 있다. 또한, 그 시행령에서는 출자총액제한 적용대상 기업집단에 대한 자산기준 변화, 부채비율 예외인정 유예, 그리고 출자총액졸업기준의 구체화 등을 담고 있다. 한편, 증권거래법은 주식 대량보유보고(5% Rule)제도 강화와 공개매수제도 활성화를 중점으로 하는 내용을 담고 있다.

3) 이렇게 된 근본원인은 무엇보다도 1997년 외환위기 이후 구조조정, 외자유치, 증시 활성화를 위하여 25% 의무공개매수조항 폐지(1998), 외국인주식투자한도 폐지(1998), 사모펀드제도(PEF) 도입(2002) 등 적대적 M&A 활성화 여건이 충분히 조성되었기 때문이라고 볼 수 있다. 양금승, “국내기업의 경영권 안정을 위한 보완과제”, 전경련 통권483호, 2005. 2, 48쪽.

2006년에 들어서도, 세계적인 M&A의 규모는 전년의 2배에 달하고 있으며, 국내에서도 2006년 2월 칼 아이칸과 KT&G의 경영참여 선언이 발표되어, 칼 아이칸과 헤지펀드인 스틸 파트너즈는 3월 17일 주주총회에서 1인의 사외이사를 선임하였다.

이와 같이 외국자본의 무분별한 유치와 이에 따른 국부유출 등의 폐해를 이대로 방치해도 좋은지에 대한 논란이 있으며, 투기자본에 의한 국내기업의 불안한 경영권을 법적으로 방어할 수 있는 수단이 없는 상황이다.

이에 본 논문은 외국의 적대적 M&A 관련 법제를 살펴보기 위하여, 미국, EU, 독일, 일본을 대상으로 분석하고, 적대적 M&A에 대한 경영권 방어 관련 제도의 우리나라 입법을 위하여 각 국에 도입되어 있는 제도를 살펴보고, 우리 법에 대한 시사점을 도출하여 M&A 관련 법제와 경영권방어 관련 주식제도의 정비를 제안하는 것을 본 연구의 목적으로 한다.

제 2 절 연구의 범위

본 연구는 적대적 M&A와 관련한 외국의 법제와 경영권 방어를 위한 주식관련 법제의 검토를 중점적으로 수행한다.

적대적 M&A를 규제하는 간접적인 방법으로 기업결합제한, 출자총액제한 등 공정거래법상의 제도가 포함되나, 본 연구에서는 상법과 증권거래법상의 규정을 중점적으로 고찰하기 위하여 이를 필요한 경우에 참고적인 자료로써만 활용하고 주요 연구 주제에서는 제외한다.

본 논문은 다음과 같이 모두 5개의 장으로 구성된다.

제1장에서는 서론으로서 연구의 목적과 그 범위에 대하여 서술하였다.

제2장에서는 적대적 M&A의 현황과 문제점에 대해 살펴보고, 제3장에서는 주요국의 적대적 M&A 관련 법제를 M&A 기본법제와 주식관

제1장 서론

런 경영권 방어법제, 이사회에 방어행위 관련 법제로 나누어 분석하였다. 먼저, 기본법제에서는 미국의 윌리엄스법(Williams Act), 주법, 보통법 상의 규제를 중심으로 살펴보고, EU의 제13차 통합지침에 대하여도 알아본다. 또한 EU 지침과 반대의 입장을 취한 독일의 기업인수법과 2005년 회사법의 대개정이 이루어지는 일본의 규정 등을 바탕으로 우리법에 대한 시사점을 도출해 본다.

제4장에서는 주요국에 입법되어 있는 적대적 M&A 관련 법제 검토를 통하여 도출된 바를 바탕으로 우리법에 적대적 M&A 관련 법의 보완방법을 모색하도록 한다.

마지막으로 제5장에서는 본 논문의 결론으로 각국의 M&A 관련 법률과 경영권 방어제도에 대한 종합정리를 하는 것으로 마무리 하도록 한다.

제 2 장 적대적 M&A의 현황과 문제점

제 1 절 M&A의 현황

수단별 기업결합을 기준으로 할 때 1998년까지는 합병이 가장 큰 비중의 기업결합이었지만 1999년부터는 주식취득에 의한 기업결합이 가장 많았고 이러한 현상은 계속되고 있으며, 최근의 기업결합 양상은 주식취득, 임원겸임, 회사신설 등의 순으로 나타나고 있다.

주식취득에 의한 기업결합이 전체에서 차지하는 비중은 1998년에 18.9%, 1999년에 26.2%, 2000년에 38.1%, 2001년에 36.4%, 2002년에 35.7%, 2003년에 36.5%, 2004년에 35.1%, 2005년에 44.8%로 나타나고 있어 대체로 주식취득에 의한 기업결합은 최근 들어 기업결합 건수의 1/3을 초과하여 그 비중이 점점 커지고 있음을 알 수 있다.

【표-1】 수단별 기업결합 현황

	주식취득		임원겸임		합병		영업양수		회사신설	
	건수	구성비	건수	구성비	건수	구성비	건수	구성비	건수	구성비
2000	268	38.1%	104	14.8%	68	9.7%	84	11.9%	179	25.5%
2001	234	36.3%	177	27.5%	73	11.3%	62	9.6%	98	15.2%
2002	215	35.7%	143	23.8%	65	10.8%	78	13.0%	101	16.8%
2003	215	36.5%	167	28.4%	67	11.4%	53	9.0%	87	14.8%
2004	263	35.1%	236	31.5%	103	13.8%	64	8.5%	83	11.1%
2005	295	44.8%	138	21.0%	110	16.7%	73	11.1%	42	6.4%
평균	155.7		73.1		78.9		47.3		94.7	

자료 : 공정거래위원회, 통계연보, 2005.

그리고 주식취득의 한 방법으로서 공개매수는 1994년 나이키의 삼나스포츠 공개매수를 시작으로 2004년 7월까지 총 50건이 발생하였다.⁴⁾

1997년 이후 10% 이상의 지분을 취득한 M&A를 기준으로 할 때에 외국인에 의한 국내기업 M&A(Cross-Border M&A)는 1997년에 8억 4천만 달러를 기록하였지만 금융위기를 해소하기 위한 정책이 적극적으로 실현되는 시기였던 1998년, 1999년에는 각각 40억 달러에서 101억 달러로 급상승하였다. 반면에 2000년, 2001년에 들어와서는 각각 64억 달러, 35억 달러로 크게 감소하긴 하였지만 금융위기 이전에 비하여 거래 금액의 규모는 놀라운 증가추세에 있었다고 볼 수 있다. 이러한 현상은 1997년의 금융위기 이후 외국인직접투자를 촉진하는 국내의 규제 개혁에 기한 것이었으며, 특히 기업구조개혁(corporate restructuring)과 국영기업의 민영화(privatization)에 의하여 가속화되었다고 할 수 있다.

이와 같은 국내의 M&A 외에도 국가간 M&A의 규모를 살펴보면, 1990년부터 2001년까지⁵⁾ 최근 10여년간 10% 이상의 지분을 취득한 것을 기준으로 1990년에 1,500억 달러, 1995년에 1,870달러, 1997년에 3,048억 달러, 1998년에 5,316달러인 것으로 나타났다.

이 기간 중 범세계적인 국경간 M&A의 절대다수는 OECD 회원국가의 기업간에 이루어졌으며, 이러한 국경간 M&A는 대부분의 OECD 회원국가에 대한 전체 외국인직접투자의 유입을 촉진하는 가장 중요한 요소이었다.

외국인의 국내기업 M&A(inward M&A, out-in M&A)는 미국, 영국, 독일, 프랑스, 스웨덴 등의 순으로 가장 활발했고, 내국인의 외국기업 M&A(outward M&A, in-out M&A)는 영국, 미국, 독일, 프랑스, 네델란

4) 1994년 이후 외국인에 의한 국내기업 공개매수는 1994년 나이키에 의한 (주)삼나스포츠 공개매수를 필두로 하여 총 15건이 발생하였으며 이는 전체 공개매수건수의 30%를 차지할 정도로 높은 비중을 차지하고 있다.

5) Maiko Miyake & Magdolna Sass, Recent Trends in Foreign Direct Investment, Financial Market Trends, No.76, June 2000, OECD, pp.31-32.

드 등의 순으로 활발했다. 이 기간 중 아시아 지역도 외국인 M&A에 대한 세계적인 조류를 타기 시작했으며, 일본, 싱가포르, 홍콩(중국포함) 등의 순으로 외국기업에 대한 M&A에 대하여 적극성을 보였다.

세계적으로 외국인 M&A가 폭발한 데에는 기업의 국제화의 잇점, 경영상의 시너지, 전략적 가치 등과 같은 전통적인 원동력 이외에도, 각국이 기업인수, 특히 적대적 기업인수에 대한 태도 변화로 인하여 외국인 M&A에 대한 장벽을 완화시킨 것이 가장 중요한 요인이었다고 할 수 있으며, 자본시장의 개혁과 탈규제도 국제적 M&A를 증가시킨 요인이라고 할 수 있다.

제 2 절 적대적 M&A의 공격행위와 사례 검토

I. 시장매집전략

1. 의 의

시장매집(market sweep)전략은 매수하고자 하는 대상기업의 주식을 주식시장에서 다른 사람들이 알지 못하게 비공개적으로 필요한 양만큼 지속적으로 사 모으는 전략이다. 그러나 이 전략의 가장 큰 문제는 상장주식 대량보유 공시에 관한 법이다. 증권거래법은 상장법인의 주식을 5% 이상 취득하게 되는 경우 금융감독원에 보고하도록 규정하고 있어(증권거래법 제200조의2) 은밀한 주식매집을 사실상 제한하고 있어 현실적으로 이용되기 어려운 방법이다.⁶⁾

6) 시장매집 전략은 대주주나 경영진이 알지 못하게 은밀하게 주식을 확보하여야 한다. 이는 해당주식을 꾸준히 매수하고 있다는 루머가 주식시장에 돌기 시작하면 매수대상기업이 방어태세를 갖추거나 주가가 상승하여 주식을 매수하는데 드는 비용이 증가하게 될 위험이 있기 때문이며, 따라서 주변의 우호적인 투자자나 기업들과의 사전합의를 통해 해당 주식을 함께 사들이는 공동분산 매수전략을 펴는 것이 바람직하다고 한다. 장세진·MCC, M&A의 경영전략, 박영사, 2004, 94쪽 참조.

시장매집은 일단 필요한 주식을 확보하고 나면 가장 확실한 공격 전략이 될 수 있으며 향후 전면전이 될 주식공개매수나 위임장 대결 전략의 사전작업으로서의 역할도 하게 된다.

2. 사례 : 신원그룹의 제일물산 인수

신원그룹은 1995년 말부터 은밀하게 제일물산 주식을 사들여 1996년 1월 말 지분을 20%까지 늘리기 전에는 주식매입 사실의 비밀을 유지하였다. 당시 증권거래법은 특별관계인(상호출자지분이 35% 이상인 기업)이 아니면 보유한 주식을 합산하여 보고하지 않아도 된다는 허점을 이용하여 신원그룹 내 출자비율이 35% 미만인 해당하는 계열사와 관계사들을 동원하여 각 회사당 5% 이하로 주식을 매입하는 전략을 사용하여 ‘주식대량보유 공시’법에 제한을 받지 않고 시장매입을 할 수 있었다. 이 사건 이후 증권거래법은 공동보유자(가족이나 기업 관계로 연결되어 있는 특별관계인 외에도 공동의 목표를 가지고 같이 주식을 매수하는 사람)의 개념을 도입하여 계열사 이외에도 같은 방향으로 의결권을 행사하기로 하고 같이 주식을 매입하는 경우, 모두 합산하여 보고하도록 법을 개정하였다.

II. 주식공개매수

1. 의 의

공개매수(takeover bid, tender offer)란 불특정다수인에 대하여 주식 등의 매수(다른 유가증권과의 교환을 포함)의 청약을 하거나 매도(다른 유가증권과의 교환을 포함)의 청약을 권유하고 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서⁷⁾ 당해 주식 등을 매수하는 것을 의미한다(증권

7) 유가증권시장이나 협회중개시장을 통해서 유가증권을 취득하는 경우 매수수량에 관계없이 그러한 매입은 공개매수에 해당되지 않으며, 공개매수와 관련하여 요구되

거래법 제21조 내지 제27조의 2).⁸⁾

공개매수는 선진국에서 가장 보편화된 적대적 M&A의 방법으로 일정기간 동안 정해진 가격으로 원하는 수량을 사들이는 합법적인 주식 매집 방법이다.

공개매수기간 내에 목표 주식을 취득하지 못하면 청약에 응했던 주식에 대해 매수를 취소할 수 있어 실패 시 비용을 최소화 할 수 있으며, 공개매수기간에 제3의 매수자가 나타나 더 높은 가격으로 공개매수를 추진할 경우 M&A는 인수경매로 전환된다.⁹⁾

공개매수의 적용대상이 되는 유가증권으로는 주권상장법인 또는 협회등록법인이 발행한 유가증권으로서 ‘의결권’이 있는 주식에 관계되는 유가증권으로서 i) 주권, ii) 신주인수권을 표시하는 증서, iii) 전환사채권, iv) 신주인수권부사채, v) 교환사채권(i~iv의 유가증권과 교환을 청구할 수 있는 것) 등이다(증권거래법 제21조).¹⁰⁾

주식공개매수전략은 단기간에 원하는 양의 지분을 확보할 수 있고 인수기업 측에서 매수가격을 정하기 때문에 주식매수에 들어가는 비용을 예측할 수 있다는 장점이 있다. 또한 공개매수시 시장가격보다 높은 가격에 프리미엄을 붙여 사들이기 때문에 금전적인 차익을 원하는 일반 주주들로부터도 쉽게 호응을 받을 수 있어 성공할 확률이 비교적 높은 편이다.¹¹⁾ 그러나 단기간에 많은 돈이 필요하고, 상대적으

는 많은 공시의무로부터 면제될 수 있다.

8) 김정수, 현대증권법연구, 박영사, 2002, 457쪽.

9) 램버트는 2000년 아메리칸 홈 프로덕트와 합병을 하려 하였으나 화이자가 더 높은 매수가로 공개매수를 선언하여 경매가 진행되었고, 결국 화이자가 인수에 성공하였다. 강 원, “적대적 M&A의 위협과 대응방안”, CEO Information 제399호, 2003. 5, 10쪽.

10) 무의결권주는 기본적으로 공개매수의 적용대상유가증권이 아니나, 정관에 정한 우선적 배당을 하지 않는다는 결의가 있으면 그 총회의 다음 총회부터 그 우선적 배당을 받는다는 결의가 있는 총회의 종료시까지의 의결권이 부활되므로 그 중간 기간 동안 공개매수의 대상유가증권이 될 수 있다.

11) <2단계 공개매수> 공개매수가 2단계로 구분되어 진행되기도 하는데, 보통 공개매수가 최초로 이루어지는 첫단계에서는 좋은 보상이 제공되며, 2단계에서는 잔여

로 시장가격보다 높은 가격에 사들여야 하므로 자금에 대한 부담이 크며, 대상기업이 강력하게 방어하거나 또 다른 경쟁자가 있으면 예상보다 더 높은 비용이 들어 실패할 가능성도 있다.

2. 공개매수제도에 관한 증권거래법 개정 내용

공개매수제도와 관련하여 2005년 증권거래법의 개정을 살펴보면, 개정 전의 증권거래법은 장외에서 5%이상 취득을 위해 공개매수를 하는 경우 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 유가증권(주식, 전환사채, 신주인수권, 신주인수권부사채 등)의 발행이 금지되어 있었으며, 이 제한은 공개매수 기간 중에는 사업수행을 위한 자금조달을 목적으로 한 유가증권을 발행하는 것도 금지되었다. 그러나 증권거래법 개정에 의하여 공개매수기간 중의 유가증권 발행을 허용하여, 원활한 자금조달이 가능하도록 하였다(증권거래법 제23조 4항 삭제).

또한 개정법률은 공개매수제도를 활성화하기 위하여 규제를 정비하였는데 공개매수 신고 후 대기기간(3일)을 폐지하고, 6개월 내 반복 공개매수 금지 규정도 삭제하였다. 또한 정정 신고시 공개매수기간이 새로 시작되지 않고 당초 종료일보다 최대 10일간만 연장되도록 하여 불필요한 장기화를 방지하였다.(증권거래법 제23조 3항 삭제)

공개매수기간 중 주식발행을 허용한 증권거래법 개정은 정부의 경영권 보호 경향에서 비롯되었다고 할 수 있으며, 공개매수기간 중 주

주주들에게 열등한 보상이 주어진다. 이러한 기업인수전략을 ‘2단계 공개매수 (two-tiered tender offer)’라고 부른다. 이러한 2단계 공개매수는 일반적으로 처음 1단계에서는 대상기업주식의 51%에 대해서 전액 현금의 높은 가격으로 인수하고, 공개매수자가 과반수를 장악한 2단계에서는 현금대신 1단계보다 낮은 가치의 무보증채권과 같은 증권의 형태로 지급된다.

1단계에서 보다 좋은 보상이 이루어지는 것은 1단계에서 ‘지배프리미엄’이 포함되어 있기 때문인데 1단계 거래에서 대상기업의 지배권을 확보한 이후에는 남은 주주들의 지분은 이미 지배권을 상실한 ‘의결권 없는’ 지분들이며, 따라서 그들은 열등한 조건을 제시해도 이에 응할 수밖에 없는 상황에 처하게 되는 것이다.

식발행금지 규정이 삭제됨으로써(증권거래법 제23조 제4항 삭제) 기업들이 공개매수기간 중에도 경영권 방어를 위해 주식발행을 실시할 위험이 높아질 것으로 예상된다.

그러나 대상기업의 주식발행이 무조건 허용되는 것은 아니다. 경영권 보호를 위한 주식발행은 공정한 경영권 경쟁을 해치고, 기존주주의 이익을 침해할 수 있다. 즉, 주식발행은 회사의 자본조달의 필요성이 인정되어야 하는데, 자본조달 목적이 아닌 기존 지배주주나 경영진의 경영권방어 목적으로 이루어지는 주식발행은 불공정한 주식발행으로서 허용되지 않는다.

법원도 자본조달 목적이 아닌 경영권방어를 목적으로 한 주식발행에 대해서 일관되게 무효 또는 발행금지 판결을 내려왔으며, 회사가 공개매수에 대하여 경영권 방어 목적으로 의결권 있는 주식을 발행하는 것은 자본조달의 필요성이 없기 때문에 여전히 상법상 금지된다고 할 수 있다.¹²⁾

3. 사례 : 경남에너지 경영권 분쟁

경남에너지는 도시가스 공급업체로 원진이 14.6%, 가원이 13.5%의 지분을 가지고 공동으로 경영하는 회사였다. 1994년 12월 28일 원진은 증시가 폐장된 날을 택해 기습적으로 공개매수를 선언했다. 원진은 공개매수를 통해 현재 보유하고 있는 14.6%의 지분을 25% 수준으로 올려 확고한 경영권을 획득하려고 하였다. 공개매수에서 원진이 제시한 주당 가격은 49,500원으로 이는 당시 시세에 비해 프리미엄이 2%밖에 되지 않는 낮은 가격이었다. 두 동업자 사이에 경영권 분쟁이 일어나자 주가는 급상승하여 공개매수 시작 이틀 전에는 49,000원에 이르렀다. 1995년 1월 공개매수가 진행되고 있는 중, 가원에게 백기사

12) 이주영, “증권거래법 개정-5% 보고 강화와 공개매수제도 활성화”, 좋은기업지배구조연구소, 4쪽.

로 대응제약이 출현했다. 백기사로 나타난 대응제약은 비밀리에 주식을 매집하기 위해 증권거래법상 보고하지 않아도 되는 보유량 상한선인 5%, 즉 85,000주를 목표로 경남에너지 주식을 계속 사들였고, 기관 투자자들도 매수세를 유지했다. 이때 가격은 계속 올라 51,500원을 기록하였고, 이미 원진의 공개매수는 실패가 확실시 되었다. 결국 원진의 공개매수 시도는 실패로 돌아가고 경남 에너지는 가원과 대응제약에게 넘어가게 되었다.

Ⅲ. 위임장 대결

1. 의 의

위임장 대결(proxy fight) 전략은 적대적 M&A의 공격자가 주주총회에서 영향력을 행사할 수 있는 최소한의 지분만을 확보한 후, 주요 주주 및 일반 소액주주들을 설득하여 주주총회 의결권을 위임받아 이를 대신 사용하는 것을 말한다. 시장매집이나 공개매수가 의결권 행사를 위해 직접 주식을 소유하는 것에 비해 위임장 대결 전략은 의결권을 행사할 수 있는 위임장을 확보하여 M&A를 추진한다는 점에서 차이가 있다.

위임장 대결은 비교적 소규모의 자금으로 시도가 가능한 방법이며, 소액주주를 비롯한 여러명의 주주를 설득하다 보면 공개적인 여론이 조성되어 인수자 측에 유리하게 작용하는 경우도 있다. 그러나 이 방법은 엄격한 법적절차가 요구되고 대상기업의 확실한 내부정보가 필요하므로 시간이 많이 소요되며 실패율도 높다는 단점이 있다.

2. 사례 : 동부그룹의 한농인수

동부그룹은 주식시장에서의 은밀한 주식매집 이외에도 증권거래법상의 '주식대량보유 공시'법을 피하기 위해 특정금전신탁을 이용했다.

특정금전신탁은 돈을 맡기는 투자자가 직접 투자를 지시, 관리할 수 있는 상품으로 당시 특정금전신탁은 구 증권거래법에 의해 주식거래 내역이나 보유상황을 보고하지 않아도 되는 상품이었다. 흔히 신탁회사나 은행에서 매입하는 주식은 의결권 행사가 아닌 수익창출을 목적으로 하는 중립적인 주식이기 때문에 은행들이 한 회사의 주식을 대량으로 매입해도 특별히 이상하게 생각하지 않았다. 동부그룹은 이러한 점을 이용해 장기신용은행과 서울은행의 특정금전신탁을 통해 각각 9.5%, 8.8%의 주식을 확보했다. 기존에 한농 주식을 가지고 있던 기관들도 아무런 의심 없이 시장가격으로 한농의 주식을 넘겼고 동부그룹은 이러한 상품을 통해 자신의 실체를 완벽하게 숨기면서 18%가 넘는 다량의 주식을 확보할 수 있었던 것이다. 이 사건이후 1996년 3월 특정금전신탁제도에 5% 보고의무가 부과되었으며, 신탁자에 관련된 내용도 보고하도록 개정되었다. 뿐만 아니라 일반 신탁상품의 주식보유상황도 모두 보고하도록 관련 규정이 개정되었다.

제 3 절 적대적 M&A의 문제점과 방어법제의 필요성

I. 적대적 M&A의 문제점

M&A가 대상기업의 경영진과의 합의를 통해 그들의 협조를 얻어 이루어지는 우호적 M&A(friendly M&A, agreed M&A)의 경우에는 시장의 지배와 관련하여 공정거래법에서 기업결합에 대한 규제를 가하고 있으며, 그 외의 사항에 대하여는 상법에 따라 주주보호절차와 채권자보호절차만 거치면 법적인 제재를 받지 않는 자율적인 경영사항이다.

그러나 대상회사의 경영진이 반대하는 상황에서 대상회사의 주주들을 상대로 하여 벌이는 적대적 M&A(hostile M&A, defended M&A)의

경우에는 대상기업을 기습적으로 공격한다는 점에서 경영상의 혼란을 초래할 수 있고, 주주들이 충분한 정보를 가지고 주식의 매도여부를 결정할 수 있는 기회가 주어지기 어렵기 때문에 이들을 보호할 필요성이 있다.

따라서 각국의 법률은 우호적 M&A의 경우에는 일반적으로 회사법을 통하여 이를 규율하고 있으며, 적대적 M&A의 경우에는 회사법과 규제법을 통하여 이를 규율하고 있다.

우리나라도 적대적 M&A에 대하여는 증권거래법을 통하여 직접적으로 공개매수제도를 법제화하고 있으며, 그 밖에 각종 공시제도를 통하여 적대적 M&A에 대한 직접적 규제를 가하고 있다. 이처럼 각국은 M&A시장을 직접 규율함에 있어서 증권거래법상 세부적인 사항들은 각국의 경제규모와 사회여건에 따라 다소 차이가 있지만 기본적인 틀은 유사하다고 할 수 있다.

우리나라의 상법과 증권거래법상에는 방어행위를 직접적으로 금지하는 입법 유형을 채택하고 있지는 않지만, 현재 방어책으로 규정되어 있는 신주발행, 자기주식의 취득 또는 처분, 전환사채 등 주식관련 제도를 이용한 방어책 이외에 직접적인 방어수단으로 활용될 수 있는 그 밖의 주식관련제도의 방어책은 매우 제한적이다.

