creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

[UCI]I804:24011-200000264055

2013년 8월

박사학위논문

적대적 M&A의 방어수단에 관한 법적 연구

조선대학교 대학원

법학과 상사법전공

김 찬 모

적대적 M&A의 방어수단에 관한 법적 연구

A legal study on defensive measure against hostile M&A

2013년 8월 23일

조선대학교 대학원

법학과 상사법전공

김 찬 모

적대적 M&A의 방어수단에 관한 법적 연구

지도교수 권 상 로

이 논문을 법학박사학위 신청 논문으로 제출함

2013년 4월

조선대학교 대학원

법학과 상사법전공

김 찬 모

김찬모의 박사학위논문을 인준함

위원장 조선대학교 명예교수 김 영 곤 (인)

위 원 목포대학교 교 수 문 기 호 (인)

위 원 조선대학교 교 수 양 동 석 (인)

위 원 조선대학교 교 수 김 재 형 (인)

위 원 조선대학교 교 수 권 상 로 (인)

2013년 6월

조선대학교 대학원

목 차

제 1 장 서 론 ····· 1

제 1 절 연구의 목적 ····· 1

제 2 절 연구의 내용과 구성 ····· 4

제 2 장 한국의 적대적 M&A 규제내용 ····· 6

제 1 절 적대적 M&A의 방어수단 일반론 ····· 6

1. M&A 개념과 유형 ····· 6
2. 적대적 M&A의 기능 ····· 11
3. 적대적 M&A 방어수단의 적법성 판단기준 ····· 20
4. 글로벌 M&A 현황 ····· 40

제 2 절 적대적 M&A 방어수단 ····· 45

1. 종류주식 도입 ····· 45
2. 자기주식취득 허용 ····· 54
3. 제3자신주인수권 배정 ····· 59
4. 소수주식 강제매수 도입 ····· 63
5. 정관상 주식양도 제한 ····· 67

제 3 절 자본시장법상 적대적 M&A와의 관련성 ····· 74

1. 의결권대리행사 권유 ····· 74
2. 적대적 M&A에 대한 공시제도 ····· 78
3. 적대적 M&A에 대한 공개매수제도 ····· 87
4. 차입매수제도 ····· 95
5. 공공적 법인 주식의 소유제한 ····· 98

제 4 절 그 이외 규제내용 ····· 102

1. 출자총액제한제도 ····· 102
2. 안보이익과 외국인투자제한 ····· 116
3. 우리사주제도 ····· 126
4. 경영자 특전제도 ····· 133

제 3 장 각국의 M&A 법제 ····· 138

제 1 절 미 국 ····· 138

1. 연방증권거래법 ····· 138
2. 주 기업인수규제법 ····· 141
3. 주 회사법 ····· 144
4. 2007년 외국인투자와 국가안보에 관한 법률 ····· 153
5. 기타 M&A 규제법 ····· 157

제 2 절 독 일 ····· 160

1. 독일 주식법 ····· 161
2. 기업인수법 ····· 167
3. 2007년 회사지배구조모범규준 ····· 172
4. 기타 M&A 규제법 ····· 173

제 3 절 일 본 ····· 174

1. 상 법 ····· 174
2. 일본 회사법 ····· 177
3. 금융상품거래법 ····· 188
4. 기타 M&A 규제법 ····· 190

제 4 장 적대적 M&A 방어수단의 문제점과 개선방안 ····· 195

제 1 절 방어수단의 문제점과 도입 찬반논란 ····· 195

1. 공정거래법상 M&A 현황 ····· 195
2. 적대적 M&A 방어수단의 문제점 ····· 196
3. 방어수단 도입의 찬반논란 ····· 197

제 2 절 방어수단위원회에서 논의된 방어수단 ····· 205

1. 신주인수선택권 ····· 206

2. 복수의결권주식 ····· 215
3. 동의권부주식 ····· 224
4. 이사선·해임권부주식 ····· 229
5. 주주총회특별결의요건 가중 ····· 232

제 3 절 그 이외 다양한 방어수단 도입검토 ····· 236

1. 조건부자본증권 ····· 236
2. 한국형 엑슨 플로리오법 제정 ····· 247
3. 징벌적 손해배상제도 ····· 251
4. 기업의 사회적책임(CSR) ····· 258
5. 의결권신탁제도 ····· 264

제 5 장 결 론 ····· 267

참고문헌 ····· 271

ABSTRACT

A legal study on defensive measure against hostile M&A

Kim, Chan-Mo
Advisor : Prof. Kwon, Sang-Ro
Major in Commercial Law
Department of Law,
Graduate School of Chosun University

Korea accepted code of free movement of capital between countries of the OECD. So, M&A by foreign capital were considered as a effective solution to economic problems and corporate restructuring.

In 1997, Section 200 of Securities Exchange Act(section 147 of Capital Market Law) -Large stock holding limit system of listed companies- was abolished. And May 1998, Limit the acquisition of shares in foreign was abolished and M&A of foreign capital about domestic capital was allowed.

Large-scale introduction of foreign capital was increasing the liquidity of the market through the stock market with abundant money supply and principles of corporate standards increased the efficiency of the stock market as a positive effect in domestic stock market.

In addition, Stable flows of equity investment funds reduced the volatility of the stock market, company's financing costs has decreased effectively.

Especially, Entering the domestic financial business of foreign capital has contributed to credibility of korean financial business and advancement of domestic

finance laws and financial institution.

On the other hand, foreign capial activated Hostile M&A by excessive foreign shareholding and brought various problems. Also, Response of domestic companies are becoming a problem.

The current defence about M&A is consists of purchased for own shares by cash, large dividend that local money leaked abroad for foreign investors, cross-shareholding that defend each other by buying stocks with each other, and pyramid type.

Especially, Hostile M&A due to dysfunction of foreign capital may be damaged Korea's economic growth potential. Because It leads to decrease of long-term investment to domestic companies.

Therefore, To regulate large corporations, It should be improved from pre-regulation polarization relieve policy to subsequent enhanced relief policy. This is the direction of relieving that consistent with the constitution and corresponding measures about hostile M&A by foreign capital.

Major korea corporations like the federation of Korean industries claimed the introduction of poison pill, dual class stock and korean exon-florio act for prevent to foreign captial's destructive M&A like Lonestar Fund in Texas.

As a result, the threat of hostile M&A has several problems like gives corporate management stability and reduce supply functions in funds financial industry.

For example, If the corporation that threatened to takeover because of a hostile M&A is not supplied effective - low cost defensive measures except acquisition of treasury stock or mutual investment, It will faced of criticism as a reverse-discrimination regulation that losts balance between attack and defense.

Nevertheless, for reasons such as the terms of the liberalization of capital defense M&A legal opinion to oppose the adoption of differential voting shares and the introduction of a so-called poison pill legislation fails, Korean, and April 15, 2012, some revision of the Commercial Code came into force. Therefore, the discussion on whether takeover defenses also introduced legislation continues.

Especially, Poison pill is a kind of defence mechanism. It has a little influence compared with other defence mechanisms and has advantages about time ensuring for judgement of share holders. If it introduced to commercial law, It will match to management efficiency of companies and global economy.

Also, We should note about improvement of institution through the enlargement of a variety of financing techniques that being developed by the finance committee from 2011 and the revision of Capital market law related with defensive measures of hostile M&A.

For listed companies, with the contingent capital instruments(reverse convertible bonds, etc.) which allow contingent capital securities ahead of the 2013 is performed

Conditional Capital Securities ltd. Bonds as securities on the securities, including commercial law at the time of publication, depending on objective and reasonable criteria in case shares are converted into pre-specified reasons.

In this paper, we will be discussed regulations and defensive measures of korean hostile M&A that relatively incomplete compared to developed countries through the balanced and advanced system of developed countries.

Also, Improvement strategies of defensive measure about hostile M&A, reanalyzed debating the pros and cons of the introduction of defensive measure and defensive measure discussed in ministry of Justice.

Researchers with the new government to promote economic democratization in the Act as part of the elimination of unfair trade practices, such as price manipulation by promoting capital market amendments to the law on the introduction of punitive damages based expansion and a variety of CSR takeover defenses, including the introduction of new ways to present defense were.

Also, It has limitations that the introduction of Punitive damage. Because Korea's legal system is similar to the continental law and there is a possibility of unconstitutionality.

Recently, The framework of resolution policy of polarization between major companies and minor companies is the protection of minor companies. In this regard, Behavior of major companies and own governance is regulated directly in advance.

Evaluation indicators of companies for social responsibility(CSR) is being applied as important measure of company management evaluation. ISO presented international commercial transaction standard. In 2013, More than 10,000 companies use the guideline of ISO.

In Korea, ISO guideline that reflected regulatory of shareholders and key indicators of CSR is considering monetary factors and non-monetary factors related to shareholders when a operator assesses the terms of the acquisition in the face of hostile. This seems useful for defensive measure of M&A.

The introduction of voting trust to the hostile M&A is need to ongoing discussion in the range of South korea's business rule and so that is considered as a means of takeover defense.

And also, Fundamental measures against hostile M&A is improving of corporate value through improvement of corporate governance and degrade the appeal arguments because of the increase in M&A costs.

Corporations should check inefficient decision-making and maintain transparency of management using IR and CSR. It will be connected to improvement of continuous corporate value.

Key words: hostile M&A, poison pill, CSR, warrant, LBO, contingent capital instrument, Voting rights.

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 목적

적대적 M&A는 인수희망자가 독단적인 지배구조의 확보를 시도하므로 매수자(raider)와 경영자(defender)간의 첨예한 이해관계 대립으로 기업 활동이 위축되고, 외국자본의 적대적 M&A로 산업주권을 약화시키는 문제가 제기되고 있다.

1994년 구 증권거래법 제200조(자본시장법 제147조)에서 규정한 주식의 대량소유의 제한 등의 폐지로 많은 기업들이 M&A에 관심을 기울이기 시작하였다. 외국인의 국내기업 M&A는 우호적 M&A만 허용되었으나 1998년 5월 외국인투자 및 외자도입에 관한 법률 개정으로 적대적 M&A까지 전면 허용되었다. 이는 1996년 가입한 OECD의 국가 간 자본의 자유이동 규범을 수용한 결과이지만, M&A가 외환위기 당시의 당면과제였던 기업구조조정을 효율적으로 달성할 수 있는 수단으로 여겨졌기 때문이다.

이와 같이 외국자본의 급속한 유입은 한국 경제환란의 출구수단으로서 정부의 적극적인 의지가 반영되기도 하였다. 외국자본의 대규모 도입은 주식시장에 풍부한 자금공급으로 시장의 유동성을 증대하였으며, 기업 펀더멘탈 기준의 투자원칙은 국내 주식시장의 투자패턴에 긍정적으로 작용하여 주식시장의 효율성을 증가시켰다. 또한 주식투자자금의 안정적 유입으로 주식시장의 변동성을 감소시켜 기업의 자금조달 비용이 효과적으로 절감되었다.

일부 적극 참여형 펀드는 선진기업 재무기법의 도입, 경영의 합리화, 경영투명성의 증대, 지배구조 개선, 배당률 제고 등을 통한 투자대상 기업의 주가 상승으로 외국투자자를 포함한 전체 주주에게 주가상승의 길잡이가 되었다. 특히 외국계 자본의 국내 금융산업 진출은 한국 금융산업의 대외신인도 제고와 국내 금융감독기법·금융관련법 및 금융제도의 선진화에 기여를 하였다.

반면에 외국계 자본은 외국인의 과도한 주식소유로 적대적 M&A를 활성화시켰고 외

국인의 과도한 기업경영권 소유의 문제점을 노정하였다. 국내기업의 대응책 역시 문제가 되고 있다. 현재 M&A에 대한 방어수단으로는 경영에 사용될 회사자금을 사장시키는 현금중심으로 이뤄지는 자기주식의 매입, 외국인 투자자의 구미에 맞는 국부해외유출형의 고액배당, 우호적인 기업 간에 서로 자기주식을 매도·매입함으로써 서로를 방어해 주는 백기사유형의 상호출자, 피라미드형이 주종을 이루고 있다.[1)]

특히 외국계 자본의 역기능에 따른 적대적 M&A는 국내기업의 장기투자를 위축시켜 한국 경제성장의 잠재력을 훼손할 수 있다. 전국경제인연합 등 한국 기업의 주요 단체들은 2012.11. 21. 한국 정부를 상대로 한국-벨기에·룩셈부르크 투자협정 위반을 이유로 국제중재기구인 ICSID(국제투자분쟁해결센터)에 국제중재를 제기한 론스타와 같이 '먹튀논란'을 야기하는 외국자본의 파괴적 M&A를 방지하려면, 미국·일본·프랑스 등이 경영권방어수단으로 허용하고 있는 포이즌필 제도, 차등의결권제도, 한국형 '엑슨 플로리오법(Exon-Florio Act)' 등의 도입을 주장하였다.[2)]

결과적으로 적대적 M&A 위협으로 기업의 경영안정성이 저해되고 위험회피 성향으로 금융부문의 산업자금 공급기능이 위축되는 등 여러 가지 문제가 발생하고 있다.

또한 최근 경제민주화와 관련하여 경제적 번영과 성장을 위해 역동적인 기업활동을 가능케 하는 기업환경(불필요한 사전적 규제개선, 유연한 노동시장, 경제활동 의욕을 상실케 하는 비합리적인 조세제도 개선) 조성이 저하되어 역차별적인 외국자본[3)]에

1) 상홍규, "M&A규제와 의결권행사 및 신탁제도의 활성화 방안", 「상사판례연구」, 제25집 제2권, 2012. 6, 337면.

2) 권상로, "적대적 M&A에 대한 방어수단에 관한 소고", 「법학논총」, 제18집 제2호, 조선대학교 법학연구소, 2011, 474면.

3) 2012년 외국인 보유금액은 411.6조원(시가총액의 32.2%)으로 2011년 30.4%보다 증가하였다.: 금융감독원, "외국인 투자자 형태별 주식 순매수 현황", 「보도자료」, 2013.1,7.

<외국인 투자자 형태별 주식 순매수 현황> (단위 : 십억원)

투자자 형태	'11년	(보유)	'12년	(보유)
개 인	△93	1,830	△160	1,640
기 관	△9,481	349,625	17,790	409,933
투자회사(펀드 등)	△8,015	169,855	827	191,256
은 행	△2,547	40,956	4,194	57,805
증 권	△4,250	7,670	1,798	7,420
보 험	△1,140	8,239	553	10,052
연기금	2,240	36,167	1,536	42,505
기 타	4,232	86,739	8,880	100,895
합 계	△9,573	351,455	17,630	411,573

의한 적대적 M&A에 대비하지 못하고 있어 또 다른 국부유출이 초래되고 있다.

2006년 상법개정안에서 제시된 다양한 종류주식들은 조본조달의 기능을 가지고 있었고, 일정한 조건변경으로 적대적 M&A에 대한 경영권 방어수단으로 적합하게 활용할 수 있었다. 이러한 의미에서 새로 도입하려한 주식을 방어적 주식이라 할 수 있었으나 매년 상정된 개정안은 국회에서 통과되지 못하였다. 이어 2008년 상법개정안에서는 동의권부주식과 임원임면권부주식이 제외되고 6종류의 종류주식만 상법에 반영되어 적대적 M&A 방어수단의 관점에서 보면 의미있는 개정안은 아니라고 본다.

OECD 자본자유화규약 등 이유로 M&A 방어법제를 반대하는 여론[4]에 차등의결권주식과 소위 한국형 포이즌필 도입 즉 신주인수선택권이 입법화되지 못하고 2012년 4월 15일 상법의 일부개정이 발효됨에 따라 경영권 방어 법제논의도 지속되고 있다.

또한 2011년 금융위원회에서 추진 중인 적대적 M&A 방어수단과 연계된 자본시장법 개정을 통한 제도개선에 주목할 필요가 있다. 즉 상장기업에 대하여 주식·사채 등 상법상의 유가증권 이외에 조건부자본증권으로 해당 증권발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라서 미리 정한 사유발생시 주식으로 전환된다는 조건이 붙은 회사채(역전환사채 등) 발행의 필요성이 제기되었다.[5]

따라서 본 논문에서는 선진국보다 상대적으로 일천한 한국의 적대적 M&A에 대한 규제와 방어수단을 연구하기 위하여 선진국의 선험적·균형적인 제도적 규제내용을 살펴보고자 한다. 또한 한국의 적대적 M&A에 대한 방어수단의 개선방안으로 2008년 법무부의 경영권방어법제개선위원회에서 논의된 방어수단 도입여부와 논의된 방어수단을 재조명하고, 2012년 4월 15일 시행된 종류주식의 도입과 2013년 4월에 국회를 통과한 조건부자본증권, 경제민주화와 관련된 징벌적 손해배상 도입 여부 등 글로벌 경쟁시대에 부합하기 위한 다양한 방어수단의 도입문제를 연구하여 정관이용과 자본구조변경 등에 따른 우리 기업환경에 맞는 경영권 방어수단을 제시하고자 한다.

---

4) 대표적 반대여론 주도층인 경제개혁연대는 '한국은 부실기업인들 조차도 경영권을 쉽게 회복할 수 있는 구조하에 있기 때문에 기존의 경영권 방어 장치로도 충분하다' 는 반대의견을 제시하였다; 권상로, 앞의 논문(주 2), 474면.

5) 금융위원회,"「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」개정안 입법예고",「보도자료」, 2011. 7. 27, 5-6면.

제2절 연구의 내용과 구성

M&A의 유형은 매수자가 은밀히 대량으로 주식을 매집하거나 기존 대주주가 우호주주를 규합한 후 공개매수절차를 통하지 아니하고 바로 M&A를 시도하는 경우가 대부분이다. 적대적 M&A가 시도되면 공정한 규칙이 정착되지 아니하여 일반적으로 장기간 M&A 당사자간 소모적인 소송사건으로 비화되고 이러한 과정에서 일반투자자들의 보호가 소홀해지기 쉽다.

현행법상으로 한국 기업이 경영권 위협에 대항할 수단으로는 자기주식취득과 신주의 제3자배정방법 등이 대표적이다. 그러나 전자는 고비용이 수반되고 후자는 까다로운 절차와 비용이 수반되어 결과적으로 방어비용의 과다한 소요로 정상적인 기업경영의 장애요인으로 작용할 소지가 적지 않다. 물론 일부 상장기업의 경우 임원 선·해임요건을 강화한 특별다수결조항(super majority voting rule), 해임되는 임직원에게 엄청난 고액의 퇴직금을 지급하기로 하는 이른바 경영자 특전제도인 황금 또는 양철낙하산조항(golden or tin parachute) 등 적대적 M&A에 대비하여 정관을 두는 경우가 있으나, 이들 조항이 일률적으로 유효하다고 보기에는 논의의 여지가 많다.[6)]

현재 선진국 경제의 저성장시대 진입에 따라 글로벌경쟁의 심화로 기업성장전략으로 M&A의 중요성이 증대되고 있다. 동시에 한국의 외국자본에 대한 느슨하고 애매한 규제로 인한 적대적 M&A의 무분별한 공격에 보완하기 위해서는 외국의 일반 M&A동향 흐름과 외국자본에 의한 M&A 법적 규제 양태를 지속적으로 파악하고, 우리 국내법상 외국자본에 의한 M&A 규제 현실과 규제대상 및 방법의 개선방향을 고찰할 필요가 있다. 또한 적대적 M&A의 선제행위로 기업의 CSR이 적대적 M&A 규제에 미치는 유연성과의 연관관계도 살펴볼 필요가 있다고 본다.

따라서 본 논문에서는 국내 금융 및 실물 산업발전에 유용한 외국자본의 유입을 저해하지 아니하는 범위 내에서 투기성 단기 외국자본의 부정적 행태를 제어하는 방어수단방안의 적법성 수준을 강구하고, 매수자와 경영자에 대한 규제의 균형적 조정범

6) 송종준·김윤정, “한국형 포이즌필의 법리 해석과 몇 가지 입법과제- 2010년 상법일부개정법률안상 신주인수선택권을 중심으로-”,「증권법연구」, 제11권 제1호, 2010, 258면.

위 내지 수단, 그리고 국가 기간산업 보호를 위하여 안보이익과 관련된 외국자본 M&A에 대한 대응방안을 연구 기술하였다.

본 연구는 기존의 국내외 문헌을 바탕으로 국내외 M&A 방어수단의 현황을 살펴보고 한국의 적대적 M&A 방어수단으로서 기능이 개연성이 있다고 본 대응방안을 개정상법 등과 연계하여 논의를 고찰하였다.

본 논문의 연구 구성은 다음과 같다.

서론에 이어 제 2 장에서는 적대적 M&A 방어수단의 일반론, 상법상 적대적 M&A방어수단, 자본시장법상 적대적 M&A와의 관련성과 그 이외 규제내용을 기술하고, 경제민주화와 관련하여 도입여부의 여론이 팽팽한 출자총액제한제도, 안보이익과 외국인투자제한, 우리사주제도와 경영자특전(황금낙하산)제도를 살펴보았다.

제 3 장에서는 각국의 M&A 법제 현황으로 미국, 독일, 일본의 적대적 M&A 방어와 관련된 법 규정과 제도를 살펴보았다.

제 4 장에서는 한국의 적대적 M&A 방어법제의 개선방안으로 법무부 경영권방어법제 개선위원회에서 논의된 방어수단의 찬반논란과 상법개정시안으로 논의된 방어수단으로서 신주인수선택권 등을 기술하였다. 특히 경영권 방어 차원에서 경영권 안정을 위한 대안으로 적대적 M&A에 대비하거나 직면한 상황에서 이용할 수 있는 신주인수선택권, 방어적 주식(defensive stocks)인 복수의결권주식과 동의권부주식 등을 살펴보았다.[7] 그 이외 2013.4.30. 국회를 통과한 조건부자본증권(역전환사채 등)과 한국에서 향후 다양한 방어수단으로서 한국형 엑슨 플로리오법 제정, 개별법 차원으로 도입이 진행되는 징벌적 손해배상제도, 비주주집단 이익배려법(이해관계자 규정)에 준거한 기업의 사회적책임(CSR)과 의결권신탁제도에 관하여 살펴보았다.