외국에서 도입되어 자국의 기업보호를 위한 경영권 방어법제로 사용되고 있는 의결권 없는 보통주, 복수의결권제도, 일반주주에 대한 의결권상한제, 포이즌 필, 신주예약권제도 등은 허용될 수 없는 입법 형태를 가지고 있어, 공정하고 해당회사 모두에게 평등한 조건 하에서 시장원리에 따라 이뤄져야 할 M&A시장에 법률이나 정부개입에 의해 일방에게 불리한 차별적 지위를 부여하여 비효율적이고 반시장적인 M&A구조가 형성되어 있는 문제가 있다.

II. 경영권 방어법제의 필요성

1. 경영권 방어행위의 개념

경영권 방어행위란 적대적 M&A에 대응하여 기존의 경영진들이 자신들의 경영권을 보호하기 위한 여러 가지 제도를 말하며, 1980년 말경 미국의 기업들은 자신의 기업들을 방어하기 위해 전문가 체제 및 투자은행들과의 긴밀한 관계 확립을 통하여 적대적 M&A의 위험성에 대하여 준비를 갖추게 되었다. 1990년대에 이르러 미국 대기업의 약 85%가 적대적 M&A에 대한 방어 장치를 구축해 놓은 것으로 나타났는데 방어전술이 더욱 고도화되면서 쉽게 공략하기가 어려운 상황으로 발전하고 있다고 볼 수 있다.

이러한 경영권 방어행위의 도입에 대하여 미국의 마틴 립톤(Martin Lipton)에 의해서 주장된 경영권 방어행위의 긍정론은 적대적 M&A에 직면한 대상기업의 경영진이 경영판단의 원칙에 따라 적극적으로 방어할 수 있는 입장으로서 미국의 지배적인 학설과 판례를 형성하고 있다.

이러한 방어행위의 긍정론은 경영판단의 원칙을 법률적 근거로 두고 있으며, 경제적으로는 방어전술의 채택이 대상기업의 주가를 상승 시킴으로써 궁극적으로 주주의 이익을 향상시킨다는 사실에 근거를 두고 있다. 예컨대 경영권 방어행위는 잠재적 인수기업들이 인수경쟁에 참여할 시간적 여유를 제공하여 경매를 촉진하고 인수가격을 제고 시키게 되고, 공개매수의 매도압력(coercion to tender)에 대응하여 경영자들에게 가격에 대한 협상력을 부여함으로써 적정가격을 받을 수 있도록 한다는 것이다.

경영권방어행위를 찬성하는 또 다른 이유로는 주가가 단기 회계이익에 민감하게 반응할 경우, 적대적 인수는 경영자가 장기 투자안을

희생하여 단기 회계이익을 부풀리려할 유인을 제공하여 경영자 근시성 또는 단기 업적주의가 초래될 가능성이 있다는 점, 주가는 새로운 정보에 과잉 반응할 수 있으며 저평가된 기업의 경우 인수대상이 되어 자원의 낭비를 초래할 수 있다는 점과 기업인수는 경영자를 포함한 종업원과 기업간의 묵시적 계약(implicit contract)을 파기하고 주주 이익을 증진시키기 위해서도 발생되는데 이러한 인수가 성행한다면 경영자들은 기업고유의 인적자본에 대한 투자를 기피하는 왜곡된 형태를 보일 가능성이 존재하게 되어 경영생산성을 하락시키는 요인으로 작용할 수 있다는 것이다.¹³⁾

한편, 경영권 방어행위 도입의 부정론은 피셀(Fishel)과 이스터브룩(Easterbrook)에 의한 주장인데, ‘효율적 시장가설’(Efficient Capital Market Theory)이 중심을 형성하고 있다. 경영진이 기업지배권의 이동을 저지하기 위하여 그린메일이나 예방적 또는 적극적 방어 장치를 설치하는 것은 주주들의 이익보다는 자신들의 자리를 보호하기 위한 것에 불과하다고 하는 주장이다. 이러한 방어 장치의 구축은 궁극적으로 기업이나 주주들의 부의 감소를 가져올 뿐이라는 것이다.¹⁴⁾¹⁵⁾ 기업경영이 베일에 싸여 있고, 비효율적 경영에 대한 규율장치의 부존재할 경우 사적이익의 추구를 위한 기만행위의 가능성은 피할 수 없게 되고, 지배주주에 거의 모든 의결권이 집중되어 있는 재벌기업의 경우 기만행위는 재벌총수의 사적이익을 추구하는 것을 목표로 하게 될 것이며, 이는 지배대주주가 추구하는 사적이익과 여타의 주주, 종업원, 채권자 등이 추구하는 이익과 일치하지 않는 일종의 ‘대리인 비용’을 발생시킨다는 주장이다.¹⁶⁾

13) 정광선, “기업경영권 위협 어떻게 대응할 것인가”, 기업지배구조 리뷰 통권 제16호, 2004. 9. 9쪽.

14) 김정수, 앞의 책, 486쪽.

15) 주식회사의 임원들이 개인적인 이익을 추구하기 위해 회사와 주주들의 이익을 해하는 행동을 크게 셀프-딜링(self-dealing) 또는 도둑질(stealing)이라고 부른다.

16) 오너 경영인에 의한 사적이익 추구형태를 구체적인 유형별로 보면, 직접적인 탈

따라서 부실 경영기업의 조기 경영권 이전을 통하여 도산을 예방하고 많은 실증 연구를 통하여 경영권 시장의 활성화가 경제의 효율성을 제고시킨다는 결론을 도출하고, 실제적으로 경영권 방어는 주가에 부정적인 경우가 대부분이며 세계적 장기 기관투자자들도 경영권방어 장치에 부정적 태도를 취하고 있다는 것이다.

2. 방어법제 도입의 필요성

외국인의 상장주식 투자한도가 폐지된 1998년 5월 이후 외국인의 주식보유규모는 지속적으로 증가하여 1998년 19%에 불과하던 외국인의 국내 상장주식 보유비중이 2005년 7월 기준으로는 41.7%로 대폭 확대되었다가, 2006년 9월 현재는 37.7%로 다소 감소된 상태이다.

【표-2】 외국인 투자자의 유가증권시장 상장주식 보유현황

(단위: 억 원, 만주)

	시가총액		총주식수	
		외국인		외국인
'05.12말	6,550,746	2,602,626 (39.7)	2,323,574	533,493 (23.0)
'06. 7말	6,362,609	2,488,543 (39.1)	2,471,340	563,442 (22.8)
8말	6,648,956	2,530,190 (38.1)	2,477,173	554,891 (22.4)
9말	6,742,701	2,540,216 (37.7)	2,488,165	551,743 (22.2)

주 : () 내는 유가증권시장 상장주식중 외국인 비중(%)

자료 : 금융감독원

취(outright theft), 이윤극대화과 괴리된 사적인 목표추구, 렌트 웨어링에서의 기만행위(이해관계자들에게 분배될 정당한 몫을 분배하지 않음으로써 이들의 인센티브를 왜곡하는 경우) 등으로 요약될 수 있다. 예컨대 대규모 이익을 실현한 계열사가 주주에 대한 배당, 종업원에 대한 임금, 채권자에 대한 원금상환 등을 억제하면서 투자위험이 높은 다른 업종에 대규모투자를 감행하는 경우, 상장계열사와 비상장계열사 사이의 합병조건을 이용하거나 주식의 내부자거래 등의 방법을 통하여 지배대주주가 외부주주에 비하여 큰 자본이득을 챙기는 경우, 기업과 지배대주주 사이의 거래과정에서 지배대주주가 시장거래에 비하여 유리한 조건을 향유함으로써 회사에 손실을 초래하는 경우 등이다.

이러한 외부 대주주는 소액 주주들과는 달리 평소 경영 감시 활동에 나설 인센티브가 적고 적대적 인수자가 등장할 경우 그를 지원할 가능성이 큰 특징을 가지고 있다. 한편 시가총액 상위 20개사 발행주식의 유통비중(free-float)은 67%(외국인 보유 50%, 개인 및 기관보유 17%)로 비교적 낮은 수준을 유지하고 있다. 이는 규제완화 및 주식 저평가 인식 등을 바탕으로 외국인투자자의 보유비중이 확대되는 가운데, 외국인 지분 증대에 따른 경영권 위협을 우려하는 기업들이 자사주 보유를 늘리고 있는데 주로 기인한다.

최근 주식시장에서는 이와 같이 유통 물량이 감소하고 거래가 위축됨으로써 유동성 저하 및 변동성 증대라는 부작용이 발생하고 있다.¹⁷⁾

또한, 자본시장 규제완화로 인해 외국인투자자에 의한 경영간섭이나 적대적 M&A 등 경영권 위협도 현실로 나타나고 있어 이에 따른 부작용이 우려되고 있다.¹⁸⁾

17) 2003년중 한국증시의 주가 변동성(1.63%)은 홍콩(1.06%), 싱가포르(1.13%), 대만(1.35%), 일본(1.45%), 미국(1.08%) 등에 비해 높은 수준을 보여 투자자의 자산운용 안정성이 떨어지고 있는 실정이다.

18) 이와 반대로 주주이익 중심의 회사모형을 신봉하는 자본시장형 시각은 자본의 공급자인 주주들이 기업의 진로와 구조에 대한 최종적인 결정권을 가지며 그러한 최종적인 결정에서 발생하는 위험을 가장 많이 부담하는 주주들의 이익이 지배구조에서 가장 존중받아야 한다고 본다. 이에 의하면 외국인이든 내국인이든 자본을 투하한 주주들이 그 이익에 따라 행동하는 것에는 그것이 적법하기만 하면 아무런 문제가 없으며 외국인이든 내국인이든 기업의 전략과 자본시장의 법칙에 따라 적대적 M&A를 전개하는 데는 하등의 문제도 없으며 내국인간의 적대적 M&A는 장려하면서 외국인에 의한 것이라 해서 차별하는 것은 타당하지도 않고 방법론상으로도 어렵다고 한다. 자본시장을 개방하고 외국인투자를 적극적으로 유치하기로 한 상황에 이런저런 상황 논리를 들어 외국 자본에 의한 국내기업의 경영권 장악을 제도적으로 막는다는 것은 모순된 논리이며 이에 따르면 외국인에 의한 적대적 M&A까지 허용해야 진정으로 자본시장이 개방되는 것이고 그러한 위협에 대응해서 기업의 지배구조가 개선되고 우리나라 자본시장의 체질이 강화될 수 있다고 한다.(대표적인 주장으로 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, "The End of History for Corporate Law", Georgetown Law Journal, Vol.89, 2001, p.439-468참조, 김화진 "회사법의 해부학", BFL, 서울대학교 금융법센터 제7호, 2004, 139-143쪽 참조)

【표-3】 외국자본의 경영 간섭 사례

기업명	간섭내용	시 기	지분율(%)
옥션	이베이가 상장 폐지 추진	03. 11.	50.01
SK(주)	소버린이 경영진 퇴진 요구	03. 3.	14.99
KT	외국인 주주가 고배당 요구 및 투자 예산 간섭	03. 2.	41.64
SKT	외국인 주주가 고배당 요구 및 투자 예산 간섭	03. 2.	41.30
진로	골드만삭스 측이 법정관리에 편입한 후 신속한 제3자 매각 추진	03. 6.	-
한미 은행	Carlyle 측이 행장 사임 요구	01.	36.6
일은 증권	KOL 측이 계열사 대출 요구 및 경영진 교체 요구	01.	-

적대적 M&A는 자본시장을 통해 기업의 대리인비용(agency cost)을 완화시키는 긍정적 효과가 있는 반면, 대규모 자금력을 가진 자에 의해 단기적 투기수단으로 이용되는 폐단도 있다. 외국인의 투자목적이 장기·전략적인 관점보다는 고배당 요구 등을 통한 단기수익률 제고에 있을 경우 설비투자를 위축시킴으로써 기업 경쟁력과 성장 잠재력을 약화시키고 실업과 산업공동화 문제를 악화시킬 소지가 있다는 것이다.¹⁹⁾

우리나라에서도 이러한 문제는 그대로 드러나고 있으며, 헤지펀드 등 투기자본이 단기차익의 확보에 관심을 두고 인수기업의 해체, 주요자산의 매각 등을 통한 재무적 이익을 확보할 목적으로 파탄적 M&A를 단행하는 경우가 증가하고 있다.

따라서 이러한 외국자본의 영향력 강화와 적대적 M&A의 확산에 따른 경영권의 불안에 대응할 수 있는 제도적으로 미비한 우리나라의 경영권 방어법제가 보완되어야 할 필요성이 있다.

19) 이지언, “경영권 방어제도의 도입”, 주간 금융브리프, 13권 32호, 2004, 4쪽.

【 표-4 】 주요 헤지펀드의 활동현황

구분	내용
타이거펀드	- 이상 네트워크 지분 3.715% 매입 - 99년 SK텔레콤 지분 7% 매입 후 적대적 M&A를 시도하여 6300억원 시세차익
소버린자산운용	- 03년 SK지분 14.99%를 확보하여 경영권 위협, 1조원 규모 시세차익
헤르메스펀드	- 04년 삼성물산 지분매집, 100억원 규모 시세차익
칼 아이칸	- KT&G 적대적 M&A 시도, 지분 4.87% 보유 중
QE인터내셔널	- 99년 서울증권 인수, 400억원 규모 시세차익

자료 : 파이낸셜 뉴스, 2006. 10. 25.

제 3 장 주요국의 적대적 M&A 관련 법제

제 1 절 M&A 기본법제

I. 미 국

1. 연방법에 의한 규제

미국에서 연방차원에서 M&A를 규제하는 법규는 윌리엄스법(Williams Act)이다.²⁰⁾ 연방증권거래법은 방어책의 행사 그 자체에 대한 직접적인 규제를 하지 않고, 방어책에 내재된 내부자거래·증권사기·시세조종행위 등의 문제가 있는 경우에 한하여 규제한다. 따라서 이러한 연방법상의 규범만으로는 인수희망자의 권리남용적 M&A 시도를 제대로 규제할 수 없고 인수대상회사의 일반 주주들을 보호하기에 미흡하다는 불만이 제기되어 왔다.²¹⁾

연방법은 지배주식에 대한 ‘일부인수제의’(partial bids)를 금지하지 않고 있어 일반주주들이 인수희망자의 인수가 성공할 경우 소수주주로 남아 불이익을 당할 수 있다는 상황 때문에 매수제외에 응할 수밖에 없게 만드는 이른바 ‘강요적 인수제의’(coersive bids)가 발행할 수 있다. 또한 소수주주의 보호를 위한 의무공개매수제도도 인정하지 않고 있다.²²⁾²³⁾

20) 구체적으로 미국 연방증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) Sections 13(d), 13(e), 14(d), 14(e), 14(f) 등을 말한다.

21) 연방법의 느슨한 M&A 규제가 바로 각 주로 하여금 ‘충실의무’(fiduciary duty)법의 차원에서 적대적 M&A에 대한 방어수단을 폭넓게 인정하도록 만든 배경의 하나라고 설명되고 있다. Christian Kirchner and Richard W. Painter, Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law ; Comparison and Recommendations for Reform, American Journal of Comparative Law (2002).

22) 영국 City Code 9.1항과 EU의 13차 Directive 5.1항 등에서 의무공개매수를 규정하고 있다.

23) <CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 107 S.Ct. 1637(1987)>

2. 주체정법에 의한 규제

적대적 기업인수에 관한 법제도는 각 주마다 큰 차이를 보이지만, 일반적으로 기업인수자의 공격으로부터 대상회사의 현 경영진을 보호

(개요) Indiana Business Corporation Law가 1987년 8월 1일부터 시행되었는데, 위 개정 법에 포함된 Control Share Acquisitions Chapter는 주주가 100인 이상이고, Indiana주에 본점, 주된 영업소 또는 주요 자산이 있고, 주주의 10% 이상이 Indiana주에 거주하거나, 주식의 10% 이상을 Indiana주의 주민이 소유하거나 또는 Indiana주에 10,000명 이상의 주주가 거주하는 회사에 적용되는데, 적대적 M&A의 경우 공개매수자가 매수한 주식의 의결권을 행사하는데 다음과 같은 제한을 규정하였다. Indiana주에서 설립된 공개회사의 주식 중 일정한 비율(20%, 33.3%, 50%) 이상의 주식을 매수한 자는 대상회사의 이해관계 없는 기존의 각각의 종류주주들의 과반수에 의하여 승인받기 전에는 의결권을 행사할 수 없고, 공개매수자는 이러한 승인을 얻기 위하여 대상회사의 경영진으로 하여금 공개매수종료 후 50일 이내에는 임시주주총회를 소집하라고 요구할 수 있고, 만일 공개매수자가 승인을 얻지 못하는 경우에는 대상회사가 공정한 시장가격(fair market value)으로 공개매수자의 주식을 상환할 수 있다. 공개매수자인 Dynamics Corp. of America는 Indiana주의 회사인 CTS의 주식 9.6%를 소유하고 있으면서 지분율을 27.5%로 올리기 위하여 CTS 주식 100만주에 대한 공개매수를 발표하였다. 그리고 공개매수자는 위 법은 연방법인 Williams Act에 위배되고 헌법의 주간통상조항(Commerce Clause)에 위배된다고 주장하는 소송을 제기하였고, 연방지방법원과 연방고등법원은 Dynamics Corp. of America의 청구를 인용하였다.

(판결요지)

1. Williams Act

- ① 위 법은 공개매수자와 경영진으로부터 주주를 보호하려는 Williams Act와 상충되지 않는다.
- ② 만일 공개매수자가 의결권행사의 승인을 얻지 못할 것이 우려되면 일정한 기간 내에 의결권을 행사할 수 있을 것을 조건부로 매수청약을 하면 된다.
- ③ 공개매수종료 후 공개매수자의 권한행사를 제한하거나 지연시키는 주체정법규정은 Williams Act에 저촉되는 것이 아니다.
- ④ 위 법은 공개매수자의 의결권행사에 대하여 50일의 기간을 규정하는데, 이는 Williams Act의 20일의 유예기간에 비하여 장기간이지만 이러한 기간은 모두 주주로 하여금 충분한 정보를 주기 위한 것이므로, 이 정도의 기간차이를 가지고 두 법이 상충된다고 할 수 없다.

2. 주간통상조항(Commerce Clauses)

- ① 위 법은 타주의 공개매수자와 Indiana주의 공개매수자를 차별하지 않는다.
- ② 위 법은 Indiana주체정법에 의하여 설립된 회사에 대한 공개매수에만 적용된다.
- ③ 각 주는 그 주의 제정법에 의하여 설립된 회사를 규제하기 위하여 의결권행사, 주주총회의 소집과 의결 등에 관한 규정을 입법할 권한을 가지고 있다.
- ④ 위 법은 그 주에 의하여 설립된 회사의 내부관계를 규정하기 위한 것으로 주간통상에 대한 불합리한 부담을 주는 것이 아니다.

하는 방향으로 입법되었고, 특히 타주의 기업인수자에 대하여는 보다 강한 규제를 하고 있다.

주제정법이 이렇게 대상회사의 현 경영진을 보호하는 이유는 만일 타주의 기업인수자가 적대적 M&A에 성공하는 경우에는 대상회사의 중요 영업을 다른 주로 이전해 갈 가능성이 있고, 대상회사의 현 경영진은 정치자금의 기부 등에 의하여 주의회에 영향을 주고 있으며, 현 경영진을 보호하지 않는 경우에는 대상회사가 만일의 경우에 대비하여 경영진을 보호하는 제정법을 가진 주를 찾아서 스스로 타주로 이전할 가능성이 있기 때문이다.²⁴⁾ 그러므로 많은 주가 공개매수에 대하여 복잡한 절차와 많은 비용이 들도록 제정법상 규정을 두고 있는 실정이다.²⁵⁾

그러나 현재에 와서는 기존의 경영진의 편에 서서 적대적 M&A를 어렵게 만들 목적으로 규제를 강화해온 주법과 판례법도 지나치게 경영진의 재량권을 인정하는 쪽으로 발전해 왔다는 비판도 있다.²⁶⁾

3. 판례(보통법)에 의한 규제

연방증권거래법은 적대적 M&A에 대한 방어행위를 직접적으로 규제하지 않고 있으며, 주제정법의 경우에도 방어행위에 대한 규제보다는 M&A를 규제하기 위한 입법이 주된 목적이었다. 따라서 방어행위에 대한 규제는 주로 판례법(보통법)에서 다루어져 왔다.

이러한 판례를 보면, 미국의 법원들이 적대적 M&A에 대한 방어 전술의 합법성 여부에 대해서 보여준 몇 가지 원칙적인 기준들을 발견할 수 있는데, 가장 중요한 기준으로는 ‘유노칼 스탠다드(Unocal

24) 한편 기업인수자측에서는 대상회사 경영진의 방어책에 대하여 주법상의 자기거래와 관련하여 충실의무위반을 주장할 수 있다.

25) 임재연, 앞의 책, 688쪽.

26) Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, Federalism and Corporate Law : The Race to Protect Managers from Takeovers, Columbia Law Review(1999).

Standard)’와 ‘레블론 의무(Revlon Duty)’가 있으며, ‘유노칼 스탠다드’에 대한 반동으로 등장한 1989년의 ‘TIME기준’을 들 수 있다.²⁷⁾

II. E U

EU에서는 회원국을 위하여 기업인수 절차에 관한 규범을 만들려는 노력을 1970년대 중반부터 시작하여 1989년에 비로소 첫 번째 제안으로 기업인수 청약에 관한 회사법 분야의 제13차 지침으로 제출되었고, 그 개정작업이 2001년 6월까지 계속되었다.²⁸⁾ 그러나 이러한 개정작업에도 불구하고 EU의 기업인수 지침은 2001년 7월 유럽의회에서 근소한 차이로 부결되었으며 이에 따라 EU의 기업인수 지침을 채택하는 것에 반대하였던 독일의 연방의회는 유럽법 위반을 걱정할 필요 없이 독일 기업의 보호에 일조하는 유가증권의 취득 및 기업인수에 관한 법률(WPÜG)²⁹⁾(이하 ‘기업인수법’이라 한다)을 통과시킬 수 있었다.³⁰⁾

이후 EU는 많은 회원국들의 의견대립이 있었던 ‘이사의 중립의무’와 ‘기업인수 제한규정의 철폐’에 대하여 회원국들에게 일정한 선택권을 부여하는 형태로서 2004년 4월 기업인수에 관한 제13차 지침(Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids-기업인수지침)을 채택하였다.

27) 이에 대해서는 ‘이사의 재량권을 규정한 입법’에서 상술함.

28) 1990년 9월 10일에 1990년의 공개매수에 관한 EU 수정안(Project de proposition de XIIIe Directive, JOCE 26 sept. 1990 C 240/7)을 제안하였다. 그러나 회원국간의 의견 불일치로 1991년 7월에 협상이 중단되었으며, 1996년 2월 단일시장을 담당하는 위원에 의하여 새로운 수정안이 제안되었고, 이것을 변경한 1997년의 EU 수정안(Project de proposition de XIIIe Directive, JOCE 13 d'ec. 1997 C 378/10)을 제출하였다. 이후 2000년 6월 19일의 공개매수에 관한 EU 수정안이 EU 장관회의에서는 채택되었으나 2001년 7월에 EU의회에서 부결되었다.

29) Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen(Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz : WPÜG) Dezember 2001. BGBl. I 2001, S.3822.

30) 독일법상의 기업인수의 규제에 관해서는 후술함.

EU의 기업인수지침은 영국 런던의 City Code³¹⁾에 바탕을 두고 첫째, 적대적 M&A 시도에 대한 대상회사 경영진의 ‘중립의무’(neutrality rule)와 둘째, 적대적 M&A를 어렵게 만드는 주식양도제한 규정, 의결권제한 규정, 차등의결권 조항 등의 철폐원칙을 기본으로 하고 있다.

EU 지침은 이사들의 중립의무를 요구하기 위한 전제로서, 적대적 인수자의 강요적 매수제의로부터 일반주주들을 보호하고 주주들에게 매수제외에 대한 실질적 선택권을 보장하기 위한 규정들을 들고 있다. 즉, 모든 주주들에 대한 의무공개매수 규정(mandatory bid),³²⁾ 공정가격(equitable price)에 의한 매수의무, 매수 offer 및 대상회사에 관한 정보제공의무, 기업인수자의 잔여주식매수권(squeeze-out right)과 잔여주주들의 주식매수청구권(sell-out provision) 등이 그것이다.³³⁾

31) City Code는 런던 금융기관들이 체결한 자율 협정으로서 자율적인 집행기구인 Panel on Takeovers and Mergers에 의해 운영된다. City Code는 유럽에서 가장 발달된 자본시장을 바탕으로 자유롭고 공정하며 투명한 M&A 시장여건의 구축을 위하여 기업인수, 합병에 대한 포괄적이고 상세한 행동규범을 규정하고 있다. City Code는 법률적 효력은 없으나 영국 내의 증권시장을 이용하려는 자들은 기업인수와 관련하여 City Code에 따라 행동할 것을 정부와 규제 당국이 인정하고 있기 때문에 사실상 구속력을 갖는다.

영국 런던 “City Code on Takeovers and Mergers”의 General Principles 7항은 선의의 기업인수 제의가 있을 경우 인수대상회사의 이사회는 ‘주주총회의 승인을 받지 않고는’ 매수제외를 좌절시키거나 주주들에 대하여 매수제외 조건을 판단할 수 있는 기회를 박탈할 수 있는 어떠한 조치도 취할 수 없다고 명시하고 있다.

32) 1997년 EU의 지침안이 나온 후 자발적 공개매수를 지지하는 측과 부분적 공개매수를 지지하는 측, 또한 100%의무공개매수를 일반화해야 한다는 측간의 격렬한 토론이 계속되었으나 2000년 6월의 EU 지침안은 제5조에서 회사지배권 취득의 경우에 증권의 전체를 대상으로 하는 청약을 할 수 있도록 하여 100% 의무공개매수 제도를 인정하였다. 대체로 이러한 결과는 1992년에 이루어진 프랑스의 100% 의무공개매수제도에 의하여 영향을 받은 것으로 판단된다. 원용수, “유럽연합의 공개매수에 관한 연구”, 상사법연구 제23권 제3호, 2004, 514쪽.

33) 末岡晶子, EU企業買収指令における敵對的買収防衛策の位置づけとTOB規制, 商事法務 No.1733, 2005. 6. 5. 35面.

Ⅲ. 독 일

1. 기업인수법 입법배경

독일의 경우 기업인수에 관한 규제로 ‘기업인수에 관한 가이드라인’이 있었으나 구속력이 없었기 때문에 그 기능을 제대로 하지 못하다가, 연방재무부에 의하여 구성된 증권거래소 전문가위원회는 1970년대 말에 기업인수에 관한 행위준칙(Wohlverhaltensregeln)을 제정하였다. 이 행위준칙에는 아직 소수주주를 위한 강제적 매수청약(Pflichtangebot)에 관한 규정이 없었다. 이후 1995년에 비로소 기업인수 절차에 관한 일정한 틀을 정하는 기업인수 기준(Übernahmekodex)이 제정되었고 이에 는 소수주주에 대한 강제적 매수청약도 포함되어 있었다.³⁴⁾

1998년 5월 1일에는 ‘기업의 통제와 투명성에 관한 법률’³⁵⁾이 발효되었는데 이 법률에 의하여 복수의결권과 최고의결권이 폐지되었다.³⁶⁾ 따라서 EU의 지침상의 ‘이사의 중립의무’를 인정하는 경우 적대적 기업인수로부터 국내 기업 및 그 근로자를 보호할 수 없게 되므로, 독일에서는 이사회가 기업인수에 대한 방어조치를 취할 수 있어야 한다고 주장하며,³⁷⁾ EU 지침의 채택에 대하여 반대 입장을 취하였다.

EU에서 M&A의 규제에 관한 지침의 채택에 대하여 회원국간의 의견의 합의를 이루어내기 위한 개정작업을 하는 기간 중 독일은 기업

34) 유진희, “독일법상 기업인수의 규제”, 서강법학연구 제6권, 2004. 5, 180쪽.

35) Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich(KonTraG)

36) 유진희, “한국상법의 미래-최근 독일 상법(총칙·회사법)개정을 바라보며-”, 정동윤 교수 화합기념 논문집, 1999, 12쪽.

37) 독일은 2000년 6월 19일 EC각료이사회가 공동입장(Common Position)을 통해 제 13차 지침의 기본원칙에 합의하였을 때까지만 해도 이에 대한 정치적 합의 도출을 주도했을 정도로 13차 지침안을 적극 지지하였다. 그러나 2001년 4월 적대적 M&A 가능성을 우려한 Volkswagen, BASF 등 독일기업들이 강력하게 13차 지침의 수정을 요구하기 시작하자 독일의 입장은 M&A의 위협으로부터 자국기업을 보호하는 방향으로 급선회하였다.

인수의 규제에 관한 국내의 입법요구에 의하여 EU의 지침이 공포되기 전 EU의 제13차 지침과 전혀 다른 내용의 “유가증권의 취득을 위한 공개매수청약과 기업인수의 규제에 관한 법률”³⁸⁾(이하 ‘기업인수법’이라 함)이 만들어져서 의회로 제출되었으며, 2001년 11월에 채택되어 2002년 1월 1일부터 발효되었다.

2. 기업인수법의 내용³⁹⁾

(1) 주주의 평등

대상회사에서 같은 종류의 유가증권을 보유하는 자는 평등하게 취급되어야 한다. 따라서 매수청약자의 청약에 대하여 먼저 승낙한 자를 나중에 승낙한 자보다 더 유리하게 취급하는 것(Windhundrennen)은 금지된다.

(2) 정보제공과 투명성보장

기업인수에 있어서 매수청약 절차에 참여하는 자에 대한 투명성 보장은 입법자의 중요한 목적의 하나이다. 매수청약자는 참여자들이 올바른 결정을 내릴 수 있게 하기 위하여 포괄적인 정보를 제공할 의무를 부담한다. 이러한 목적을 달성하기 위하여 매수청약자는 기업인수청약을 하기로 하는 결정을 지체 없이 공개하여야 한다. 매수청약자는 매수청약에 대하여 포괄적으로 입장을 밝히고, 매수청약의 자금조달, 매수청약이 성공한 이후의 재정상태, 자기와 공동으로 매수청약을 하는 자 및 대상회사의 장래의 영업활동에 관한 결과 예컨대, 주소 또는 영업소 이전, 근로자, 근로자의 근로조건 및 경영진에 미치는 영향 등에 대한 기재가 포함되어 있는 청약서류를 작성하여야 한다. 매

38) Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen(Wertpapiererwerbs-und Übernahmegesetz : WPÜG)

39) 독일 기업인수법 제 3 조 참조.

수청약 절차가 진행되는 동안에도 매수청약자는 정기적으로 또한 승낙기간 경과 후에는 지체 없이 대상회사에 대한 자신의 지분참가에 관하여 정보를 제공해야 한다.

또한 매수청약자는 절차가 진행되는 동안 및 기업인수가 있었던 해의 다음 해까지 대상회사의 주식에 대한 자기의 거래내역을 공표하여야 한다.⁴⁰⁾

(3) 회사 이익의 보호

대상회사의 이사회와 감사회는 회사의 이익을 위하여 행위하여야 한다. 이사회와 감사회는 자기 자신의 이익(직책의 계속 유지 등)이나 매수 청약자의 이익을 우선시해서는 안된다.

(4) 절차의 신속

공개적인 매수청약은 대상회사와 그 영업에 상당한 부담을 주게 되므로, 그 절차는 가능한 신속하고 적절한 기간 내에 마무리되어야 한다. 즉 대상회사는 사물의 본질상 필요한 것 이상으로 영업활동의 방해를 받아서는 안되며 이러한 목적을 달성하기 위하여 비교적 짧은 기간을 정하고 있는 여러 가지 법규정들이 있다.⁴¹⁾

신속한 절차실행을 보장하고 법적 안정성을 신속하게 확보하기 위하여 법적 구제수단도 신속화, 집중화 되어 있다. 감독기관인 연방금융감독청의 조치에 대한 이의제기 및 항고는 연방금융감독청 주소지를 관할하는 상급지방법원이 전속적으로 관할한다.

40) 유진희, 앞의 논문, 203쪽.

41) 매수청약자는 청약을 하기로 하는 결정을 공개한 후 4주 이내에 검사를 위하여 완전한 청약서류를 감독관청에 제출해야 한다. 청약서류의 감독관청에 의한 검토가 이루어지면 매수청약자는 지체 없이 이를 공개하여야 한다. 청약을 함에 있어 승낙 기간은 원칙적으로 최장 10주이며, 예외적으로 연장이 가능하다.

(5) 시장왜곡의 금지

대상회사, 인수회사 또는 매수청약에 의하여 영향을 받는 다른 회사의 유가증권을 거래함에 있어서 어떠한 시장왜곡도 있어서는 안된다. 이는 투자자가 잘못된 정보, 소문의 유포에 의하여 매수 또는 매도를 하거나 투기적 이득을 얻기 위하여 인위적으로 시세를 조작하지 못하도록 하기 위한 것이다. 이 선언적 규정은 증권거래법 제20a조(시세조작의 금지, Verbot der Kurs-und Marktpreismanipulation), 제14조(내부자거래의 금지, Verbot von Insidergeschäften), 제38조(형벌규정, Strafvorschriften)에 의하여 구체화된다.

IV. 일 본

일본은 2005년 상법 개정으로 회사법을 상법전으로부터 분리하여, 이를 『유한회사법』(일본에서는 우리나라와 달리 단행법)과 또 하나의 중요한 특별법인 『주식회사의감사등에관한상법의특례에관한법률』을 합쳐 하나의 독립된 단행법으로서 회사법을 제정하였다.⁴²⁾ M&A와 관련한 법률로는 회사법 이외에 증권거래법, 독점금지법, 세법 등이 있는데, 증권거래법에서는 주식공개매수에 관하여 원칙적 규제를 하고 있으며, 독점금지법은 과도한 집중을 방지한다는 관점에서 M&A에 일정한 제한을 가하고 있고, 세법은 M&A거래의 손익에 직접적으로 영향을 줄 수 있는 규정을 두고 있다. 이와 같이 일본은 자유공개시장의 전제하에 주주의 권익을 존중하여 M&A의 원칙적인 자유를 강조하는 한편 거래의 공정, 공정성 확보 및 국민경제에 미치는 영향 등을 고려하여 M&A에 일정한 제한을 가하고 있다.

42) 江頭憲治郎, “『會社法制の現代化に関する要綱案』の解説 [I]”, 商事法務 No.1721, 2005. 2. 5, 4面.

1. 상법에 의한 규제

일본에서는 국내외 기업간의 경쟁의 격화에 따라 기업 측에 보다 많은 재량과 선택권을 부여하라는 경제계의 요구에 부응하여, 2005년 회사법제의 현대화 작업이 이루어졌으며,⁴³⁾ 적대적 M&A에 대한 경영권 방어에 대해서도 주식법제의 개정을 통하여 보다 적극적인 법제로 탈바꿈한 것으로 보인다.⁴⁴⁾

주요 내용을 보면 i) 합병의 대가로서 외국주나 현금 등의 사용을 허가하되 당해 조항의 시행은 법률시행으로부터 1년 후로 하고,⁴⁵⁾ ii) 정관을 통해 주주총회의 의결 요건을 엄격화하는 것을 인정한다. iii) 사전에 주주에 신주예약권을 부여해두었다가 매수자가 일정 비율 이상의 주식을 매점한 경우 매수자 이외의 주주에 대해 신주를 발행하는 것을 허용하고,⁴⁶⁾ iv) 주주총회의 의결에서 거부권을 가지는 특수주식(황금주) 등에 대한 양도제한을 인정한다.⁴⁷⁾ v) 주식회사 설립시 최저자본금 제도를 철폐하고, vi) 유한회사를 주식회사로 통합하되 기존의 유한회사에 대해서는 상호사용을 인정하며, vii) 사원의 유한책임이 확보되는 합동회사를 신설한다. viii) 또한, 주주가 부정이익 취득 또는 회사에 대해 손해를 가할 목적인 경우에는 주주 대표소송을 제

43) 일본 정부는 법률안 제출 사유에서 “사회 경제 정세 변화에 비추어 회사와 관련된 법제에 대해 최저자본금 제도 철폐, 회사의 기관 설치 등에 있어서 정관 자치 범위 확대, 조직 재편성에 관한 수속 정비, 유한책임사원만으로 구성되는 새로운 회사유형의 신설 등을 행함과 동시에 국민에게 이해하기 쉬운 법제로 하기 위해 이를 현대용어표기에 의해 일체화해 재편성할 필요가 있다”고 밝히고 있다.

44) 江頭憲治郎, “『會社法制の現代化に関する要綱案』の解説 [I]”, 商事法務 No.1721, 2005. 2. 5, 5面.

45) 대일 해외 직접 투자 및 기업재편을 촉진하기 위해 일본의 외국계 회사가 일본기업을 매수하는 경우 대가로 해외 모기업의 주식을 제공할 수 있도록 한 규정으로, 다만 외국자본에 대한 우려가 있는 현실을 반영해 1년의 유예기간을 둔 것이다.

46) 江頭憲治郎, “『會社法制の現代化に関する要綱案』の解説 [VII]”, 商事法務 No.1728, 2005. 4. 5, 13面.

47) 相澤 哲·岩崎友彦, “株式(總則·株主名簿·株式の讓渡等)”, 商事法務 No.1739, 2005. 8. 5. 35~40面.

기할 수 없도록 하였다.

ii)부터 iv)는 적대적 M&A에 대한 방어책으로서 현행 상법에서는 M&A나 영업양도, 이사해임 등의 중요안건에 대해 과반수 이상의 주주 참석과 2/3이상의 찬성이 있으면 가능하나, 회사법안에 따르면 정관에 동의결 요건을 더 엄격히 규정함으로써 적대적 매수를 어렵게 하는 것도 가능하다. 또한, iii)의 신주예약권 및 주식, 종류주식 등과 관련된 법률 개정을 통해 적대적 매수자의 의결권을 희석시키기 위한 방어책이 가능케 되는 등 서구 선진국에 준하는 기업매수방어책이 고려되고 있다.⁴⁸⁾

이 외에 M&A 관련 기존 일본의 상법을 보면, 반대주주의 주식매수 청구권에 대하여 영업양도 또는 양수 등의 경우에 주주총회에 앞서 회사에 대하여 서면으로 반대의사를 통지하고 그 총회에서 이를 반대한 주주는 회사에 대하여 그 주식이 가졌을 공정한 가격으로 매수할 것을 청구할 수 있으며,(日商 제245조의2) 이러한 매수청구는 그 결의 일로부터 20일 내에 주식의 서면·무액면의 구별, 종류와 수를 기재한 서면을 제출하여야 한다. 결의일로부터 60일 이내에 주식가격에 대하여 협의조정이 이루어지지 아니한 때에는 주주는 그 기간 경과 후 30일 내에 법원에 가격의 결정을 청구할 수 있다.

2. 증권거래법에 의한 규제

증권거래법에서는 공개매수에 관하여 규정하고 있는데, 공개매수는 매수기간, 매수가격 등을 기재한 공개매수신고서를 대장성에 제출하고, 신고서수리 후 10일이 경과하여 효력이 발생된 후에 할 수 있다(증권거래법 제27조의 2). 공개매수 후 지분율이 10%에 미달하는 경우 외에는 신고서사본을 매수대상회사 등에 송부하고 신고의 효력이

48) 江頭憲治郎, “『會社法制の現代化に関する要綱案』の解説 [V]”, 商事法務 No.1725, 2005. 3. 15, 4面.

발생되면 지체 없이 공개매수관련사항을 공고하며 매수상대방에게는 설명서를 교부해야 한다(동법 제27조의 3, 5). 공개매수를 하는 자는 대장성령이 정하는 바에 따라 당해 공개매수에 대하여 그 목적, 매수가격, 매수예정주권의 수, 매수기간 기타 대장성령이 정하는 사항을 일간신문지에 게재하여 공고하여야 한다. 공개매수자는 대장성령이 정하는 바에 따라 당해 공개매수개시공고를 행한 날에 일정한 사항을 기재한 서류 및 대장성령이 정하는 첨부서류(공개매수신청서)를 대장대신에게 제출하여야 한다. 이 경우 공개매수자, 그 특별관계자 기타 대장성령이 정하는 관계자는 그 공개매수에 관하여 공개매수개시 공고가 행하여진 날의 다음 날부터는 당해 공개매수자가 공개매수신고서를 대장대신에게 제출하지 않으면 양도 등의 청약의 유인 기타 공개매수에 관하여 대장성령이 정하는 행위를 할 수 없다. 공개매수자는 당해 공개매수에 관한 주권의 발행인인 회사에 송부함과 동시에 지정된 자에게 송부하여야 한다(동법 제27조의3).

매수기간은 공고일로부터 20일 경과 후 30일 이내로 제한한다.(동법 시행령 제13조의 2). 신고서의 중요사항에 관해서 허위의 기재가 있거나 기재해야 할 중요한 사항의 누락 또는 오해를 발생시키지 않기 위하여 필요한 중요사실의 누락이 있는 경우에는 정정신고서의 제출을 명하고 필요한 경우에는 효력정지를 명할 수 있다(동법 제27조의 2).

제 2 절 주식 관련 경영권 방어법제

I. 트래킹주식

1. 트래킹주식의 개념

트래킹주식(Tracking Stock)이란 이익배당이 회사가 운영하는 특정사업이나 자회사의 실적에 연동하도록 설계된 주식을 말하는데,⁴⁹⁾ 1984년

49) 미국에서 트래킹주식은 특정사업단위에 연동되는 점에서 “targeted stock”으로도

에 미국에서 GM이 EDS사를 매수하였을 때 발행한 것이 최초로, 미국에서는 지금까지 40개 종목 가량의 트래킹주식이 발행되었다고 한다.

일본에서는 이를 영어 그대로 ‘트래킹 스톡’이라고 하기도 하고, 자회사연동주식이라고도 한다.⁵⁰⁾ 트래킹이란 ‘연동한다’라는 의미이지만, 트래킹주식이 연동의 대상으로 하는 것은 자회사일 필요는 없고, 기업그룹내의 특정 사업부문인 경우도 있다.⁵¹⁾

트래킹주식을 발행하는 회사는 그 연동대상이 되는 자회사 또는 사업부문을 정관에 규정하게 되는데, 양자를 결합할 수도 있고, 특정사업단위의 사업실적의 일정비율만을 대상으로 할 수도 있다. 트래킹주식은 연동대상이 자회사인 경우에도 어디까지나 모회사의 주식이며 자회사에 대하여는 직접적으로는 아무런 권리도 가지지 않는다. 트래킹주식이 발행되는 경우 기존의 보통주식도 트래킹주식의 사업단위 외의 사업단위의 실적에 주식가치가 연동되어 이익배당 또는 잔여재산분배를 받게 되므로 이 역시 트래킹주식의 성질을 가지게 된다. 그러나 트래킹주식을 발행하는 경우 회사의 구조에는 변화가 없고 단지 주식가치만 특정 사업단위에 연동시킴으로써 투자자들의 투자의 대상을 사업단위별로 구분하는 효과가 발생한다.⁵²⁾

2. 트래킹주식의 입법례(일본)

(1) 日商 제222조 제1항은 주식회사가 이익배당, 잔여재산의 분배 또는 이익소각에 관하여 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있다고 하고

블리우고, 실무적으로는 알파벳 문자로 표기하기 때문에 “alphabet stock” 또는 “letter stock”으로도 불린다. Jeffrey J. Hass, “Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure; The Need for a Duty of Fairness”, 94 Michigan Law Review 2089, 2090(1996).

50) 이하에서는 트래킹주식으로 표기함.

51) 黒沼悦郎, “日本におけるトラッキング・ストックの導入と課題”, 증권법연구 제2권 2호, 2001. 12, 1쪽.

52) 최준선·김순석, 앞의 논문, 50쪽.

있다. ‘내용이 다른 주식’이란 이익배당이나 잔여재산의 분배에 관하여 보통주보다 우선하거나, 열후하는 주식을 의미한다고 지금까지 해석하여 왔다. 이와 같은 관점으로 트래킹주식에 우선주로서의 성격을 부여한다면 우선주의 일종으로 발행하는 것이 가능하나, 보통주로 구성한다면 상법은 종류가 다른 보통주를 인정하지 않고 있으므로 트래킹주식을 발행하는 것은 불가능하게 된다.

그러나 상법의 취지는 종류가 다른 주식의 내용을 정관에 기재하도록 함으로써 주주간의 이해를 조정하고자 하는 것이고, 조문도 ‘배당에 관하여 내용이 다른’이라고만 규정하고 있으므로 상법은 트래킹주식의 발행을 금지하고 있지 않다고 해석하는 것도 가능하다.⁵³⁾

이와 관련하여 일본법인인 소니주식회사의 사례를 살펴보면, 소니주식회사는 2000년 11월 이래 동사의 실질적인 100% 자회사인 소니커뮤니케이션네트워크(SCN)의 업적에 연동시키는 것을 기도한 트래킹주식의 발행을 준비하였고, 소니는 후자의 해석에 기초하여 현행 상법하에서 트래킹주식을 발행할 수 있도록 정관을 변경하였다.

이에 2001년 5월에 자회사연동형 트래킹주식을 공모에 의하여 발행하고, 당해 주식은 증권거래소에 상장되었다.

소니의 자회사연동형주식은 그 내용면에서 ① 자회사연동형주식에 대한 우선배당이 없는 경우에도 보통주에 대하여 배당을 할 수 있도록 한 점(정관 제10조의 2 제4항),⁵⁴⁾ ② 주식소각에 있어 자회사연동

53) 黒沼悦郎, 前掲論文, 3面.

54) 소니의 정관 10조의 2에 의하면, 트래킹 스톡의 대상 자회사인 SCN의 이사회가 보통주에 대한 이익배당을 포함한 이익처분안을 대상 자회사의 정기주주총회에 제안할 것을 결의한 경우에는, 모회사에 있어서 소니의 보통주에 우선하여 자회사연동주주 (트래킹 스톡의 소유자)에게 소정의 금액이 지급된다. 여기에서 보통주에 대한 배당에 우선하여 자회사연동주주에게 배당이 이루어지기 때문에 자회사연동주는 우선주인 것처럼 보인다. 그러나 대상 자회사에 배당가능이익이 없고, 모회사에 배당가능이익이 있는 경우에 모회사에 있어서 자회사연동주주에 대한 배당이 이루어지지 않는데, 정관 10조의 2 제4항에 따라 보통주에 대해서는 배당이 이루어지기 때문에 배당의 지급에 관하여 자회사연동주가 보통주보다 항상 우선한다

주지만 자본감소의 규정에 의하여 소각할 수 있도록 한 점(정관 제10조의 8), ③ 회사의 필요에 의하여 트래킹주식의 주주의 동의 없이 이를 보통주로 전환할 수 있도록 한 점(정관 제10조의 9) 등에서 종래의 종류주식(우선주)과는 차이가 있다.

(2) 일본에서 구상법 하에서 이러한 트래킹주식의 발행에 관한 이익배당우선주의 한 형태로 발행하는 것이 가능한지 여부에 대하여 2005년 개정으로 입법적으로 해결하였다.

종류주식을 발행하려면 정관으로 그 내용을 정하여야 하는데, 종래에는 이익배당우선주의 경우 기동적인 발행을 가능하도록 우선배당금에 관해서는 그 상한만 정하면 되는 것으로 하고(구 日商 제222조 제2항), 구체적인 우선배당금액에 관해서는 이사회가 그 상한의 범위내에서 배당우선주를 발행할 때마다 정하면 되는 것으로 하고 있었다.

그러나 개정법은 구 상법에서 ‘이익배당우선주’에 한해 인정되고 있던 ‘정관으로 우선배당금의 상한을 정하는 것’을 이익배당 우선주식이 아니라 ‘이익배당에 관해 내용이 다른 주식’으로 하였다.

그리고 정관으로 상한액을 정할 것을 요구하고 있던 것을 ‘상한액 기타 산정기준의 요강’을 정하면 되는 것으로 하였으며, 정관으로 이러한 정함을 할 수 있는 것은 회사 성립 후에 신주를 발행하는 경우이고, 회사설립시 발행하는 주식에 관해서는 이를 인정하지 않기로 하였다(개정 日商 제222조 제3항). 이렇게 개정한 이유는 트래킹주식의 발행을 용이하게 하기 위해서이다.

고는 할 수 없다. 따라서 소니의 자회사연동주는 법률적으로는 우선주가 아니라 보통주이다. 보통주와 우선주가 어떤 점에서 다른가 하면, 현행 상법에서는, 배당에 관하여 우선적 내용을 가진 주식, 즉, 우선주는 의결권이 없는 주식으로 발행할 수 있지만, 무의결권 보통주의 발행은 허용되지 않는다고 하는 점에서 차이가 있다. 그러나 소니의 자회사연동주는 의결권이 있는 주식으로 발행되었기 때문에 보통주나 우선주나 차이가 발생하지는 않는다.