제 5 장에서는 결론으로 새로운 국제적 기준 등 기업환경 변화에 따른 M&A 방어수단 보완의 필요성을 가능한 매수자와 경영자의 균형선상에서 이루어질 것을 제안하고 이상의 논의를 요약하고 정리하였다.

---

7) 송종준, “방어적 주식제도의 국제적 입법동향과 법적 과제”,「경영법률」, 제17권 제2호, 2007, 94면.

제 2 장 한국의 적대적 M&A 규제내용

제 1 절 적대적 M&A 방어수단 일반론

1. M&A의 개념과 유형

가. M&A의 개념

M&A는 대체적으로 기업의 경영권 취득을 목적으로 하는 거래의 총체라고 이해되고, 합병을 의미하는 Merger와 매수를 뜻하는 Acquisition의 약자로 이루어진 것으로 인식되고 있다.[8] M&A의 개념을 단순한 합병과 인수의 합성어가 아닌, 합병을 포함하는 넓은 의미의 인수로 파악하여 대상회사의 지배권 취득을 목적으로 하는 거래의 총체로 보는 것이 실질적인 M&A의 개념과 부합한다.[9]

M&A의 종류에는 합병과 매수가 있다. 매수에는 주식의 상당부분을 인수함으로써 경영권을 취득하는 주식매수와 대부분의 대상기업의 자산을 매입하여 실제적인 기업을 인수하는 자산매수로 구분한다. 특히 합병은 독립적인 2개 이상의 회사가 계약에 의하여 1개의 회사로 합동하는 효력을 발생하는 법률요건으로, 한 회사가 존속하고 다른 회사가 소멸하는 흡수합병(Merger)과 당사회사가 전부 소멸하고 신회사가 설립되는 신설합병(Consolidation)으로 분류되나 양자 간 합병의 형태를 제외한 합병요건 및 절차적인 면은 동일하다고 볼 수 있다.[10] 합병계약의 법적 성질은 단체법상 특수

8) M&A는 법률학상 용어라기보다는 경영학상의 용어로서 이를 직역하면 기업의 합병·인수(매수)라고 할 수 있는데, 일상용어로서는 기업의 인수·합병이라고 종종 부르고 있다. 그런데 M&A의 목적은 대상회사의 지배권(경영권)을 취득하고자 하는 것이므로, 즉 (흡수)합병은 기업을 매수(인수)하고자 하는 것이므로 이를 간단히 기업의 매수라고 부르기로 한다.: 정찬형,「상법강의(상)」, 박영사, 2012, 515면.

9) 김홍식,「M&A 개론」, 박영사, 2009, 4면.

한 채권계약으로 합병의 본질에 대한 학설은 다음과 같다.[11)]

(ⅰ) 합병이란 2개 이상의 회사가 단체법상·조직법상의 특수한 계약에 의하여 1개의 회사로 합일되는 법률사실이며, 그 효과로서 재산의 이전과 사원의 수용이 이루어진다는 인격합일설, (ⅱ) 합병이란 소멸회사의 영업 전부를 현물출자하여 자본을 증가하거나 회사를 신설하는 것이라는 현물출자설, (ⅲ) 합병은 합병당사 회사의 재산의 합일이라고 보고 그 결과 종전의 재산에 대하여 주주권 또는 사원권을 갖던 사람이 당연히 존속·신설회사의 주주권 또는 사원권을 갖는다는 재산합일설이 있다.

회사 합병의 제한으로는 상법상의 제한, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법'이라 함)상의 합병 등 신고제도와 특별법상의 제한이 있다. 특별법상의 제한으로는 독점규제법상 거래의 객체별·단계별 또는 지역별 경쟁관계가 있거나 경쟁관계가 성립가능한 분야 기업 간의 합병은 원칙적으로 금지된다(제7조제1항제3호).

또한 M&A에는 대상회사 경영진의 동의여부에 따라 우호적 M&A(friendly M&A, agreed M&A)와 적대적 M&A(hostile M&A, defended M&A)로 나누어진다. 우호적 M&A는 인수기업이 대상회사를 인수하려고 할 때 해당 경영진의 동의와 협조로 M&A가 진행되며, 양 당사지의 협상에 의하여 인수조건이 결정된다. 반면 적대적 M&A는 경영권 분쟁이 일어나는 경우로 대상회사의 다양한 방어수단이 동원될 경우 우호적 M&A에 비해 상당히 많은 시간과 비용이 소요된다.[12)]

나. 적대적 M&A의 의미

M&A를 대상회사(subject firm)내지 표적기업(target firm)(이하 '대상회사'라 함) 경영진의 거래의사 또는 동의여부에 따라 분류하는 것으로, 먼저 우호적 M&A는 인수희망기업(acquiring Firm) 내지 인수희망자(acquirer)(이하 '인수회사'라 함)가 대상회사와 합의하에 M&A를 하는 경우를 말한다. 즉, 우호적 M&A의 경우에는 시장의 지

10) James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations Volume Ⅱ, Aspen Publisher(2003), p.606.

11) 학설에 관한 자세한 내용은 최준선, 「제5판 회사법」, 2010, 삼영사, 673면-674면; 최기원,「신회사법론」(제13대정판), 박영사, 2009,1093면; 이철송,「회사법 강의」제17판, 2009, 103면 참조,

12) 한상호, "적대적 M&A와 경영권 방어행위에 관한 비교법적 고찰", 한국외국어대학교 박사학위논문, 2012. 6-7면 참조.

배와 관련된 공정거래법에서 기업결합에 대한 규제의 적용과 그 외의 사항은 상법상 주주보호 절차 및 채권자보호 절차만 거치면 법적인 제제를 받지 않는 자율적인 경영사항이다. 반면 적대적 M&A는 대상회사 이사회의 의사에 반하여 경영진 교체를 목적으로 대상회사의 경영권을 획득하는 것을 말한다.[13)]

따라서 적대적 M&A는 공격과 방어에 많은 시간과 비용이 소요되어 기업활동을 약화시키고 특히 외국자본에 의한 적대적 기업인수는 산업주권을 약화시키는 문제가 제기되고 있다. 즉, 적대적 M&A의 경우에는 대상기업 대한 기습적 공격으로 경영상의 혼란을 초래할 수 있고, 주주들이 충분한 정보취득의 곤란과 주식의 매도여부 결정 기회가 어렵기 때문에 이들을 보호할 필요성이 있다. 또한 우호적 M&A에 비해 대상기업의 범주가 넓고 인수가액 획정에 경영권 프리미엄이 포함되지 않기 때문에 인수가액이 낮아진다는 장점으로 적대적 기업매수행위는 지속적으로 증가하고 있다.[14)]

상장법인의 주식은 증권시장에서 불특정 다수인 사이에 공개 경쟁적으로 유통되는데, 이는 경영권 지배도 공개적인 경쟁대상이 됨을 의미한다. 즉 누구든지 증권시장을 통하여 다량의 주식매입으로 주주총회의 다수의결권을 확보하고 자신의 영향력이 미치는 이사를 선임하여 경영권을 획득할 기회가 보장된다. 기존 지배주주나 경영진이 방어수단을 이용하여 대항하면 경영권 분쟁이 발생하는 것이다. 이러한 현상은 글로벌 기업환경에 있어 국내외 기업을 막론하고 필연적으로 발생하며, 특히 2008년 미국발 금융위기 이후 빠르게 증가하고 있다.

또한 2013년 그동안 실물 경제에 비해 급격히 상승한 일본 주가가 조정국면에 들어갈 경우 차익실현 매물로 인한 엔화자금의 국외유출 예상되며, 일본 정부가 주식 등 자산버블에 대응하고 추가 엔저를 유도하기 위해 일본 금융회사 및 개인의 해외투자를 독려할 가능성[15)]이 있어 적대적 M&A 확대에 영향을 미칠 것으로 보인다.

중립적 M&A(neutral or unopposed M&A)는 대상회사의 경영진이 인수희망자에게 M&A에 관해 찬성도 반대도 하지 않는 경우를 말한다.[16)]

---

13) 권재열, “적대적 M&A에 대한 이사의 방어행위 기준,” 「상사판례연구」, 한국상사판례학회, 제18집 제2권, 2005, 174면.
14) Jeannette Gorzala, "The Art of HosGMBH, 2010, tile Takeover Defenc", IGRL, GMBH, 2010, P.10-13.
15) 금융감독원, “글로벌 시장의 엔화자금 동향 분석”,「보도자료」, 2013.6.4, 6면.
16) 한정미, “적대적 M&A관련 법제의 비교법적 연구”, 한국법제연구원, 2006, 14-15면.

다. 적대적 M&A의 유형

사업 구조조정으로서의 M&A는 법인매각과 인수의 경우에는 그룹 내 개별기업에 대한 매각으로써 경영권을 포함한 해당기업의 자산, 부채 및 인력을 모두 매각 또는 매수하는 가장 일반적인 방법이다. 매수자는 기업에 대한 지배권과 영업권을 확보[17]하여 부채를 부담할 수 있기 때문에 거래조건은 부채와 자산가치의 상대적 크기에 따라 결정된다. 또한 사업부문 매각으로 특정 사업부문만을 분리·매각하는 방식으로 순수사업만을 양도·인수하는 방법이 있는 바, 경영권과 부채 및 기타 사업부문을 제외하고 특정사업부문의 공장설비 같은 유형자산과 영업권·노하우·기술 등의 무형자산을 분리하여 매각, 인수하는 방식이 있다. M&A의 유형은 분류기준에 따라 다양하게 분류되고, 결합형태·거래의사·매수결제수단·결합주체 등에 따라 분류할 수 있다.[18]

1) 기업결합형태에 따른 분류

수평적 M&A(horizontal M&A)는 동일 시장 내에서 경쟁관계에 있는 동종 또는 유사제품을 생산·판매하는 2개 이상의 기업들 간 M&A를 말한다. 이는 큰 규모일수록 유리한 '규모의 경제(economies of scale)'를 향유하는 결합형태이다. 수직적 M&A(vertical M&A)는 생산에서부터 판매에 이르기까지 수직적 흐름에 있어서 상이한 특정단계에 속한 기업들 간 결합형태 이다. 혼합형 M&A(conglomerate M&A)는 상이한 사장에 속하기 때문에 상호 경쟁관계 또는 수직적 관계에 있지 않은 기업들 간 M&A를 의미한다.[19]

2) 매수결제수단에 따른 분류

기업매수의 결제수단의 의한 분류로, 현금매수, 주식교환매수, 차입매수(LBO: Leveraged Buy-out)로 분류한다. 현금매수는 기업매수의 대가로 현금을 지불하는 거래의 형태이며, 주식매수 내지 주식교환매수는 대상회사의 주식과 인수회사의 주식을

17) 이문성, "M&A의 서론적 고찰",「상사법 연구」, 제9집, 한국상사법학회,1991, 9면.
18) 지호준·박용원,「M&A: 기업인수·합병」, 법문사, 2004, 13면.
19) 권재열,「경제법」, 법원사, 2005, 112-114면.

일정한 비율로 매수하거나 교환하는 방식으로 이루어진다. 또한 차입매수는 대상회사의 자산을 담보로 조달한 부채를 자금으로써 매수를 실행하는 것을 뜻한다.[20]

3) 결합주체에 따른 분류

결합주체에 의한 M&A 분류로 국내기업 간 이루어지는 국내 M&A(In-In), 국내기업이 국외기업을 M&A하는 국제 M&A(In-Out), 국외기업이 국내기업을 M&A하였을 경우(Out-In)로 분류된다.

따라서 국경간 M&A에 관해서 외국인의 국내기업 M&A는 미국, 영국, 독일, 프랑스, 스웨덴 등의 순으로 활발하였고, 내국인의 외국기업 M&A는 영국, 미국, 독일, 프랑스, 네덜란드 등의 순으로 활발했다.[21] 아시아 지역도 외국인 M&A에 대한 세계적인 흐름을 타고, 일본, 싱가포르, 홍콩 등의 순으로 외국기업에 대한 M&A에 적극적 태도를 보였다. 그리고 세계적으로 외국인 M&A가 증가한 것은 M&A에 대한 장벽 완화, 자본시장의 개혁과 탈규제도 제 몫을 한 것으로 보인다.[22]

4) 교섭방법에 따른 분류

교섭방법에 따른 분류로는 개별교섭에 의한 M&A과 공개매수(TOB: Take-over bid)에 의한 M&A으로 나누어진다. 개별교섭에 의한 M&A은 대상기업에 대한 개별적인 매수교섭을 통해 합의계약 방식으로 대부분 우호적인 M&A에 이용된다. 반면 공개매수에 의한 M&A은 거래소시장 및 장외시장 등에서 일정가격으로 일정기간내 매수할 것을 공표한 후 주식을 대량 매수하는 방법으로 우호적 M&A은 물론 비우호적 M&A의 경우에도 이용된다.

5) 금융기관 퇴출방식에 의한 분류

파산상태에 이른 금융기관을 퇴출시키는 것은 채권자 간 잔여재산의 평등한 분배라는 도산절차 본래의 목적 이외에 예금자 보호 및 신용질서 유지라는 정책적 고려가

---

20) 권재열, 앞의 논문(주 13), 10면.
21) 박한성, “적대적 M&A 방어수단으로서 종류주식의 활용 방안에 관한 연구”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 2012. 2, 10면.
22) 한정미, 앞의 논문(주 16), 14-15면.

있어야 하므로 일반 기업의 도산절차와는 크게 다르다.

파산은행의 처리방법은 존속을 전제로 한 직접 자금지원(direct assistance)과 자금지원을 수반한 합병(assisted merger)이 있으며, 폐쇄를 전제로 한 경우에는 예금보험금의 지급(insured deposit transfer)·자산·부채의 이전(P&A: purchase and assumption), 가교은행(bridge bank)의 설립 등이 있다.[23]

2. 적대적 M&A의 기능

가. 순기능

1) 기업성장의 효율적 수단

최근 국경을 넘어선 인수와 합병이 이루어지는 "국제 M&A"가 활발해지고 있는데 이는 글로벌 기업들이 M&A를 통해 시장지배력 강화 및 신흥시장 진출 등 성장전략을 추구하고 있다. 선진국 경제의 저성장시대 진입에 따른 글로벌 경쟁의 심화로 기업의 성장전략으로서 M&A의 중요성이 갈수록 증대되고 있다. 즉 1990년대 중반이후 글로벌 선도 기업들은 M&A를 글로벌 성장을 위한 전략적 수단으로 활용하여 시장지배력을 높이고 아시아 신흥시장으로 진출하고 있다. 또한 기업규모가 클수록 선제적인 해외 M&A 전략을 구사하고 있는데 글로벌 500대 기업의 75%, 100대 기업의 91%가 적극 활용하고 있는 것으로 나타났다.[24]

또한 글로벌 경제에서 금융부문비중이 커지면서 금융자본이 기업경영 등 실물부분에 미치는 영향력이 화대되었다. 연기금 등 대형펀드의 주주행동주의자가 확산되어 경영의사결정에 대한 영향력이 강화되고 있다. 따라서 사모펀드 등은 적대적 M&A시장에 적극 진출 하는 등 투장영역을 확대한다.[25]

---

23) 채재철, "다국적기업의 적대적 M&A의 방어전략에 관한 실증적 연구", 목원대학교 박사학위논문, 2007. 6, 14면.

24) Rehm, W., Uhlaner, R. & West, A. (2012). Tolking a longer-term look at M&A value creation. *MaCkinsey Quarterly*, January.

25) 박현수외 6인, " 위기 이후 세계 경제질서 변화와 대응" ,「연구보고서」, 삼성경제연구소, 2011.3.31,

적대적 M&A의 긍정적인 측면중 하나가 경영의 효율성을 증대하는 것에 있다. 이러한 효율성이론은 기업의 M&A 활동이 기업이 보유하고 있는 각종의 자산들을 재배치하고 이를 통해 상승효과를 일으키거나 기존 경영진의 경영성과를 향상시키게 된다. 따라서 이러한 경영성과가 M&A 대상기업의 주주들에게 프리미엄을 더하여 사회적 이익을 증대시킨다는 것이다.[26] 따라서 이러한 경영의 효율성을 바탕으로 경제적 효과를 향상시키는 것이 기업의 목표이기도 하다.

한편 적대적 M&A는 부정직하거나 무능한 경영진을 정직하고 효율적으로 회사를 경영할 자로 교체할 수 있으므로 일종의 징계효과가 있어서 경영효율성을 제고할 수 있다. 즉, 인수희망자가 대상회사 주식에 대하여 현재 시장가격에 프리미엄을 더하여 적대적 M&A를 시도하는 것은 대상회사가 비효율적인 경영이 있음을 의미한다. 또한 인수희망자는 인수 후에 해당기업의 자산을 보다 효율적으로 관리 · 운용하는 능력을 가지고 있음을 증명을 하기 위한 수단을 강구해야 한다.

즉 적대적 M&A가 완수되면 기업경영의 효율화가 이루어진다는 논리이다. 따라서 비효율적으로 기업을 경영한 경영진을 적정한 시기에 교체하는 것도 자본시장의 활성화에 크게 도움이 될 것이다. 더욱이, 주식의 시장가치와 회사의 자산가치와 차이가 오직 경영자의 비효율적 경영의 결과라면 적대적 M&A에 의해 경영진을 신속히 교체시키는 것이 경영효율성 제고에 도움이 된다.

2) 대리인문제 최소화

적대적 M&A의 순기능으로 대리인문제를 최소화할 수 있다. 대리인문제는 기업의 소유와 경영이 분리되어 있거나 경영진의 지분이 낮을 경우 발생하기가 쉽다. 즉, 소유와 경영이 분리된 경우에 주주는 이익의 극대화를 추구하나 경영진은 매출 및 성장극대화를 선호한다. 상호 추구하는 목표의 차이로 인해 대리인 문제가 발생할 수 있고 이로 인해 적대적 M&A가 발생할 수 도 있다.[27] 이러한 적대적 M&A는 경영진의 업무수행을 감시 · 감독하여 대리인문제를 줄이는 기능이 있다.

예컨대 적대적 M&A가 공개회사(주식양도가능 회사)에서 대리인문제를 조절할 수 있

104면.

26) 고동수, “적대적 M&A와 경영권 방어제도”, 산업연구원, 2008, 13-14면.

27) 고동수, 위의 논문(주 26), 17면.

다는 논리이다. 이는 이사 자신이 맡은 임무를 성실하게 수행하지 않으려고 한다는 것을 기본전제로 한다. 이러한 전제는 인간의 이기적인 성향에 바탕을 둔 것으로서 이사가 아무리 열심히 맡은 바 임무를 성실하게 수행하더라도 그 노력의 결과는 회사의 소유자인 주주에게 귀속되기 때문에 복지부동하거나 이익충돌행위를 하려고 한다는 인간의 행위양태에 초점을 맞추고 있다.[28] 경영진이 성실하게 업무를 행하지 않을 경우 회사의 이익이 감소할 수 있고, 회사의 이익감소는 바로 그 회사의 주식에 영향을 주게 된다. 이렇게 주식의 시장가격이 하락할 경우, 그 회사의 지배권을 획득하여 주식의 가격을 상승시켜 보고자 하는 자가 M&A를 하려는 인센티브를 가지게 된다.[29]

이와 같이 적대적 M&A의 표적이 되지 않기 위해서는 회사경영진이 주주가치(shareholder value)의 증대와 주식의 가격 상승 노력의 산물이 바로 대리인문제의 감소로 연결된다.[30]

3) 중소 · 벤처기업의 구조조정 및 경쟁력 강화 수단

과거에는 주로 대기업의 M&A에 대한 논의가 주류였으나 최근에는 중소벤처기업의 M&A에 관심이 높아지고 있다. 즉 M&A는 중소 벤처기업의 종합적 경영능력 부족과 빈약한 내부자원, 규모 열세의 극복수단으로 대두되고 있으며, 시장의 성장이 둔화되고 경쟁이 치열한 사업일 경우 효율적 구조조정 수단으로 평가되고 있다.

또한 경영자원이 특정부분에 편중되거나 치열한 시장경쟁으로 고전하는 기업이 M&A를 통해 성장과 경쟁력을 제고하고 있다.

4) 시장의 투명성 제고 및 경영자 감시기능

적대적 M&A의 경우 기업, 기관투자자들은 비효율적인 운영으로 잠재적 가치보다 주가가 낮은 기업을 발굴하는 정보 생산활동 강화의 유인을 갖게 된다. 이에 따라 증권시장에 보다 많은 정보가 제공되고, 이는 증권시장의 투명성을 유도하며 문제기업이

---

28) 권재열, 앞의 논문(주 13), 24-25면.

29) Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, “The Proper Role of a Target`s management in Responding to a Tender Offer”, 94 Harvard L. Rev. 1161(1981), pp.1168-1171.

30) Deborah A. DeMott, “Down the Rabbit-Hole and into the Nineties : Issues of Accountability in the Wake of Eighties-Style Transaction in Control”, 61 George WashL. Rev. 1130(1993), p.1133.

시장에서 쉽게 구별되어 건전한 투자를 유도할 계기가 된다. 또한 적대적 M&A를 추구하는 기업이나 투자자에 의해서 시장에 의한 경영 감시기능이 자동적으로 작동되며, 소액주주의 보호 효과와 적극적 매수를 통해 적대적 M&A를 시도하게 되면 증시에 자금유입이 원활히 유입되어 증시활성화에 기여하게 된다.

이러한 적대적 M&A를 통해 비능률적이며 무능력한 경영자를 퇴출시키거나 경영권에 대한 위협만으로도 기업가치를 제고할 수 있다. 즉 기업지배구조 개선을 통해 지배주주의 횡포를 어느 정도 제어할 수 있으나 적대적 M&A는 최대주주의 경영권 자체를 위협하기 때문에 독단적 의사결정과 경영 등에 대한 강력한 억제기능이 있다.

나. 역기능(폐해)

1) 국내기업 경영안정성 저해

투기성 외국자본에 의한 경영간섭 및 적대적 M&A 가능성이 커짐에 따라 기업의 경영안정성에 심대한 영향을 초래한다. 이에 따라 국내기업들은 미래 성장을 위한 투자중심 경영보다 단기 실적위주의 경영형태가 보편화되고 경영권 방어에 치중함으로서 장래 기업투자에 사용될 자본을 현금으로 보유하는 등 기업 주력사업에 집중해야할 에너지와 시간을 소모한다.