즉, 트래킹주식은 특정사업부문의 실적에 이익배당이 연동하는 주식인 관계로 특정사업부문의 실적이 저조한 때에는(다른 보통주식의 경우에 배당이 있더라도) 배당이 없을 수 있으므로 이 경우에는 배당우선 주식일 수 없고, 단지 ‘배당에 관해 내용이 다른 주식’일 뿐이다.⁵⁵⁾

II. 차등의결권제도

1. 차등의결권제도의 개념

차등의결권주식(Dual Class Stock)은 회사의 지배주주나 지배주주 그룹에 대해 투입자본 비율을 초과하는 의결권을 부여하는 주식을 말하며, 차등의결권주식 중에는 보유기간에 따라 의결권의 수가 차별되는 주식도 있다.⁵⁶⁾ 차등의결권주식을 보유하는 주주는 회사의 지배주주(controlling blockholder)로서 상대적으로 적은 자본을 투입하여 안정적인 경영권을 행사하면서도 회사자본의 대부분은 사실상 배당 또는 자본 수익만을 향유하는 일반투자자들로부터 조달하게 된다. 차등의결권주식은 EU 회원국들이 많이 사용하고 있지만,⁵⁷⁾ 미국 등 다른 국가에서도 활용되고 있다.⁵⁸⁾

일반적으로 차등의결권주식은 민간기업에서 사용되는 것을 말하지만 국가소유 공기업을 민영화하면서 정부가 특별의결권을 갖는 황금

55) 권중호, “자금조달수단의 다양화와 일본의 주식법제의 개선”, 증권예탁 제52호, 2005, 13쪽.

56) Roper Industries라는 회사는 4년 미만의 기간동안 주식을 보유한 주주의 의결권은 1주당 1개, 4년 이상의 기간동안 주식을 보유한 주주의 의결권은 1주당 5개로 하고 있다.

57) EU Stoxx 50의 기업에 대한 표본조사(2001년)에 의하면, 53개 유럽기업 중 17개 기업만이 1주 1의결권 원칙을 고수하고 있다. 조사대상 중 차등의결권 35%, 황금주 등 특별주 26%, 의결권제한 23%, 무의결권주식 16%, 지분소유한도 10% 등 여러 가지 제도를 시행하고 있다.

58) 김화진, “M&A 시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제”, Business Law Review, 서울대학교, 2004. 7, 48쪽.

주(golden share)도 넓은 의미에서 차등의결권주식에 속한다.⁵⁹⁾

차등의결권주식은 종업원들의 스톡옵션행사에 대해 주식을 발행해 줄 때 사용되기도 하며 자회사의 금융비용을 낮추기 위한 분리(Spin-off)시 조세부담이 없는 거래구조를 만들기 위해 사용되는 경우도 있다.

2. 차등의결권제도의 입법례(EU 등)

뉴욕증권거래소(NYSE)는 차등의결권주식의 상장을 허용하지 않아왔으나 이를 허용해 온 나스닥과의 경쟁상의 필요성 및 상장기업들의 강력한 요구에 의해 1994년 5월 상장제한 규정을 변경하였다.⁶⁰⁾

차등의결권제도를 도입한 포드사의 경우 포드가문이 7%의 지분으로 40%에 상당하는 의결권을 행사하고 있으며, 유럽의 경우에도 대부분의 국가에서 차등의결권이 허용되고 있으며, 국가별로 다소간의 차이가 있지만 상장기업의 20% 정도가 차등의결권을 채택하고 있다. 차등의결권 도입비율이 가장 높은 국가는 스웨덴으로 도입비율이 55.4%이며, 도입 기업수가 가장 많은 나라는 영국으로 조사대상 기업 1,935개사 중 467개사가 차등의결권제도를 도입하고 있다.

이와 같은 차등의결권주식은 기존 지배주주의 경영권을 공고히 하면서 외부로부터의 M&A 시도를 막아낼 수 있는 가장 강력한 보호장치로 간주되고 있다. 그러나 바로 이러한 점 때문에 차등의결권주식과 이와 유사한 효과를 가진 M&A 방어장치(정관상의 주식양도제한

59) 영국, 스페인, 이태리 등 많은 EU 국가에서는 에너지나 통신산업 등 기간산업에 종사하던 국유기업을 민영화하면서 법률에 의하여 정부에게 ‘황금주’나 이에 상응하는 특별권(승인권)을 부여하는 예가 많다. 이를 통해 정부는 민영화 기업에 대한 M&A 시도가 있거나 민영화기업이 자산매각 등 중요한 사항을 결정할 경우 승인권 또는 비토(veto)권을 행사할 수 있고, 회사의 임원을 임명할 권리를 보유하기도 한다. - Golden shares에 대한 상세한 설명은 International Financial Law Review, 2002. 7, “EU judgment ends state protection from takeovers” 참조.

60) 특히 차등의결권으로 유명한 스웨덴 에릭슨(Ericsson)사는 A형, B형 두 종의 보통주식을 발행하고 있으며 정관에 의하면 A형 주식에는 1개의 의결권이 인정되고 B형 주식에는 1/1000개의 의결권이 인정되고 있다.

등)는 EU 역내 M&A 활동을 제약하고 EU 차원의 통합된 자본시장 구축을 지연시킨 원인으로 지목되기도 하였다.⁶¹⁾ 즉, EU 집행위는 차등의결권을 인정하지 않을 경우 재산권 침해의 소지가 있다고 판단하고 동 주식이 반드시 M&A를 저해하지는 않는다고 하여 적법한 것으로 판단하였으나, 최근 M&A의 증가와 각종 규제의 완화, 자본시장 통합에 따라 차등의결권이 보편화된 유럽에서도 EU 집행위를 중심으로 동 제도를 폐지하자는 논의가 있는 것이다. 독일⁶²⁾과 영국 등은 기업인수의 공정한 게임플(Level Playing Field)의 보장을 위하여 차등의결권 제도를 폐지해야 한다는 입장인 반면, 스웨덴⁶³⁾ 등은 자국기업 보호를 위해 존치를 주장하고 있다.

1989년부터 EU 집행위는 기업인수의 공정한 게임플(Level Playing Field)을 마련하기 위해 기업인수지침(Directive on Takeover Bids) 제정을 추진하고, 2002년 말 “break-through rule”을 받아들인 지침안을 마련하고 있다. “break-through rule”은 현금지분 기준 75%의 지분율을 취득하면 동 주주가 회사가 정관 등으로 도입하고 있는 경영권방어장치를 폐지할 수 있는 특별권한을 보유하는 제도를 말하며, 최종지침안에서는 회원국들의 이해상충을 고려하여 경영권 방어수단 중 일부(자사주매입, 자산매각, 우호세력에게 신주발행 등, 차등의결권은 제외)에만 Break-Through Rule을 적용하도록 하고 있다. 차등의결권을 사용하

61) ① 차등의결권 주식 : 스웨덴, 핀란드, 덴마크, 프랑스 실시-독일, 오스트리아, 스페인은 철폐, ② 의결권 제한(voting caps) : 프랑스, 이태리, 오스트리아, 네델란드, 스페인 실시 - 독일, 벨기에 철폐, ③ 무의결권 주식과 주주협정 : 거의 모든 유럽 국가에서 허용 ④ 황금주(golden share) : 스페인, 영국, 이태리, 포르투갈, 프랑스 등 여러나라에서 보편화(독일 제외).

김학현·박인규, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, 2004, www.ftc.go.kr 참조.

62) 독일은 ‘기업통제 및 투명성 법’(KonTraG) 입법에 따라 2000년 6월부터 차등의결권주식제도와 모든 의결권 제한제도를 폐지하였고, 주총에서 50%이상 찬성시 예외를 인정하도록 하였다.

63) 스웨덴의 왈렌버그 가는 지주회사인 인베스트사의 지분 중 19%만을 보유하고 있으나 차등의결권을 이용하여 41%의 의결권을 장악하고 있다.

는 1,035개 EU기업을 대상으로 이 룰을 전면 실시할 경우 3~5%는 지배주주가 지배권을 상실하며 11~17%는 지배권을 상실할 우려가 있는 것으로 분석되었다.⁶⁴⁾

Ⅲ. 의결권제한주식

1. 의결권제한주식의 개념

최근 재계 등에서는 외국자본의 적대적 M&A로부터의 방어수단으로 차등의결권 주식 및 의결권제한주식의 도입에 대한 관심이 집중되고 있다. 그러나 의결권제한주식은 차등의결권주식의 일종으로 주주평등의 원칙이 강하게 적용되고 있는 우리나라의 상법상 허용될 수 있는지의 여부가 문제된다.

현행법상 1주 1의결권(one-share, one-vote)의 예외로서 이익배당우선주에 한정하여 인정하고 있는 무의결권주식은 일반적으로 의결권의 포기나 우선배당이 대가관계에 있다고 생각되기 쉬울 것이다.

그러나 이러한 결합관계는 필연적인 것이 아니므로,⁶⁵⁾ 이외에 보통주에 의결권을 제한하여 발행할 수 있는 무의결권주와 일부무의결권주의 도입이 검토되어지는 것이다.

결국 의결권제한주식의 도입문제는 정관자치의 인정범위에 관한 문제로서 회사의 자본조달과 지배권의 확보 또는 적대적 M&A의 방어 등 경영상의 필요를 법이 어느 정도까지 수용할 것인가 하는 입법정책의 문제로 볼 수 있으며,⁶⁶⁾ 처음부터 차등의결권을 발행하거나 기

64) 김학현·박인규, 앞의 논문, 13쪽.

65) 예컨대 우선배당액이 아주 적은 비참가적 우선주도 무의결권주로 할 수 있고, 2가지 종류의 우선주를 발행하면서 우선배당액이 큰 주식에 의결권을 인정하면서 우선배당액이 적은 주식을 무의결권주로 할 수도 있다.

66) 미국의 경우 회사법은 종류주식의 의결권에 관하여 정관에 달리 정함으로써 1주 1의결권과 그 내용을 달리 정하는 것을 허용하고 있다. 차등의결권주식도 1988년 SEC가 Rule 19c-4에 의하여 차등의결권을 금지함에 있어서 이를 전면적으로 금지

존의 주주들에게 차등의결권을 부여하는 등 의결권 차등에 합리적인 이유가 인정되거나 투자자가 동의한 것으로 볼 수 있는 경우에는 이를 허용하는 것으로 개정할 필요가 있다고 생각된다. 사회적으로도 주식제도는 회사지배를 위하여 필요한 자본의 규모를 줄이는 방향으로 진행되고 있으므로 이 제도에 대하여 적극적인 도입논의가 필요할 것으로 보인다.

2. 의결권제한주식의 입법례(일본)

일본 상법 제222조 제1항 5호는 ‘회사는 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항에 관해 내용이 다른 종류의 주식을 발행할 수 있다’고 하고 있다. 예컨대 어떤 주식은 주주총회결의사항 전부에 대해 의결권을 갖지만(의결권보통주식), 다른 종류의 주식은 결의사항 전부에 대해 의결권이 없거나(완전무의결권주식-日商 제211조의 2 제4항), 일부에 관해서만 의결권을 갖는 것(일부의결권제한주식)으로 할 수 있다. 일반적으로 후자를 총칭하여 ‘의결권제한주식’이라고 한다.

IV. 신주예약권제도

1. 신주예약권의 개념

신주예약권(stock purchase warrant)이란⁶⁷⁾ 일정한 기간 내에 일정한 가격으로 발행회사로부터 일정한 수량의 주식을 취득할 수 있는 권리라고 할 수 있다.⁶⁸⁾

하지 않고, 보유주식수 또는 보유기간에 근거하여 의결권을 제한하는 경우와 기존의 보통주주들에게 차등의결권주식을 배당하거나 IPO 및 M&A 등에 의하여 처음부터 차등의결권을 부여하는 경우에는 이를 허용하는 것으로 정하였다.

67) 신주예약권은 ‘주식매수권’, ‘워런트(warrant)’ 등으로 불리는데, 일본에서는 신주예약권으로 입법되어 있으므로 이에 통일하여 신주예약권으로 사용하기로 한다.

68) 신주예약권은 신주를 발행할 때 그 신주를 우선적으로 인수할 수 있는 권리를 의미하는 신주인수권(채권적 성격을 갖는 ‘구체적 신주인수권’)과는 다르다. 신주인

신주예약권을 갖는 자(신주예약권자)가 회사에 대해 신주예약권을 행사하면 회사는 그 자에 대해 신주를 발행할 의무를 부담한다. 단, 회사가 자기주식을 보유하고 있으면 신주발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수도 있다.

우리나라의 경우 신주인수권부사채(bond with warrant)의 신주인수권(상법 제516조 제2항 제4호) 및 주식매수선택권(스톡옵션, 제340조의 2)⁶⁹⁾을 신주예약권의 일종으로 볼 수 있다.

신주인수권부사채를 분리형으로 발행하는 경우 신주인수권은 독립적으로 발행, 유통될 수 있기 때문에 이는 신주의 인수를 목적으로 하는 신주예약권과 동일한 기능을 한다. 그러나 이는 반드시 사채와 결부되는 것으로서 독립적으로 발행될 수 없고 또 취득할 수 있는 주식도 회사가 발행하는 신주로 제한되는 한계가 있다. 또한 주식매수선택권은 일정한 조건하에 발행회사의 임직원에 한하여 부여될 수 있

수권의 경우는 이사회에서 신주발행결의를 할 때 비로소 발행하며 신주인수권의 행사는 신주발행시점과 시기적으로 근접하여 이루어지나, 신주예약권의 경우는 신주예약권자와의 계약에 의해 동권리의 행사도 계약에 의해 그 시기가 정해진다. 또, 신주예약권에는 신주인수권과 같은 ‘우선적’ 개념이 포함되어 있지 않다. 그리고 상법이나 정관에 의해 주주에게 사원권으로서 부여된 신주인수권의 경우도 회사가 신주발행을 하는 것으로 결정하지 않는 한 행사할 수 없다는 점에서 신주예약권과 다르다. 즉, 신주예약권은 신주인수권과 구별되는 회사가 신주예약권자에게 부여하는 일종의 신주 콜옵션이다.

69) 주식매수선택권은 회사의 임원 또는 직원에게 장래 일정한 시기에 이르러 예정된 가격에 회사가 보유하고 있는 자기주식 또는 새로 발행하는 신주를 취득 또는 인수하거나 취득 또는 인수를 포기할 수 있는 권리(option right)를 부여하는 제도이다. 이는 미국에서 1920년대부터 주주와 경영자의 이해를 일치시켜 경영자의 대리인문제를 최소화하기 위한 방안으로 창안되어 활용되고 있는 스톡옵션제도 중 세제상 우대를 받는 장려형 스톡옵션(incentive stock option)을 본받아 도입한 것이다. 1997년 개정 증권거래법에서는 상장법인 등 일정규모 이상 회사에 한해 적용하도록 주식매입선택권제도를 도입하였고(증권거래법 제191조), 1998년 개정 벤처기업육성법에서도 벤처기업의 설립 또는 기술·경영혁신에 기여한 자에 대하여 주식매입선택권을 부여할 수 있도록 하였다(벤처기업육성법 제16조의3). 이후 1999년 개정 상법은 이를 주식매수선택권으로 이름을 바꾸어 상법상의 제도로 수용하여 모든 주식회사가 이 제도를 실시할 수 있게 되었다(상법 제340조의2 내지 제340조의5). - 윤현석, “주식매수선택권의 부여 및 행사에 관한 법적 문제”, 증권법연구 제5권 2호, 3쪽.

는 점에서 제한적인 주식매수권이다.⁷⁰⁾

상법상 도입여부가 논의되는 신주예약권은 사채와의 결합 없이 독립적으로 발행되고 스톡옵션과 같이 발행회사의 신주뿐만 아니라 기존의 자기주식도 취득할 수 있는 권리이다.

2. 신주예약권의 기능

신주예약권은 발행회사의 새로운 자금조달수단이라는 기본적 기능⁷¹⁾ 외에, 적대적 M&A 대응수단으로 활용될 수 있다.

i) 적대적 M&A가 우려되는 경우 경영권을 방어하기 위하여 주식매수권 등 잠재적인 주식을 발행함으로써 우호지분율을 높일 수 있고, 주주에 대하여는 지분비율에 따라 무상으로 부여할 수도 있다. 또, 제3자에게 배정하는 경우는 주주권 침해의 문제가 적다는 장점이 있다.

이렇게 주식매수권을 M&A 우호세력인 백기사가 취득하게 하거나 경영진과 지배주주가 시장에서 직접 매입한 후 적대적 M&A의 상황이 발생하는 경우 그 권리를 행사하면 독약처방(poison pill)이 될 수 있다.⁷²⁾

ii) 스톡옵션의 수단이 될 수 있다. 신주예약권을 주주 이외의 제3자에게 발행하여 임직원에게 대한 성과보상 등을 위한 스톡옵션으로 부여할 수 있다.⁷³⁾ 현행 상법상의 주식매수선택권에 비하여 상대적으로 그 발행이 용이하고, 시장에서의 자유로운 거래가 가능하므로, 이를

70) 이철송, 앞의 책, 530쪽 ; 김정수, 앞의 책, 550쪽.

71) 주식시장이 침체된 상태에서도 유리한 가격으로 미래의 자금조달을 확보할 수 있다. 발행회사는 투자자에게 장래의 옵션을 부여하는 대가로 미리 그 대금을 수령하는 한편 미래의 자금유입도 확보한다. 주식의 시가가 행사가격을 초과하는 경우에는 100% 신주인수가 이루어져 보통의 신주발행을 통한 자금조달이 어려운 침체기에도 확실한 자금조달을 꾀할 수 있다.

72) 大塚章男, “株式制度に關する商法改正の企業買收防禦策として活用”, 株式制度・株主總會のIT化等の理論と實務, 2002, 124面.

73) 内藤良祐, “報酬・賃金としての新株豫約權(ストック・オプション),” 酒卷俊雄先生古稀記念『21世紀の企業法制』, 商事法務, 2003, 45面.

이용한 스톡옵션 방식이 임직원에게 보다 유리하다.⁷⁴⁾

iii) 주주의 신주인수권이 인정되는 상태에서 액면미만의 금액으로 신주를 발행하게 되는 경우 그 회피수단으로 신주예약권을 부여하면 주주는 이로서 시가와의 차액을 보상받아 손실을 피할 수 있게 되므로 투자에 응하게 된다. 발행회사는 추후 주식매수권의 행사를 통하여 액면미달 부분에 대하여 추가적으로 자본을 조달할 수 있다.

iv) 이 외에도 이익배당의 대체수단으로서 매 결산기마다 현실로 이익배당금액이 존재하지 않는 경우 주주의 배당요구에 대응하여 시가보다 낮은 가격으로 일정기간 동안의 신주예약권을 부여할 수 있다.

3. 신주예약권제도의 입법례

(1) 미 국

1929년 델라웨어주회사법이 처음으로 신주예약권을 도입한 이래 모범회사법 및 대부분의 주회사법이 신주예약권을 규정하고 있다. 신주예약권은 주식매수를 위한 권리나 옵션과 같은 성질의 권리로서 그 발행조건, 발행가액 등은 이사회가 정할 수 있다. 신주예약권의 행사에 의하여 매수할 수 있는 주식도 정관에 의하여 자유롭게 정할 수 있다. 즉, 신주에 한정되지 않으며, 자기 주식 외에 모회사 또는 자회사의 주식도 가능하며, 신주예약권은 옵션과 동일한 권리로서 회사의 임직원에게 대한 스톡옵션으로 부여된다.

(2) 일 본

1) 도입배경

신주예약권제도는 원래 구상법상의 스톡옵션제도가 실무의 수요에 부합하지 못한 점을 개선하기 위해 검토되었다. 스톡옵션제도는 기본

74) 최준선·김순석, 앞의 논문, 89쪽.

적으로 인센티브보수로서 이사·사용인에 대해서만 사용할 수 있었으며, 수량도 발행주식총수의 10%까지이고 행사기간은 최장 10년이라는 제한이 있었고, 절차에 있어서도 주주총회의 특별결의가 필요하였다(구상법 제280조의 19 제1항 내지 제4항).

그러나 스톡옵션제도를 이처럼 보수의 한 유형으로만 제한적으로 사용하여야 할 합리적인 이유가 없을 뿐만 아니라 다양한 용도로 사용되어서 특별히 문제될 성질의 것도 아니다. 그리하여 개정법은 스톡옵션을 보수제도와 분리하고, 수령이나 행사기간에 대한 제한도 철폐하여 유리발행이 아닌 한 이사회결의만으로 누구에 대해서도 발행할 수 있도록 하였다. 이러한 신주예약권의 도입과 함께 기존의 스톡옵션제도는 법적으로 신주예약권의 유리발행의 한 형태로 구성되게 되었으며, 신주인수권부사채와 전환사채는 신주예약권부사채로 재구성되어 2001년 11월 개정에서 도입되었다.⁷⁵⁾

2) 발행절차

개정 상법은 제280조의 19 내지 제289조의 39, 제341조의 15에서 신주예약권에 대한 규정을 두고 있다.⁷⁶⁾

신주발행의 경우와 마찬가지로 신주예약권의 발행은 정관으로 주주총회결의로 한 경우를 제외하고, 이사회결의로 결정한다(상법 제280조의 20 제2항). 이 때 이사회결의에서는 발행규모, 발행가격, 행사기간, 행사조건 등에 관해 정하여야 하며, 신주예약권을 소각시킬 수 있는 사유(주식교환에 의해 완전자회사로 되는 경우 등)도 정할 수 있다(상법 제280조의 20 제2항 제1호 내지 제14호).

75) 권중호, 앞의 논문, 17쪽.

76) 일본의 경우 시가발행이므로, 신주발행가액 중 자본금에 전입하여야 할 금액은 ‘발행가액의 2분의 1이상’이 요구되고 있다. 자본에 전입되지 않은 금액은 자본준비금으로서 적립하여야 한다(상법 제284조의2 제2항, 제288조의2 제1항 제1호).

주주배정에 의하지 아니하고 특히 유리한 조건으로 신주예약권을 발행하려면 그 이유를 공시하여 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다(상법 제280조의 21 제1항). 즉 이사회결의만으로 신주예약권을 발행하려면 신주예약권을 공정한 가액으로 발행하여야 한다. 이 때 공정한 가액은 신주예약권 그 자체의 가치가 기준이 되며, 개정법은 신주예약권의 이론적인 경제가치가 산정 가능하다는 것을 전제로 신주예약권의 발행시의 가치와 비교하여 발행가액이 특히 유리한 경우에 주주총회의 특별결의를 거치도록 하였다. 신주예약권이 공정한 가액보다 낮은 가격으로 발행되면 기존주주의 소유주식의 재산적 가치가 희석될 수 염려가 있기 때문이다.

신주예약권을 이어나 종업원에 대한 인센티브보수로서 이용될 경우에는 통상은 무상으로 교부될 것이므로 신주예약권의 유리발행의 절차를 거쳐야 한다. 다만 행사가액을 높게 책정하는 등의 방법으로 신주예약권의 가치를 제로에 가깝게 한 경우에는 무상의 부여라도 특히 유리한 발행에는 해당되지 않을 수 있고, 따라서 이 때에는 유리발행의 절차를 따를 필요가 없다. 유리발행 결의의 유효기간은 신주발행의 경우와 마찬가지로 1년이다(상법 제280조의21 제2항).

3) 신주예약권의 양도제한⁷⁷⁾

신주예약권은 자유롭게 양도할 수 있다(상법 제280조의33 제1항 본문). 다만 신주예약권의 발행결의에서 이사회는 양도시 이사회 승인을 필요로 하는 것으로 정할 수 있다(동조 단서, 제280조의20 제2항 제8호). 신주예약권에 관해 이처럼 양도제한을 인정하는 이유는 신주예약권에는 스톡옵션으로 발행한 경우나 업무제휴, 안정주주 확보의 목적으로 행한 때, 사채와 동시에 소수의 투자자를 대상으로 사모형태

77) 江頭憲治郎, “『會社法制の現代化に関する要綱案』の解 [IV]”, 商事法務 No.1724, 2005. 3. 5, 4面.

로 발행한 때와 같이 양도를 제한하지 않으면 목적을 달성할 수 없는 경우가 있기 때문이다.

신주예약권의 양도제한이 주식의 양도제한과 다른 점은 첫째, 정관이 아니라 이사회결의로 정한다는 점이다. 이는 신주예약권의 발행결의시마다 회사가 양도제한의 유무를 결정할 수 있도록 하기 위한 것인데, 이것에 의해 회사는 신주예약권을 스톡옵션으로 발행할 경우에는 양도제한부로, 금융상품으로 발행하는 경우에는 양도에 대해 제한을 하지 않는 등 신주예약권의 발행마다 필요에 따라 효과적으로 양도제한 여부를 결정할 수 있다. 둘째, 신주예약권의 양도제한의 경우 신주예약권자는 양도승인청구만 할 수 있고(상법 제280조의33 제2항) 매수인지정 청구는 할 수 없다. 이처럼 매수인지정청구는 할 수 없고 양도승인청구권만 인정하고 있는 이유, 즉 이사회가 양도에 대해 승인을 하지 않더라도 매수인을 지정할 의무가 발생하지 않는 것은 양도제한이 있는 신주예약권은 그 발행목적상 신주예약권자에게 투자자본을 회수할 기회를 보장할 필요성이 없는 것이 대부분일 뿐만 아니라, 만일 양도를 금하더라도 나중에 신주예약권을 행사하여 주식을 발행·교부 받아 그것을 양도하면 되기 때문이다.⁷⁸⁾

4) 신주예약권부사채⁷⁹⁾

신주예약권부사채는 신주예약권과 사채를 분리하여 양도하는 것은 허용되지 않는다(비분리형의 신주인수권부사채형). 개정법에서는 이처럼 신주예약권부사채에 관해 신주예약권과 사채가 분리되어 양도되는 것은 인정되지 않으므로 신주예약권증서는 발행되지 않고 신주예약권은 단지 채권에 표창될 뿐이다.⁸⁰⁾

78) 江頭憲治郎, “日本の株式關する法制の改革と今後の課題”, 상사법연구 제22권 제5호, 2004, 28쪽.

79) 江頭憲治郎, 앞의 논문, 12면.

80) 北村雅史, “新株豫約權”, 法學教室 第258號, 2002, 14면.

그러나 신주예약권부사채를 구상법상의 전환사채에 해당하는 것으로 발행할 수는 있다. 신주예약권부사채에 있어서 회사가 상환하여야 할 상환금을 신주예약권자가 신주예약권을 행사하여 회사에 납입하여야 할 주금으로 충당하는 것으로 하면, 이 때에는 결국 신주예약권자의 입장에서는 신주예약권의 행사에 의해 사채가 주식으로 전환된 것과 효과면에서는 동일하기 때문이다.⁸¹⁾

개정법에서 인정하고 있는 신주예약권부사채의 유형에는 전환사채형과 비분리신주인수권부사채형의 두가지가 있다. 전환사채형의 경우에는 신주예약권자가 신주예약권을 행사하면 이 때에는 사채상환금으로 신주예약권의 행사에 따른 주금 납입을 한 것으로 간주된다(상법 제341조의3 제1항 제8호). 그리고 비분리신주인수권부사채형의 경우에는 신주예약권의 행사여부가 사채권면에 분명히 표시되어야 하므로 신주예약권의 행사가 있었던 때에는 회사는 채권면에 그 사실을 기재하여 신주예약권자에게 교부하여야 한다(상법 제341조의13 제3항, 제341조의12 제2항). 다만 이 경우에도 전환사채형에서와 같이 신주예약권해약에 따른 주금납입을 사채상환금으로 대체하는 것을 약정하는 것도 가능하다.

V. 자기주식취득

1. 자기주식취득규제의 내용

자기주식의 취득은 자본이 환급되는 결과가 되어 자본충실의 원칙에 반하고 주주와 채권자의 이익을 해하며, 자기주식의 의결권을 이용하여 불공정하게 회사를 지배하거나 지배권을 유지·강화하는데 악용될 수 있다는 점 또한 주가조작과 내부자거래의 폐해가 발생할 수 있으며, 특정 주주에게만 유리한 투자회수의 기회를 부여하는 경우

81) 권중호, 앞의 논문, 21쪽.

주주평등의 원칙에 반하게 된다.

2. 자기주식취득법제의 개정(일본)

(1) 개정의 배경

일본은 2001년 자기주식취득 법제의 개정이 있었는데(2001년 10월 1일 시행), 이 개정 이전에는 자기주식취득은 원칙적으로 금지되고 취득가능 한 경우가 한정 열거되어 있었다. 예컨대 정기주주총회의 결의가 있을 것, 배당가능이익범위 내 일 것 등의 요건만 채우면 회사는 취득목적·취득주식수에 관계없이 자기주식을 취득할 수 있으며, 또한 회사는 주식을 소각하지 아니하고 계속하여 보유하는 것도 가능하게 되었다(日商 제210조 내지 제211조 참조).⁸²⁾

일본에서의 이러한 개정을 일반적으로 ‘금고주(treasury share)’의 도입이라 한다.⁸³⁾

이러한 자기주식취득에 있어서의 자유의 확대는 경제계의 강력한 요청에 의한 것이다.⁸⁴⁾ 이 요청의 배경에는 주가의 하락, 대차대조표상의 주식에 대한 시가평가의 도입 등에 의해 금융기관을 중심으로 하여 많은 회사간에 행해져왔던 주식상호보유가 더 이상 유지되기 어렵게 된 것 등이 있는 것으로 보인다. 즉 지금까지 많은 회사에 의해 상호보유되고 있던 주식이 대량으로 시장에 방출될 경우에 예상되는 주가하락을 방지하기 위해서는 회사가 자기주식을 취득하는 수밖에

82) 原田晃治·泰出啓太·君谷大輔, “自己株式の取得規制等の見直しに後る商法改正の解説”, 商事法務(No.1607), 2001, 8面.

83) 금고주제도의 도입에 수반하여 자기주식에 관한 회계기준의 변경과 자기주식취득을 통한 시세조종행위의 방지를 위한 증권거래법의 개정이 이루어졌다. 이러한 2001년 개정후 2004년 통상국회에서는 자기주식취득에 대한 규제를 보다 완화하는 상법개정안이 통과되었으며 동법안은 2004년 9월 25일부터 시행되었다.

84) 일본의 자기주식취득에 대한 규제는 1994년부터 2003년까지 수회에 걸쳐 완화되어 왔다. 1994년 개정을 제외하고 1997년 개정부터 2003년 개정까지의 자기주식취득에 대한 규제완화는 의원입법에 의한 것이었다. 이는 자기주식취득에 대한 규제완화가 주가하락을 방지하기 위한 대책으로서 이루어진 것이라는 점을 강하게 시사하는 것이다.

없기 때문이다.⁸⁵⁾

(2) 개정내용⁸⁶⁾

자기주식의 취득은 유상취득, 즉 자기주식의 매수만을 규제대상으로 하며, 목적을 불문하고 원칙적으로 허용되나, 정기주주총회의 결의에 의하여야 한다(日商 제210조 제1항).

자기주식의 매수는 이익처분과 같은 성질의 것이므로 회사채권자를 보호하기 위한 것이다. 주주가 주식매수청구권을 행사하는 경우, 정관상 주식양도제한규정에 따라 주식을 매수하는 경우 및 자회사가 보유하는 모회사의 주식을 모회사가 매수하는 경우⁸⁷⁾에는 상법상 관련규정에 의하므로 주주총회의 결의를 요하지 않는다.

자기주식의 취득방법은 원칙적으로 시장거래 또는 공개매수의 방법이어야 하며, 이 경우에는 주주총회의 보통결의에 의한다. 그러나 특정주주와의 직접협상거래에 의하여 취득하는 경우에는 특별결의에 의한 승인을 받아야 한다(日商 제210조 제5항).

자기주식의 취득은 이익처분적 성질의 것이므로 자본유지의 원칙에 입각하여 취득재원은 배당가능이익의 범위로 제한된다. 즉, 자기주식 취득가액의 총액과 당기의 이익배당액과 이익으로부터 자본전입액의 합계액은 배당가능한도액 이내로 한정된다(日商 제210조 제3항). 자본감소 또는 법정준비금감소의 결의를 한 때는 그 감소액을 추가할 수 있다(동조 제4항). 자기주식의 취득결과 자본결손의 우려가 있는 경우

85) 江頭憲治郎, “日本の株式に關する法制の改革と今後の課題”, 상사법연구 제22권 제5호, 2004, 23쪽.

86) 江頭憲治郎, 앞의 논문, 6~9면.

87) 상법상 모회사의 주식을 예외적으로 취득한 자회사는 이를 상당한 시기에 처분하여야 하나(日商 제211조의2 제2항), 당해 주식이 시장가격이 없는 주식인 경우에는 사실상 그 처분이 곤란하며, 시장가격이 있는 주식인 경우에도 대량으로 처분하는 경우에는 시장에 미치는 영향이 크기 때문에 그 처분이 곤란한 경우가 있다. 따라서 이 경우에는 일반적인 자기주식취득의 특례로서 이사회 결의만으로 처분할 수 있도록 하였다(日商 제211조의3).

에는 주주총회의 결의가 있다고 하더라도 자기주식을 매수할 수 없다(日商 제210조의2 제1항).

회사는 취득한 자기주식을 수량 및 기간의 제한 없이 보유할 수 있다. 적절한 시기에 주주총회 또는 이사회에 결의로 자기주식을 처분할 수 있다(日商 제211조 제1항). 자기주식의 처분은 그 실질이 신주발행과 유사하므로 신주발행과 동일한 절차에 의하여야 한다(동조 제3항).

시장에서의 매각은 인정되지 않으며, 이사회에 결의로 소각할 수 있다(日商 제212조 제1항). 개정 전 상법에서는 주식소각을 자기주식 취득사유의 하나로 규정하고 있었기 때문에 그 목적으로 취득한 자기주식은 지체 없이 실효절차를 취하여야 하였으나(舊 日商 제211조), 개정법에서는 자기주식의 취득과 소각은 별개로 취급된다.

제 3 절 이사회에의 방어행위 관련 법제

I. 서 설

적대적 M&A가 발생할 경우 대상회사의 경영진(이사회)은 이에 대한 방어조치를 취할 수 있는가라는 원론적인 문제를 제기해 본다. 이러한 문제에는 만일 방어조치를 취할 수 있다면 그 한계는 어디까지로 해야 할 것인가라는 질문이 전제되어야 할 것이다.

이사회에 의한 M&A 방어 허용여부는 주로 법령의 규정상 이사회에의 권한으로 시행할 수 있는 조치나 이사회에 재량권이 부여된 조치와 관련해서 문제된다. 예컨대 이사회가 우리나라 상장회사의 정관에 보통 들어가는 제3자에 대한 신주발행조항(기존주주의 신주인수권 배제)에 따라 신주를 발행하거나 이 정관에 정한 한도 내에서 전환사채 또는 신주인수권부 사채를 발행하는 경우, 일반 유상증자를 행하는 경우 등이다. 이에 반해 어떤 방어 조치가 법률이나 정관의 규정에 따라서만 행해질 수 있는 경우에는 이사회에의 방어권이 직접적으로 문

제 될 여 지 가 크 지 않 다.⁸⁸⁾

경 영 권 방 어 행 위 와 이 사 회 의 문 제 에 있 어 서 미 국 · E U 등 주 요 국 의 실 정 법 과 판례 는 매 우 상 이 한 태 도 를 취 하 고 있 다.

미 국 의 판례 는 기 본 적 으 로 경 영 판 단 의 원 칙 (특 히 Unocal 판 결 이 후 확 립 된 modified business judgment rule) 을 잣 대 로 삼 아 M & A 방 어 조 치 를 폭 넓 게 인 정 하 고 있 으 며, 유 럽 에 서 는 독 일 의 기 업 인 수 법 (Takeover Code) 이 미 국 과 유 사 하 게 이 사 회 에 넓 은 재 량 권 을 부 여 하 고 있 다. 이 에 비 해 영 국 의 City Code 나 E U 의 제 13 차 기 업 인 수 지 침 은 이 사 에 게 엄 격 한 중 립 의 무 를 요 구 하 고 있 다.

그 러 나 우 리 나 라 의 경 우 에 는 이 사 회 의 경 영 권 방 어 행 위 를 허 용 또 는 제 한 함 에 있 어 어 떤 일 관 된 기 준 이 나 원 칙 을 발 견 하 기 어 렵 다. 국 내 적 대 적 M & A 시 장 의 공 정 한 기 준 을 확 립 하 고 M & A 를 들 러 쓴 공 방 이 불 필 요 한 소 모 전 으 로 변 질 되 지 않 도 록 하 기 위 해 서 는 이 사 회 의 방 어 행 위 에 대 한 기 준 정 립 이 요 구 된 다 고 본 다.

II. 미 국

1. 경 영 판 단 의 원 칙 과 전 체 적 공 정 성

이 사 의 충 실 의 무 에 서 비 롯 된 경 영 판 단 원 칙 은 미 국 의 적 대 적 M & A 상 황 에 서 이 사 들 의 방 어 권 을 인 정 하 는 기 준 과 한 계 를 설 정 하 는 법 리 이 다. 즉, 이 사 가 합 리 적 인 정 보 (reasonable information) 에 의 하 여 판 단 을 하 고, 그 판 단 에 따 라 성 실 하 게 (in good faith) 행 위 한 경 우 에 는 사 기 (fraud), 위 범 (illegality), 이 익 충 돌 (conflict) 또 는 중 과 실 (gross negligence) 이 없 는 한 이 러 한 경 영 판 단 에 대 하 여 법 원 이 간 섭 하 지 않 고 그 판 단 에 따 른 행 위 로 인 하 여 손 해 배 상 책 임 을 지 지 않 는 다 는 것 이 다.⁸⁹⁾

88) 김 두 식, “M & A 법 제 의 개 선 방 안 연 구”, 상 장 협 제 50 호, 2004. 9, 45 쪽.

89) 델 라 웨 어 주 를 비 롯 한 대 부 분 의 주 에 서 는 이 른 바 판 례 법 에 의 해 인 정 된 ‘수 정 된

미국에서는 이사의 M&A 방어권과 관련한 쟁점을 이사와 주주간의 이해충돌 문제, 또는 주주와 경영진간의 대리문제로 파악하고 있다. 즉, 회사에 대해 적대적 M&A 시도가 있을 때 경영진들은 자신들의 이익을 위해 주주들의 주식가치를 증대시키는 유리한 인수제의 마저 배척하고 주주들의 이익을 희생시킬 위험이 있다고 판단하여 초기 판례법은 조심스런 입장에서 경영판단원칙에 의한 방어권을 이사들에게 인정하였다.⁹⁰⁾

2. 유노칼 스탠다드(Unocal Standard)

‘수정된 경영판단원칙’을 확립한 1985년 Unocal사건⁹¹⁾에서 델라웨어 주대법원(Supreme Court)은 경영자의 M&A 방어를 허용하는 기준으로 ① 문제의 M&A 시도가 주주들에게 구체적인 위협이 됨을 이사들이 합리적으로 인식하고, ② 사용된 방어수단이 이러한 위협에 대한 합리적인 대응수단일 것을 요구하였다.

이 사건에서는 적대적 인수시도에 대항하여 대상회사가 시행한 선택적 역공개매수(self-tender offer)의 적법성이 문제되었는데, 법원은 당시

경영판단원칙(Modified business judgement rule)’에 의거하여 인수대상기업의 이사들에게 폭넓은 방어권을 인정하고 있다.

90) Ronald J. Gilson & Reineir Kraakman, Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics : Is there Substance to Proportionality Review, 44 Bus. Law 247 (1989).

91) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946 (Del. 1985) 1983년 메사 페트로레엄(Mesa Petroleum)은 유노칼(Unocal)사에 대해 적대적 공개매수를 발표하였다. 이 사건에서 이에 대항하기 위하여 유노칼의 이사회는 자기공개매수를 발표하였다. 자기공개매수는 메사가 유노칼주식의 6,400만 주를 매입할 경우 개시될 수 있도록 되어 있었다. 일단 자기공개매수가 개시되면 유노칼은 자기공개매수를 통해 자사주를 매입하기 위하여 채권을 발행하게 되고, 유통주의 49%를 매입하게 되어 있었다. 즉, 메사는 유노칼에게 자신이 소유한 주식을 매도하지 못하도록 된 것이다. 메사는 델라웨어법원에 자기공개매수와 메사의 배제에 대해서 소를 제기하였다. 법원은 유노칼이 예정된 방어전술을 시도하지 못하도록 가치를 결정하였다. 그러나 델라웨어법원은 하급법원의 판결을 뒤집고, 유노칼의 방어전술을 합법적인 것으로 인정하였다.

경영진이 문제의 적대적 인수제의를 ‘2단계 강요적 인수제 의(two-tier coercive tender-offer)’라고 판단하였고 대상회사의 역공개매수를 통한 대응도 그러한 위협과 합리적인 관련성이 있다는 이유로 대상회사의 M&A 방어가 주주들에 대한 이사의 충실의무에 위반되지 않는다고 판단하였다.⁹²⁾

한편 독약처방(poison pill)에 의한 M&A 방어의 적법성 여부를 다룬 Moran v. Household International, Inc. 사건⁹³⁾에서도 델라웨어 주대법원(Supreme Court)은 문제의 독약처방이 ‘강요적 2단계 공개매수’에 대항하기 위한 합리적인 방어방법이었다고 판단하였다. 이와 같은 수정된 경영판단원칙에 의하면 주주나 회사에 대한 구체적인 위협이 존재하지 않음에도 이사들이 적대적 인수시도를 방어하는 것은 허용되지 않는다.⁹⁴⁾

92) 그러나 이러한 유노칼 스탠다드는 주주들의 이익보다는 경영판단의 원칙을 보호하고 있다는 비판이 있다. 즉, 델라웨어 법정은 잠재적인 혹은 현재의 매수위협에 대해 이사회가 방어전술을 채택함에 있어서 매우 관대하였다는 것이다. 또한 합리성(reasonableness)이라는 추상적인 기준은 이사들에게 상당한 재량권을 제공해 줄 수 있다는 점이다. 이러한 결과로 공개매수를 물리친 거의 모든 방어전술들이 공개매수에 대해 합리적인 대응이었다고 인정되어 온 것이다. 이에 대해 비판론자들은 유노칼 스탠다드는 방어전술의 합법성 여부를 위한 판단 기준 마련에 거의 기여를 하지 못하였고, 단지 경영판단의 원칙에 관한 표준화된 분석만을 제시하였다고 비판하였다.

93) 이 사건에서 사용된 poison pill은 소위 ‘flip-over’형으로서 적대적 인수자가 대상회사를 인수한 후 그 회사를 인수회사로 합병하려 하는 경우 대상회사의 잔존 주주들에게 인수회사의 주식 200불 상당액을 100불에 매수할 수 있다는 내용이었다. 법원은 이러한 ‘독약’은 주주들로 하여금 기업인수행위의 2단계에서 정당한 보상을 받을 수 있도록 함으로써 two-tier coercive offer에 대항하여 주주들을 보호하기 위한 합리적인 조치라고 판단하였다. 500 A. 2d 1346 (Del. 1995).

94) 예컨대 인수제 의가 전부 현금을 대가로 하고, 인수자가 인수 후 대상회사에 대한 급격한 구조조정을 계획하지 않는 상황에서는 대상회사의 M&A 방어가 허용되지 않을 것이다. 또 불합리하게 낮은 가격으로 대상회사의 주식 또는 자산을 제3자에게 매각하거나 매수옵션을 부여하는 lock-up option이나 crown jewel 매각도 특별한 경우가 아니면 허용되기 어려울 것이다. 다만 적대적 M&A 상황에서 일단 이사들이 회사를 백기사 등에게 매각하기로 결정한 경우에는 Unocal 원칙이 적용되지 않고 이사의 충실의무는 소위 ‘Revlon mode’로 바뀐다. 즉, 이러한 경우 이사들은 중립을 지킬 의무가 있고 주주들을 위하여 가장 유리한 가격으로 회사를 매각할 의

3. 레블론 의무(Revlon Duty)

적대적 M&A 상황에서 일단 이사들이 회사를 백기사 등에게 매각하기로 결정한 경우에는 Unocal 원칙이 적용되지 않고 이사의 충실의무는 이른바 ‘Revlon mode’로 바뀐다.

Revlon, Inc. v. MacAndrew & Forbes Holdings, Inc. 사건⁹⁵⁾은 레블론사에 대한 지배권을 놓고 벌인 매우 복잡한 사건이다. 이 사건에서 델라웨어 법원은 펜트리 프라이드의 주장을 받아들였고, 주대법원도 이를 확인하여 주었다. 법원은 레블론 이사회가 포스트만과 협상을 시작하였을 때 이미 기업은 매각단계에 들어간 것이라고 판단하였고, 레블론 이사회는 기업의 방어자에서 경매자로 바뀐 것이라고 보았다. 즉, 이러한 경우 이사들은 중립을 지킬 의무가 있고 주주들을 위하여 가장 유리한 가격으로 회사를 매각할 의무를 부담한다는 것이다.

한편 ‘레블론 의무’가 부과되면 이사들은 모든 이사회행동에 대해서 그것이 주주들의 이익과 합리적으로 관련되어 있다는 사실을 입증하여야 할 책임을 지게 된다. 그러나 법원은 이사회가 취해야 할 행동을 구체적으로 요구하지는 않았다. 레블론의 범위에 대해서 정의를 내리려고 하였음에도 불구하고 어떤 거래가 유노칼 스탠다드의 적용을 받아야 하는지, 레블론 의무의 적용을 받아야 하는지 불분명한 점이 여전히 남아 있었다. 따라서 델라웨어 대법원은 Paramount Communications, Inc. v.

무를 부담한다.

95) 이 사건은 펜트리 프라이드(Pentry Pride)사가 레블론과 우호적 인수를 위하여 협상을 시작하면서부터 발단된다. 투자은행의 자문에 의존하는 레블론 이사회는 펜트리 프라이드의 제안이 부적절하다고 거절하였고, 이에 따라 방어전술을 채택하였다. 이에 대해 펜트리 프라이드는 레블론에 대한 공개매수를 발표하였다. 이러한 일련의 과정에서 레블론은 백기사를 찾았다. 궁극적으로 레블론은 포스트만(Forstmann)사가 주당 57.25달러로 공개매수하는 LBO 인수협상을 맺었는데, 이와 함께 중요한 조건으로 레블론은 포스트만이 기업매수경쟁에서 이기도록 하거나 만약 질 경우 상당한 보상금을 지급할 것을 약속하였다. 펜트리 프라이드는 레블론이 이러한 조항을 실행하지 못하도록 델라웨어 법원에 소를 제기하였다. 이와 함께 펜트리는 공개매수가격을 주당 58달러로 올렸다. 506 A.2d. 173 (Del. 1986).

QVC Network Inc. 사건에서 일부 가이드를 제공하려고 시도하였다.⁹⁶⁾

4. TIME 사건

1989년 Paramount Communication v. TIME 사건⁹⁷⁾은 기업매수의 상황에서 기업의 장기 전략과 주주의 단기이익의 추구 사이에 발생할 수 있는 모순구조의 해결에 중요한 전기를 마련한 사건이었으며, 법원은 이 사건을 기준으로 이사회 의 M&A 방어를 더 넓게 인정하는 방향으로 확장되었다.

이 사건에서 Paramount사가 전액현금, 주식전량매수(all-cash, all shares) 조건으로 Time사 주식의 공개매수를 제의한데 대하여 동 공개매수가 Time사와 Warner사 간의 합병계획 추진에 위협을 준다는 이유로 Time사의 M&A 방어가 적법하다고 판단하였다.⁹⁸⁾ 즉, 타임이 워너와의 합

96) 김정수, 앞의 책, 520쪽.

97) 대형 미디어업체인 타임(TIME)사는 보다 적극적으로 경영전략을 추진하기 위해 엔터테인먼트 분야로 사업을 확장하기로 결정하고, 합병대상기업을 물색하던 중 워너 브러더즈(Warner Brothers)를 대상으로 하였다. 그리고 타임과 워너 브러더즈는 향후 세계시장에서의 경쟁력 강화를 위해 양사가 합병하기로 동의를 하였다. 이 합병계약에서 워너의 주주들은 합병 후 타임-워너의 주식의 62%를 소유하기로 하였고, 대신 타임은 이사회에서 지배권을 획득한다는 의미에서 존속회사가 되기로 합의하였다. 양사의 합병계획이 언론에 발표되자 파라마운트가 타임의 전주식에 대하여 공격적인 조건으로 적대적 공개매수를 발표하였고(당시 타임의 시장 가격이 126달러였는데, 파라마운트의 매수가격은 175달러), 타임이사회는 파라마운트의 공개매수안을 검토하고 이를 거부하기로 결정하였는데, 그 이유가 수많은 논쟁을 불러일으키게 된 원인이었다. 타임은 파라마운트에 의한 공개매수가 ‘타임의 자기운명의 지배와 타임 문화의 보전(control of its own destiny and retention of the Time Culture)’에 대한 심각한 위협이 있다고 판단하였다. 타임이사회 의 입장이 발표되자 파라마운트는 공개매수가격을 주당 200달러로 올렸지만 타임이사회는 역시 이를 거부하였으며, 그 이유는 워너와의 결합이 타임의 주주들에게 장기적으로 보다 큰 가치를 부여할 것이고, 타임의 존속과 그 문화의 보전에 대한 위협을 최소화 할 수 있다고 주장하였다. 이후 타임은 파라마운트의 공개매수조건이 좋기 때문에 워너와의 합병승인을 위한 주총에서 주주들의 반발을 두려워하여 합병을 취소하고 타임이 워너를 매입하는 것으로 전략을 수정하였다. 이에 대해 파라마운트는 타임이사회 의 입장에 반대하는 타임의 주주들과 함께 공동으로 타임과 워너의 합병의 중지를 요청하는 가처분 신청을 하였다. Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A. 2d 1140 (Del. 1990).

98) 이 소송의 원고는 파라마운트와 타임의 주주들이었는데, 양측의 변호사들의 주장의 근거가 서로 달랐다. 타임주주측의 변호사들은 ‘레블론 존’(Revlon Zone)을 주장

병계획은 파라마운트에 의한 공개매수가 발표되기 전부터 경영전략의 하나로 진행되어 오던 것이었고 회사에 의해서 신중하게 고려된 경영계획을 주주들의 단기적 이익을 위해서 포기할 의무가 없다는 것이며, 이는 이사의 충실의무 위반이 아니라는 것이다.⁹⁹⁾

이 사건을 계기로 델라웨어주 판례는 점차 공개매수제외의 강요성(coercion)을 입증하지 않더라도 대상회사의 경영진에게 M&A를 방어할 수 있는 재량을 허용하는 쪽으로 발전되어 갔다.