2) 금융기관의 공공성 및 산업자본 공급기능 위축

해외 사모투자펀드에 의해 인수된 외국계은행의 경우 리스크가 높은 기업대출을 축소하고 가계대출을 증대시킴으로써 전체적으로 중소기업을 중심으로 한 산업자금 공급기능이 위축된다. 또한 금융 불안정 문제를 해결하려는 정부정책에 비우호적인 경향을 보임으로써 금융안정을 위한 정부의 영향력이 약화된다. 다만, 이러한 외국계 금융기관의 경영형태가 향후 금융산업발전을 위해 금융기관의 자금운용 등 경영에 대한 정부의 규제나 행정지도를 지양해야 한다는 장기적 시각에서 부정적으로만 보기 어려운 측면도 있다.

3) 경영권 방어수단의 비용 증가

적대적 M&A 위협의 증가에 따라 자기주식 취득을 늘이고 배당금액을 증가시키는 등 기업들의 경영권 방어를 위한 비용이 증가한다.

그러나 공격자의 실질적 의도가 기업인수가 아닌 경우에도 대상회사는 이를 사전에 알 수 없으므로 의사결정기관을 통한 방법이나 조직구조의 변경을 통한 방법을 사용하여 경영권을 방어하기 위해서는 사전에 개별기업의 의사결정구조나 조직구조를 변경시켜야 한다. 이러한 변경은 당해 기업의 최적 의사결정구조나 최적 조직구조에서 벗어난 상태일 수도 있고, 만일 공격자의 의도가 기업인수가 아니라면 불필요한 행위를 한 것으로 개별회사는 물론 사회적 관점에서도 바람직하지 못한 결과이다.

또한 다양한 주식관련 증권을 이용한 회사의 자본구조 변동을 통해 방어자 측의 지분율을 높이거나 공격자 측의 지분율을 희석하는 방법은 의사결정기관을 통한 방법이나 조직구조의 변경을 통한 방법보다 상대적으로 효율적인 경영권 방어수단일 수 있다. 그러나 주식은 기본적으로 현금 흐름권과 의결권을 모두 보유하므로 경영권 방어에 필요한 것은 의결권의 변동 이외에 불가피하게 현금 흐름권의 변동까지 발생하여 비효율적일 수 있다.

즉 신주의 제3자배정이나 자기주식 취득은 실제 인수시도가 없는 경우 사회적으로 낭비일 따름이다. 그리고 개인이 경영권 확보나 유지를 위해 의결권에 상응하는 현금 흐름권을 모두 가지도록 하는 것도 현실적으로는 상당히 무리일 것이다.[31]

4) 주주 및 이해관계인의 부의 이전 · 감소

가) 그린메일 폐해

적대적 M&A의 폐해로서, 첫번째 폐해적 사례가 그린메일이다. 이러한 그린메일은 상법상 용어는 아니지만, 회사의 일상 업무방해, 경영지배를 통한 해악행위 · 반사회적 행위의 실행 이외에 회사에 대한 유형·무형의 압력을 통하여 보유주식을 회사 등에 대하여 매입할 것을 요구하는 행위이다. 대상회사가 그린메일러(green mailer)로 부터 자사주를 매수한 행위는 부당하게 높은 액수의 사외유출이 발생하고 대상회사의 손해가 된다. 따라서 그린메일은 주주와 대상회사의 희생을 통하여 매수자만이 이득을 올리는 행위이다. 단기적 이익을 추구한 주주가 다른 이해관계자(stakeholder)의

31) 김화진·송옥렬, 「기업M&A」, 박영사, 2007. 303면.

이익을 희생하여 자신의 이익 이전을 도모하는 전형적인 사례라고 말할 수 있다. 이로 인해 당해 주주 및 이해관계인들의 부를 감소할 수 있어 적대적 M&A에 대응하여 오히려 역기능이 될 수 있다.[32]) 이러한 그린메일은 주주의 이익을 희생으로 매수자가 이익을 추구하다는 점에서 정당화될 수 없다. 따라서 한국의 경우에는 방지수단이 없으므로 외국계 펀드는 단기간에 투자수익을 올리는 방법으로 이용하고 있다.[33]

나) 해체형 기업매수에 의한 폐해

가치 파괴적 적대적 M&A의 유형으로 대상회사의 지배권을 취득한 후 대상기업을 해체하여 매매차익을 얻으려는 해체형 기업매수(bust up merger)가 있다. 이러한 경우에 이사의 방어행위가 가능할 것으로 보인다. 다만, 기업가치에 폐해를 야기한 해체형 매수와 부진한 기업을 매수하여 경영의 비효율성을 개선하기 위해 기업 구조조정을 행한 정당한 경제행위와는 구별이 곤란한 사례도 발생할 수 있다.[34]

기업해체를 위한 적대적 M&A가 성공할 경우에 대상회사 주주의 이익뿐만 아니라 종업원, 하청업자, 나아가 지역사회의 이익까지 침해된다. 따라서 이러한 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서 미국의 주회사법에서 흔히 볼 수 있는 지배권취득 후 일정기간 영업양도나 합병 등을 금지하는 기업결합규제법이 이용된다.[35] 또한 일부 주에서는 반기업매수법까지 규정하고 있다.[36]

한편 LBO는 투자자본의 회수를 위하여 대상회사를 인수 후 중요자산을 매각하거나 명목회사와의 합병을 통하여 대상회사를 소멸시킬 수 있다. 따라서 대상회사의 해산 등 기업이 해체되는 결과를 가져오는 경우가 많다. 따라서 LBO는 실물경제에 있어서 안정 및 발전에 기여하지 않는다는 이유에서 투기성거래로 비난받기도 한다.[37] LBO의

---

32) 武井一浩, “企業買收防衛戰略”, 「商事法務」, 2004. 12면.

33) 한국의 대표적인 사례로는 1999년 SK텔레콤의 3대주주였던 외국계해지펀드인 타이거펀드의 그린메일, 1998년 미국계 해지펀드인 아팔루사펀드의 그린메일을 들 수 있다. 한편 적대적 M&A가 활성화되면 경영진들은 기업고유의 인적자본에 투자하는 것을 기피하게 된다. 따라서 부의 재분배 효과가 인적투자를 기피하게 되고 이로 인해 생산성저하와 같은 폐해도 발생할 수 있다.

34) 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 14면.

35) 권종호, “적대적 M&A에 대한 방어수단의 국제비교와 시사점”, 「기업법연구」 , 제20권 제1호(통권 제24호), 2006, 100-101면.

36) 권재열, 앞의 논문,(주 13), 52면.

37) 송종준, “M&A法制를 둘러싼 최근의 爭點과 課題”, 「기업법연구」, 제20권 제3호(통권 제26호), 2006, 24면.

문제점은 LBO가 가장 발달한 미국에서도 논의된 바 있고, 주법차원에서는 그러한 기업해체적 결과를 가져오는 해체형 M&A(bust up M&A)를 규제하기 위한 입법이 이루어진 바 있다.[38] 하지만 미국과 같은 이러한 입법은 오늘날 일반화되고 있는 기업결합의 유연화 추세에 역행하고, 자유로운 기업활동을 억제하는 것으로 보인다.

다) 2단계 매수에 의한 폐해

2단계 매수(two-tier tender offer, front-end loaded tender offer)는 최초의 매수조건(1단계)은 유리하게 공개매수를 통해 프리미엄을 붙인 가격으로 주식을 취득하고, 2단계에서는 1단계의 공개매수가격 보다 매수조건은 불리하게 혹은 불명확하게 설정하여 최초의 매수제의에 불응하면 불이익을 입을 수 있다는 상황을 인위적으로 만들어 주주로 하여금 매수에 응하도록 심리적 압박을 가하는 방법이다.[39] 즉, 이러한 2단계매수란 제1단계에서 과반수나 3분의 2까지 대상회사의 주식을 취득한 후에, 제2단계에서 잔여주식을 무상과 마찬가지인 대가로 취득하는 것이다.

제1단계의 기법으로는 시장매입과 TOB가 있고, 제2단계 기법으로는 주식합병, 관계회사와의 합병 · 주식교환 등이 있다.[40] 이러한 2단계 매수에 폐해가 발생하는 경우로는 일반주주에게 '죄수의 딜레마' 상태를 의도적으로 만들어 내고, 반 기망적으로 주식을 매수하는 경우이다. 제2단계 전까지 매각하지 않았던 주주는 그 보유주식이 휴지로 되기 때문에, 휴지로 되기 전 제1단계에서 주식매각이 발생할 염려가 있다. 이는 주주의 합리적 판단을 왜곡시키고, 강압적으로 회사를 매각시키는 행위가 되어, 기업의 장기적 가치를 무시한 단기적인 제시가격에 의하여 각 주주를 주식매각에서 소외시키려는 것으로 이어질 수 있다.[41]

이러한 2단계 매수행위에 대하여 강제적 공개매수제도가 일정한 방어적 기능을 할 수 있을 것이다. 그러나 2단계 매수에 대해 허용 형태 및 범위에 대해 보다 명확한

---

38) 참고로, 이러한 입법을 모라토리움법(Business Combination(Moratorium)Statutes)이라고 하는데, 지배주식을 취득한 이후 일정기간 동안에는 기업결합을 금지하는 것을 주된 내용으로 하고 있다(송종준, 위의 논문(주 37), 24면.

39) 권종호, 앞의 논문(주 35), 100면

40) 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 14면.

41) 이와 같이 주주 측면의 불이익뿐만 아니라, 기업경영진도 단기적 이익의 추구로 인해 주주를 배제하려는 경향으로 기업경영자도 장기적 이익의 최대화 도모가 곤란할 수 있다. 이러한 점도 2단계 매수의 폐해가 된다; 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 15-16면.

법적규율이 필요할 것이다. 영국의 경우에는 전체 주식을 대상으로 공개매수를 의무화하는 법제를 취하고 있으므로 2단계 매수는 구조적으로 불가능하며, 미국의 경우에는 정관상 공정가격조항(fair price provisions)이나 주회사법의 명문규정을 통해 2단계에서 불공평한 취급을 원천적으로 봉쇄하고 있다.[42]

라) 기업가치 및 기업의 장기적 이익에 대한 위협

적대적 M&A에 대한 방어수단 위협이 외형적으로 명백한 폐해가 있는 사례만으로 한정되지 않는다. 즉, 미국에서는 M&A방어수단이 정당화되는 요건으로, (ⅰ) 회사의 기업가치, 경영전략, 경영효율성 등에 대한 위협이 있는 것, (ⅱ) M&A 방어수단의 내용이 해당 위협에 대하여 상당성을 가지고 있는 것을 요구하고 있는데 이를 흔히 'Unocal기준'이라고 부른다. 결국 미국 판례의 사안에서 인정되고 있는 위협의 범위는 광범위하다고 본다.[43] 예컨대, 미국의 1989년 타임워너(Time Warner)사건[44]에서는 기업경영진이 적절한 정보수집활동 등 주의의무를 준수해 왔던 장기적 관점에서 경영전략상 실행이 곤란한 것도 위협으로 인정되었다. 한편 해체형 기업매수의 형태까지는 이르지 않았어도, 단기적 이익을 추구하는 주주에 의한 적대적 M&A행위가 다른 기업관계자의 이익을 해하는 것에 의해서 기업가치를 훼손할 수 있다. 적대적 M&A의 위협에 따라 기업에 특수한 인적자원이 회사에 축적되지 않는 결과로 기업의 경영효율성이나 장기적 이익을 해할 수 있다.

마) 적대적 M&A에 대한 무방비 상황시 폐해

기업가치나 경영전략 등에 위협을 야기하는 적대적 M&A로부터 무방비인 상태에서는 다음과 같이 경영 비효율성이 지적되고 있다. 예컨대, 일반적으로 적대적 공개매입의 대상회사는 매입의 결과가 명확하지 않은 동안 회사의 사업보호를 위해 고비용의 계획수립이 필요하다. 즉, 종업원의 고용유지를 위해서 고액의 상여금이나 인센티브계획을 실시하거나 불안한 고객이나 공급업자의 동요를 안정시키기 위해서 특별가격의

---

42) Thoma Lee Hazen, The Law of Securities Regulation(5th Ed. 2005), p.418; 권종호, 앞의 논문(주 35), 100면.

43) 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 18면.

44) Prarmount Communications, Inc v. Time Incorporated., 571 A.2d 1140, 1153(Del.1989).

설정이나 주문에 관한 계획을 세워야 한다. 이러한 모든 계획들이 대상회사에 막대한 비용을 부과하게 되고 이러한 비용은 회수가 불가능하게 된다.[45]

또한 기업의 'For Sale' 상태에서 수반된 비효율성은 이해관계자의 책임상실로 나타난다. 인적자원 중에서 책임상실에 수반된 경영 비효율성의 중요한 요소가 '기업특수적 인적자원' 이다. 이는 해당기업 내에서 가치가 있는 지식, 능력, 노하우, 숙련 등[46] 이러한 '기업특수적 인적자원' 을 축척하기 쉬운 기업일수록 국제 경쟁상 우위성을 지닐 수 있고 적대적 M&A 위험으로부터 경영권 방어장치를 마련할 수 있다.

또한 적대적 M&A로부터 무방비에 있다는 것은 근시안적(myopic) 경영을 조장한다는 단점이 있다. 회사의 경영진들은 중장기적인 관점에서 경영성과를 향상시키기보다는 임기내 가시적인 경영성과에 집착하게 된다. 적대적 M&A는 경영진으로 하여금 장기적 투자보다는 주주에게 단기업적을 종용하게 된다.[47] 따라서 안정적이고 장기적으로 효율적인 경영을 위해서 적대적 M&A에 대비한 적절한 경영권의 방어수단이 필요하다.

바) 투기성 외국자본 증가에 따른 부작용

외환위기 이후 외국자본의 국내유입은 한국 경제에 적지 않은 긍정적 효과를 가져다 준 것으로 평가된다. 즉 국내 인수능력과 유동성이 부족한 상황에서 부실 금융기관과 부실기업을 인수함으로써 신속한 금융 및 기업 구조조정에 상당부분 기여하였으며, 외국자본의 경영감시로 기업경영의 투명성 제고 등 전반적으로 시장의 기업 감시기능이 높아지고 주주이익 중시 경영풍토가 확산되었다.

그러나 일부 투기성 외국자본의 경우 과도한 구조조정의 요구와 유상감자, 비정상적인 고배당 요구 및 경영참여 시도 협상을 통한 대가요구 등을 통한 투자자본 회수에 치중하고 있어 국내기업 성장에 저해 등 여러 가지 문제점을 노출하고 있다.[48]

---

45) 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 21면.
46) 岩井克人, 「会社は乙れからどうなるのか」, 平凡社, 2003, 152면.
47) 권재열, 앞의 논문 (주 13), 30면.
48) 고배당 및 유상감자사례를 보면 브릿지증권에 대한 BIH(Bidge Investment Holding)고배당 및 유상증자, 만도에 대한 JP Morgan 유상감자(투자246억 원/회수1710억 원), 오비맥주에 대한 인터브루사의 유상감자, 메리츠증권에 대한 홍콩계펀드 PAMA 고배당, 서울증권에 대한 퀀텀인터내셔널펀드 고배당 등이 있다.

3. 적대적 M&A 방어수단의 적법성 판단기준

가. 심사기준의 필요성

한국 현대엘리베이터 사건에서 법원은 적대적 M&A에 직면한 경영진의 방어행위의 적법성에 관하여 '방어행위가 직접 법령 또는 정관에 규정되었는지 여부' 라는 기준을 제시하였다. 또한 한화종금 사건에서는 제3자에 대한 신주배정의 주된 목적이 경영권방어에 있다면 현저하게 불공정하게 발행된 것으로 보아 적법성을 부정하고 있지만 그 이유에 대하여 밝히고 있지 않다. 그리고 SK 사건은 경영진의 방어행위 목적이 경영진이나 대주주의 지배권 유지에 있다면 회사 및 주주의 이익을 침해하였는지 여부를 방어행위의 판단기준으로 거론하고 있다.[49]

한편, 적대적 M&A에 대한 적법성 판단기준과 관련하여 입법적 측면에서 적법성 판단기준을 도입하는 하는 것도 고려해 볼 만한 가치가 있다. 적대적 M&A의 현실이 다양한 이해관계가 존재하고 복잡한 거래이며 국가경제에 미치는 파장이 크다는 점에서 적법성 판단기준을 둘러싼 현재의 상황을 다소나마 해결할 수 있는 방안이 될 수도 있기 때문이다.[50]

특히 한국도 미국의 Unocal기준을 중심으로 방어행위의 적법성을 판단할 수 있다고 본다. 비록 Unocal기준의 합리성 및 비례성이 추상적인 판단기준을 제시하고 있지만, 다수의 경영권 다툼과 관련된 대상회사의 전반적인 제반 사항들을 충분히 고려할 수 있는 기준이 될 것이다. 다만, 권리 남용적이거나 기업파괴적 M&A 시도, 무능한 경영진의 퇴출에 따른 기업지배구조의 개선 등은 해결할 과제라 하겠다.[51]

나. 과잉방어 배제방안

---

49) 김태진 · 이동건, "미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국법제하에서의 활용 가능성", 「증권법연구」, 제8권 제2호, 2007. 333-334면.

50) 참고로 미국의 ALI의 기업구조의 원칙이나 일본의 기업가치보고서 및 방어지침은 입법을 고려할 때 참고할 중요한 자료가 될 수 있다; 정대, "금융위기 이후 미국 금융법제의 동향", 「한국법제연구원」, 2010. 249면.

51) 박한성, 앞의 논문(주 21), 80면.

기업의 방어수단은 과잉방어 배제방안으로 1회의 주주총회결의 과정에서 소각이 가능한 것으로 하여야 한다.[52] 예컨대, 매수자가 주식을 매입하기 전까지는 이사회의 결의로 소각이 가능하다는 조항을 두는 것을 의미한다. 미국의 경우에 이사의 임기를 3년으로 하면서 시차임기제를 도입하고 임기 중 해임에 대해서는 그 요건을 강화하거나 주주총회 결의 이외에도 정당사유를 요구하는 등 이를 제한하고 있다. 따라서 이사회를 지배하기 위해 2회의 주주총회에서 위임장 대결을 필요로 하고 있다. 이러한 위임장 대결을 장기화하는 조치에 대해서는 기관투자자들은 주주의사의 반영 지연이란 관점에서 강한 비판을 받고 있다.

한편 일본의 경우에는 이사의 임기는 1년 혹은 2년이기 때문에 미국에서 이용하고 있는 시차임기제 도입이 어렵고, 임기 도중의 해임은 회사법에 의해 결의요건이 특별결의에서 보통결의로 완화하였고,[53] 해임의 정당한 사유를 부기하는 것도 인정되지 않고 있다.[54] 따라서 일본에서는 제도적 여건하에서 1회의 주주총회에서 이사회의 과반수를 지배하는 것이 가능하다. 한국의 경우에도 일본의 경우처럼 이사의 임기도중 해임에 대하여 상법으로 결의요건을 완화하여 방어수단이 1회의 주주총회결의에 의한 소각이 가능하도록 하는 것이 타당하다. 즉 방어수단에는 이러한 소각조항이 마련되어 있어야 한다.[55]

다. 유사시 방어수단 판단의 객관적 방안

유사시 방어대책의 유지 및 발동의 판단은 시간 제약의 사유로 이사가 행하는 경우가 많다. 그러나 이러한 판단은 경영자의 지위보전을 목적으로 한 것이라고 의심을

52) 2005년 企業價値報告書, 90-93면.

53) 일본 회사법 제341조 (임원의 선임 및 해임 주주 총회의 결의) 제319조 제1항의 규정에 불구하고 임원을 선임 또는 해임 주주총회의 결의는 의결권을 행사할 수 있는 주주 의결권의 과반수 (3 분의 1의 비율을 정관에서 정한 경우에 있어서는 그 비율 이상)이 있는 주주가 출석하고 출석 한 해당 주주의 의결권의 과반수 (이것을 웃도는 비율을 정관에 정한 경우에 있어서는 그 비율 이상)를 가지고 수행되어야 한다.

54) 일본 회사법 제339조 (해임) ① 임원 및 회계 감사는 언제든지 주주 총회의 결의로 해임 할 수 있다. ② 제1항의 규정에 따라 해임된 자는 그 해임에 정당한 이유가 있는 경우를 제외하고는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해의 배상을 청구 할 수 있다.

55) 권재열, “일본에서의 적대적 M&A에 대한 방어수단의 합리성 판단”,「증권법연구」, 제10권 제2호, 2009, 389-390면.

받기도 한다. 기업가치 하락의 매수제안에 대한 방어대책은 유지하되 기업가치 향상의 매수제안에 대해서는 방어수단을 해제하는 것이 경영자의 의무이다.

따라서 미국 및 유럽의 경험을 바탕으로 경영자 지위보전 목적의 방어수단 도입을 배제할 수 있는 객관적 방안은 다음과 같다.

(ⅰ) 독립 사외점검형 : 이사회의 결의로 방어수단을 도입한 경우 유사시 방어수단의 유지 및 해제 등에 대해서 독립성이 강한 사외이사나 사외감사의 판단을 존중하고, 이사회가 그 유지 및 해제를 결정하는 방식이다. 그러나 한국의 사외이사(상법 제542조의8) 운영실태에 따르면 회사의 일상을 모르는 사외이사가 과연 만족스러운 의사결정을 할 수 있을지 의문이다.[56]

(ⅱ) 객관적 해제요건 설정형 : 유사시 방어수단의 해제요건(예컨대, 교섭기간과 판단권자 등)을 사전에 객관적으로 설정하고, 매수제안의 승락 여부는 최종적으로 TOB를 통해 주주에게 위임하는 것이다. 즉 기업가치를 높일 수 있는 매수에 대한 저항력을 약화시키는 방식이다.