III. E U

1. 이사의 중립의무(neutrality rule - 제13차 지침 제9조)

제13차 지침상 기업매수제안이 제기될 경우 해당기업의 경영진은 중립적인 자세를 취해야 하며, 경영진이 적대적 인수에 대한 방어조치를 취하려면 주주총회의 승인을 얻어야 한다.

또한, 매수시도자는 매수대상기업의 주주와 직원들에게 부서, 근로조건과 기업의 입지에 관한 매수제안 결과를 통지하여야 한다.

매수대상기업의 최고경영자는 매수제안에 대한 평가를 공표하여야 하는데 이때 기업의 전체적인 이익을 모두 고려하여 평가해야 한다. 기업의 매수시도자 역시 전략적 계획과 직원 및 기업의 입지 및 파급효과에 관한 전망을 공표하여야 한다.¹⁰⁰⁾

하였다. 어차피 합병이 이루어지면 기업지배권이 넘어가기 때문에 레블론 의무가 적용되어야 하며, 따라서 타임의 이사회는 주주들의 최고의 이익을 위해서 움직여야 했다고 주장하였다. 그러나 파라마운트 측의 변호사들은 ‘유노칼 스탠다드’의 적용을 주장하였다. 파라마운트의 공개매수가 타임에 위협이 되지 않았다는 것이다. 그리고 이에 반응한 타임의 방어책은 합리적이지도 못했고, 따라서 그들은 유노칼 스탠다드의 요건에 충족시키지 못했다는 것이다.

99) 타임은 파라마운트가 공개매수를 발표한 이후에 워너와의 계약을 다소 변경하였는데, 그것은 공개매수에 의하여 받는 위협과 합리적으로 관련되어 있다고 판단하였고, 이것은 유노칼 제2기준을 충족시킨다고 판결하였다.

100) 최연혜, “독일정부 자국기업보호를 위해 EU의 M&A 지침 저지”, FES-Information-

회사의 이사회가 기업인수제의에 대한 정보를 입수하면 그 때부터 인수제의를 결과가 공표되거나 주식매수가 종료될 때까지 이사회는 주주총회의 사전승인이 없는 한 인수제의를 좌절시킬 수 있는 행위¹⁰¹⁾를 할 수 없다.¹⁰²⁾

그러나 다른 인수제의를 찾는 행위는 허용되며, 적대적 인수시도가 행해지기 전에 이루어진 이사회의 결정을 인수시도가 발생한 후 시행하는 경우에도 주주총회의 승인을 요한다.¹⁰³⁾

만일 이사회가 적대적 M&A를 방어하기로 한다면 신속한 주주총회 승인을 필요로 하므로 지침은 단기 소집통지(short notice)로써 주주총회를 소집할 수 있도록 하고 통지 후 2주가 지나면 바로 주총을 개최할 수 있도록 하였다.¹⁰⁴⁾

적대적 M&A 시도가 있으면 이사회는 매수제의에 대한 의견을 공표하고 이를 종업원들에게 전달할 의무가 있으며 이사회의 의견에는 해당 매수제의가 회사 전체의 이익, 특히 고용에 미칠 영향, 인수자의 향후 회사운영전략 등에 대한 의견이 포함되어 있어야 한다.¹⁰⁵⁾

2. 의결권 제한 등 M&A 방어규정의 철폐(breakthrough - 제13차 지침 제11조)

제13차 지침상의 breakthrough는 기업인수제의를 공표되면 바로 적용되는 규정과 공개매수 완료 후 의결권 있는 자본의 75% 이상을 획득한 경우에 적용되는 규정으로 구분된다.¹⁰⁶⁾

Series, 2001. 12. www.fes.or.kr

101) 대상회사의 통상적인 영업과정에서 수행하지 않거나 통상적인 영업관행과 일치하지 않는 모든 행위를 의미한다(all operations which are not carried out in the normal course of the company's business or not in conformity with ordinary business practice).

102) 13차 지침 제9조 2항.

103) 동지침 제9조 제3항.

104) 동지침 제9조 제4항.

105) 동지침 제9조 제5항.

106) 지침 제11조는 EU 회원국과 기업들에게 2단계 선택권을 부여하였다. 1차적으로

기업인수제약이 공표되면 곧바로 적용되는 규정을 보면 i) 회사의 정관 또는 주주간 계약이나 주주와 회사간 계약에 규정된 증권양도 제한조항은 공개매수기간 중 효력이 정지된다.¹⁰⁷⁾ ii) 회사의 정관 또는 주주간 계약이나 주주와 회사간 계약에 규정된 의결권 제한 조항도 이사회가 방어조치에 대한 승인여부를 결정하는 주주총회에서 효력을 상실한다.¹⁰⁸⁾ iii) 복수의결권증권(multiple-vote securities)은 이사회가 방어조치에 대한 승인여부를 결정하는 주주총회에서 단지 1개의 의결권만을 갖는다.¹⁰⁹⁾

기업인수자가 공개매수 완료 후 의결권 있는 자본의 75% 이상을 획득한 경우에 i) 주식양도제한 조항 또는 의결권제한조항과 ii) 이사회 구성원의 선임 또는 해임과 관련하여 주주에게 특별한 권리를 부여하는 정관조항은 효력을 상실한다.

기업인수에 성공한 매수자가 피인수회사의 정관을 개정하거나 이사를 선임 또는 해임하기 위한 주주총회를 소집한 때에는 복수의결권증권은 1개의 의결권만을 갖게 된다.¹¹⁰⁾

IV. 독일¹¹¹⁾

독일 기업인수법의 가장 큰 특징은 경영위원회가 회사법상 주주총회의 승인 사항이 아닌 M&A 방어조치에 대하여는 주주총회의 승인

회원국은 이사의 중립의무와 M&A 방어장치 철폐원칙이라는 기본원칙을 배제할 수 있다(opt-out). 그러나 2차적으로 동 회원국의 기업들이 원하는 경우 기업들 스스로 위 원칙을 적용하기로 선택할 수 있다(opt-in). 이러한 선택권에 대해서는 외국기업의 M&A 시도가 있을 경우 ‘상호주의(reciprocity)’규정이 적용된다. 따라서 어느 회원국이 opt-out 선택권을 행사하였으나 국내회사가 opt-in 선택권을 행사한 경우, 만약 해당 기업에 대하여 지침 제9조와 제11조상의 원칙을 적용받지 않는 회사가 매수시도를 하는 경우 그 인수대상기업에 대하여 위 원칙을 면제할 수 있다(지침 제12조 제3항).

107) 동지침 제11조 제2항.

108) 동지침 제11조 제3항.

109) 동지침 제11조 제3항.

110) 동지침 제11조 제4항.

111) 독일 기업인수법 제33조 참조.

을 받을 필요가 없다는 점이다. 이는 EU의 제13차 지침이 인정하고 있는 적대적 매수제외에 대한 주주들의 자기결정권을 정면으로 부인하는 것이다.

또한 경영진에게 넓은 재량을 부여하면서도 남용적 요소가 있는 방어행위를 한 이사회에 대하여 주주들이 제소할 수 있는 여지가 없고, 경영진이 회사의 분할, 자산매각 등과 같은 극단적인 방법으로 적대적 매수를 방어하려 하는 경우에도 주주들의 승인 없이 감독위원회의 동의만 있으면 이러한 조치를 시행할 수 있다.

1. 이사회의 방어조치

독일의 기업인수법 제33조 1항은 경영진이 경영진의 고유한 권한 범위내에서 취할 수 있는 M&A 방어조치에 대해서 적용되는데, 기업매수제외가 공표되면 그 매수제외의 결과가 공표될 때까지 인수대상 회사의 경영위원회(management board)는 매수제외를 무산시킬 수 있는 조치를 시행할 수 없다고 규정하고 있다.

그러나 이 규정은 매수제외를 받지 않은 회사의 경영진이 통상적으로 취할 수 있는 조치나 인수대상 회사의 감독위원회(Supervisory board)가 동의한 조치에 대해서는 적용되지 않는다.

2. 주주총회의 방어조치

제33조 2항에 의한 주주총회의 수권은 동조 1항에 의한 경영위원회의 M&A 방어권을 제약할 수 없다고 해석된다. 즉, 주주총회가 주식매수기간 개시 전에 경영위원회에 대하여 주주총회 권한에 속하고 매수제외를 무산시킬 수 있는 조치를 취할 수 있도록 권한을 부여한 경우, 이러한 주주총회의 수권에서는 해당조치의 일반적 성격을 명시하여야 하며, 주주총회의 수권은 최장 18개월을 초과할 수 없다. 주주총회의 의결을 위해서는 총 주식의 3/4이상이 출석하고 출석주주의 과

반수가 찬성해야 한다. 이러한 수권에 의하여 경영위원회가 어떤 조치를 취하는 경우에는 감독위원회의 동의를 요한다.

이 조항은 주주총회의 승인을 요하는 M&A의 방어수단과 관련하여서는 사후적 승인방식이 아니라 사전승인 방식을 취하고 있는 것인데, 이는 EU의 제13차 지침상의 사후승인방식과 대비되는 것으로서 사후승인에 요하는 시간적 제약을 해소할 수 있는 방법이다. 다만, 주주총회의 사전승인의 효력은 18개월을 넘을 수 없도록 하고 있다. 그러나 이사들이 이러한 사전승인제도를 악용하여 주주들에게 유리한 매수제의를 좌절시키려 하는 경우에 주주들이 종전의 승인을 철회할 수 있는 방법이 없고 단지 18개월의 승인유효기간이 끝난 후 다음 주주총회에서 재승인을 거부하는 것은 가능하다.¹¹²⁾

제 4 절 소 결

이상에서 살펴본 바와 같이 미국과 EU의 M&A 관련 법제는 많은 부분에서 차이를 보이고 있다. 미국은 ‘수정된 경영판단원칙’(modified business judgement rule)을 통하여 적대적 M&A의 표적이 된 회사의 이사들이 상당한 재량을 갖고 방어수단을 사용할 수 있도록 허용하고 있는데 비해, EU의 제13차 지침(Directive)은 이사들에게 중립의무(neutrality principle)를 부과하고 주주들의 동의가 없는 한 M&A 방어 수단을 실행할 수 없도록 하고 있다.

이러한 차이는 미국의 경우 헌법에 의해 회사법 규율권한을 각 주가 갖고 있어 경영권보호에 치중하는 주법을 연방법이 통제할 수 없는 반면, EU의 지침은 처음부터 대부분의 회원국들이 갖고 있는 보호주의적 법규를 철폐함으로써 역내 M&A 시장을 자유화하려는 목적을 갖고 있었던데 기인한다고 볼 수 있다.¹¹³⁾

112) 김두식, 앞의 논문, 36쪽.

113) 김두식, 앞의 논문, 18쪽.

이와 같이 외국법제가 취한 입법유형에 비해 우리나라의 현행법은 적대적 M&A에 직면한 대상회사의 경영권 방어에 대하여는 원칙적으로 무개입 태도를 취하고 있다고 볼 수 있으며, 다만, M&A 자체를 규제하는 입법유형의 하나로서 지배주식의 취득에 일정한 동의절차를 거치도록 하는 제도¹¹⁴⁾와 일정비율 이상의 주식취득을 제한하는 제도¹¹⁵⁾를 두고 있다.¹¹⁶⁾

우리나라의 상법과 증권거래법을 보면 방어행위를 직접적으로 금지하는 입법 유형을 채택하고 있지는 않다. 즉, 방어행위의 재량은 대상회사의 이사회에 맡기고 방어를 하고자 하는 경우에 방어책으로서 활용될 수 있는 수단을 상법 또는 증권거래법에 규정하는 입법유형에 속한다고 할 수 있다.

그러나 방어책으로 규정되어 있는 신주발행, 자기주식의 취득 또는 처분, 전환사채 등 주식관련제도를 이용한 방어책 이외에 직접적인 방어수단으로 활용될 수 있는 그 밖의 주식관련제도의 방어책은 매우 제한적이다.

예컨대 의결권 없는 보통주, 복수의결권제도, 일반주주에 대한 의결권상한제, 포이즌 필, 신주예약권제도 등은 외국의 경우와 달리 일체 허용되지 않는 문제가 있다.

또한, M&A 대한 미국, EU, 독일, 일본 등의 입법례를 통하여 보면, 국가별로 사회, 경제, 문화적 특성과 밀접한 관련성을 가지고 입법되어 있다.

114) 지배주식의 취득에 일정한 동의절차를 거치도록 하는 입법유형으로서 상법상 정관의 규정에 의하여 주식의 양도에 이사회의 승인을 얻도록 하여 주식양도를 제한할 수 있도록 하는 것(상법 제335조 제1항)을 말한다.

115) 일정비율 이상의 주식취득을 제한하는 제도로는 1997년 3월에 폐지된 과거의 10% 대량소유제한제도를 들 수 있다. 그러나 현재에도 공공적 법인에 대하여는 등록당시를 기준으로 공공적 법인의 발행주식총수 10%이상을 소유한 주주는 그 소유비율, 그 외의 자는 3% 이내에서 정관이 정하는 비율을 초과하여 소유하지 못하도록 금지하고 있는 것(증권거래법 제200조 제1항)은 여기에 속하는 유형이라 할 수 있다.

116) 송중준, M&A 법제의 현황과 보완과제, 상장협 연구보고서, 2005. 4. 44쪽.

따라서 향후 M&A 법제의 보완책에 있어서는 시장에서 긍정적인 방향으로 M&A가 이루어져야 한다는 전제하에 기업의 경영권의 안정화를 추구하는 방향으로 제시하고자 한다.

제 4 장 우리나라 적대적 M&A 관련 법의 보완

제 1 절 주식제도의 다양화

I. 현행 종류주식의 한계와 다양화의 요구

우리 상법은 주주평등의 원칙을 강행적으로 적용하여 그 예외는 법률에 의해서만 인정될 수 있는 것으로 보아 주식의 종류를 엄격히 제한하고 있다. 종류주식은 이익배당 및 잔여재산분배 등 재산적 권리에 관한 것으로 한정되어 있다.

의결권에 관해서는 그 내용이 다른 주식이 허용되지 않는다. 의결권은 단지 우선주의 속성에 불과하고 그 마저 의결권이 있는 것과 없는 것으로 나뉜다. 또 무의결권주식은 이익배당우선주에 한정되고, 그 수도 발행예정주식총수의 4분의 1 이내로 제한되어 결과적으로 이익배당우선주의 발행이 제한되고 있다. 이익배당 등 자익권에 대하여 내용이 다른 주식의 발행을 인정하면서 그 권리의 확보수단이라고 할 수 있는 의결권 등 공익권에 대하여는 이를 인정하지 않는 점, 그리고 우선배당권과 무의결권의 결합이 그 성질상 당연한 것이 아님에도 불구하고 이익배당우선주에 한하여 무의결권주식을 인정하는 점은 종류주식을 발행하는 목적에 비추어 볼 때 과도한 규제라고 생각된다.

한편, 회사가 우선주를 발행하는 경우 부가될 수 있는 상환조항과 전환조항은 회사로 하여금 간편하게 우선주를 소멸시켜 재정상 부담을 더는 수단을 제공하는 동시에 주주의 이익을 증진하는 수단도 된다. 그러나 상법상 우선주의 상환권 및 전환권은 매우 제한적으로 인정되어 그 기능을 다하지 못하고 있다. 상환은 반드시 이익으로써만 하여야 한다(상법 제345조 제1항). 우선주의 전환권은 주주에게만 인정되고 회사에게는 인정되지 않으며 전환대상주식도 그 발행회사의

주식에 한정된다(상법 제346조 제1항). 이에 따라 실무상으로는 조건 또는 기한의 설정을 이용하여 회사의 선택에 의한 강제전환을 실시하기도 한다.

이와 같이 상법은 회사가 발행할 수 있는 주식의 종류 및 그 발행 조건을 크게 제한하고 있기 때문에 회사가 자금조달주산을 다양화하여 신속하고 원활한 자금조달을 기하는 데에는 한계가 있다.

미국의 경우 보통주와 우선주로 나누면서도 보통주에도 여러 종류의 주식으로 발행하는 것을 허용하고 있으며,¹¹⁷⁾ 우선주의 내용도 무한한 가능성을 열어놓고 있다. 또한 일본은 2001년과 2002년의 상법 개정으로 미국의 제도를 받아 들여 의결권에 따른 종류주식제도의 도입 및 Tracking Stock의 발행을 허용하고 있다.

우리나라의 경우 국내기업의 입장에서는 다양한 경영상의 필요와 투자자들의 욕구를 충족시킬 수 있는 새로운 종류주식을 필요로 하나 상법상의 한계로 인하여 이를 발행할 수 없는 실정이다. 이는 국제적인 기업경쟁력을 갖추는데도 문제가 있다고 할 것이므로 다양한 주식의 발행 가능성을 생각해 볼 필요가 있을 것이다.

II. 트래킹주식의 발행

1. 트래킹주식의 구성

우리나라의 경우에도 우리 상법상 종류주식에 관한 규정(상법 제344조 제1항)이 종전의 일본상법의 규정(日商 제222조 제1항)과 같으므로, 트래킹주식을 보통주로 볼 수 있는 근거 역시 일본과 동일하게 구성할 수 있을 것이다.

일본 소니사의 트래킹주식 발행의 해석론을 따를 경우, 트래킹주식은 상법 제344조 제1항에서 규정하는 “이익배당이나 잔여재산분배에

117) John E. Moyer, “The Law of Business Organizations”, ITP, 1999, p.377.

관하여 내용이 다른 수종의 주식”으로 볼 수 있고, 회사는 정관을 개정하여 종래의 보통주와는 다른 트래킹주식을 발행할 수 있게 된다.

따라서 현행 상법 하에서도 제344조 제1항에 의하여 이익배당 및 잔여재산분배에 관하여 내용이 다른 주식의 한 종류로 트래킹주식의 발행을 허용할 수 있다고 볼 수 있겠으나, 해석상의 논란이 있을 수 있으므로, 일본의 개정상법에서처럼 좀 더 합리적인 입법을 통하여 다양한 설계가 가능하도록 하는 방법도 모색해 보아야 할 것이다.

2. 트래킹주식의 향후 과제

(1) 주주간의 이해대립

트래킹주식을 발행하는 회사에서는 트래킹주식의 보유자와 그 이외의 보통주주와의 사이에서 이해의 충돌이 발생할 수 있다. 예컨대 경영자원을 연동대상부문에 중점적으로 투입하면 트래킹주식의 보유자에게는 유리한 반면 보통주주에게는 불리하게 될 것이다. 이에 회사를 경영하는 이사로서는 누구의 이익을 최대로 하는 것을 경영의 목표로 하여야 하는가의 문제가 발생하게 되며, 이는 회사의 이사가 충실의무를 부담하는 상대방이 누구인가라는 문제로 전개된다.

일반적으로 이사가 충실의무를 부담해야 하는 상대방은 회사이고, 이사는 트래킹 주식의 보유자를 포함한 주주 전체의 이익을 도모하도록 행동하여야 한다고 할 수 있다. 그러나 항상 주주전체의 이익을 충족시키는 것은 쉬운 일이 아닐 것이므로, 주주간의 이해대립의 문제가 발생하는 경우에 대비하여 구체적인 대책이 필요할 것이다.

(2) 정관에 의한 이해의 조정

트래킹주식의 권리내용은 정관에 기재되므로, 정관에 위반하는 행위를 이사가 하는 것은 불가능하다.¹¹⁸⁾

118) 예컨대, 트래킹주식에 지급할 배당금이 없음에도 불구하고 배당금을 지급하면

위와 같은 이해대립이 발생하는 경우 이사의 행동기준에 대해 미리 정관에 기재해 둔다면 정관의 내용에 의하여 주주간의 이해를 조정할 수가 있을 것이다.

그러나 장래의 모든 상황을 미리 예측하고, 대처방법을 정관에 기재한다는 것은 불가능할 것이며, 그와 같은 불측의 사태에 대처하기 위하여 이사에게 충실의무를 부과하고 있는 것이라 할 것이다. 따라서 결국 이사의 충실의무의 내용을 해석함으로써 주주간의 이해를 조정할 수밖에 없게 된다.

(3) 충실의무에 의한 이해의 조정

위와 같이 이사의 충실의무를 통한 이해의 조정이 요청되는데, 이점에 관하여 주주그룹 간에 이해대립이 존재하는 경우에는, 회사는 한 주주그룹 측의 희생으로 다른 주주그룹을 이롭게 하는 결정을 절대로 해서는 안 되는 것이 아니고, 그와 같은 결정을 하는 경우에는 이익상반에 대처하기 위한 절차를 밟으면 된다고 하는 설이 주장되고 있다. 그리고 충분한 정보를 개시한 후에 트레이딩주식의 종류주주총회의 승인을 얻는 것이 바로 이 ‘적절한 절차’에 해당한다고 한다.¹¹⁹⁾

그러나 이 견해는 절차가 공정하면 결과가 공정하지 않아도 된다는 것으로 볼 수도 있으므로 이를 옳다고 보기 어렵다.¹²⁰⁾

따라서 한 주주그룹의 희생으로 다른 주주그룹을 이롭게 하는 행위를 할 때에는 불이익을 받는 주주그룹에 대하여 적어도 불이익분의

이사는 충실의무위반으로 회사에 대하여 책임을 부담한다고 해석된다.

119) 소니사의 예를 보면, 자회사를 양도하는 때에 전환비율을 낮추는 정관변경의 제안이 있는 경우에 이 제안은 자회사연동주주에게 불리한 제안이지만, 자회사연동주의 종류주주총회에서는 설령 전환비율을 낮추어도 즉시 5%의 프리미엄을 취득할 수 있다면 괜찮다고 생각하는 자회사연동주주가 다수여서 제안이 승인될 가능성이 높다. 이 경우에 적절한 절차가 취하여 졌기 때문에 이사에게 아무런 충실의무위반을 물을 수 없다고 단정할 수 있는지 의문이 있다.

120) 黒沼悦郎, 前掲論文, 9面.

보상을 할 필요가 있을 것이며, 모자회사간에 있어서는 독립당사자간과 같은 조건으로 거래가 이루어져야 하고, 이에 위반한 경우에 모회사는 자회사에 대한 책임을 부담하여야 할 것이다.

즉, 모자회사간에 있어서 모회사에게 유리하고 자회사에게 불리한 거래라도 기업그룹 전체에 이익을 가져오는 거래라면 하여도 무방하고, 다만, 그 이익의 일부를 자회사에게 부여함으로써 자회사 소수주주의 불이익을 해소하여야 한다는 것이다.

Ⅲ. 차등의결권제도의 도입

1. 차등의결권 도입의 장단점

주주평등의 원칙과 ‘1주 1의결권’ 원칙에 따라 유럽에서 보편화(미국에서는 소수의 기업에서만 도입)되어 있는 차등의결권주식제도(Dual Class Plan)를 일반적, 전면적으로 도입하는 것은 현행 상법상 불가능하다.

【표-5】 주요국 기업의 차등의결권 제도 활용 현황

국가명	미국	영국	독일	스웨덴	EU	한국
도입비율(%)	11.5	23.9	17.6	55.4	20.1	-

자료 : 대한상공회의소, “M&A 방어환경의 국제비교와 정책시사점”, 보도자료, 2004. 7. 15.

그러나 차등의결권제도는 경영권 방어뿐만 아니라 장기 주식투자등을 유도할 수 있으며(주식보유기간에 따라 의결권을 차등 적용할 경우 장기투자문화를 정착시키는 효과를 기대), 이 제도를 통해 기업의 장기적인 경영에는 무관심한 단기투자자들의 의결권이 상대적으로 축소되면 경영권 분쟁의 소지도 줄어든다는 장점이 있으므로 기업에게 선택의 기회를 열어두는 것이 바람직하다는 주장이 있다.¹²¹⁾

121) 이지언, 앞의 논문, 160쪽.

이와 반대로 우리나라의 경우에도 재벌시스템 하에서 차등의결권의 도입은 소유·지배간의 괴리를 더욱 심화시키는 문제가 있다고 주장하며, 주주평등의 원칙과 1주 1의결권 원칙의 기본원칙의 문제 이외에도 우리나라 증시에서는 세계에서 유사한 사례를 찾아보기 어려울 정도로 의결권의 가치¹²²⁾가 크고, 이는 대리인 문제가 우리나라에서 그 만큼 더 심각하다는 것을 의미하므로 법적으로 제도가 도입된다고 할지라도 이의 시행을 위해서는 정관개정이 필요하며 최근의 시장여건에서는 정관개정이 용이하지 않을 수도 있고, 특히 외국인 지분율이 높은 기업에서는 더욱 어려울 것으로 보이므로 차등의결권제도의 도입은 고려하기 어렵다는 것이다.¹²³⁾

2. 검토

현행법상으로는 도입되기 어려운 차등의결권 제도도 그 적용에 있어서 신중히 고려해 볼 수 있다고 생각한다. 차등의결권제도는 기업의 경영권 불안문제 해소뿐만 아니라 건전한 주식투자 등¹²⁴⁾을 유도할 수 있는 장점이 있으므로 증권관련 제도를 보완하여 기업에게 적용여부 선택의 기회를 주는 것도 가능할 것이라 생각된다. 차등의결권제도를 적용하면 경영권이 이 제도를 남용하게 될 것이라는 우려에 대해서는 차등의결권제도가 허용되어도 기관 투자자를 포함한 주주들의 특별결의를 거쳐 정관을 개정하여야 하기 때문에 경영진이 이 제도를 남용하기 어려울 것이며, 반면 기업공개시 공개기업으로 하여금 대주주, 투자금융사, 종업원 등 이해관계자들이 원하는 형태의 지배구조와 경영권 방어를 가능하게 할 수 있기 때문에 기업공개를 촉진할

122) 의결권 있는 보통주와 의결권 없는 보통주 간의 가격차를 말하며, 이 차이의 일부는 두 주식간의 유동성의 차이에도 기인한다고 볼 수 있다.

123) 정광선, “기업경영권 위협 어떻게 대응할 것인가”, 기업지배구조 리뷰 통권 제 16호, 2004. 9, 11쪽.

124) 실제 주식보유기간에 따라 의결권을 차등 적용할 경우 투기적 주식투자 관행 대신 건전한 장기 투자 기반을 확충하는 효과도 기대할 수 있다.

수 있으며, 계열사간 순환출자나 피라미드를 통한 불합리한 지배구조를 개선할 수 있는 대안으로 활용될 수도 있을 것이다.¹²⁵⁾

IV. 의결권제한주식의 도입

1. 복수의결권주식과 부분의결권주식의 인정여부

경영권 방어수단으로서의 복수의결권주식은 회사의 창업자 등 지배주주가 경영권을 유지하기 위하여 과도한 자본을 투자하여 경영자원을 소진하거나, 황금낙하산, 중요자산의 매각, 인수포기대가의 지급 등 무리한 경영권 보호장치를 도입하여 회사의 가치를 떨어뜨리는 문제를 방지할 수 있는 장점이 있다.

그러나 복수의결권은 미국과 영국의 경우 의결권의 수가 다른 차등의결권주식이 회사법상 인정되고 있으나, 우리나라의 경우 현행 상법이 규정하고 있는 1주 1의결권원칙(상법 제369조 제1항)과 주주평등의 원칙에 정면으로 반하는 문제가 있다.¹²⁶⁾

여기에서 살펴보아야 하는 의결권의 내용으로는 ‘의결권의 수’와 ‘의결권을 행사할 수 있는 사항’으로 구분될 수 있으므로 의결권에 대한 종류주식도 이에 따라 구분할 수 있는데, 전자는 복수의결권주식

125) 대주주가 경영권 유지를 위해 과도하게 투자하는 현상이나 유상증자시 여러 가지 무리한 방법을 동원하는 폐단을 어느 정도 막을 수 있기 때문이다.

126) 우리나라에서 차등의결권주식이나 복수의결권주식 등의 도입이 논의되는 이유는 회사지배에 필요한 자본의 규모를 축소하기 위함일 것인데, 이를 전면적으로 허용하는 것은 본문에서의 논의처럼 어려운 일이다. 그러나 지배구조에 대한 사회적 문제가 발생할 가능성이 적은 벤처기업이나 중소기업 등에 대하여 예외적으로 차등의결권주식의 발행을 허용해 줄 필요성은 매우 크다는 의견이 있다. 이들에게 차등의결권제도를 인정한다면, 벤처기업가나 창업주들이 경영권을 유지하기 위하여 회사에 과도하게 자본을 투자하여 개인적인 경영자원을 소진하게 하거나 무리한 경영권 보호 장치를 도입하여 오히려 회사의 가치를 떨어뜨리게 만드는 부작용은 상당부분 해소할 수 있을 것이다. 자본시장을 통한 자본조달의 필요를 가장 많이 느끼는 벤처기업이나 성장유망 중소기업들이 경영권 상실에 대한 불안 때문에 마음 놓고 IPO를 하지 못하는 것이 현실이므로 차등의결권 주식은 이러한 문제에 대한 해결방안이 될 수 있을 것이라고 한다.

과 부분의결권주식으로 발행되는 것이며, 후자는 의결권의 유무(의결권이 있는 주식과 없는 주식) 및 의결권의 인정범위(의결권에 관한 제한이 전혀 없는 주식과 결의사항 일부에 대하여만 의결권이 없는 주식)로 구분할 수 있다.

만약 복수의결권주식이나 부분의결권주식을 인정하면 이는 주주평등의 원칙의 예외로 인정하는 것이 아니라 주주평등의 원칙을 폐지하는 것이 된다. 회사경영에 있어 복수의결권주식이나 부분의결권주식에 대한 수요는 무의결권주식 등 ‘의결권을 행사할 수 있는 사항’에 관하여 내용이 다른 종류주식으로도 어느 정도 충족될 수 있을 것이다.

2. 의결권에 관한 종류주식

위와 같은 이유로 현재 상법상 도입이 필요한 의결권에 관한 종류주식은 ① 의결권에 관한 제한이 전혀 없는 주식(보통주식) 외에 ② 의결권이 전혀 없는 주식(무의결권주식), ③ 결의사항 일부에 대하여만 의결권이 없는 주식(일부무의결권주식)으로 한정될 것이다.

②의 경우 현재의 무의결권주식(상법 제370조 제1항)과 같은 주식이나, 이익배당우선주뿐만 아니라 보통주에 대하여도 인정되는 종류주식이라는 점에서 차이가 있다.

③의 일부무의결권주식은 주주총회의 결의사항 중 일부에 대하여는 의결권을 가지면서 나머지 결의사항에 대하여는 의결권이 없는 새로운 형태의 주식으로서 의결권 있는 주식과 무의결권주식의 중간적 형태에 속한다.¹²⁷⁾ 현재 상법상으로는 인정되지 않고 있는 형태이지만, 의결권이 전혀 없는 완전무의결권주식이 인정되는 이상 결의사항 일부에 대하여만 의결권이 없는 주식을 인정하는 것 자체가 불합리하다고 볼 수는 없을 것이다.¹²⁸⁾

127) 최준선·김순석, 앞의 논문, 65쪽.

128) 실제로 결의사항 일부에 대하여만 의결권이 없는 주식에 대하여도 합리적인 수

3. 의결권제한주식의 기능

회사가 무의결권주식에 의하여 자본을 조달할 경우, 지배주주 및 경영진은 지배권을 유지하면서 필요한 자금을 조달할 수 있기 때문에 모자회사관계 및 계열회사관계 등 연결관계를 유지하고 안정적 회사 경영을 도모할 수 있고, 기업매수에 필요한 의결권 있는 주식의 수의 유통량이 적기 때문에 적대적 M&A를 효과적으로 방어할 수 있다.

또한 투자확보의 면으로도 발행회사의 주식사무상 주주총회의 정족수 확보 및 총회소집통지 등에 따른 주주관리비용과 사무부담을 크게 줄일 수 있다. 한편, 의결권이 없으면 그 만큼 주식의 가치가 하락하므로 발행가액이 상대적으로 낮아지게 되어 의결권에 관심이 없는 일반투자자로서는 유리한 투자결과를 얻게 된다.

그러나 이러한 장점에 반하여 무의결권주식의 발행은 소수의 주식을 가진 주주가 기업을 지배하는 폐단이 있을 수 있으므로 이를 방지하기 위하여 현행 상법은 발행주식 총수의 4분의 1로 제한하고 있다 (상법 제370조 제22항).¹²⁹⁾¹³⁰⁾

요가 존재한다. 즉, 이익배당액이 회사의 특정자회사의 이익에 연동하는 트래킹주식의 경우 그 의결권을 그 자회사의 양도 등에 한하여 인정하는 것이 다른 주주와의 이해조정에 적합할 수 있다. 또한, 벤처기업이 외부에서 자금을 조달하는 경우 투자자가 투자자본 회사불능의 위험을 경감하기 위하여 완전무의결권주가 아니라 일정한 사항에 대하여는 의결권을 확보할 필요도 인정된다. 경영권을 확보하고자 하는 창업자주주와 이익배당을 위하여 자본참가를 하는 벤처캐피탈로 불리는 투자자주주간에 이해관계를 조정하는 관점에서 벤처캐피탈에게 이익처분안에 관해서만 의결권을 부여하는 것이 그 예이다. 小池信行, “第153回国會における商法改正について”, 民商法雑誌(No.184), 2002. 6面.

129) 상장법인이나 공개예정법인은 일정한 경우 증권관리위원회의 승인을 얻어 발행주식 1/2까지 발행 가능(증권거래법 제191조의 22항).

130) 미국의 경우 의결권제한주식의 발행한도 제한을 하지 않고 있으며, 일본의 경우 의결권제한주식을 확대하면서 기업측의 요청을 적극 수용하여 발행주식 총수의 2분의 1까지 그 발행을 확대하였다.

4. 의결권제한주식의 권리내용

완전무의결권주식의 권리는 현재와 차이가 없을 것이다. 예컨대, 총회소집통지수령권, 총회소집청구권, 주주제안권, 총회검사인선임청구권 등 의결권을 전제로 하는 권리는 인정되지 않으나, 그 외에 의결권을 전제로 하지 않는 공익권은 전부 인정되며, 정관으로도 이를 박탈할 수 없는 것으로 해석된다.

그러나 일부무의결권주식은 정관에서 주주총회 결의사항에 대하여 의결권이 제한되는 범위를 정하여야 한다. 정관에 이에 대한 규정이 없는 경우, 현재의 무의결권주식과 같이 의결권을 전제로 하지 않는 권리는 인정하고, 의결권을 전제로 하는 권리는 기본적으로 의결권을 가지지 않는 사항과의 관련성을 감안하여 판단할 수밖에 없게 된다.

의결권의 전부 또는 일부의 제한은 주식이 갖는 자익권에 영향을 미치지 않는다. 다만 자익권 중 주식매수청구권의 경우에는 주주총회의 결의에 반대하는 주주에 대하여 인정되는 권리이므로 의결권제한주식에 대한 인정여부가 문제될 수 있다.

그러나 주주총회의 결의에 반대하는 주주의 주식매수청구권은 무의결권주주에 대하여도 인정된다.¹³¹⁾

의결권제한주식의 의결권의 부활에 관하여 일본의 상법은 개정법에 의해 보통주에 대해서도 의결권제한주식을 발행할 수 있게 됨으로써 구상법 제242조는 삭제되었으며, 다만 무의결권주의 의결권부활에 관해서 학설은 정관으로 정하면 무의결권주의 의결권부활은 가능하다고 보고 있다. 또한, 의결권제한주식은 의결권의 유무의 형태로밖에 인정되지 않으므로 1주에 복수의 의결권을 부여하거나 주주가 소유하고

131) 주권상장법인 및 코스닥상장법인에 대하여는 무의결권주주도 주식매수청구권을 행사할 수 있음을 증권거래법이 명시하고 있고(동법 제191조 제1항), 무의결권주주를 배제하면 소수주주의 보호라는 주식매수청구권의 도입목적이 상실되기 때문에 상법상에서도 같은 뜻으로 해석된다.

있는 주식 중 일정규모 이상의 주식에 관해 의결권을 인정하지 않는 것(즉 의결권에 상한을 두는 것)은 허용되지 않는다.¹³²⁾

우리나라의 경우 현행 상법상 무의결권주의 의결권 부활에 관하여 상법 제370조 제1항에 규정되어 있으나, 일본의 경우와 같이 법률상 강제적으로 부활에 관한 규정을 정하기보다 정관에 “의결권을 행사할 수 있는 사항”의 일부로서 정하는 것으로 족하다고 생각된다.¹³³⁾

V. 신주예약권의 도입

1. 관련규정의 정비

상법상 신주예약권을 규정함에 있어서는 주주의 신주인수권, 주식매수선택권(스톡옵션), 신주인수권부사채 및 전환사채와의 관계가 특히 문제된다. 신주예약권을 도입하기 이전에 이러한 권리들과의 관계 및 규정이 정비되어야 할 것이다.

신주예약권과 주식매수선택권은 권리의 성질과 내용상 차이가 없다. 전자의 경우 그 부여대상에 제한이 없는 반면, 후자의 경우에는 회사의 이사나 종업원 등으로 한정되는 것이 다를 뿐이다. 따라서 신주예약권을 도입하는 경우에는 상법 제340조의2를 신주예약권에 관한 규정으로 재구성하고, 스톡옵션은 신주예약권의 특별한 경우로 보아 부여대상, 결의방법, 수량제한 등에 대한 예외규정을 두는 방법을 택하는 것을 고려해야 할 것이다. 주주의 신주인수권은 주주의 자격에서 그 지분 비율에 따라 우선적으로 신주를 인수받을 수 있는 권리로서 주식매수권과 그 내용이 다르므로 별개의 권리로 규정하여야 할 것이다.¹³⁴⁾

132) 다만 일본의 경우 유한회사의 복수의결권주식의 발행은 가능하다.(유한회사법 제39조 제1항 단서)

133) 이와 같은 이유로 상법 제370조 제1항의 단서 조항을 삭제하자는 의견도 있다. 최준선·김순석, 앞의 논문, 70쪽.

134) 최준선·김순석, 앞의 논문, 93쪽.

2. 신주예약권의 내용

신주예약권은 잠재적 주식이므로 그 발행은 신주발행절차에 준하는 것이 타당하다.¹³⁵⁾ 즉, 신주발행에 준하여 이사회 결의로 발행할 수 있도록 하되, 스톡옵션 등 특별히 유리한 가격으로 발행하는 경우에는 정관에서 주주총회의 특별결의에 의할 것으로 규정하도록 하여야 할 것이다.¹³⁶⁾

신주예약권의 발행가격과 행사가격의 문제에 있어서 신주예약권은 잠재적인 주식이므로 현행 스톡옵션의 경우와 같이 매수대상주식의 실질가액을 공정한 가격으로 볼 수 있다. 예컨대 주권상장법인의 경우 주식매수권 부여일 전 일정기간 동안의 평균주가가 될 것이다.

주주의 경우에 주식매수권의 행사에 의하여 그 지분이 희석화된다. 따라서 주주의 신주인수권을 인정하는 한 주식매수권을 발행하는 경우에도 주주에게 이를 우선적으로 배정받을 수 있는 권리를 부여할 필요가 있다. 그러나 주주의 신주인수권과 같이 이를 상법상 규정할 필요는 없고 현행 신주인수권부사채의 경우와 같이 정관 또는 의사회의 결의로 정하도록 하면 충분할 것이다.

3. 권리의 양도와 행사

신주예약권은 자유로이 양도가 가능하여야 할 것이나, 특별한 목적으로 발행된 경우(스톡옵션으로 발행한 경우, 안정주주의 확보를 목적으로 발행된 경우 등)에는 예외적으로 이사회 승인을 받아 양도하도록 할 필요가 있다.

135) 주식매수선택권의 경우 주주총회의 특별결의에 의하여 발행하는데, 이는 그 부여대상이 주주 아닌 제3자이고 특별히 유리한 가격으로 주식을 인수할 권리를 부여하기 때문일 것이다.

136) 이사회 또는 주주총회에서 결의할 사항은 부여대상자, 발행가격, 발행수량, 행사기간, 행사가격, 주식매수권의 행사로 발행하거나 양도할 주식의 종류와 수 등이다.

일본에서는 신주예약권 증권을 발행하도록 하고 있는데(日商 제280조의30 제1항), 이는 신주예약권을 표창하는 유가증권으로서 주식발행의 경우 주권에 해당한다.

신주예약권 보유자가 그 권리를 행사하면 회사는 신주를 발행하거나 보유하고 있는 자기주식을 교부하게 된다. 이 경우 신주의 발행가액은 신주예약권 발행가격과 신주예약권 행사가격의 합계액이 될 것이다.¹³⁷⁾

4. 신주예약권부사채로의 변경

전술한 바와 같이 신주예약권을 독립적인 권리로 발행하면 현재의 신주인수권부사채 및 전환사채는 따로 규정할 필요가 없다. 사채를 발행하면서 이에 신주예약권을 부가하거나 전환사채의 경우에는 사채의 주식으로의 전환에 관한 조건을 추가하면 될 것이다.

즉, 일본의 경우와 같이 신주인수권부사채를 신주예약권부사채로 그 명칭을 변경하되 비분리형만 인정하고 전환사채는 이를 별도로 규정하지 않고 신주예약권부사채의 한 유형으로 규정할 필요가 있다(日商 제341조의2 제4항 및 제341조의3 제1항 제8호).

VI. 자기주식취득제한 규정의 정비

1. 자기주식취득의 허용 요구

전술한 바와 같은 자기주식 취득의 제한 근거에도 불구하고, 자기주식의 취득은 유통주식수를 감소, 흡수를 통하여 적대적 기업인수에

137) 일본의 경우 신주예약권 행사에 의해 회사가 신주를 발행하는 경우 자본에 전입하여야 할 금액은 첫째, 신주예약권이 유상으로 발행되는 때에는 납입은 신주예약권의 발행시와 행사시의 2회에 걸쳐 행해지고, 둘째 무상으로 발행되는 때에는 납입은 행사시 1회만 이루어진다. 개정법은 신주예약권의 행사에 의해 신주를 발행하는 경우 신주발행가액은 신주예약권의 발행가격(日商 제280조의20 제2항 제3호)과 신주예약권의 행사가격(日商 제280조의 20 제2항 제4호)의 합계액으로 보고 있기 때문이다.

대한 방어수단으로 활용함으로써 경영권안정을 도모할 수 있는 수단이다.¹³⁸⁾ 또한 기업매수자의 보유주식을 매수함으로써 매수의도를 포기하게 할 수도 있으며(green mail), 회사의 주가관리수단이나 배당정책¹³⁹⁾ 등의 재무관리수단, 스톡옵션 및 종업원지주제의 운영수단 등으로도 매우 효과적이다.¹⁴⁰⁾

적대적 M&A가 제한 없이 가능한 상황에서 특히 경영권 유지의 방법만을 규제하는 것은 불공평하므로 지배권 유지를 목적으로 자기주식을 취득하는 행위를 특히 규제하는 것은 불합리하다고 할 수 있으며 오히려 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서 이를 허용할 것이 요구된다.

또한 자기주식 취득을 금지하는 이유로 제시되는 회사의 자본충실 내지 채권자의 보호, 불공정한 회사지배의 방지, 불공정거래의 예방, 주주평등의 원칙의 준수 등에 대하여도 반드시 타당한지에 대한 의문이 있다.

138) SK(주)와 소버린 자산운용 사례

SK(주) 주식 14.99%를 취득하고, 한 때 최대주주였던 소버린자산운용이 SK(주)의 SK 네트워크 지원 반대, 현 경영진의 교체를 주장하자 SK(주) 이사회는 보유하고 있던 자사주 13,208,860주(발행주식의 10.41%)를 우호세력에게 매각하기로 결의하였다.

이에 대해 소버린 자산운용은 “SK그룹이 위법하게 자기주식을 우호세력에게 매각키로 결의, 소버린측의 지분율을 떨어뜨림으로써 2004년 정기주총 때 적법한 의결권 행사를 하지 못하게 하고 있다”는 이유로 의결권침해금지 가처분신청을 냈다.

서울지방법원은 소버린자산운용의 SK(주) 의결권침해금지가처분신청에 대해서 의결권을 침해한다는 입증이 없다는 이유로 SK(주)의 자사주 매각을 중지할 필요가 없다는 결정을 하였다(서울지방법원 2003카합4154의결권침해금지가처분). 법원은 “자기주식 처분행위가 위법하다고 판단하기 위해서는 자기주식 취득자체가 위법하여야 하며, 자기 주식 처분행위만으로는 이사들의 이익과 회사 또는 주주들의 이익이 충돌한다고 단정하기 어렵다고 하였으며, SK(주) 이사들의 자사주 처분 결의는 기업매수에 직면하여 이를 방어하기 위한 것으로서 경영판단 사항에 속한다”고 하였다.

139) 자기주식을 배당수단으로 활용하면 주식배당과 같은 주식가치 희석화의 문제가 없고 오히려 주식수를 감소시켜 주당순이익을 증가시키는 효과가 있다.

140) 회사의 자기주식 활용측면에서 규제완화 필요성에 관하여는 이문성, “자기주식 취득제도의 개선방안”, 상장협 제33호, 1996. 5. 122쪽 ; 김법석, “주주가치 제고를 위한 자기주식매입제도의 개선”, 상장협 제39호, 1999. 5. 199쪽 참조.

자기주식취득의 재원을 배당가능이익으로 한정할 경우 회사의 자본 충실 및 채권자의 이익을 해하는 문제는 없다. 또한, 자사주의 경우에는 회사의 자금이 지출되지만, 회사가 특정 세력에게 자금을 제공해주고 지분을 매입하는 것과는 달리 자사주를 사거나 파는 행위에서 회사에 특별히 손실을 주지는 않는다.¹⁴¹⁾

또한 증권거래법이 상장법인 등의 자기주식취득을 원칙적으로 허용하고 있다는 점을 볼때, 상법상의 규제는 이사의 회사 또는 제3자에 대한 손해배상책임(상법 제399조 제1항, 제401조), 이사의 법령이나 정관 위반행위에 대한 소수주주의 유지청구권과 대표소송(상법 제402조, 제403조), 회사재산을 위태롭게 하는 행위에 대한 형사처벌(상법 제623조 제2호) 등에 대해서도 해결할 수 있을 것이다.

2. 제도의 보완

자기주식취득에 관하여 상법은 원칙적으로 금지하는 반면, 증권거래법은 주권상장법인 및 코스닥상장법인에 대하여 이를 원칙적으로 허용하고 있어 자기주식취득에 관한 규제체계가 이원화되어 있다.

그러나 이러한 상법상의 자기주식취득의 금지는 그 근거가 타당성이 없으며, 현행 상법상 예외적으로 자기주식취득이 허용되는 경우(상법 제341조 각호)는 실질적으로 경영진의 경영판단을 요하지 않는, 즉 취득이 불가피하고 그 폐해가 없는 경우이므로 사실상 이를 자기주식취득금지의 예외사유로 보기 어렵다.¹⁴²⁾

따라서 현행의 원칙적 금지와 예외적 허용에 관한 규정을 폐지하고, 자기주식의 취득한도, 취득방법, 취득주식의 처분 및 보유 등에 관한

141) 상장기업의 경우 증권거래법에 의해 자사주취득과 처분이 규제받고 있어서 주가에도 영향을 주지 않는 방법으로 거래가 이루어진다. 공개기업의 경우 자사주 취득과 매각의 방법은 회사에 손실을 끼칠 가능성이 상당히 제한적이나, 경영권 방어를 위해 자사주를 매입하고 이를 다른 우호주주에게 처분하는 것은 회사의 유효, 적절한 투자기회를 사용한 것으로서 기회비용측면에서 회사에게 손실을 줄 위험이 있다.

142) 최준선·김순석, 앞의 논문, 143쪽.

사항을 새로 정하여 상법과 증권거래법의 일원화된 일반규정으로서 이를 규제함이 타당할 것이다.

일원화된 일반규정에는 일본의 자기주식취득의 개정 예를 참고할 수 있을 것인데, 즉 유상취득 즉, 매수에 한정되어야 하고(무상취득, 합병, 영업전부의 양수, 질취, 양도담보 등에 의한 취득은 그 성질상 당연히 제외될 것이다), 주식소각, 주식매수청구권행사 등 상법의 다른 규정에 의한 자기주식의 매수는 그 규정에 의하여 규율되므로 자기주식취득의 규제대상에서 제외되어야 할 것이다. 또한 자기주식 취득의 목적도 제한될 필요는 없을 것이며, 취득방법에 있어서는 비상장법인의 경우에는 시장을 통한 취득이 불가능하므로 주주와의 직접 협상거래에 의한 취득을 허용하여야 할 것이다.

제 2 절 이사회 의 방어행위기준 정립

I. 이사회 의 중립의무

앞서 살펴본 바와 같이 적대적 M&A 시도에 대하여 일반적으로 이사회 의 중립의무를 요구하더라도 일정한 상황에서는 방어권이 정당화 될 수 있을 것이다.

이사가 합리성과 정당성이 결핍된 방어조치를 취할 경우 선관주의 위반의 책임이 문제되며, 자기의 지배권을 보전하기 위해 방어조치를 취할 경우는 충실의무 위반의 문제가 생기게 된다.