(ⅲ) 주주총회 수인형 : 평상시 방어수단 채택은 주주총회의 승인을 얻고, 유사시 이사회의 방어수단 운용에 관한 의사결정 절차는 주주총회로부터 권한을 부여받는 방식이다. 이러한 방안들로 내부 경영자의 독단 배제뿐만 아니라 방어수단의 합리성이 높아질 것이다. 그러나 신속한 방어가 필요한 경우에는 주주총회의 소집 등으로 의사결정이 지연 등 장애로 무용지물이 될 가능성도 크다는 것이 단점이다. 따라서 미국에서는 이사회의 방어에 대한 의사결정권을 존중하는 것이다.

결국 한국 상법이 위의 세 가지 방안 중 어느 유형을 도입하여도 방어수단에 대한 합리성은 높아지게 될 것이다. 또한 위의 세 가지 방안들은 서로 배타적인 것이 아니기 때문에 서로 조합을 한다면 더욱 합리성이 높은 방어수단이 될 수 있을 것이고, 기업의 경영자는 주주의 신뢰도에 상응하는 다양한 방안들을 모색할 수 있을 것이다.[57]

라. 경영판단의 원칙

56) 박한성, 앞의 논문(주 21), 213면.
57) 박한성, 앞의 논문(주 21), 214면.

1) 주의·충실의무와 경영판단의 원칙

영미법상 경영진은 회사와의 관계에 있어서 수탁자의 지위에 있는 것으로 파악되므로 이에 따라 경영진 즉 이사는 신인의무(fiduciary duty)를 부담하게 되며, 신인의무의 내용에는 주의의무(duty of care)와 충실의무(duty of loyalty)가 있다.[58] 미국법률협회(American Law Institute)의 '기업지배구조원칙(Principles of Coperate Governance: Analysis and Recommendations)에 의하면 주의의무는 이사에 의한 의사결정의 질과 연관되며, 충실의무는 특정거래의 적정성의 평가와 관련된다.[59] 주의의무를 다한 이사에게는 경영판단의 원칙이 적용되어 합리적 경영판단에 기한 이사의 행위는 사법적 보호를 받게 된다. 즉 주의의무는 이사의 행위기준이며, 경영판단의 원칙은 사법적 판단의 기준이라 할 수 있다. 이러한 주의의무와 경영판단의 원칙은 PCG 제4.01조[60]나 모범사업회사법(Model Business Corperation Act)제8.31조에 잘 표현되어 있다.

2) 충실의무와 경영판단의 원칙

이사 및 임원은 회사에 대하여 충실의무를 부담하는데, 이는 이사가 회사의 이익과 자신의 이익이 충돌하는 경우에 있어서 사기적 방법이나 불공정 거래에 의하여 회사의 이익을 희생하여 자신의 이익을 추구하여서는 안된다는 내용이라 할 수 있다.[61]

미국법률협회의 '기업지배구조원칙 분석과 권고'에 의하면 이러한 충실의무를 공정거래의무(duty of fair dealing)로 보고 있는데, 즉 회사와 이사간의 이익이 상반되는 거래에 있어서 이사는 자신의 이익을 추구해서는 안 되는 충실의무를 부담하는데, 이러한 충실의무를 위반한 이사의 행위는 경영판단의 원칙의 보호를 받을 수가 없게 되며, 본질적 공정성기준(intrinsic fairness test) 또는 전체적 공정성기준(entire fairness test)의 적용을 받게 된다.[62]

---

58) 김홍식, 앞의 책(주 9), 98면.
59) Robert W. Hamilton, "The Law of Corporation" 5th Ed.(Minnesota; West Group, 2000) at 444.
60) Duty of care Directors and Officers; the Business Judgment Rule(1994).
61) Robert Clark, Corporate Law(New York: Aspen, 1986),at 141 [hereinafter Clark, Corporate Law] .
62) 김홍식, 앞의 책(주 9), 101면.

3) 방어행위와 경영판단의 원칙

가) 개 관

적대적 M&A에 직면하여 대상회사 이사회의 방어행위에는 경영판단의 법칙 적용을 긍정하는 경영판단적인 요소와 그 적용을 배척하는 회사와 경영진간의 이익상반적인 요소가 공존하기 때문에 방어행위가 어떠한 의무위반에 해당하는지를 명확히 구분하기는 쉽지 않다. 즉 주의의무와 충실의무위반의 구분은 쉽지 않으며, 법원이 양자간 구분을 명확히 하지 않는 경우도 빈번하다. 그러므로 대상회사 이사회에게 방어행위 권한이나 의무가 있는지 여부는 대상회사의 경영진이 적대적 M&A에 직면한 방어행위에 회사와 관련된 이익상반적인 요소가 있지 않으며 경영진의 경영판단에 해당하여 사법적 보호를 받을 수 있느냐의 문제로 연결된다.[63]

이에 관한 미국의 학설은 다음과 같다.

(ⅰ) 경영자 수동행위이론(Theory of Managerial Passivity)

대상회사 이사회의 방어행위는 경영진 자신의 지위보전이라는 개인적인 이익에 의한 것이므로 이는 회사 및 주주의 이익과는 이익상반적인 요소에 해당되기 때문에 경영판단의 법칙의 적용을 부정하며, 나아가 대상회사의 경영진에게는 방어행위 권한이나 의무도 없다는 이론이다. 즉 공개매수에 대한 선택권은 대상회사의 주주에게 있으며, 대상회사의 경영진에게는 공개매수에 대한 의견제시 이외의 적극적인 방어행위가 허용되지 아니한다.[64]

(ⅱ) 경영판단의 원칙 적용설

대상회사 이사회의 방어행위는 경영판단의 범주에 속하며, 적대적 M&A에 직면하여 경영진은 적극적인 방어행위를 하여야 한다는 이론이다. 대상회사의 경영진은 수동적인 역할에서 벗어나서 적대적 공개매수와 같은 상황에서의 방어행위의 채택과 같은 적극적인 역할, 즉 수문장(gatekepper)으로서 역할을 하여야 한다.[65]

---

63) 김홍식, 앞의 책(주 9), 102면.

64) Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fishel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer,* 94 Harv. L. Rev. 1161(1981) [hereinafter Easterbrook & Fishel, *The Proper Role*] : 김홍식, 앞의 책(주 9), 103면.

65) Martin Lipton, *Twenty-five years after Takeover Bids in the Targer's Boardroom: Old Battles, New attacks and the Continuing War*, 60 Bus, Law. 1369, 1369(2005) [hereinafter Martin Lipton, *Twenty-five years after Takeover*] .

(iii) 경영자 경매인이론(Managerial Auctioneer Thesis)

원칙적으로 대상회사의 경영진은 방어행위를 할 수 없으나 한정된 범위 내에서 가능하다는 이론이다. M&A에 따른 프리미엄을 증가시키고자 고가의 경쟁매수(Competing tender offer)을 유도할 목적으로 행하여지는 방어행위는 허용된다.[66]

마. 각국의 적법성 판단기준

적대적 M&A에 대한 대상회사 이사회의 방어는 어디까지나 기업경영의 효율성을 제고하여 전체 주주의 이익을 증가시키는 데 있다. 적대적 M&A의 방어가 주주의 이익보호와 기업경영 효율성 제고라는 정당한 목적과 효과가 결여되어 있다면 그 방어는 일정한 한계를 넘는 과도한 것으로서 이사의 책임이 대두된다.

적대적 M&A 방어수단 활용에 대한 정립된 판단에 대하여 미국의 경우에는 이사의 방어행위에 대한 적법성 판단에서, 일본의 경우에는 신주의 배정 및 신주예약권의 배정에서, 한국의 경우에도 신주의 배정이나 신주발행 무효의 소송에서 적대적 M&A 방어행위에 대한 적법성 판단을 하고 있다.[67] 미국의 경우 법원이 Moran 판결[68]에서 적대적 M&A에 대한 방어수단인 포이즌필을 유효로 판시하여 적법성판단의 기준을 제시하였다.

1) 미 국

미국의 기업들은 이사진이 적대적 M&A시도에 대항하여 다양한 방어수단을 동원할 수 있다. 그러나 이사들의 방어수단 동원은 미국 델라웨어주 법에서 발전한 강화된 심사(enhanced scrutiny)를 받고 있다. 따라서 이사진의 의사결정은 경영판단의 원칙

---

66) Lucian A. Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev. 1028(1982): 김홍식, 앞의 책(주 9), 107면.

67) 박한성, 앞의 논문(주 21), 62면.

68) Moran v. Household International, Inc., 500 A. 2d 1346(Del. S. Ct. 1985). Unocal 판결이 적대적 공개매수에 직면한 경우에 방어수단 행사에 대한 이사의 책임이라면, Moran 판결은 적대적 공개매수 저지를 목적으로 사전 방어수단을 채택한 경우에 이사의 책임을 다룬 것이라 할 수 있다; William W. Bratton & Joseph A. McCahery, “The Equilibrium Content of Corporate Federalism”, 41 Wake Forest L. Rev. 619, 2006, p.681.

(Business Judgement Rule)[69]에 의해 보호를 받는다. 즉, 이사들의 의사결정을 문제 삼고자 하는 자가 이사들의 중과실이나 악의 또는 사기 등을 입증하여야 한다.[70]

델라웨이주 법원은 대상회사 이사의 방어행위에 대한 판단기준으로 경영판단의 원칙을 적용하다가 본 사건에 이르러 그 적용에 중대한 수정을 가하였다. 원래 이사에 대하여 경영판단원칙을 적용할 때에는 이사의 경영상 판단에 대하여 이의 제기자는 이사의 주의의무위반 사실에 관하여 증명책임을 부담하게 된다. Cheff v. Mathes사건[71]의 판결에서는 이사가 경영판단의 원칙적용을 받기위해서는 회사의 정책과 효율성에 대한 위협이 존재한다는 신뢰한 사실의 합리적 근거에 대한 증명책임을 이사에게 부과하여 전통적인 법리에 수정을 가하였으며, 이때 이사는 방어행위의 주요목적이 회사의 정책유지에 있으며 성실함과 합리적 조사를 증명함으로서 그 증명책임을 충족시킬 수 있다.[72]

델라웨어주 법원이 제시한 적대적 M&A에 대한 방어책 기준인 Unocal기준, Revlon기준과 Blasius기준은 다음과 같다.

가) Unocal기준[73]

---

69) 경영판단의 원칙은 이사의 회사경영에 관한 판단행위를 사후에 법원 관여로 판단한다는 것이 법원이 이사의 경영판단을 직접적으로 간섭하는 결과로 이사의 자율적 판단을 방해할 수 있으므로 법원의 관여 배제원칙의 의미를 가진다.: Harry G. Henn & John R. Alexander, Law of Corporations, 3rd, West Publishing, 1983, p.161.

70) Robert A. Ragazzo, “The Legitimacy of Takeover Defense In the `90s”, Depaul L. Rev. vol.41,1992, pp. 629-693.

71) 본 사건의 요지는 다음과 같다. 대상회사인 Holland는 인수회사인 Maremont의 적대적 M&A에 대항하여 방어수단으로 회사자금을 이용하여 공개시장에서 자기주식을 매입하였다. 그후 Maremont는 당시 소유하고 있는 Holland의 주식을 그 당시의 시장가격을 상회하는 가격으로 Holland에게 매도하였다. 이에 Holland의 주주는 Holland와 Maremont를 피고로 하여 Holland의 자기주식취득은 Holland 경영진의 자기지위를 영속화하기 위한 부당한 것이라고 주장하면서 Holland와 Maremont 간의 체결한 주식매매계약의 해제 및 Holland 이사에 대한 손해배상을 청구하는 소송을 제기하였다; 김홍식, 앞의 책(주 9), 117-118면.

72) 김홍식, 앞의 책(주 9), 120면.

73) Unocal 판결의 사건개요는 다음과 같다. Unocal Corp(이하 ‘Unocal사’ 라 함)의 주식을 14%를 보유하고 있던 적대적 공개매수자인 Mesa petroleum Co., Mesa Asset Co., Mesapartners II, Mesa Eastern, Inc(이하 ‘Mesa사’ 라 함)는 Unocal사의 사외주식 37%를 주당 54달러로 공개매수 개시하면서 Mesa사가 공개매수를 성공하여 Unocal사의 지배권을 취득하면 Unocal사와 합병하고, 나머지 49%의 주식에 대해서는 존속회사가 발행하는 원금 54달러의 사채를 대가로 지급한다고 하는 이른바 2단계 현금공개매수(two tier cash tender offer)계획을 밝혔다. Mesa사의 공개매수는 강압적(coercive)이고 그 대가는 대단히 불충분(grossly inadequate)하다고 판단하여 Unocal사의 이사회는 Mesa사를 제외한 자사주주를 대상으로 주당 72

Unocal 기준아래 이사회의 대항조치가 유효하기 위해서는 매수자가 주식소유를 위해 회사의 정책이나 효율성에 대해 위협이 존재한다고 믿을 만한 합리성기준(reasonableness test)과 채택된 대항조치가 발생한 위협과의 관계에서 비례성기준(proportionality test) 등을 Holland 충족하여야 한다.[74] 따라서 적대적 M&A의 상황에서 방어수단과 관련한 이사진의 의사결정은 이러한 요건을 충족하지 못하면 경영판단의 원칙에 의해 보호를 받을 수 없게 된다.[75] 합리성기준은 대상회사의 이사회가 취한 방어적 행위가 회사의 전반적인 상황을 종합적으로 고려할 때 적용되는 것이다.

따라서 대상회사의 이사들은 적대적 M&A의 시도 때문에 회사의 정책 및 효율성에 위협이 가해졌다고 믿을 만한 합리적인 이유를 입증해야 한다. 합리적 이유를 판단하기 위해서는 방어행위가 단순히 이사들의 지위보존 수단이나 대상회사의 주가가 적대적 M&A 시도 시점에 저가이나 이를 상회할 만한 상당한 사유가 존재하는지 여부, 적대적 M&A의 퇴치가 회사의 영업목표에 부합되는지 여부 등이 고려대상이 될 수 있다.[76] 또한 합리성기준에 있어서 '위협'은 회사의 효율성에 대한 위협뿐만 아니라 회사의 정책에 대한 위협도 포함된다.

이러한 '위협'의 구체적 내용으로는 다음같이 3가지로 분류될 수 있다.[77] 즉, (ⅰ) 기회의 상실(opportunity loss)은 적대적 M&A 상황에서 대상회사의 경영진에 의해 제공되는 유리한 선택권을 대상회사 주주가 상실하게 되는 위협을 말한다. (ⅱ) 구조적 강압(structural coercion)은 매입에 불응한 주주에게 부당한 대우를 할 경우에 주주의 거부권 행사가 왜곡될 위협을 말한다.[78] (ⅲ) 실질적 강압(substantial

---

달러 상당 가치의 사채를 대가로 하는 자기공개매수(self-tender offer)를 실행하여 경영권 방어를 실시했다(현재는 Unocal사의 선택적인 자기공개매수는 SEC의 규칙 13e-4에 의해 금지). 이에 대해 Mesa가 Unocal사의 선택적인 교환공개매수에 의해 자사를 자기공개매수 대상에서 제외시킨 것은 Unocal사 이사의 충실의무위반이라고 주장하면서 Unocal사의 자기공개매수 금지의 잠정적 유지(preliminary injunction) 청구 소송을 제기한 사건이다; 정대, 앞의 논문(주 50), 198-199면.

74) Unocal corp. v. Mesa Petroleum Co.,493 A. 2d946, 954, 955 (Del,1985).

75) Meredith M. Brown & Ralph C. Ferrara & Paul S. Bird & Gary W. Kubuk, Takeovers: A Strategic Guide to Mergers and Acquisitions, 2nd Ed, Aspen Law & Business(2001), pp.426~439; Robert A. Ragazzo, supra note 146, pp.692-96.

76) 김정호, "적대적 M&A에 있어 방어행위의 적법요건",「경영법률」, 제19집 4호, 2009, 232~233면.

77) Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: is There Substance to Proportionality Review?, 44 Bus. Law. 247,267 (1989).

coercion)은 주주가 실수로 저가격(inadequate price) 매수청약을 하는 위협을 말한다. 또한 현재의 미국에 있어서는 실무상 가격의 불충분성이 '위협' 내용이라는 주장이 압도적이다.[79]

비례성기준이란 합리성기준이 충족되더라도 대상회사 이사회의 방어행위는 M&A 시도자가 제기한 위협의 정도에 비치어 합리적이어야 한다. 공격자가 제기한 위협의 정도가 미미함에도 매우 강한 방어를 하는 경우 해당 방어행위의 정당성은 인정되지 않는다. 반면 공격자의 위협정도가 강하면 강할수록 이사회의 방어 대응수단이 비례하여 강한 것도 허용된다. 이는 방어행위 정도에 대한 합리성으로서 델라웨어주 최고법원은 이를 균형의 요소(element of balance)로 표현한다. 따라서 방어행위가 경영판단의 원칙에 부합되기 위해서는 합리성도 중요하지만 공격자의 위협정도에 상응해야 한다.[80]

한편 Unocal 판결의 적법성기준을 조건부 경영판단의 원칙(conditional version of business judgment rule)이라는 견해도 있다.[81] 즉 방어행위에 대한 경영판단의 원칙은 대상회사의 이사가 회사의 정책 및 효율성에 위험이 될 합리적인 근거를 증명하지 못하다면, 충실의무위반에 따르는 본질적인 공정성기준이 적용될 수 있다. Unocal기준은 주요목적기준(primary purpose test)을 전제하여 적법성에 관한 입증책임을 이사에게 전환하였고, 적대적 M&A에 대한 방어수단이 제기된 위협에 대한 합리적이라는 사실 입증을 요구하였다. Unocal기준은 미국에 있어서 대상회사의 적법성 판단에 중요한 기준이 되었다.[82]

나) Revlon기준

---

78) 예를 들어, 2단계매수 중 1단계 거래에서 부분적 공개매입을 행하고 2단계에서 불공정한 대가에 의한 스퀴즈아웃(squeeze-out)을 행하는 경우이다. 즉, 주주는 1단계의 공개매입의 매입가격이 부당하게 낮다고 생각해도, 2단계의 스퀴즈아웃에 의해 부당한 취급을 받는 것을 알고 있어도 공개매입에 응하지 않을 수 없는 이른 바 '죄수의 딜레마'에 빠진다. 이러한 주주의 정상적 판단을 왜곡시킬 위협이 구조적 강압이라고 한다; 松本真輔,「敵對的買收と防衛策」,稅務經理協會, 2005, 6면.

79) 松本真輔, 위의 책(주 78), 6면.

80) 김정호, 앞의 논문(주 76), 240면.

81) Stephen M. Bainbridge, "Exclusive Merger Agreement and Lock-Ups in Negotiated Corporate Acquistions", 75 Minn. L. Rev. 239,1990, p.214.

82) 박한성, 앞의 논문(주 21), 63면.

Revlon기준은 Unocal기준의 범위를 밝힌 것으로 매우 밀접하게 연결되어 있다. Revlon기준에서 이사회는 회사의 매각, 해체(break-up), 지배권 변경 등을 결정한 경우에 회사의 방어인 입장에서 경매인(auctioneer)으로 변화하고, 주주의 단기적 이익을 최대화할 의무를 진다.[83] 따라서 적대적 M&A의 대상회사가 더 이상 존속할 수 없고, 제3자에게 매각될 경우에 대상회사의 이사회는 이러한 단계에서 더 이상 방어행위를 할 수 없게 된다. 대상회사의 이사회는 순순한 경매인 자격으로 최고가를 제시하는 공개매수자에게 대상회사의 주식을 매각한다는 원칙을 제시하게 되었다.[84]

한편 Unocal기준과 Revlon기준이 동시에 적용된 경우 이사 의무의 내용이 크게 변하기 때문에 양기준의 관계가 문제될 수 있다.[85] Revlon기준은 본 판결에서 대상회사 이사는 회사의 매각이 불가피하게 된 시점 이후에 Unocal 판결기준에 기한 방어수단의 행사는 허용되지 않고, 주주이익을 위해 최고의 매각가격을 유인하는 경매인 역할을 철저히 하는 의미에서 가치극대화기준(value-maximization)이라고 한다.[86] 즉, 본 사건 이후부터 자본구조재편성(recapitalization)을 초래하는 의결권 및 지배주식의 양도 등에는 Revlon 판결에 기한 가치극대화기준이 적용되었고, 그러하지 않는 경우에는 Unocal 판결에 기한 비례성기준이 적용된 점에서 차이점이 있다.[87]

다) Blasius기준

Blasius기준이란 이사회가 주주의 의결권제한을 주요 목적으로 하는 경우 이를 불가결한 정당화(compelling justification) 입증을 필요로 하는 기준이다.[88] 델라웨어

---

83) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d173, 182(Del.1987).

84) 김정호, 앞의 논문(주 76), 250면.

85) 이와 관련하여 델라웨어주 형평법재판소 전(前)소장인 Allen교수, Jacobs판사 및 Strine판사는 이사의 행위에 대한 합리성을 객관적 기준에 비추어 평가하는 것이 필요하다는 점 이외에 Revlon기준은 그 실제의 적용에 있어 Unocal기준과 거의 다르지 않다는 입장이다. William T. Allen. Jack B. Jacobs & Leo E. Strine. Jr., Function Over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law , 56 Bus. Law. 1321(2001).

86) 品川知久, “米国における敵對的企業買收の防衛策と取締役の責任(上)”,「商事法務」, 第1228号,1990.9, 109면; 吉井敦子, “敵對的公開買付の責務の 變化”,「商事法務」, 第1230号, 1990.10, 38-39면.

87) Stephen M. Bainbridge, supra note 156, pp.214-216. 또한 ‘Unocal 판결’은 방어행위의 정도의 합리성 문제에서 보다 엄격한 기준이고, 이러한 의미에서 ‘적절성 기준’(proportionality test)라고 불린다(品川知久, 앞의 논문(주 86), 18면; 近蘇光男, “差別的自己株式の買付と經營判斷の法則”,「商事法務」, 第1144号, 1988.4, 34-35면.

88) Blasius Industries v. Atlas Co., 564 A.2d 651(Del, Ch. 1988).