이와 같이 적대적 M&A의 시도에 대하여 대상기업의 경영진들이 이에 대항하기 위한 방어전술을 마련하는 것은 기업의 대리인으로서 주주의 이익을 위한 행동으로서의 방어가 되어야 할 것이나, 우리나라의 경우 기업현실은 소유와 경영이 분리된 경우가 많지 않고, 오히려 회사의 기존지배주주와 경영진이 실질적으로 동일한 실체인 경우가 많으므로, 이러한 상황에서 합리적인 경영판단을 통한 경영권방어

를 기대하기가 힘든 것이 사실일 것이다.

따라서 우리나라의 경우 일반적으로 이사회 의 중립의무를 요구하고, 적대적 M&A의 방어는 객관적으로 정당성이 인정되는 경우에 허용하여야 할 것이며, 적대적 공개매수에 대항하기 위하여 이사가 행사하는 방어수단이 상법, 특별법 또는 정관의 규정에 위반한 경우에는 손해배상책임이 인정된다(상법 제399조).

그러므로 이사회는 경영권 방어행위를 선택하고 실행함에 있어 신중한 결정이 필요하며, 이러한 결정에 대해 다음의 경우로 나누어 살펴볼 수 있을 것이다.

II. 정당한 방어행위 판단기준

1. 주주간의 경영권 분쟁의 경우

이사는 주주로부터 경영을 위임 받는 자이기 때문에, 개인의 경영자로서의 입장을 이용해서 주주간의 지배권 분쟁에 개입해서는 안된다. 적대적 기업매수를 성공시켜, 경영자를 교체할지 아닌지는 최종적으로 주주가 판단해야 하는 것이며, 주주는 이 결정에서 자유롭다고 한다. 이것에 대해, 경영자가 개입하는 것은 주주의 자유판단에 의한 선택의 기회를 빼앗는 것이 될 수도 있기 때문이다.

또한, 특별한 경우로서 주주가 양분되어 지배권 분쟁을 할 경우가 있는데, 이 경우 주주간의 지배권 분쟁에 대해 이사의 불개입이 요구된다.

즉, 주주간의 지배권 분쟁의 경우와 부당한 적대적 기업매수에 대해 회사 및 주주의 이익을 보호하기 위한 조치를 문제 삼는 경우의 이사의 행동규범은 다르다고 볼 것이며, 전자의 경우, 기존주주와 신규로 참여한 주주간의 지배권 분쟁이고 신규 참여자의 주식 취득으로 인한 지배권의 쟁취의 부당성이 인정된 경우이기 때문이다.

적대적 기업매수가 부당하게 또는 남용적으로 진행되어, 회사와 주주의 이익에 반하는 것이 객관적으로 인정되는 경우에는 대상회사의 업무를 방해하는 부당한 방해로 배제하고, 회사 경영의 건전화를 위해 대항조치를 논하는 것이 합리적이며, 이러한 경우라면 상당한 수단을 이용해 대항조치를 취하는 것이 가능할 것이다. 즉, 적대적 기업매수에 대해 경영자가 방어조치를 취하는 것이 인정되는 것은 그것이 부당한 경우에 한한다.¹⁴³⁾

2. 주주의 장기적 이익

적대적 기업매수에 대해, 방어조치를 취할 필요가 있는지, 또 어떤 방법과 내용에 따른 것인가는 경영자의 판단에 맡겨지나, 경영자의 자의적인 판단에 따른 것이 무조건 허용되는 것은 아니다. 적대적 기업매수가 성공한 경우와 그것을 저지한 경우와의 어느 쪽이든 회사 및 주주의 장기적인 이익이 되기 위한 최선의 행위인지를 기준으로 방어조치에 대해서 판단을 하지 않으면 안 된다. 이 경우 주주의 장기적 이익이라는 것은 적대적 기업매수시의 주주만을 말하는 것이 아니라 장래에 거친 모든 주주의 이익이라는 의미이다.

그러나 이러한 기준에도 불구하고 적대적 기업매수에 대한 회사의 이익과 경영자의 이익이 복잡하게 교차해 불가분의 관계에 있을 경우가 많다.

3. 주주들이 이사회에 방어조치를 승인하는 경우

회사의 경영권 변동과 같은 중요 사항은 회사의 경영에 대한 최종 위험을 부담하는 주주들이 결정하도록 하는 것이 주식회사법의 기본

143) 新谷 勝, 敵對的 企業買収-原因と對策に関する法律問題のすべて、稅務經理協會, 2005, 79面.

원칙이다. 따라서 이사와 주주들간에 이해충돌이 발생할 수 있는 적대적 M&A 상황에서 주주들이 M&A 방어 필요성을 인정하여 이를 승인한다면 이사는 법령이나 정관의 규정에 위반되지 않는 한 매수자를 상대로 방어 조치를 취할 수 있다고 볼 수 있다. 이때 주주총회의 승인을 얻기 위해서는 방어조치의 내용과 조건이 구체적으로 제시되어야 하며, 주주총회의 승인은 특별결의에 의하도록 하면 충분할 것이다.

그러나 이러한 방어조치는 우리 법체계에서 적용되는 것이 현실적으로 어려울 수 있는데 이는 주총 개회 준비기간이 대략 45일 이상이 소요되기 때문이다. 적대적 M&A가 급진전되고 있는 상황에서 이 기간은 대상기업에게 상당히 불리하게 작용될 수 있으며, 결국 주주들에게 피해가 돌아갈 수 있는 문제가 있다.

따라서 우리나라의 경우 EU식의 사후적인 주주총회의 승인방법 대신 독일 기업인수법 제33조 2항의 예에서 볼 수 있는 주주총회가 공개매수 개시 전 또는 실제 M&A 발생 개시 전 18개월 이내에 방어조치를 승인한 경우에 이를 허용하는 방안도 고려해 볼 수 있을 것이다.

4. 매수자의 기업인수가 법령을 위반한 경우

실무적으로 문제가 될 수 있는 것은 M&A의 시도가 진행되는 과정에서 그 M&A 시도가 일반주주 또는 회사전체의 이익에 반하거나, 법령에 위반하였을 때 그 사실을 이사회가 일반 주주들에게 어떻게 입증하고 제시하느냐 하는 점이다.

이에 대하여 2003년 수원지방법원 여주지원의 결정¹⁴⁴⁾은 ‘일반주주

144) 2003카합369사건(2003. 12. 12.) - 주주의 신주인수권을 배제하고 신주를 발행함에 있어 요구되는 ‘회사 경영상의 필요’에는 원칙적으로 경영권 방어도 포함된다고 보면서 그 법률적 평가에는 “직접적인 법령 또는 정관의 규정이 없는 경우에는 구체적인 해당 경영권 방어행위의 동기나 목적, 방어 수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용여부가 결정되어야 하고, 이러한 결정에는 그 방어행위로 추구하는 회사 또는 주주의 이익의 내용, 방어행위 실행의 결정과정이 적정한 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이루어졌는지 여부가 중요한 요소로 고려되어야 할 것”이라고 하고

의 의견'과 '중립적인 전문가의 조언'을 이사회가 듣는 것으로 M&A 방어에 대한 이사회 경영판단의 객관성을 확보할 수 있는 것으로 보았는데, 이에 더하여 중립적인 전문가의 분석보고서 등 객관적인 근거를 주주에게 제공하여 대상회사의 이사회가 주주들에게 충분한 의견을 제시하고 수렴하는 절차가 필요할 것이다.

있다. 그리고 신주발행에 관해서는 “신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사회 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도 적대적으로 기업취득을 시도하는 자본의 성격과 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속 전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고, 한편 이러한 신주발행행위가 그 결의당시의 객관적 사정에 의하여 뒷받침되고, 그 결의에 이르기까지의 과정에 대상회사의 경영권 분쟁 당사자인 기존 지배주주가 아닌 일반 주주의 의견과 중립적인 전문가의 조언을 듣는 절차를 거치는 등 합리성이 있는 경우라면 상법 제418조 제2항 및 이와 동일한 내용의 규정을 둔 대상회사의 정관규정이 정하는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 해당한다고 보아 허용하여야 할 것이다”라고 판시하였다.

제 5 장 결 론

M&A 시장에서 경영권 거래가 활성화되면 시장기능에 의한 상시적 기업구조조정이 이루어지게 되므로 기업의 경영투명성이 높아지고 산업구조의 효율성이 제고될 수 있다. 또한 외국자본에 의한 M&A라는 이유만으로 무조건 거부하는 것이 옳은 것은 아니다. 무능한 경영진을 교체하거나 경영자원을 효율적으로 재구성하기 위한 M&A의 경우에는 국내외 자본을 굳이 구분할 필요는 없을 것이다.

그러나 적대적 M&A에 대해 국내 기업을 무방비 상태로 방치하는 것은 국내 기업경제 및 안정성을 위태롭게 하는 문제가 있다.¹⁴⁵⁾

오늘날 기업의 성장을 통한 경제회복의 요청이 어느 때보다 강력하며, 국내기업이 M&A 시장에서 불평등한 법적 취급을 받아서는 안된다는 주장에 점차 힘이 실리고 있다고 생각된다.

따라서 적대적 M&A가 효율적인 자원배분, 기업지배구조 개선, 경영진에 대한 경영감시라는 순기능을 발휘할 수 있도록 하기 위해서는 한편으로 적대적 기업인수를 활성화 할 수 있는 방향으로 법제와 정책을 운용하되, 불법·탈법적인 M&A 시도나 회사나 주주전체의 이익에 반하는 적대적 M&A에 대해서는 대상회사의 경영진으로 하여금 효과적인 방어수단을 행사할 수 있도록 해야 할 것이다.

145) 최근 외환은행의 매각과정에서 론스타가 무려 4조 5천억원의 M&A 시세차익을 챙길 것으로 추정되고 있어 파문이 크다. 론스타는 2003년 8월, 외환은행 총 주식의 50.5%에 해당하는 3억 2천 5백여만주를 약 1조 4천억원(주당평균 4,525원)에 인수했는데 금번 국민은행이 제시한 인수가격이 주당 14,000원 내지 15,000원으로 알려져 그 차액과 2, 3대 주주인 수출입은행과 코메르츠은행에 대한 콜옵션이익, 그리고 인수당시와 현재의 환시세차익을 고려한다면, 4조 5천억이라는 엄청난 돈이 빠져나갈 것으로 예상된다. 또한 ‘칼 아이칸-스틸파트너스’의 KT&G에 대한 경영권 참여시도는 과거 소비린의 SK(주)에 대한 공격에 이어 또 다시 한국기업의 경영권 방어에 문제가 있음을 지적하고 있다. 실제로 KT&G 사태는 2~3명의 사외이사를 진출시키겠다는 칼 아이칸사의 의도와는 달리 주총에서 집중투표 결과 5명의 사외이사 후보 중 칼 아이칸 측의 후보가 48%(1위)의 득표를 하여 1명만이 사외이사에 선임되었다. 오현탁, “적대적 M&A와 기업의 대응방안”, 상장, 2006. 4, 4쪽.

이를 위해서는 본 연구에서 주식제도의 다양화와 이사회 의 방어행위 기준의 정립으로 구분하여 검토한 것을 정리하면, 주식제도의 다양화와 관련하여서는 첫째, 상법 제344조 제1항의 종류주식 조항에 있어서는, 이익배당 및 잔여재산분배에 관하여 내용이 다른 주식의 한 종류로 트래킹주식의 발행을 할 수 있을 것이다. 다만, 이를 발행하기 위해서는 트래킹주식보유자와 보통주식 보유자 간의 이해대립의 문제, 정관의 규정사항의 조정 등을 우선적으로 거쳐 회사의 이해당사자의 불이익을 해소하는 것이 우선되어야 할 것이다.

둘째, 미국 및 유럽 국가에서 도입이 되어있는 차등의결권제도는 우리나라의 주주평등의 원칙과 상법 제369조 1항의 ‘1주 1의결권’원칙에 따라 전면적으로 도입하는 것은 어렵다. 따라서 주식보유기간에 따른 의결권차등제도로 제한하여 적용할 경우 장기적인 투자문화를 정착시키는 효과와 더불어 효과적인 경영권방어행위로서 활용될 수 있을 것이다.

셋째, 의결권제한주식의 발행은 이익배당우선주에 해당하는 상법 제370조 제1항의 ‘무의결권주식’과 달리 보통주에 대해서 인정되는 종류주식이라는 점에서 차이가 있다. 무의결권주식의 발행은 상법 제370조 제22항에서는 발행주식 총수의 4분의 1로 제한하고 있고, 증권거래법 제191조의 22항에서는 상장법인이나 공개예정법인은 일정한 경우 증권관리위원회의 승인을 얻어 발행주식 2분의 1까지 발행할 수 있도록 하고 있으나, 의결권제한주식을 확대할 경우 발행주식 총수의 2분의 1을 제한기준으로 확대하는 것을 검토해 볼 수 있을 것이다.

넷째, 적대적 M&A가 우려되는 경우 주식매수권을 우호적인 주주가 취득하게 하거나 경영진과 지배주주가 시장에서 직접 매입하게 하는 경영권 방어방법을 고려해 볼 수 있는데, 이를 위해서는 상법 제340조의 2 ‘신주매수선택권’ 규정을 재정비하여, 신주예약권에 관한 규정으로 개정하고, 스톡옵션은 신주예약권의 특별한 경우로 보아 예외규정을 두는 방법이 있다.

다섯째, 상법 제341조의 자기주식취득금지 규정의 경우 자기주식취득의 재원을 배당가능이익으로 한정하여 자본충실을 해하지 않도록 하여, 증권거래법의 규정과 같이 허용하는 것으로 개정할 필요가 있으며, 취득범위는 유상취득에 한정되어야 할 것이다.

여섯째, 우리나라는 이사회에 경영권 방어행위를 허용 또는 제한함에 있어서 일관된 기준이나 원칙이 없으므로, 주주간의 경영권 분쟁의 경우, 주주의 장기적 이익, 주주들이 이사회에 방어조치를 승인하는 경우, 매수자의 기업인수가 법령을 위반하는 경우 등으로 구분하여 기준을 정립할 필요가 있다.

본 연구에서 살펴본 경영권 방어 행위들은 장점과 함께 부작용을 가지고 있다. 그러나 경영권방어행위를 무조건적으로 규제를 하는 것보다는 선진국들의 기업의 활용을 감안하여 긍정적 측면을 적용할 수 있도록 정책적으로 허용해 나가는 것이 중요할 것이다.

참 고 문 헌

【 국내 문헌 】

- 권오승, 자유경쟁과 공정거래, 법문사, 2002.
- 이철송, 회사법강의, 박영사, 2005.
- 임재연, 증권거래법, 박영사, 2004.
- 장세진, M&A의 경영전략, 박영사, 2004.
- 전승철 외, 투기성 외국자본의 문제점과 정책과제, 한국은행 금융경제 연구원, 2005.
- 제갈정웅·최도성·곽수근, 글로벌 시대의 M&A 사례 1, 창해, 2004.
- 최기원, 신회사법론, 박영사, 2005.
- 공정거래위원회, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, 정례브리핑자료, 2004.
- 한국기업지배구조개선지원센터, 기관투자자의 의결권행사 가이드라인, 2004.
- 강대섭, “이사의 책임과 경영판단의 원칙”, 상사판례연구 제12집, 2001.
- 강희철, “외국계 펀드의 국내 투자 현황과 관련 법적 문제”, 증권법연구, 한국증권법학회, 제5권 제2호, 2004.
- 고재중, “회사경영상 책임과 이사의 구제제도에 관한 고찰”, 기업법연구 제17집, 한국기업법학회, 2004. 6.
- 권중호, “일본의 기업법제 개정에 관한 연구”, 코협연구보고서 04-1, 2004.

참고문헌

- _____, “자금조달수단의 다양화와 일본의 주식법제의 개선”, 증권예탁 제52호, 2005.
- 김두진, “M&A 법제의 개선방안 연구”, 상장협 제50호, 한국상장회사 협의회, 2004. 9.
- 김정열, “적대적 M&A와 우리기업의 대응전략 현황에 관한 연구”, CFO Vol. 7, 2005.
- 김지환, “종류주식의 다양성 검토”, 성균관법학 제4권 제2호, 2004.
- 김학현, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, Business Finance Law 제6호, 2004.
- 김학현·박인규, “외국인의 국내 주식투자 증가에 따른 적대적 M&A 가능성 및 평가”, 2004, 공정거래위원회 자료실, www.ftc.go.kr
- 김화진, “상장기업 이사의 법률적 책임과 그 완화장치”, 한국 CFO협회, 2004. 5.
- _____, “M&A 시장의 최근 현황과 정책 및 법적과제”, Business Finance Law 제6호, 2004.
- 김효신, “회사지배거래에 있어 이사의 경영판단 : 지배·종속회사간 합병과 적대적 기업매수에 대한 방어행위를 중심으로”, 상사법 연구 제20권 제2호 통권 제30호, 한국상사법학회, 2001. 8.
- 박명서, “경영판단의 원칙”, 기업법연구 제17집, 한국기업법학회, 2004.
- 박상용, “기업경영권의 환경변화와 대응방안”, 한국경영학회 심포지엄 발표논문, 2004. 8.
- 박영석·이학률, “소유·지배 괴리도 축소지향 규제하의 경영권보호와 기업집단구조”, 리뷰 제16호, 2004.

- 송중준, “적대적 M&A 방어를 위한 법적 과제”, 기업법연구 제18권 제2호, 소셜인슈런스·한국기업법학회, 2004. 12.
- _____, “M&A에 대한 주요 방어대책”, 상사법연구 제14집 제1호, 한국상사법학회, 1995.
- _____, “M&A법제의 현황과 보완과제”, 한국상장회사협의회 보고서, 2005. 11.
- 양금승, “국내기업의 경영권 안정을 위한 보완과제”, 전경련 통권483호, 2005. 2.
- 유진희, “독일법상 기업인수의 규제”, 서강법학연구 제6권, 2004. 5.
- _____, “미국법상 적대적 기업인수에 대한 방어”, (이기수 교수 화갑 기념논문집) 지식사회와 기업법, 2005.
- 윤보옥, “미국회사법에서의 이사의 의무와 경영판단의 법칙”, 비교사법3, 2000. 12.
- 이지언, “경영권 방어제도의 도입”, 주간 금융브리프, 13권 32호, 2004.
- 임중호, “이사의 충실의무론”, 비교사법 제11호, 1999.
- 전병현, “우리법상 M&A에 대한 방어수단으로서의 증권발행에 관한 토론”, M&A 방어수단으로서의 증권발행, 상장협, 1997.
- 전삼현, “이사의 충실의무에 관한 재고찰”, 인권과 정의 제268호, 대한변호사회, 1997.
- _____, “M&A관련 역차별적인 규제의 개선방안”, 상장협 제52호, 2005. 9.
- 정광선, “기업경영권 위협 어떻게 대응할 것인가”, CFO 통권 7호, 한국CFO협회, 2004. 12.

참 고 문 헌

- 정동윤, “M&A에 관한 판례동향”, 개방시대 M&A제도와 법적과제에 관한 심포지움자료, 대한상공회의소, 1997.
- _____, “지배권쟁탈을 위한 신주 및 잠재적 신주의 발행과 소각”, 현대상사법의 제문제, 박상조 교수 화갑기념논문집, 1998.
- 정봉진, “이사의 주의의무와 경영판단의 법칙간의 관계에 관한 미국법 고찰”, 상사법연구 제21권 제2호 통권 제34호, 한국상사법학회, 2002. 8.
- _____, “미국회사법상의 경영판단의 법칙”, 경영법률 제13집 제1호, 한국경영법률학회, 2002. 9.
- 정성숙, “유럽연합의 기업매수지침에 관한 소고”, 비교사법 제11권 제4호(下) 통권 제27호, 한국비교사법학회, 2004. 12.
- 최연혜, “독일정부 자국기업보호를 위해 EU의 M&A지침 저지”, FES-Information-Series, 2001. 12. www.fes.or.kr

【 외 국 문 헌 】

《 영미문헌 》

- Bernard Black & Reinier Kraakman, “Delaware's Takeover Law : The Uncertain Search for Hidden Value”, northwestern University Law Review, Vol. 96, 2002.
- Chung, Kwang S., Kwangwoo Park, and Bonghan Yoon, “The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: The Case of Korea”, paper presented at the KDI-OECD Conference on Newly Privatized Enterprises (February). 2004.

- Christian Kirchner and Richard W. Painter, Takeover Defenses under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law ; Comparison and Recommendations for Reform, American Journal of Comparative Law, 2002.
- Eddy Wymeersch, “The Transfer of the Company's Seat in European Company Law”(ECGI Working Paper) 2003. 3.
- Edward B. Rock, “Coming to America? Venture Capital, Corporate Identity and U.S. Securities Law”, in: Global Markets, Domestic Institutions (Curtis J. Milhaupted), 2003.
- _____, “Greenhorns, Yankees and Cosmopolitans: Venture Capital, IPOs, Foreign Firms and U.S. Markets”, Theoretical Inquiries in Law, Vol. 2. 2001.
- Henry Hansmann & Reinier Kraakman, “The End of History for Corporate Law”, Georgetown Law Journal, Vol. 89, 2001.
- Lucian A. Bebchuk, “The Case for Increasing Shareholder Power”, Havard Law Review, 2004.
- Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, “Firms' Decisions Where to Incorporate”, Journal of Law and Economics, Vol. 46, 2003.
- Morck, Randall and Bernard Yeung, “Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control”, Global Corporate Governance Forum. 2003
- Michael Klausner, “Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stages”, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152, 2003.

참 고 문 헌

Nathan, Charles and Michael Fischer, “An Overview of Takeover Rimes in the United Kingdom”, France, and Germany, Latham & Watkins. 2003

Shleifer, Andrei and Lawrence Summers, “Breach of Trust in Hostile Takeover”, in Alan Auerbach (ed.), Corporate Takeover: Causes and Consequences, University of Chicago Press. 2003.

International Financial Law Review, “EU judgment ends state protection from takeovers”, 2002. 7.

《 일본 문헌 》

椽川泰史, “トラッキング・ストックや新株予約権はどのように活用できるのか”, 法學セミナー (vol.47, No.11), 2002.

黒沼悦郎, “日本におけるトラッキング・ストックの導入と課題”, 證券法研究, 2001. 12.

新谷 勝, 敵対的 企業買収-原因と対策に関する法律問題のすべて、税務 経理協會, 2005.

新谷 勝, 株主代表訴訟改正への課題, 中央經濟社, 2001. 8.

新谷 勝, 敵対的 企業買収-原因と対策に関する法律問題のすべて、税務 経理協會, 2005.

大塚英明, “日本での理事に対する責任論議の展開”, 企業法研究 17輯, 2004. 6.

加美和照, “會社取締役法制研究”, 日本比較法研究所, 2000.

企業統治に関する商法等の改正要綱案, 商事法務 1524號, 1999.

國立國會圖書館調査及び立法考査局, M&Aの促進と敵對的企業買收防衛策,
國立國會圖書館, 2005.

大塚英明, “日本における取締役の責任論の展開:經營判斷原則の導入とその
効果”, 企業法研究 第17執, 韓國企業法學會, 2004. 6.

新谷勝, 敵對的企業買收:原因と對策に關する法律問題のすべて, 稅務經
理協會, 2005.

柴田和史 ; 野田博, 會社法の現代的課題, 法政大學現代法研究所, 2004.

彌永眞生 ; 松井秀樹 ; 武井一浩, (ゼミナ-ル)會社法現代化, 商事法務, 2004.

商事法務編集部, 會社法制の現代化に關する要綱試案の論点, 商事法務,
2004.

森本滋, 比較會社法研究 : 21世紀の會社法制を模索して, 商事法務, 2003.

大塚章男, “株式制度に關する商法改正の企業買收防禦策として活用”, 株
式制度・株主總會のIT化等の理論と實務, 2002.

内藤良祐, “報酬・賃金としての新株豫約權(ストック・オプション),” 酒卷俊
雄先生古稀記念 『21世紀の企業法制』, 商事法務, 2003.

江頭憲治郎, “日本の株式關する法制の改革と今後の課題”, 商事法研究,
2004.

北村雅史, “新株豫約權”, 法學教室 第258號, 2002.

原田昞治・泰出啓太・君谷大輔, “自己株式の取得規制等の見直しに後る
商法改正の解説”, 商事法務(No.1607), 2001.

相澤 哲, 豊田祐子, 新会社法の解説 (6) 新株予約權, 商事法務, 2005.
9. 15.

相澤 哲・岩崎友彦, “株式(總則・株主名簿・株式の讓渡等)”, 商事法務
No.1739, 2005. 8. 5.

참 고 문 헌

葉玉匡美, 議決権制限株式を利用した買収防衛策, 商事法務, 2005. 9. 15.

早川 勝, M&Aにおける取締役の義務と責任, 商事法務, 2005. 8. 25.

相澤哲, 豊田祐子, 新会社法の解説 (4) 株式 (株式会社による自己の株式の取得), 商事法務, 2005. 8. 25.

森順子, 公開買付けに関する証券取引法等最近の改正への対応, 商事法務, 2005. 8. 15.

森本滋, 強制公開買付制度の適用範囲について, 商事法務, 2005. 8. 15.