주 법원은 Unocal기준이 모든 적대적 M&A방어책에 적용됨을 선언하였고, Blasius기준도 그 범위 안에서 적용된다고 해석한다.[89] 일부 재판관은 실무적으로는 Blasius기준 아래에서도 Unocal기준과 같은 판단이므로 Blasius기준은 Unocal기준에 통합되어야 한다는 견해도 있다.[90]

또한 델라웨어주 대법원은 2002년 MM Companies 사건[91]에서 주주의 의결권과 관련된 방어행위 기준(Blasius기준)을 명확화 하였다. 즉, 이사회의 행위가 주주의 의결권 행사에 간섭하거나 주주가 실효적으로 의결권을 행사하는 충분하고도 공정한 기회가 주어지지 않은 경우 동 기준이 적용됨을 MM Comapnies 사건에서 판시하였다.[92]

2) 일 본

일본의 경우 2005년 기업가치연구회에서는 델라웨어주법 기준을 기본으로 '기업가치기준' 내용을 위협의 기준, 과잉성의 판단기준, 신중 또는 적절한 경영판단과정으로 나누어 제안하고 있다.[93] 이러한 기업가치보고서는 법적인 구속력은 없지만, 법원에서 판결의 기준으로 인정되고 있는 실정이다.[94] 특히 적대적 M&A에 대한 방어수단의 합리성 판단기준으로 주주의 가치와 이해관계자의 가치를 동시에 고려하는 특징이 있다.

가) 위협의 기준

방어수단 발동의 합리성 확보를 위한 기준인 위협이란 매수가 성공하였을때 발생하는 회사의 효율성 등에 대한 위협과 주주의 적정한 판단에 대한 위협 등 기업가치에 대한 위협을 나타내고, 이러한 위협에 해당하지 않으면 방어수단 발동이 인정되지 않는다. 또한, Unocal기준은 회사의 효율성과 정책에 대한 위협의 경우에도 위협의 범위에 포함하고 있다. 그러나 기업가치기준에서는 정책을 명시적 위협으로 다루지 않

89) Stroud v. Gracem 606 A.2d 75 (Del.1992).
90) Allen, Jacobs & strine, supra note 161, p.1287; 松本真輔, 앞의 책(주 78), 8면.
91) MM Companies. Inc. v. Liquid. Inc., 813 A. 2d 1118(Del. 2003).
92) 박한성, 앞의 논문(주 21), 66면-67면.
93) 松本真輔, 앞의 책(주 78), 4면.
94) 송종준, "포이즌 필의 도입과 경영권 방어의 적법기준 -008년 상법개정초안을 중심으로-",「저스티스」, 통권 제109호, 2009, 182-193면.

지만 회사의 효율성에 대한 위협뿐만 아니라 넓게 기업가치에 대한 위협으로 보고 있다.[95]

이러한 위협의 기준으로 3가지 유형[96] 즉 강압적인 매수유형, 대체안 상실유형과 주주오신(誤信) 유형이 있다.

(ⅰ) 구조상 강압적인 매수유형은 그린메일이나 2단계매수 등이 해당된다.

(ⅱ) 다음 유형은 대체안 상실유형이다. 이는 현경영자에게 대체안을 생각할 만한 충분한 시간적 여유를 주지 않는 매수유형이다. 즉, 발행주식 모두를 현금대가로 지급하는 매수제안이라도 사전에 매수제안이나 교섭 없이 갑자기 공개매입을 함으로써 현경영진이 유리한 조건에서 회사를 구원해 주는 백기사를 찾거나, 새로운 경영제안을 행하는 시간적 여유를 주지 않는 경우이다. 이러한 유형에 해당하는지의 판단여부의 중요한 요소는 매수가격의 부적절함, 매수자가 회사에 제공한 교섭시간의 유무, 교섭시간의 장단 등을 들 수 있다.

(ⅲ) 주주의 오해해소를 위한 정보를 제공하는 이른바 주주오신(誤信) 유형이 있다. 이는 기업가치를 훼손시키는 공개매수 제안임에도 불구하고 주주가 충분한 정보 없이 오신하여 매수에 응한 경우로 이 유형해당 여부의 중요한 판단요소는 경영자의 경영방침과 매수자의 경영제안, 특히 경영자가 중시하는 기업의 강점에 대한 영향(예컨대, 기업의 경쟁력의 원천, 근간인 인적자본의 축적, 신뢰관계 영향 등)등을 들 수 있다.[97]

나) 과잉성의 판단기준

적대적 M&A에 대한 방어수단은 위협에 대하여 과잉적이지 않아야 한다. 방어수단은 원칙적으로 매수자 이외의 일반주주도 차별 취급해서는 안 되고(비강압성), 주주의 선택권이 확보되어야 한다(비배제성). 따라서 방어수단이 비강압적, 비배제적인지의 여부는 위협의 유형에 따라 판단된다.

먼저 비강압성 기준이다. 적대적 M&A 방어수단은 원칙으로 강압성이 있어서는 안된다. 즉 일반주주를 차별적으로 대해 특정 주주를 우대하는 방어수단이나 특정 주주의

95) 松本真輔, 앞의 책(주 78), 8면.
96) 박한성, 앞의 논문(주 21), 67면.
97) 2005년 企業價値報告書, 84면.

주식매입 방식으로 자기주식을 취득하는 방어수단은 구조상 강압적인 매수유형 등에 대하여 과잉적 방어수단이라고 할 수는 없지만, 합리적인 이유가 없는 한 일반적으로는 과잉이라고 판단될 가능성이 높다. 여기서 합리적인 이유가 있는 경우란 단주처리 경우나 다른 법규에서 차별적 취급에 대한 합리성 부여의 경우 등을 들 수 있다.[98]

그 다음 기준은 비배제성 기준이다. 적대적 M&A 방어수단은 원칙적으로 배제성이 있어서는 안 된다. 즉 위임장대결 등 방어수단을 해제시킬 수 있는 별도의 방법이 매수자에게 제공되어 있지 않은 방어수단은 주주의 선택권을 완전하게 배제하는 것이 된다. 이는 구조상 강압적인 매수유형 이외의 위협에 대한 대항수단으로서 과잉 방어수단이 된다.[99] 반면 소각이 가능하고 위임장대결에 따라 해제 가능한 방어수단은 주주에게 방어수단의 가부를 판단할 기회가 제공되므로 배제성이 없다. 특히 1회의 주주총회에 따라 방어수단의 가부결정이 가능한 경우에는 더욱 합리적이나 적법성의 관점에서는 위임장대결에 따라 소각이 가능하고, 반드시 1회의 주주총회에서 소각되어야 하는 것은 아니라고 해석된다.[100]

또한 이사회가 회사의 매각을 이미 결정하고 제3자와 매각교섭 진행 중에 다른 경합하는 적대적 매수자가 나타난 경우 해당 이사는 경합제안자의 매수도 원칙적으로 검토해야 한다. 이러한 경합제안을 검토할 기회를 박탈하는 조치는 해당 제안을 검토할 수 없는 '특단의 합리성'이 없는 한 타당하지 않다. 이러한 '특단의 합리성'은 예컨대 회사를 긴급히 매각해야 하는 경우 경합제안의 검토가 매각자체를 곤란하게 하여 오히려 회사이익이 훼손될 수 있는 경우이다.

다) 신중 또는 적절한 경영판단과정기준

신중 또는 적절한 경영판단과정기준이란 이사회가 방어수단의 도입 · 유지 · 해제 판단결정에서 경영자 자신의 보호가 아니라 기업가치 향상을 위한 행위임을 증명하기 위해서 신중하고 적절한 행동이 요구되는 기준이다. 이러한 신중하고 적절한 행동이

98) 2005년 企業價値報告書, 85면; 권재열, 앞의 논문(주 55), 379-389면.
99) 박한성, 앞의 논문(주 21), 69면.
100) 예를 들어 대상회사가 임원의 해임의 결의요건을 특별결의에 가중하여 시차임기제(반수개선제)를 채용하고 있는 경우, 매수자가 대상회사의 의결권의 과반수밖에 확보하고 있지 않으면 대상회사의 임원의 과반수를 교체 하는데 2회의 주주총회가 필요하게 되는데 이런 경우에 배제성이 있다고 할 수는 없는 것으로 해석된다(2005년 企業價値報告書, 85면).

요구되는 구체적인 요소로는 충분한 시간이 소요된 검토, 외부전문가의 분석, 제3자의 참여 등의 3가지가 필요하다.[101]

(ⅰ) 먼저 충분한 시간이 소요된 검토이다. 이는 방위수단의 도입 · 유지 · 해제에 관한 의사결정에서 이사회는 회사의 기업가치를 높이는 최고의 방어수단에 초점을 맞추면서 가능한 충분한 시간을 들여 검토하는 것이다. 유사시 방어수단의 유지 · 발동 · 해제는 신속한 판단을 위하여 평상시에 대책팀 편성이나 회사의 본원적 가치의 산정 및 유사시의 대응수순 매뉴얼 작성 등의 충분한 사전준비가 필요하다.[102]

(ⅱ) 외부전문가의 분석이다. 이는 방어수단의 도입 · 유지 · 발동 · 해제에 관한 의사결정 과정에서 이사회는 매수제안의 분석이나 방어수단의 설계 등을 외부전문가(변호사, 재무전문가 등)의 조언을 정중하게 구할 필요가 있다.[103]

(ⅲ) 제3자의 참여이다. 이는 방위수단의 도입 · 유지 · 해제에 관한 의사결정과정에서 회사와 이해관계가 비교적 적은 사외이사나 사외감사 등 충분한 정보를 가진 제3자가 방어수단의 도입과 관련된 여러 의사결정에 참여해야 한다. 제3자의 관여는 이사회가 사외이사이나 사외감사에 한정되지 않고 변호사 등의 외부전문가, 학자 등을 구성원으로 하는 특별위원회의 판단을 존중하는 것도 포함될 수 있다.

라) 판례 검토

(ⅰ) 일본방송(日本放送) 사건

일본의 경우, 라이브도아가 미디어기업인 닛폰방송에 대해 적대적 M&A를 시도한 사건[104]은 적대적 M&A에 관한 사회적 관심을 높이는 결정적 계기가 되었다. 일본에서는 이 사건을 계기로 일본법원에서 신주발행이 아닌 신주예약권의 발행의 경우에도 종전의 신주발행에 관한 동일한 기본 입장[105]을 답습하였다. 즉 경영권 지배의 유지와 확보가 목적인 신주예약권의 발행은 원칙적으로 현저하게 불공정한 발행이라고 밝히고,

---

101) 2005년 企業價値報告書, 86면.
102) 松本真輔, 앞의 책(주 78), 13-14면.
103) 2005년 企業價値報告書, 86면.
104) 東京高決, 平成17年(2005年) 3月 23日 金融 · 商事判例 1214号 6頁.
105) 종전 일본재판소는 신주발행의 목적이 자금조달이 아닌 지배권의 유지나 확보를 위한 경우를 불공정발행이라고 판시하여 왔다; 堀部政南 · 長谷部恭男,“放送會社に對する敵對的買收と防衛”,「メデイア判例百選」,別冊 ジュリスト第179号, 2005, 231면.

라이브도아의 닛폰방송 주식의 대량취득이 이미 결정된 이후에 신주예약권의 발행이 결정된 점과 그 의도가 공격자인 라이브도아의 지분비율을 저하시키기 위한 점 등을 인정하여 닛폰방송의 신주예약권의 발행을 금지하였다.[106]

그러나 회사나 주주전체 이익의 보호를 위한 정당화할 특단의 사정이 있는 경우에는 예외적으로 신주예약권의 발행도 허용되는 경우가 있다고 판시하였다. 따라서 동경지방법원 가처분결정, 동경지방법원 이의결정, 동경고등법원 항고결정 등[107]에서는 적대적 매수자의 지주비율을 희석화하기 위한 방어수단의 정당화 근거로서 회사와 주주 전체 이익이 동일하도록 하고 있다.[108]

결국 일본 법제하에서 경영권 방어 심사기준으로서는 우선 적대적인 매수자가 합리적인 경영을 하지 않아 그 지배권 획득이 회사에 회복하기 어려운 손해를 초래한다는 사정이 소명되어야 했다. 이는 주주전체의 이익 보호를 위하여 제한적으로 경영권 유지 및 확보를 위한 방어조치의 정당성이 인정된다는 의미로 해석된다.[109]

일본의 경우, 닛폰방송 사건에 대한 법원의 판단은 신주예약권을 발행할 때에 기본적으로 '주요목적기준'[110]을 적용하여, 신주예약권발행의 불공정성 인정에도 불구하고, 예외적으로 주주전체의 이익 보호를 위한 특별한 경우에는 지배권유지 목적이 인정되더라도 신주예약권 발행의 정당성 근거를 제시한 점에서 주목된다.[111]

(ii) 니레코(ニレコ) 사건

일본방송 사건은 지배권의 다툼이 발생한 상황에서 대상회사가 유사시의 방어수단

---

106) 東京高決, 平成17年(2005年) 3月 23日 金融・商事判例 1214号 6頁.

107) 東京地方法院 假處分決定(東京地決, 平成17年(2005年) 3月 11日 金融・商事判例 1213号 2頁), 東京地方法院 異義決定(東京地決, 平成17年(2005年) 3月 16日 金融・商事判例 1213号21頁), 東京高等法院 抗告決定(東京高決, 平成17年(2005年) 3月 23日 金融・商事判例 1214 号 6頁).

108) 大塚和成, "買收防衛策と企業價値の意義- ニツポン放送事件およびニレコ事件題材にして", 金融法務事情 第1749号, 2005.9, 79면.

109) 박한성, 앞의 논문(주 21), 71면.

110) '주요목적기준'은 법원의 판례로 확립된 바, 이사회가 신주발행을 결정한 다양한 동기 가운데 자파에게 의결권의 과반수를 확보하게 하는 등 부당한 목적달성 동기가 다른 동기에 비해 우월한 경우에는 신주발행의 유지를 인정하고, 그렇게 않은 경우에는 인정하지 않는다는 원칙이다. 일본 법원은 이러한 '주요목적기준'에 따라서 지배권 유지목적이 자금조달 등과 같은 정당한 사업목적에 비해 우월하면 불공정한 것으로 판단해 왔다:淸水俊彦, "ニッポン放送新株豫約權發行羌止假處分事件(上) -ライブドアとフジテレビ ジョンの抗爭が殘したもの-", 判例タイムズ 第1191号, 2005, 84면.

111) 정대, 앞의 논문(주 50), 228면.

을 채택하여 방어행위를 한 경우의 적법성을 판단한 사안이라면, 니레코 사건은 대상회사의 경영진이 적대적 M&A의 상황을 대비하여 평상시 사전적 방어수단으로 신주예약권발행의 결정을 한 사안이다.[112]

일본법원은 동경지방법원 가처분결정, 동경지방법원 이의결정, 동경고등법원 항고결정[113]에서 본 사건의 신주예약권발행을 금지하였다. 즉 신주예약권의 발행에 의해 적대적 매수자와 무관한 주주가 지분율 희석이나 주가하락에 따른 불측의 손해 우려가 있는 점에서 니레코사의 신주예약권 발행을 불공정한 행위로 인정하여 이에 신주예약권 발행금지 가처분신청을 인용하였다. 또한 법원은 항고결정에서 남용적 매수에 대한 방어행위로서 신주예약권을 발행하여 특정 주주의 지분비율을 저하시키는 것은 그 시점에서 경영자 또는 특정주주의 경영권지배를 더욱 유지·확보하는 효과를 발휘하기 때문에 경영진의 지배권유지 목적이 인정된다고 하였다.[114]

니레코 사건에 대한 법원의 판단도 대상회사의 경영진이 현저하게 불공정한 방법으로 신주예약권을 발행하였는지의 여부를 주요 목적기준에 비추어 판단한 것이다. 기존주주에게 주식의 투자대상으로서의 가치의 저하라는 손해발생, 이사의 신인의무에 따른 주주에게 불이익을 주지 않은 책무가 존재한다는 점 등에서 당해 신주예약권발행은 현저하게 불공정한 방법에 의한 것이라고 판단하였다.[115] 한편 니레코 사건의 동경지방법원 이의결정이 지배권분쟁이 발생하지 않은 때에 주주총회의 의사를 확인할 시간적 여유가 있다는 점에서 평상시 사전 예방적 방어수단으로써 신주예약권의 발행을 엄격한 기준에 의하여야 한다고 판시하였다.[116] 또한 동경고등법원 항고결정은 신주예약권의 발행결정 자체에 본질적으로는 지배권 유지목적이 수반된 것이라고 판단하였다.

결국 본건에 관한 일본법원의 판단은 적대적 M&A에 대한 대상회사의 사전 예방목적의 방어수단으로서 신주예약권의 발행자체가 현경영진의 지배권유지에 있고 이러한

112) 박한성, 앞의 논문(주 21), 73면.
113) 東京地方法院 假處分決定(東京地決, 平成17年(2005年) 6月 1日 金融・商事判例 1218号 8頁), 東京地方法院 異義決定(東京地決, 平成17年(2005年) 6月 9日 金融・商事判例 1219号26頁), 東京高等法院 抗告決定(東京高決, 平成17年(2005年) 6月 15日 金融・商事判例 1219 号 8頁).
114) 강택신, “한국형 포이즌 필에 관한 법적 연구”, 경희대학교 박사학위논문, 2010, 105면.
115) 정대, 앞의 논문(주 50), 230면.
116) 최문희, “신주(예약권)의 제3자 배정에 의한 경영권 방어의 적법성 -일본방송사건에 비추어 본 일본판례의 분석을 중심으로- ”, BFL 제12호, 서울대학교 금융법센타, 2005.7, 29면.

신주예약권의 발행으로 주가가 하락하여 일반주주의 이익을 침해될 우려가 있다는 점 등을 들어 불공정이라고 판단하였다.[117] 경영권의 다툼이 없는 상황에서 사전에 신주예약권을 발행한 사안을 현저한 불공정 행위로 판단한 본 사건을 감안할 때, 이는 향후 대상회사가 적대적 M&A 상황에서 적절한 대응수단으로 채택하는데 있어서 어려움이 있을 것으로 본다.

3) 한 국

한국에서는 적대적 M&A 시도에 대항하기 위하여 대상회사의 이사회가 방어수단으로 우호세력에게 신주나 전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행을 할 수 있는지 여부가 관건이다. 따라서 신주 등의 발행금지가처분 사건에서 이러한 신주 등의 발행에 '경영상 목적'이 인정될 수 있는지 여부로 다루어지거나, 신주 등의 발행무효의 소송에서 이러한 신주 등의 발행이 현저하게 '불공정한 방법에 의한 발행으로서 무효'에 해당하는지 여부의 문제로 다루어 왔다(상법 제424조, 제429조).[118] 이하에서는 현대엘리베이터 사건, 한화종금 사건, SK 사건에 대한 판례를 살펴본다.

가) 현대엘리베이터 사건

현대엘리베이터 사건[119]에서 법원은 경영권 방어행위의 적법성 판단기준에 대해 다음과 같이 판시하였다. "직접적인 법령 또는 정관의 규정이 없는 경우에는 구체적인 해당 경영권 방어행위의 동기나 목적 · 방어수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용 여부가 결정되어야 한다. 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 하였다.

그러나 "신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이

117) 정대, 앞의 논문(주 50), 231면.

118) 예컨대, 한화종금사건(서울고법 1997. 5. 13. 선고 97라36결정 참조), 삼성전자 사건(대법원2004.6.25. 선고 2000다37326판결 참조), SK사건(서울중앙지법 2003.12.23. 선고 2003카합4154 결정 참조), 유비케어 사건(서울남부지원 2004.11.25. 선고 2003가합16871판결 참조) 등에서 보여준 한국 법원의 태도는 약간의 변형은 있었지만, '경영권 방어를 주된 목적으로 하여 이루어진 신주 등의 발행은 경영상의 목적으로 인정할 수 없고, 주주의 신주인수권을 부당하게 침해하는 것으로서 무효이다'로 요약할 수 있다: 김태진 · 이동건, 앞의 논문(주 49), 331면.

119) 수원지법 여주지원 2003.12.12. 선고 2003카합369결정 참조.

사회의 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도 적대적 M&A를 시도하는 자본의 성격과 기업취득 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정된다.

한편, 이러한 신주발행 행위가 그 결의 당시의 객관적인 사정에 의하여 뒷받침되고, 그 결의 과정에서 대상회사의 경영권 분쟁 당사자인 기존 지배주주가 아닌 일반 주주의 의견과 중립적인 전문가의 조언을 듣는 절차를 거치는 등 합리성이 있는 경우라면 상법 제418조제2항 및 이와 동일한 내용의 규정을 둔 대상회사의 정관규정이 정하는 회사의 '경영상 목적'을 달성하기 위하여 필요한 경우에 해당한다고 보아 허용되어야 할 것이다."라고 판시하였다.

따라서 본 사건을 통해 법원은 미국의 수정된 경영판단의 원칙을 일부 수용하고 있는 것으로 보이나, 적대적 M&A 상황에서 방어수단 채택과 관련하여 아직까지 한국 법원은 미국보다 더 엄격한 사법심사기준을 적용하고 있다. 이러한 엄격한 사법적 심사기준은 법체계상 방어방법의 제한성과 맞물려 한국의 기업들에게 적대적 M&A시도에 대항하여 취할 수 있는 방어방법을 더욱 제한하고 있다.[120]

나) 한화종금 사건

한화종금 사건은[121] 경영권 분쟁에 직면한 경영진이 방어수단으로 사모에 의한 전환사채를 발행한 경우에 이러한 전환사채의 적법성이 문제된 사건이다. 즉 한화종금 주식을 대량으로 매집한 2대 주주가 대량의 전환사채를 사모의 방법으로 발행하여 경영권 방어수단으로 이용하려는 한화종금을 대상으로 전환사채의 전환에 따라 발행될 신주의 의결권금지가처분을 신청하였다.

---

120) 방어수단 채택과 관련한 사법적 심사기준이 미국의 경우 '경영판단의 원칙'을 제한하는 방향으로 발전하고 있다면, 한국과 일본의 경우에는 '경영상 목적'을 넓게 해석하는 방향으로 나아가고 있다고 할 수 있다: 김태진 · 이동건, 앞의 논문(주 49), 332면.

121) 서울고법 1997. 5. 13. 선고 97라36결정.

본 사건과 관련하여 서울지방법원과 서울고등법원은 전환사채발행의 무효에는 신주발행무효의 법리가 유추적용 된다는 점을 제외하고는 당해 사건에서 전환사채의 발행이 무효인지 여부에 대하여 다른 논거를 제시하고 있다.

서울지방법원[122]에서는 제3자에 대한 전환사채의 발행은 정관의 규정에 의해 발행된 것이므로 주주의 신주인수권을 침해한 것이 아니라고 보았다. 또한 전환사채의 발행은 거래법상의 행위이고 이는 유통성이 강한 유가증권의 성질을 갖기 때문에 주주의 이익보호 이상으로 거래안전의 보호를 중시해야 한다고 했다. 따라서 그 발행의 무효사유는 엄격히 보아야 하고 대외적인 업무집행행위로서 전환사채를 발행한 것을 무효로 볼 수 없다고 하였다.[123]

그러나 서울고등법원은 경영권분쟁 상황에서 열세에 처한 기존 지배세력이 지분비율을 역전시켜 경영권을 방어하기 위하여 이사회를 장악하고 기존 주주를 완전히 배제한 채 제3자인 우호적인 세력에게 신주를 배정하기 위한 일환으로 전환사채를 발행하였다면 전환사채제도를 남용한 것이라고 보았다. 즉 이는 사실상 신주를 발행한 것으로 보아야 하고, 이러한 전환사채의 발행은 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 것으로 무효로 보아야 한다고 하였다. 또한 전환사채 발행의 주된 목적이 경영권분쟁에서 경영권을 방어하기 위한 점 등에 비추어 경영권을 다투는 상대방인 감사에게 이사회의 참석기회도 주지 않는 점, 전환기간에 제한을 두지 않아 발행 즉시 주식으로 전환될 수 있도록 한 점 등을 고려하여 이러한 전환사채의 발행은 현저하게 불공정한 방법으로 보아 무효라고 판시하였다.

따라서 본 사건은 국내에서 경영권 방어목적으로 사모전환사채가 사용된 최초의 사례이다. 서울고등법원은 제3자에 대한 신주배정의 주된 목적이 경영권의 방어에 있다면 현저하게 불공정한 발행으로 보아 적법성을 부정하고 있었다. 그러나 어떠한 경우가 현저하게 불공정한 발행인가에 대해선 구체적인 이유를 밝히고 있지 않다. 이러한 입장은 이사의 방어권을 긍정하고 있다고 볼 수 있다.

다) SK 사건

---

122) 서울지방법원 제50민사부 1997.2.6.선고 97카합118 결정.

123) 송종준, “경영권방어기준에 관한 판례분석 -현대엘리베이터 사건의 시사점을 중심으로- ”,「기업소송연구」, 2005(Ⅱ), 203면.

SK 사건[124]은 SK 이사회가 보유중인 자사주의 처분 결의에 있어서 소버린이 SK 이사들을 상대로 의결권침해금지가처분을 신청한 사안이다. 법원은 소버린이 SK가 우호적인 관계자들에게 행한 자기주식매각에 관하여 이사회결의가 정기주주총회에서 이사선임안건에 대한 주주의결권을 침해하였다고 신청한 본 사건의 가처분에 대하여 이사회의 결의는 적법하다고 판시하였다. 또한 SK 이사회의 결의는 소버린의 M&A시도에 직면하여 이를 방지하기 위한 이사들의 경영판단으로서도 적법하다고 하였다.

법원은 자사주의 처분행위가 경영권방어를 위한 목적으로 한 것이라도 아무런 합리적 이유도 없이 회사나 주주들의 이익에 반하는 등 적법한 방어행위의 범주를 벗어난다면 회사의 이사로서의 주의의무에 반하는 것으로 위법하다고 볼 수 있다고 했다. 따라서 본 사건은 경우에 자사주 취득 경위 · 목적 · 절차 등에 비추어 자사주 취득 자체가 현 경영진이나 대주주의 지배권유지를 위한 것은 아니었기 때문에 자사주 처분행위를 위법하다고 볼 수 없다고 판시하였다. SK 사건은 일정한 방어행위에 대하여 법률상의 위법사유가 명시되어 있지 않은 경우와 관련하여 원칙적으로 경영권방어를 이사의 경영판단사항에 속하는 것으로 취급하는 태도를 보이고 있다.[125]

또한 SK 사건에서 방어권 행사가 그 허용범위를 벗어나서 위법하다고 판단하는 것은 이사의 방어권한을 원천적으로 부정하는 것이 아니라 그 방어권행사가 권한남용으로서 위법여부를 판단하기 위한 이른바 '방어권남용의 판단기준' 을 개별적으로 제시한 것이라고 평가하는 견해[126]도 있다.

라) 소 결

적대적 M&A 상황에서 이루어지는 이사의 방어행위에 대한 남용기준을 일괄적으로 도출하는 것은 상당히 어렵다. 왜냐하면 방어행위의 목적과 수단이 다양함은 물론이고, 적대적M&A의 목적과 형태도 어느 한가지로 국한되지 않으므로 모든 유형에 적용가능한 기준을 마련하는 것이 무리여서 다양한 기준이 허용될 수 밖에 없다는 논리도 설득력이 있다. 현대엘리베이터 사건에서 법원은 적대적 M&A에 직면한 경영진의 방어행위의 적법성에 관하여 '방어행위가 직접 법령 또는 정관에 규정되었는지 여부' 라

124) 서울중앙지법 2003.12.23. 선고 2003카합4154 결정.
125) 박한성, 앞의 논문(주 21), 78면.
126) 송종준, 앞의 논문(주 128), 209면.

는 기준을 제시하였다. 또한 한화종금 사건에서는 제3자에 대한 신주배정을 현저히 불공정하게 발행된 것으로 보아 적법성을 부인하나 그 이유에 대하여 밝히고 있지 않다. 그리고 SK 사건은 회사 및 주주의 이익을 침해하였는지 여부를 방어행위의 판단기준으로 거론하고 있다.

일본의 주요목적기준에 따르는 판례에 있어서 그 기준이 신주의 제3자배정에 제한된 이론이므로 다양한 방어수단이 도입된다면 미국 판례상 인정되는 다양한 기준을 인정할 수도 있다. 비례성 기준에서 경영권방어행위와 관련된 부분으로 신주의 제3자배정에 있어 상법 제418조제2항과 헌법 제37조제2항과 비교내용, 전환사채의 제3자배정내용, 주주총회장의 질서관련내용을 제시할 수 있다.실제 여주지방법원의 결정은 주요목적이론의 예외가 될 수 있고 미국의 적법성 판단기준 중 비례성기준과 전략적 이익기준을 인정할 것이다.[127]

4. 글로벌 M&A 현황

가. 전반적인 추이

전 세계 FDI는 2008년 금융위기로 크게 위축된 이후 점차 회복추세이다. 즉 UNCTAD는 2011년 전 세계 FDI가 금융위기 이전 수준으로 회복된 것으로 추정한 바. 2011년 전 세계 FDI 추정치(IFDI 기준)는 1.51조 달러로 금융위기 이전(2005-2007) 수준인 1.47조 달러를 상회하여 M&A FDI를 중심으로 회복되는 모습이다. 금융위기 극복과정에서 선진국 기업 구조조정 등의 영향으로 선진국 기업에 대한 국경간 M&A가 증가한 반면 Greenfield FDI는 유럽 재정위기 등 세계경제 불확실성이 지속되면서 아직까지 회복되지 못하는 상황이다. 또한 해외직접투자(OFDI)는 기업이 직접 해외에 생산기지를 건설하고 판매망을 구축하는 Greenfield FDI와 M&A를 통해 지분을 취득하는 M&A FDI로 구분한다. M&A FDI의 경우 해외매물정보, 인수 전문기업 필요성, 인수 후 통합

127) 김정호, “경영권 방어와 비례의 원칙-대판 2009.1.30.2008다50776 판결을 겸하여- “,「경영법률」, 제21권 제3호, 한국경영법률학회, 2011, 18-22면.

관리 어려움 등으로 M&A 관련 시장의 발전이 요구되므로 개도국보다 선진국이 주로 활용하고 있다. 통상 개도국의 경우 해외 진출시 Greenfield FDI에 대부분 의존하며, 경제가 발전할수록 M&A FDI의 비중이 증가된다. 한국의 해외 M&A의 추이는 다소 완만한 확대추이이다.[128]

나. 선진국의 해외 M&A 추이

최근 글로벌 재정위기로 선진국 내 기업·금융 구조조정이 증가하면서 동 기회를 활용하기 위한 해외 M&A의 중요성이 크게 부각되는 상황이다. 미국은 사모펀드 등을 중심으로 해외 M&A에 나서고 있으며, 중국은 국영기업, 국부펀드 등이 주도적으로 추진하고 있다. 또한 일본도 정부차원의 기금을 조성하여 해외 M&A를 지원하고 독일도 해외 M&A를 통해 산업구조조정을 추진하는 추세이다. 투자유형별 동향은 M&A FDI를 중심으로 회복되고 있으며 금융위기 극복과정에서 선진국 기업 구조조정 등의 영향으로 선진국 기업에 대한 국경간 M&A가 증가한 반면 Greenfield FDI는 유럽 재정위기 등 세계경제 불확실성이 지속되면서 아직까지 본격 회복되지 못하는 상황이다.[129]

투자주체 지역별 동향) 선진국이 주도했던 FDI에 중국 등의 적극적 참여로 M&A를 중심으로 선진국 비중은 감소하는 반면 개도국 비중은 증대하였다.[130]

---

128) 기획재정부, “한국 M&A와 그린필드 동반 시사점”,「보도자료」, 2012. 5. 14. 7면.

<해외 M&A 비중> (단위: %, 2003-2010년 평균)

한국	전세계	선진국	개도국	미국	독일	중국	일본
13.3	34.6	36.2	26.1	34.4	26.1	35.8	23.5

* UNCTAD자료(WIR 2011)에 따른 M&A(a)와 Greenfield(b) 통계활용, 해외 M&A 비중은 a/(a+b)로 산출

129) 기획재정부, “한국 M&A 및 Greenfield OFDI의 동향·특징 및 시사점”,「보도자료」, 2012.5.14. 2면.

	‘03	‘04	‘05	‘06	‘07	‘08	‘09	‘10	‘11추정
M&A	0.18	0.23	0.46	0.63	1.02	0.71	0.25	0.34	0.51
Greenfield	0.76	0.71	0.71	0.88	0.94	1.46	0.95	0.81	0.78

1」World Investment Report 2011 및 Global Investment Trends Monitor, UNCTAD

2」UNCTAD Data상의 한계 존재: UNCTAD는 전체 FDI는 순수송금 기준, M&A는 최종 확정액 기준, Greenfield는 투자추정치 적용→M&A와 Greenfield합계≠전체 FDI.

130) 기획재정부, “한국 M&A 및 Greenfield OFDI의 동향·특징 및 시사점”,「보도자료」, 2012.5.14. 3면.

<세계 FDI 규모(투자주체 지역별)> (단위: 조 달러)

	‘03	‘04	‘05	‘06	‘07	‘08	‘09	‘10

다. 한국의 M&A 현황

1) 해외직접투자

2007년 이후 해외직접투자(송금액 기준)의 증가는 광업투자 증가에 상당폭 기인한다. 즉 석유·가스·철광 등 해외자원 확보를 위한 광업투자 증가(2007년 연평균 38.1%)는 전체 해외직접투자 증가율(2007-2011년 연평균 3.6%)을 크게 상회하였다. 광업투자 증가율을 보면 ('07)40.7%→('08)99.3%→('09)32.9%→('10)34.1%→('11)2.3% 이다. 즉 한계산업의 이전, 새로운 시장개척을 위한 중국, 동남아(아세안)로의 해외직접투자는 2007년 이후 증가세 둔화하였다.

전체 해외직접투자 연평균 증가율은 2000년-2007년은 22.9%이며, 2007년-2011년은 3.6%이다. 중국동남아(아세안) 해외직접투자 연평균 증가율은 2000년-2007은 29.1%이며, 2007년-2011년은 0.7% 이다. 한국의 해외직접투자 누계액 비중(GDP 대비,10년)은 13.8%로 선진국(41.4%)은 물론 전 세계 평균(32.6%)을 크게 하회, 개도국 평균(15.7%)에 근접해가는 수준이다. 투자유형별 동향을 보면 Greenfield형 해외직접투자는 증가세가 지속적으로 확대되고 있는 반면 M&A형 해외직접투자는 최근 둔화되는 모습을 보이면서 M&A형 해외직접투자 비중도 20% 수준으로 하락하였다.

해외 M&A는 시장정보·경험·자본 등이 요구되므로 금융시장이 아직 발전중인 한국의 경우 중소·중견기업이 해외 M&A에 참여하기에는 장애요인으로 작용한다. 현재 한국의 해외 M&A에 대한 정보제공·자본 등이 해외 투자은행(IB) 중심의 대규모 deal 위주로 진행되고 있어 2000년대 중반이후 중소기업의 해외 M&A가 위축되고 있는 상황이다. 즉 M&A FDI에서 중소기업 비중이 (2004)21.9%, (2006)26.1%, (2008)18.6%, (2009)13.2%, (2010)8.5% ,(2011)16.1% 로 중소·중견기업의 M&A 투자 활성화가 필요하다.[131)]

▪M&A	0.18	0.23	0.46	0.63	1.02	0.71	0.25	0.34
-선진국	0.14	0.17	0.36	0.50	0.84	0.57	0.16	0.22
(비중, %)	75.6	73.5	77.8	79.5	82.3	80.4	64.4	63.6
▪Greenfield	0.76	0.71	0.71	0.88	0.94	1.46	0.95	0.81
-선진국	0.59	0.56	0.53	0.60	0.65	1.03	0.69	0.57
(비중, %)	76.8	79.1	74.7	67.7	69.2	70.3	71.9	70.5

1」M&A는 확정액, Greenfield는 투자추정액. 2」World Investment Report 2011, UNCTAD.

131) 기획재정부, "한국 M&A 및 Greenfield OFDI의 동향·특징 및 시사점" ,「보도자료」, 2012.5.14. 5면.

2) 외국인 투자동향[132)]

전체적인 유치 동향은 2013년 1분기 외국인직접투자(FDI, 신고 기준)는 전년동기(23.5억불) 대비 44.7% 증가한 33.9억불로 전년도의 호조세가 지속되고 있다.

대규모 부동산 투자 활발로 수도권 지역의 부동산 매물 인수 및 지역개발 수요에 대한 대규모 상업단지 개발을 위한 투자가 활발히 진행되고 있다. 예로 부동산 투장의 경우 (美) A社 4억불, (美) B社 3억불, (포르투갈) C社 1.5억불이다. 대규모 증액 및 기업인수 투자에 있어 기존 외투기업의 대규모 증액투자와 함께 해외 재무적 투자자의 국내 중견 기업 인수가 진행되고 있으며 증액 투자로 (美) D사 7억불, (日) E社 43백만불이며, 기업인수 투자의 현황은 (스웨덴) F社 1억불, (日) G社 2억불, (싱가포르) H社 14백만불이다.

또한 일본·유럽 투자 위축으로 일본 정부의 엔저정책과 유럽경제의 부진 지속으로, 일본 및 유럽국가의 제조업분야의 투자가 위축되고 있는 바 일본기업의 1천만불 이상 대형 투자건은 2012년 1분기에는 15건, 2013년 1분기는 10건이다.

한국의 지정학적 리스크는 투자의사결정에 이미 반영되어, 1분기 중 외국인투자에 미친 영향은 제한적인 것으로 분석되고 있다.

라. 향후 한국의 M&A 방향(평가 및 시사점)[133)]

<한국 OFDI 규모(투자주체별> (단위: 억 달러, 수출입은행, 송금기준)

	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11
▪M&A	5	8	10	19	64	75	54	69	58
-대기업	4	6	8	14	50	58	46	63	48
-중소기업	1	2	2	5	12	14	7	6	9
▪Greenfield	42	57	62	98	158	164	148	173	198
-대기업	28	35	33	62	100	111	119	139	158
-중소기업	11	17	22	28	45	45	26	31	31

132) 산업통상자원부, "2013년1분기외국인직접투자(FDI)동향", 「보도자료」, 2013.4.11. 3면.

<자금별 동향> (신고기준. 단위 : 백만불, %)

구 분	2011년					2012년					2013년	
	1분기	2분기	3분기	4분기	연간	1분기	2분기	3분기	4분기	연간	1분기	증감률
M&A형	506	356	337	772	1,971	327	1,655	934	832	3,749	1,257	284.1
그린필드형	1,500	3,002	1,883	5,317	11,702	2,019	3,105	3,158	4,255	12,537	2,137	5.9
전 체	2,005	3,358	2,220	6,089	13,673	2,346	4,760	4,093	5,087	16,286	3,394	44.7

최근 OFDI 증가로 일부에서는 산업공동화 우려도 제기하나, 한국의 OFDI는 개도국 평균보다 낮은 상황이므로 자본유출 등 해외직접투자의 단점보다 선진기술·판매망 확보 등 장점에 보다 착안하는 것이 타당하다. 한국이 개도국 경제에서 선진국 경제로 탈바꿈하기 위해서는 기업들의 OFDI 확대를 통한 글로벌 생산네트워크 마련이 중요하다. 특히, OFDI가 국내 생산기지 이전보다 신시장 개척, 판매망 확보, 자원개발 등의 투자 중심으로 이루어지고 있어 OFDI가 국내산업의 경쟁력 제고에 기여 예상된다.

또한 선진국들의 해외직접투자 구성을 고려시 한국의 해외직접투자에 있어 M&A투자는 중요하다. 즉 Greenfield 투자에 비해 M&A 투자가 risk는 크나 시장에 기 투입된 해외기술, 판매망 확보를 통하여 새로운 사업기회와 성장동력을 단기간 내에 마련이 가능하기 때문이다. 또한, M&A FDI는 생산기반 이전 등 국내경제에 대한 부정적 영향을 최소화하고 해외투자의 효율성을 제고시키는 장점도 존재하기도 한다.

중소·중견기업의 육성 및 경쟁력 강화를 위해서는 중소·중견기업의 국내 사업 활용 지원뿐만 아니라 M&A 등 해외진출을 적극 지원하는 것도 매우 중요한 과제이라고 본다. 특히, 국내 대기업의 글로벌화로 중소·중견기업과의 격차가 더욱 확대되고 있는 상황이므로, 대기업과 중소·중견기업간의 동반성장 차원에서도 중소·중견기업의 해외 M&A 등 지원기반 확대에 정책적 지원이 필요하다.

2013년도 글로벌투자심리는 회복세에 접어들 것으로 예상되나, 한국 성장률이 둔화되고 있어 전반적인 외국인 투자유치 환경은 어려운 상황이다. 유형별로 핵심투자국인 미국, 유럽 및 일본이 모두 양적완화정책을 추진하며 유동성 공급을 확대하고 있어 M&A와 같은 재무적 외국인투자는 활발할 것으로 예상된다.

아시아 국가들의 경우 일본의 국내경기부양책이 성과를 보이면서 일본기업의 한국에 대한 투자동력은 약화된 반면, 최근 한국 주식시장에 대한 투자를 크게 늘린 중국의 외국인직접투자는 확대될 것으로 보인다.

---

133) 기획재정부 ,“한국 M&A 및 Greenfield OFDI의 동향·특징 및 시사점”,「보도자료」, 2012.5.14. 8-9면 참조.

제 2 절 적대적 M&A 방어수단

1. 종류주식 도입

가. 연 혁

2011년 상법개정 이전 수종의 주식(제344조, 현행 종류주식)과 의결권 없는 주식, 상환주식, 전환주식 등의 특수한 주식제도 개편안인 '2006년 개정안' 중 방어수단으로서의 종류주식은 동의권부주식(개정안 제344조의4)과 임원임·면권부주식(개정안 제344조의5)이 있었다. '2006년 개정안' 의 다양한 종류주식들은 자본조달의 기능을 가지고 있고, 일정한 조건변경으로 경영권의 방어수단으로 적합하게 활용될 수 있었다. 이러한 의미에서 새로 도입하려는 동의권부주식과 임원임·면권부주식을 방어적 주식[134]이라고 할 수 있다. 그러나 '2006년 개정안' 은 매년 국회에 상정되었으나 통과되지 못하였다.[135]

이어 2008년 5월 7일 입법예고한 법무부의 상법개정안(이하 '2008년 개정안' 이라 함)에서는 '2006년 개정안' 의 종류주식 중 동의권부주식과 임원임·면권부주식은 방어수단으로서 활용가능성이 크다는 이유에서 삭제되었다. 따라서 '2008년 개정안' 에서는 종류주식의 근거에 관한 총론적 규정(개정안 제344조), 이익배당 및 잔여재산분배에 관한 종류주식(개정안 제344조의2), 주주총회에서의 의결권행사에 관한 종류주식(개정안 제344조의3), 주식의 양도제한에 관한 종류주식(개정안 제344조의4), 주식의 상환에 관한 종류주식(개정안 제345조), 주식의 전환에 관한 종류주식(개정안 제346조) 등에 관한 내용을 담고 있었다.

그러나 이익배당 및 잔여재산분배에 관한 종류주식은 현행법에서 인정하는 제도이

---

134) 송종준, "상법상 워런트 도입을 위한 입법 모델연구 - Equity Warrant를 중심으 로 -" ,「증권법연구」, 제11권 제3호, 한국증권법학회, 2010.12. 92면.
135) 박한성, 앞의 논문(주 21), 154면-169면.

고, 주식 상환 및 주식 전환에 관한 종류주식도 현행 상법의 상환주식과 전환주식을 기초로 하였기 때문에 실제 도입된 종류주식은 의결권행사에 관한 종류주식과 주식의 양도제한에 관한 종류주식만이 해당된다.

즉 '2008년 개정안'에 의하면 6종류의 종류주식이 인정되는 셈인데, 방어수단의 관점에서 본다면 그다지 의미 있는 개정안은 아니라고 본다. 예컨대 일본의 경우 9종류의 종류주식을 인정하고 있는데, 한국에서는 의결권배제·제한종류주식과 양도제한주식만이 경영권 방어수단으로 활용이 가능하기 때문이다.[136]

'2008년 개정안'은 2009년 2월과 5월에 걸쳐 두 차례의 개정이 있었지만, 주식제도에 관한 개정은 이루어지지 않았었다. 마침내 2011년 3월 11일「상법 회사편」(이하 '개정상법'이라 함)이 6년 만에 국회를 통과하고 개정안(법률 제10600호)은 2012년 4월 15일부터 시행하게 되었다. 그러나 종류주식에 관한 개정사항은 총 5종류의 종류주식으로 한정되고 주식양도제한에 관한 종류 주식만 삭제되었다.[137]

나. 도입취지

개정상법의 취지는 자유롭고 창의로운 기업경영 지원, 투명한 기업경영으로 공정사회 구현, 국제기준에 맞도록 회사제도를 선진화하여 글로벌 경쟁력의 강화 등에 있다.[138] 특히 개정상법의 주요 내용은 지배구조제도와 재무관리제도 관련 내용으로 구분된다. 지배구조제도에 관한 주요 내용으로는 이사의 자기거래대상 확대, 회사 사업기회 유용금지, 집행임원제도 도입, 이사의 책임 감경, 주주총회 소수주주권 강화, 이사회 결의방법 확대이다. 또한 재무관리제도에 관한 주요 내용으로는 다양한 종류주식 도입, 주금납입에 대한 상계허용, 회계규정 정비, 법정준비금제도 개선, 배당제도 개선, 합병제도 개선, 사채제도 개선 등을 들 수 있다.[139]

---

136) 권종호, 앞의 논문(주 35), 55-56면.

137) 반면 종래 도입 논의가 있었으나 논란이 많았던 트래킹주식, 동의권부주식, 임원임·면권부주식 등은 도입되지 않았다. 트래킹주식은 주주 간 이해충돌 소지가 크며, 동의권부주식과 임원임·면권부주식은 경영권 방어수단으로의 남용 가능성에 대한 우려가 있었다고 한다.; 양기진, "개정상법과 K-IFRS의 조화 모색", 「한국상사법학회 하계학술대회 발표자료」, 2011, 83면.

138) 법무부, "2011년 개정상법(회사편)의 주요내용", 「선진상사법률」, 제54호 별책부록. 2011. 4. 1면.

139) 김윤상, "2011년 상법개정의 입법과정과 향후과제", 「한국상사법학회 하계학술대회 발표자료」, 2011,

적대적 M&A 상황에서 대상회사의 이사회가 방어행위를 할 수 있는지 여부는 우호적인 세력에게 신주나 전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행을 허용하는 경우 상법 제418조제2항 단서상 '경영상의 목적'의 인정여부 또는 신주발행무효의 소송에서 '불공정한 방법에 의한 발행으로 무효'의 해당여부 문제로 다루어져 왔다. 개정상법에 종류주식을 도입하였으나 방어수단으로 활용사례가 없는 바, 향후 종류주식을 활용한 적대적 M&A 방어수단이 빈번히 활용될 것으로 보인다. 개정상법에서 특히 적대적 M&A 방어수단으로 활용 가능한 종류주식은 의결권배제·제한종류주식과 주식상환종류주식 및 주식전환종류주식이라고 할 수 있다.

다. 종류주식의 활용에 의한 방어수단

주식은 회사의 자본조달 수단이 되는 한편, 주주가 회사를 소유·지배하고 그 지배권을 유지·강화하는 수단으로서 기능을 수행한다.[140] 그러므로 대상회사 이사회는 주식이 갖는 의결권의 내용을 달리 정하여 경영권의 안정 및 M&A 방어수단으로 활용할 수 있게 된다.

의결권배제·제한종류주식(개정상법 제344조의3)은 일정 비율 이상의 주식을 매입하려는 매수자의 주식을 강제 취득하여(개정상법 제346조제2항) 의결권배제·제한종류주식으로 전환하는 방법을 이용하여 방어수단으로 활용할 수 있다. 주식전환종류주식은 일정 비율 이상의 주식을 매입하려는 매수자 출현을 "일정한 사유"로 하는 점, 해당 사유가 발생한 날에 해당 주주가 보유한 주식을 취득하는 점, 취득대가로 다른 종류주식(예컨대 의결권배제·제한종류주식)을 교부하는 것 등을 정관에 정하면 된다.[141]

세계 주요 국가에서도 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 종류주식을 활용한 방어방법이 주류를 이루고 있다. 즉 EU에서는 복수의결권주식이나 황금주를 중심으로 의결권종류주식을 이용하고 있다. 미국의 권리계획(right plan)은 권리부분에 백지우선주를 이용하고 있으며, 이것도 종류주식의 특징으로서 이용할 수 있는 구조로 여겨진

6면.

140) 박철영, "종류주식의 확대와 주주간의 이해조정",「상사법연구」, 제24권 제2호, 2005년, 51면.

141) 양만식, "종류주식의 다양화가 기업지배에 미치는 영향",「한국상사법학회 하계학술대회 발표자료」, 2011. 31면.

다. 일본에서는 이사회 결의 만에 의한 권리계획은 사전 경고형 방어수단을 중심으로 많은 기업에 보급되어 있다.[142]

라. 종류주식별 M&A 방어수단

1) 의결권배제·제한종류주식

가) 의의 및 특징

종전에는 의결권이 없는 특징을 우선주식에 부착된 별개의 특약으로 보고 주식의 종류로 보지 않았으나, 개정상법은 의결권의 행사에 관하여 종류주식을 발행할 수 있다(제344조제1항). 또한 이익배당의 우선여부와 관계없이 의결권을 제한할 수 있고, 의결권의 부분적인 제한이 가능할 수 있는 점이 개정상법의 특징이다.[143]

특히 의결권을 부분적으로 제한하여 발행할 경우 적대적 M&A 방어수단으로서 활용될 때 회사의 합병이나 임원선임 등에서 그 목적달성을 위한 필요한 경우에만 의결권을 일부 제한하는 것이 합리적일 수 있다. 즉 의결권의 일부제한은 주주의 권리침해를 최소화하고 경영권 확보를 추구하는 주주와 투자수익을 목적으로 하는 투자주주간에 투하자본에 대한 회수불능의 위험을 감소시키는 등 이해관계의 조정 차원에서도 투자주주에게 이익처분안 등 일정한 사항에 제한하여 의결권을 부여하는 것이다.[144]

또한 회사가 우선배당권이나 의결권이 없는 의결권배제·제한종류주식을 발행할 경우 이러한 주식은 통상의 배당수준에 있어서도 높은 투자수익을 기대할 수 있게 되므로 상환조항이나 전환조항을 부가한다면 투자자의 수요가 존재할 수 있다고 본다.[145] 그리고 개정상법 이전의 의결권 없는 주식은 의결권이 없는 우선주일 경우에도 우선배당을 받지 못하면 의결권이 부활되는 규정(상법 제370조제1항 단서)이 있었다. 개정상법도 조건을 붙여서 의결권이 부활되도록 규정하였다(제344조의3제1항).

---

142) 2007년 7월 현재 381사가 사전경고형 방어수단을 도입하고 있다.; 岩倉正和 · 佐々木秀, “ブルドックソースによる敵対的買収に対する対抗措置(下その２)”, 「商事法務」, 第1825号, 2008, 37면 ; 別冊商事法務編集部編, 『買収防衛策の事例分析(別冊商事法務第310号』, 「商事法務」, 2007, 5, 9면.

143) 이철송, 앞의 책(주 12), 103-104면.

144) 박철영, “종류주식의 활용과 법적과제 -의결권배제·제한종류주식을 중심으로-”, 「2011년 추계 공동학술대회(한국경영법률학회 · 한국기업법학회) 발표자료」, 98면.

145) 박철영, 위의 자료(주 144), 99면.

나) 방어수단으로서 활용

의결권배제·제한종류주식은 방어수단으로 활용 가능한데, 개정상법상 의결권배제·제한종류주식의 실질적인 발행은 의결권 없는 주식(보통주와 우선주 모두 발행가능)과 의결권배제·제한종류주식(수량적 제한 종류주식 아님)이다.[146] 의결권배제·제한종류주식은 그 용도가 주주 간 계약의 회사법상 유효화[147]와 방어수단으로서 활용된다.

개정상법상 의결권배제·제한종류주식을 발행할 경우 정관에 주식 수 및 그 내용을 기재하고, 전면 배제할 경우에 그 취지를 기재하면 되지만, 일부 의결권을 제한할 경우에는 제한 의안을 구체적으로 규정해야 한다(제344조제2항, 제344조의3제1항). 한국은 일본과 달리 주주평등의 원칙에 대해 엄격히 해석하는 경향이 있다.[148]

의결권배제·제한종류주식이 개정상법에 반영되어 방어수단으로 활용될 수 있고, 이러한 종류주식의 발행한도는 발행주식총수의 4분의 1을 초과하지 못하도록 규정하고 있다(개정상법 제344조의3제2항). 이 제한규정은 과소한 지분(의결권 있는 주식)으로 회사지배를 하는 폐단 발생을 사전에 방지하기 위한 것으로 보인다.[149]

개정상법 시행 후 한국 기업에서도 의결권배제·제한종류주식이 적대적 M&A에 방어수단으로 활용될 것으로 보인다. 또한 의결권 없는 보통주식을 발행할 경우 적대적 M&A자의 공격의지를 미리 감소시키는 예방형태의 방어수단으로서 활용될 수 있다.[150]

2) 주식상환에 관한 종류주식

가) 의의 및 특징

상환주식을 종류주식으로 하여 상환주주만의 종류주주총회 개최가 가능하다(개정상법 제344조제1항). 또한 기존의 우선주만을 상환주식으로 발행한 것을 현행에서는 모든 종류주식(상환주식과 전환주식 제외)에 대하여 발행할 수 있게 되었다(개정상법 제344조제5항). 그리고 상환할 권리는 회사(상환사유부주식)와 주주(상환청구권부주식) 모두에게 있으며(개정상법 동조제1항및제3항)과 그 상환 대가를 다양화하고 유연

146) 이철송, 앞의 책(주 11), 105면.
147) 江頭憲治郎, “會社法の現代化に, する要綱案の解說[Ⅰ]”, 「商事法務」, No 1721, 2005. 5.2.5.5項.
148) 대판 2007.6.28. 2006다38161(공보 2007.1150) 참조; 정찬형, 앞의 책(주 8), 674면.
149) 이철송, 앞의 책(주 11), 107면. 그러나 이미 발행된 주식에 대하여 취득한 자의 기대를 고려하여 사후에 그 의결권을 배제하거나 제한할 수 없다.
150) 박한성, 앞의 논문(주 21), 161면.

화 하였다(개정상법 동조제4항).

즉 종전에 회사의 상환대가 지급은 현금에 국한 되었으나 회사는 주식의 취득대가로 현금 외에 유가증권(다른 종류주식은 제외)이나 그 밖의 자산을 교수할 수 있다(개정상법 제345조제4항). 다른 종류주식을 제외한 이유는 전환주식이 되는 것을 방지하기 위함이며, 상환 대가를 다른 유가증권도 가능하도록 다양화하여 전환주식과 별다른 차이가 없다. 따라서 상환대가의 형태가 무엇이든 회사의 이해관계자에게 별다른 영향이 없기 때문에 상환주식과 전환주식의 구분은 이론적으로 의미가 없다.[151]

나) 방어수단으로서 활용

상환주식은 종류주식(상환과 전환에 관한 것은 제외한다)에 한정하여 발행할 수 있다(개정상법 제345조제5항). "상환과 전환에 관한 것은 제외한다." 라는 법문은 해석상의 쟁점과 다양한 해석이 가능할 것이다. 즉 주식을 상환주식으로 발행할 수 없다는 것은 쟁점이 될 수 있다. 예컨대 실무상 우선주에 상환권과 전환권을 모두 부가하여 발행하는 경우 주주가 우선주를 보통주로 전환할 실효성이 있고 회사가 필요한 경우에 상환할 수 있기 때문이다. 따라서 전환주식에 상환권을 부가하는 것은 논리적으로 아무런 문제가 발생하지 않기 때문에 이를 금지한 '개정상법 제345조제5항의 조문' 은 입법의 실수로 보인다.[152]

결국 개정상법에서 발행할 수 있는 상환주식의 유형은 (ⅰ) 상환사유부주식인 이익배당 또는 잔여재산분에 관한 종류주식, (ⅱ) 상환사유부주식인 의결권배제·제한종류주식, (ⅲ) 상환청구권부주식인 이익배당 또는 잔여재산에 관한 종류주식, (ⅳ) 상환청구권부주식인 의결권배제·제한종류주식이다. 회사의 입장에서 실제로 발행 가능한 유형은 (ⅰ)의 종류주식 중 우선주인 상환주식이며, 상환가액에 따라 주주의 입장에서 투자가치가 있는 것은 (ⅲ)유형과 (ⅳ)유형이라고 할 수 있다. (ⅱ)유형은 회사가 의결권이 없고 배당부담이 없는 주식을 상환할 필요성이 없으므로 발행가능성은 없을 것이다.[153]

---

151) 송옥렬, "2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점 -Z기업재무분야를 중심으로 -", 「2011년 한국법학원 발표자료」, 2011. 13면.
152) 박한성, 앞의 논문(주 21), 163면.
153) 이철송, 앞의 책(주 11), 109면.

이러한 상환주식의 발행유형에 따라 상환사유부주식은 기존과 같이 이익배당 우선주의 소멸수단으로 활용하는 외에 경영권방어수단으로 활용될 수 있다. 그러나 상법에서는 포이즌필과 같은 경영권 방어수단으로서 종류주식은 허용하지 않는다는 방침에 따라 이익배당 보통주의 상환을 허용하지 않았기 때문에 그 가능성은 희박하게 되었다. 또한 이익배당 우선주를 의결권 있는 주식으로 발행하게 되면 같은 효과가 되지만, 적대적 M&A 방어수단으로 활용하기에는 재무적인 측면에서도 부담이 크므로 그 활용성은 현실성이 없게 된다는 입장[154]이 있다.

개정상법상 보통주식은 상환주식으로 발행할 수 없고[155], 대가로는 종류주식을 발행할 수 없다. 방어수단으로서 적대적 M&A자의 보통주식을 강제로 상환하는 것은 상환주식으로 발행할 수 없기 때문에 방어수단으로 활용되지 못하게 된다. 또 다른 방법은 주주에게 우선주를 상환주로 발행하여 무상으로 배정하고 유사시에 적대적 M&A자를 제외한 일반주로부터 우선주를 강제상환하면서 그 대가로 보통주를 교부하는 것이다. 이러한 방어방법도 개정법상 상환주식은 대가로 종류주식을 발행할 수 없으므로 방어수단으로 한계가 있어 보인다.

그러나 상환주식에 관하여 우선주를 상환주식으로 발행한 후 적대적 M&A가 시도되면 대상기업이 상환주식을 우선주의 고가매입을 통해 일시적인 막대한 현금 유출로 회사 보유자산을 고갈시키는 형태로 M&A의 실효성을 감소시켜 적대적 M&A의 방어수단으로 활용하는 방안도 있을 수 있다는 견해[156]도 있다.

3) 전환사유부종류주식

가) 의의 및 특징

개정상법 이전에는 주주의 청구에 의해서만 전환하였으나, 현행은 회사가 전환을 결정할 수 있는 전환주식도 허용하고(전환사유부주식) 정관에 정한 일정한 사유가 발생할 것을 조건으로 하고 있다(개정상법 제346조). 개정상법 이전의 전환주식은 특정

154) 박철영, 앞의 논문(주 140), 104면.

155) 보통주식을 상환주식으로 발행하여 사실상 경영권방어를 위한 포이즌필로 활용을 방지하기 위한 것이라 한다.; 권종호, “종류주식의 다양화를 위한 법적 연구”,「상사법연구」, 제51호, 2006, 322면; 김순석, “주식제도의 개선-종류주식을 중심으로-”,「상사법연구」, 제28호 제3호, 2009, 152면.

156) 권재열, “적대적 M&A의 방어방법에 관한 연구”,「코협연구보고서」 05-1. 2005, 93면.

종류의 주식에 대하여 부가적으로 전환권이 부여되었기 때문에 종류주식으로 다루지 않았으나, 현행은 종류주식으로 다루고 있다(개정상법 제344조제2항).

또한 종전의 종류주식은 이익배당과 잔여재산분만 인정하여 사실상 보통주와 우선주에 한하여 인정되었다(예컨대, 우선주를 보통주로, 보통주를 우선주로 전환). 그러나 개정상법에서는 이러한 이익배당과 잔여재산분배 이외에 의결권배제·제한종류주식, 상환주식, 전환주식 등으로 확대하여 전환되는 주식도 다양화 되었다고 볼 수 있다.

전환사유부종류주식에 관하여 일정 비율 이상의 주식을 매입하려는 매수자가 출현한 것을 '일정한 사유' 로 하는 점, 해당 사유가 발행한 날에 해당 주주가 보유한 주식을 취득하는 점, 취득대가로 다른 종류주식(의결권배제·제한종류주식)을 교부하는 것 등은 정관에 정하면 된다.[157]

나) 방어수단으로서 활용

경영권의 방어수단이라는 측면에서는 전환이 종류주식 간에만 인정되기 때문에 특별한 성과는 없다고 본다. 그러나 종류주식이 다양화되어 전환대상주식의 범위가 확대됨에 따라 종류주식간의 조합에 있어서 전환주식의 촉매제로서의 기능이 확대되었다고 볼 수 있다.[158]

개정상법에 의결권제한주식이 종류주식으로 도입되면서 종전과 달리 회사에게만 전환권이 있을 경우(전환사유부주식), 보통주식을 전환사유부주식으로 발행하면서 전환대상주식을 의결권배제·제한종류주식으로 정하게 되면 강력한 방어수단이 된다. 또한 전환사유부주식을 의결권배제·제한종류주식(무의결권주식)으로 하여 사전에 주주에게 무상배정 발행한 경우 적대적 M&A자 이외의 주주가 소유한 의결권배제·제한종류주식을 보통주식으로 강제 전환하는 방식도 있다. 이러한 방식은 적대적 M&A자의 지분비율을 획기적으로 낮출 수 있어 적대적 M&A의 방어수단으로서 그 효율성이 크다 할 것이다.

따라서 전환주식은 다양한 상품을 제공할 수 있게 되어 주주의 모집이 용이하고, 회사는 전환권을 보유한 경우에 재무관리를 탄력적으로 운영할 수 있게 되었다. 그러므로 여러 종류주식에 대한 전환주식 발행이 가능하여 경영권의 방어수단으로도 활용

157) 양만식, 앞의 논문(주 141), 51면.
158) 권종호, 앞의 논문(주 35), 64면.

할 수 있는 점이 특징이다.[159]

4) 소 결

주주는 원칙적으로 이익배당 권리, 잔여재산을 분배받을 권리와 주주총회에서 의결권 행사권리를 갖는다. 그러나 모든 주주에게 이러한 권리와 동일한 요구를 가질 것이라고는 단정할 수 없다. 의결권에는 관심이 없고 오로지 배당만을 중시하는 주주, 또는 특정한 결정사항에 관해 관심이 많은 주주 등 다양한 요구사항을 갖는 주주가 존재할 경우, 회사는 상황에 따라 적절하게 대응하여 보다 원활하고 유리한 자금조달의 확보 가능성이 확대될 것이다. 상법은 이러한 다양한 요구사실을 고려하여 다른 내용의 종류주식 발행을 인정하려는 입장이다(개정상법 제344조).

주주에게는 평등원칙이 적용되어야 하지만, 종류주식의 내용결정 방법 즉 의결권배제·제한 종류주식(개정상법 제344조의3)은 적대적 M&A의 방어수단과 기업지배와 관련된다. 또한 전환종류주식(개정상법 제346조)은 일정한 사유가 발생한 경우에 일부취득이 가능하며, 일부취득의 결정방법이 정관에 구체적으로 정하여지면 보유주주 수에 따르지 않는 비안분적인 취득의 허용 전제하에 그 한도에서는 고전적인 주주평등의 원칙에 근거한 주주의 평등대우가 필요하지 않다.[160]

그러나 동일한 종류의 주식에서 지주비율에 의해 권리내용을 달리하는 주식의 내용의 정함은 주주평등의 원칙에 반한다는 견해도 있다.[161] 상법상 보통주식에 관한 명확한 규정이 없으나, 개정상법 제344조의 규정에 비추어볼 때 권리내용에 어떠한 조건이나 한정이 없는 표준이 되는 주식이 보통주식으로 이해된다.

또한 내용이 다른 주식 발행의 경우에는 각각이 별개의 종류주식이 되기 때문에 보통주식으로 이해된 주식도 내용이 다른 종류주식(이익배당에 있어서 우선적이거나 열후적인 것이 아닌)의 하나라고 할 수 있다.

모든 주식에 일정한 내용을 붙이는 것도 가능하며(예컨대, 상환종류주식, 전환종류주식 등), 이 경우에는 일반적인 권리내용은 아니므로 보통주식으로 볼 수는 없을 것이다. 보통주식이라는 용어는 상당히 불분명하여 오해의 소지가 분명히 있으며, 설명

159) 박한성, 앞의 논문(주 21), 165면.
160) 相澤哲編,『立案担当者による新 · 会社法の解説』, 別冊商事法務295号,「商事法務」, 2006, 42면.
161) 江頭憲治郎, 앞의 논문(주 147), 126면.

의 편의상 표준적인 권리내용을 갖는 주식의 명칭으로서 사용하는 것에는 문제가 없지만, 종류주식을 발행하는 회사에 있어서는 소위 보통주식도 종류주식의 하나임을 간과해서는 아니된다할 것이다.[162]

향후 전환주식의 전환대상을 종류주식으로 한정하지 않고 상환주식과 같이 현금이나 유가증권 기타 재산으로까지 그 범위를 확대한다면, 전환사유부종류주식은 적대적 M&A에 대한 기업 경영권 방어수단으로 보다 강력한 장치로 활용될 수 있었을 것이다. 즉 회사가 적대적 M&A자가 취득한 주식을 현금이나 기타 유가증권 등으로 아주 쉽게 전환할 수 있게 되기 때문이다. 예컨대, 보통주식을 전환사유부종류주식으로 발행하면서 발행주식총수의 20% 이상을 이사회의 승인 없이 취득할 경우 당해 주식을 현금이나 사채를 대가로 강제 전환하는 경우이다.[163]

2. 자기주식취득 허용

가. 의의 및 연혁

자기주식의 취득이란 회사가 자신이 발행한 주식을 주주로부터 다시 양수하는 것을 말한다. 그러나 회사의 자기주식취득을 허용하게 되면, (i) 실질적으로 출자를 환급하는 결과가 되어 자본충실의 원칙에 반하고, (ii) 그 유상취득으로 회사 자산이 감소되어 다른 주주 및 채권자의 이익을 해할 뿐 아니라 회사는 기업위험과 주가변동위험을 이중으로 부담하며, (iii) 일부 주주의 주식만 취득하거나 다수의 주주로부터 증권시장이 아닌 개별적 차등가격으로 취득하면 기회의 불평등과 대가의 불공정성으로 주식평등의 원칙에 반하고, (iv) 회사 내부자의 주가조작에 의한 투기거래로 악용될 우려가 있는 등 폐해가 우려된다.[164]

---

162) 안성포. “자기주식취득의 허용에 따른 법적 쟁점”, 「한국상사법학회 2011년 하계학술대회」, 2011. 6. 30, 32면-33면.
163) 권종호, 앞의 논문(주 35), 65면.
164) 최기원, 앞의 책(주 11), 351면; 이철송, 앞의 책(주 11), 311면.

한국의 경우 자기주식의 취득은 상법과 자본시장법에서 각각 규제하고 있다. 상법은 자기주식의 취득을 원칙적으로 금지하고 일정한 경우에만 예외적으로 허용하고 있다(상법 제341조, 제341조의2). 이에 반해 자본시장법은 일정한 요건준수를 전제로 자기주식의 취득을 원칙적으로 허용하고 있다(자본시장법 제165조의2). 즉 상법에서는 자기주식의 취득에 따른 폐해에 주목하여 사전 예방적 차원에서 규제하고, 자본시장법의 경우는 자기주식의 적대적 M&A에 대한 방어수단이나 주가관리수단 기능을 중시하고 자기주식의 취득에 따른 폐해는 재원규제나 사전·사후의 공시규제로 해결방식을 취하고 있다.[165]

그러나 기업의 증권시장 상장여부에 따라 자기주식의 취득을 차별 규율하는 이유를 설명하기 어렵다. 회사로서는 적정수준의 주가유지 등 재무전략적인 차원에서 자기주식취득에 대한 다양한 동기가 이익을 환원하는 이익배당과 유사하며, 모든 주주로부터 지분비율로 취득하면 주주 간에 불공정 문제는 발생하지 않을 수 있다. 또한 비상장회사의 경우에도 자본시장법처럼 배당 가능이익으로 한정하여 자기주식을 취득하면 채권자의 이익을 해하지 아니할 수 있다.[166] 따라서 기업의 상장여부에 따라 자기주식취득을 다르게 규율할 이유가 없다거나, 자기주식취득을 금지할 타당성도 없다는 주장이 지속적으로 제기되었다.[167]

이러한 주장을 반영하여 2012년 4월 15일 시행 상법 일부개정법률은 기업의 자금운영에 관한 불필요한 규제를 완화함으로써 기업운영의 자율성 제고의 일환으로 자기주식의 취득의 원칙적 허용과 자기주식의 자유로운 처분을 그 내용으로 하고 있다.[168]

2012년 개정상법은 회사의 자기주식 취득은 회사의 재산을 주주에게 환급한다는 점에서 본질적으로 주주에 대한 이익배당과 유사하게 볼 수 있으며, 자기주식을 모든 주주로부터 지분비율에 따라 취득하면 주주평등의 원칙에 위배되지 않는다.[169]

---

165) 한국증권법학회,「자본시장법〔주석서I〕」, 박영사, 2009, 692면.
166) 상법개정특별분과위원회 회의록(회사편), 법무부, 2006. 12, 335면.
167) 최준선·김순석, “회사법 개정방향에 관한 연구”,「한국상장협의회」, 2004, 142면-143면; 김병연, “자기주식의 처분 및 활용방안”,「한국상장협의회」, 2005, 47면-48면; 김순석, “상법개정안상 자기주식 및 주식소각 제도의 검토”,「일감법학」, 제18호, 건국대학교 법학연구소, 2010, 137면; 江頭憲治郎,「株式會社法」, 第3版, 有斐閣, 2009, 237面.
168) 정찬형, 앞의 책(주 8), 693면.
169) 정찬형, 앞의 책(주 8), 693면.

나. 취득재원에 의한 제약

(ⅰ) 자기주식의 총액은 직전 결산기의 상법 제462조제1항에 따른 배당가능이익 한도 이내이어야 한다(제341조제1항 단서). 배당가능이익이란 대차대조표상의 순자산액으로부터, (ⅰ) 자본금, (ⅱ) 그 결산기까지 적립된 법정준비금, (ⅲ) 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 합계액을 공제한 금액이며, 이를 한도로 이익배당을 할 수 있는데, 개정상법은 배당가능이익에서 대통령령으로 정하는 미실현이익[170]도 공제하도록 규정하고 있다(동법 제462조제1항4호).

순자산액은 총자산에서 부채를 공제한 잔액으로 순자산액을 배당가능이익의 기초로 삼는 것은 채권자의 책임재산이 확보된 후 배당이 가능함을 의미한다. 그리고 다시 자본금과 준비금을 공제하는 것은 회사가 계속기업으로서 요구되는 재산적 기초를 확보한 후 그 잉여재산으로 배당함을 밝힌 것이므로 위의 요건은 회사채권자의 보호와 회사의 존속을 위해 반드시 지켜야 할 기준이다.[171]

개정상법은 해당 영업연도의 결산기에 배당가능이익이 발생하지 않을 우려가 있는 경우에는 자기주식을 취득하지 못하도록 규정하고 있다(제341조제3항). 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 배당가능이익 금액에 미치지 못함에도 불구하고 회사가 자기주식을 취득한 경우 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 미치지 못한 금액을 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 배당가능이익이 발생하지 않을 우려가 없다고 판단하는 때에 주의를 게을리 하지 아니하였음을 증명한 경우에는 그러하지 아니하다(제341조제4항).

다. M&A에 대한 경영권 방어

170) 미실현이익이란 아직 판매되지 않아 그 가치가 실현되지 않은 이익을 의미하며 물가 상승에 따른 보유자산의 평가이익 등이 해당한다. 한국은 일반적인 배당내용을 상법에서 규정하고 있으나 실무상 재무제표는 기업회계기준에 따라 작성되고 양자의 개념 차이 등으로 배당가능 이익의 산정에 차이가 발생하고 있다. 개정상법 제452조는 원가주의를 택한 자산평가 규정을 삭제하여 위임한 기업회계기준에 따른 미실현평가이익이 배당가능이익에 포함될 수 있고, 미실현이익이 배당 형태로 사외로 유출될 경우 과대배당으로 회사의 순자산이 감소되므로 미실현이익을 배제하는 규정을 상법에 추가한 것이다.; 국회 법제사법위원회, “상법 일부 개정법률안 보고서”, 2011. 3. 10, 99면-100면.

171) 이철송, 앞의 책(주 11), 791면.

현행법상 대상회사가 사용 가능한 방어수단은 실질적으로 자기주식의 취득밖에 없다. 자기주식의 취득은 회사가 발행한 주식을 회사가 취득하여 유동주식을 흡수하는 것이다. 종래 영미법계와 대륙법계에서는 자기주식의 취득을 원칙적으로 금지하고 예외적으로 허용하였다.[172]

실제 적대적 M&A가 발생한 경우 적대적 M&A자에 대항하여 자기주식의 공개매수로 저지하는 방법이 있다. 그러나 단순히 경영자의 지위보전을 위한 자기주식 공개매수이면 이사의 선관주의 의무위반에 해당된다고 볼 수도 있다. 반면에 강압적인 경우가 아니라면 주주의 선택 여지를 넓혀주는 결과로 해석될 수 있다. 이러한 입장은 미국법률협회(ALI)의 기업지배구조 원리도 동일하다.

적대적 M&A가 있는 경우 대상회사는 자기주식 취득으로 다음과 같이 경영권 방어의 실효성이 있다.

(ⅰ) 자기주식은 의결권이 없으나 적대적 M&A가 발생하면 보유한 자기주식을 우호세력에게 매각하여 부활된 의결권을 활용할 수 있다. 우호세력은 의결권을 대상회사에 유리하게 사용할 것이 예상되어 대상회사 이사회에게 방어수단으로 이용된다. 다만,매수자의 우호세력에 대한 협조요청도 가능하기 때문에 확정적이라 할 수 없다.

(ⅱ) 자기주식을 대상회사가 취득하면 유통 주식의 물량이 감소하고 주가상승이 수반되어 매수자의 추가 대량매입이 저지되며, 매수자는 자금부담 가중으로 대상회사 인수의 매력 감소하고 재무적 위협이 가중된다.

(ⅲ) 회사가 자기주식 취득을 위하여 대규모 자금차입 또는 보유현금을 감소시킬 수 있으므로 대상회사의 자금유동성에 초점을 맞춘 매수자에게 그 인수매력이 감소될 수 있다.[173]

(ⅳ) 자기회사 주식을 이익소각 방법으로 매입하여 소각하는 경우 기존 주주의 지분비율을 높이는 결과가 되므로 대상회사의 이사회에 의한 경영권 방어에 유리하게 작용할 수 있다.

라. 자기주식처분의 문제점과 개선방안

172) 이철송," 불공정한 자기주식거래의 효력",「증권법연구」, 제7권 제2호, 한국증권법학회, 2006, 5면.
173) 강희주, "자기주식의 취득 또는 처분을 통한 적대적 M&A에 대한 방어전략",「BFL 총서」, 제3권, 서울대학교 금융법센터, 2007, 195면.

현행법상 적대적 M&A의 방어수단으로 자기주식처분은 유효한 수단이다. 그러나 적대적 M&A 방어수단으로 상법상 자기주식의 취득과 처분은 한계가 있고, 자기주식 처분은 주주평등원칙의 위반여부, 절차적 공정성 미확보 등으로 여러 다툼이 발생할 여지가 높다.[174] 다만, 구 증권거래법 제189조의2(현행 자본시장법 제165조의2)에 의한 자기주식 취득은 증권거래시장에서 매매를 통하거나 공개매수의 방법이어야 하므로 증권시장에서 매매나 공개매수 자체가 불공정하지 않는 한 상대방 선택과 가격결정은 공정하게 이루어지는 것으로 보아야 한다.[175]

개정상법은 기업의 자금운영에 관한 불필요한 규제를 완화하고 기업운영의 자율성을 제고하기 위한 일환으로 자기주식취득제도를 자본시장법과 같이 자유화하면서 이익소각제도를 폐지하고 자기주식의 취득과 소각이라는 개념으로 통일하였다. 그러나 개정상법은 표현의 불명확성으로 인하여, 자기주식취득을 단순히 손익거래로 파악한 결과, 몇 가지 문제점을 노정하고 있다.

(ⅰ) 자기주식 취득방법을 대통령령으로 정하는 위임입법 형식이어서 그 취득방법이 불명확한 상태이다. 증권시장에서의 거래, 공개매수 이외에 상법시행령에서 회사가 일반주주들로부터 자기주식을 직접 취득할 수 있는 방법이 필요하다.

(ⅱ) 자기주식처분 규정은 개정상법 제342조가 유일하며, 이는 단지 처분을 위한 정관의 근거와 이사회의 수권결의만을 규정하고 있어 취득한 자기주식처분에 대하여 회사가 자유롭게 처분할 수 있는 것으로 해석된다. 그러나 처분의 경우에 가격결정과 상대방 선택에 있어서 공정성이 요구된다. 따라서 개정상법에서 자기주식처분의 공정성과 관련한 해결책으로 주식평등을 고려한 일반원칙으로서 상법 제418조의 신주인수권의 준용규정 신설이 요구된다.

(ⅲ) 모든 금고주는 이사회의 결의만으로 소각할 수 있다. 그러나 금고주 취득에는 배당가능 이익의 한도 내이나, 소각 시 자기주식취득의 총액이 배당가능이익을 초과하는 경우와 금고주 중 배당가능이익과 상관없이 자본거래에 의하여 취득한 자기주식에 대하여 금고주를 소각할 때에는 자본금의 감소 규정 준용이 검토되어야 한다.

---

174) 안효섭, “적대적 M&A에 있어서의 경영권 방어에 관한 법적 연구”, 경남대학교 박사학위논문, 2009. 85면.

175) 이철송, 앞의 논문(주 172).11면.

마. 자기주식취득의 특례규정

2013년 자본시장법에서는 자기주식취득에 대한 특례규정을 명시하였다. 즉 주권상장법인은 (ⅰ) 상법 제341조제1항에 따른 방법, (ⅱ) 신탁계약에 따라 자기주식을 취득한 신탁업자로부터 신탁계약이 해지되거나 종료된 때 반환받는 방법(신탁업자가 해당 주권상장법인의 자기주식을 상법 제341조제1항의 방법으로 취득한 경우로 한정한다)으로 자기주식취득이 가능하도록 명시하였다(165조의3제1항).

또한 자기주식의 취득가액의 총액은 상법 제462조제1항에 따른 이익배당 한도 이내로 하되, 주권상장법인은 자본시장법 특례규정 또는 상법 제341조제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 방법으로 자기주식을 취득하는 경우에는 이사회의 결의로써 자기주식을 취득할 수 있도록 하였다(165조의3제3항).

주권상장법인은 자기주식취득 특례규정에 따라 자기주식을 취득(자기주식을 취득하기로 한 신탁업자와의 신탁계약의 체결을 포함)하거나 이에 따라 취득한 자기주식을 처분(자기주식을 취득하기로 한 신탁업자와의 신탁계약의 해지를 포함)하는 경우에는 대통령령으로 정하는 요건·방법 등의 기준에 따라야 한다(165조의3제4항).

취득한 자기주식의 처분에 대하여 자본시장법에서 주권상장법인은 취득한 자기주식을 처분(신탁계약의 해지를 포함)하는 경우에는 대통령령으로 정하는 요건·방법 등의 기준에 따라야 한다(제165조의2제4항). 다만, 주식매수선택권의 행사에 따라 자기주식을 교부하는 경우와 신탁계약의 기간이 종료한 경우에는 이사회의 결의가 요구되지 않는다(영 177조의2제1항 단서). 따라서 주권상장법인의 경우 자기주식 취득이나 우호적 제3자에게 처분으로 경영권 방어수단의 목적으로 사용할 수 있게 되었다.[176]

3. 제3자신주인수권 배정

가. 의 의

176) 안효섭, 앞의 논문(주 174), 80면.

제3자의 신주인수권 배정이라 함은 주주이외의 제3자가 우선적으로 신주를 배정받을 수 있는 권리를 말한다. 제3자의 신주인수권은 상법(제516의2제4항) 또는 정관(제418조제2항)의 규정에 의하여 부여된다. 제3자에게 신주인수권을 부여하는 경우에는 회사의 지배관계 등의 변동, 회사가 자금조달을 위하여 제3자에게 지나치게 유리한 조건을 부여한 결과 주주의 이익을 제3자가 해칠 수 있으므로 법률로 권한을 인정한 것이다. 제3자의 신주인수권이 정관에 의하여 부여되는 경우는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영목적 달성을 위하여 필요한 경우로 한한다. 제3자배정의 합리적 기준을 예시한 규정이다. 이때에도 제3자는 정관규정만으로 신주인수권을 취득하지 못하고 회사와 제3자간의 계약이 있어야만 비로소 신주인수권을 취득한다.[177]

그러나 적대적 M&A에 대한 기업의 안정주주 내지 우호적 주주확보는 어려워지고 있다. 최근 글로벌경기부진으로 국내투자자들의 소극적 투자선향으로 외국인 투자자의 지분이 증가하고 있다. 2012년말 현재 국내 증권시장에서 전체시가총액대비 외국인의 보유금액 비율은 32.2%(2008년 6월말 기준 29.3%)에 달하는 등 외국인 투자비중이 상당히 높다. 또한 국내에서 영업 중인 39개 외국은행지점의 '12년도 당기순이익은 1조 878억 원으로 전년도(1조 2,310억 원) 대비 11.6%(1,432억 원) 감소하였지만 여전히 유가증권 관련이익은 증가하였다.[178] 더구나 소수주주가 적극적으로 자신의 권리행사 경향이 증대되어 기업이 단기적 업적달성에 주력하여 다른 회사의 주식의 장기취득은 감소하고 있다. 한편 기업이 적대적 M&A를 실행에 대한 방어방법중 대표적인 방법이 안정주주의 확보이다. 가장 저렴한 비용으로 안정주주의 확보방법으로는 신주의 제3자배정이다.

나. 적대적 M&A에 대한 경영권 방어기능

177) 양동석,「한·중·일비교회사법」, 법영사, 2012, 427면.
178) 금융감독원, "2012년도 외국은행 국내지점 영업실적(잠정)",「보도자료」, 2013. 3. 7.

< '12년도 외국은행 국내지점 영업실적(잠정)> (단위 : 억원, %)

구분	2011	2012	증 감	
			금액	비율
유가증권관련이익	1,688	3,056	1,368	81.0
매매이익	891	2,145	1,254	140.7
평가이익	797	911	114	14.3

적대적 M&A에 대한 방어수단으로 우호적인 제3자에 대한 모집주식의 발행은 사전 예방방안으로 행하여지는 경우와 사후적 대항방안으로 행하여지는 경우로 구분된다. 우호적인 제3자(백기사)에게 주식을 발행하여 보유하게 하는 경우 당해 제3자가 적대적 M&A자로 변신하여 보유주식을 증가시키지 않도록 현상유지계약(standstill agreement)을 체결한다.

그런데 현행 상법에서는 제3자에 대한 신주배정을 신기술의 도입, 재무구조의 개선 기타 경영목적 달성을 위한 필요한 경우 등 엄격하게 규제하고 있어 원칙적으로 경영권분쟁 때 사용할 수 있는 방어수단으로 인정되지 않는다.[179] 따라서 이사회가 경영권 방어를 위해 제3자에게 신주를 발행하는 경우, 적대적 M&A자는 그 대항수단으로 당해 발행 등의 효력발생 전에 당해 주식발행 등의 금지를 청구할 수 있다. 주주가 신주발행금지가처분신청을 위해서는 (ⅰ) 당해주식의 발행 등이 법령 또는 정관에 위반하는 경우, (ⅱ) 당해 주식의 발행이 현저히 불공정한 방법에 의하여 발행되는 경우로 기존 주주가 불이익을 받을 염려가 있어야 한다. 위의 (ⅰ)에 관하여 적대적 M&A자는 자금조달 목적이 없는 신주발행이고, 이는 주주총회를 거치지 않는다면 법령 위반이라고 주장할 것이다. 또한 위의 (ⅱ)의 경우에도 유사하게 주장할 수 있다.

또한 당해 신주발행 등 효력이 발생한 이후라면 신주발행무효의 소를 제기할 수 있다. 신주발행무효의 소는 효력발생일로부터 6월 이내에 제기하여야 한다. 소 제기권자는 주주, 이사, 감사 또는 청산인에 한하므로 적대적 M&A자가 소를 제기하기 위해서는 대상회사의 주주이어야 한다.

일본판례에서는 주주총회의 특별결의를 거치지 않은 주주 이외의 자에 대한 특히 유리한 발행가액에 의한 신주발행은 이사의 손해배상책임 또는 이사와 통호하여 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임이라고 하여 금전적 해결에 맡기고 있으므로 신주발행의 무효사유가 되지 아니한다고 한다. 또한 현저히 불공정한 방법에 의한 신주발행도 그 자체가 신주발행 무효사유가 되지 않으며, 다만, 신주발행금지가처분명령에 위반하여 발행한 경우에 한하여 무효로 하고 있다.[180]

---

179) 송재형, “국내M&A관련 제도의 실태 및 보완과제”, 전국경제인연합회, 2005, 17면.
180) 最高裁判 平成 6年 7月 14日 判決, 判例時報 1512号, 178項.

다. 판례의 입장

대법원 판례에서는 신주인수권부사채권자로부터 신주인수권만을 분리하여 양수하여 그 발행회사로부터 신주인수권을 무상 취득한 것으로 볼 수 있는 회사가 위 발행회사의 기존 주주들의 침해된 권리회복을 위해 그들에게 기존 주식의 지분 비율대로 주식을 저가에 양도한 행위가 부당행위계산에 해당하지 아니한다고 한 사례가 있다.[181]

대법원은 신주인수에 관하여 회사 이사의 경영판단에 대하여 회사의 이사가 법령위반 없이 관계회사에게 자금을 대여하거나 관계회사의 유상증자에 참여하여 그 발행신주를 인수함에 있어서, 합리적으로 이용 가능한 범위 내 필요한 정보를 충분히 수집·조사하고 검토절차를 거친 다음, 이를 근거로 회사의 최대 이익에 부합한다고 합리적으로 신뢰하고 신의성실에 따라 경영상의 판단을 내렸고, 그 내용이 현저히 불합리하지 않은 것으로서 통상의 이사 기준으로 합리적 선택범위 이내라면 비록 사후에 회사의 손해결과가 발생하였더라도 그 이사의 행위는 허용되는 경영판단의 재량범위 내이므로 회사에 대한 손해배상책임이 없다고 한다. 그러나 회사의 이사가 단순히 회사의 경영상 부담에도 불구하고 관계회사의 부도 등 방지가 회사의 신인도 유지와 회사의 영업이익이 될 것이라는 일반적·추상적인 기대로 일방적으로 관계회사에 자금지원을 하여 회사에 손해를 입게 한 경우 등에는 그와 같은 이사의 행위는 허용되는 경영판단의 재량범위 내에 있는 것이라고 할 수 없다고 판시한다.[182]

그러나 유비케어사건에서 적대적 M&A를 막기 위해 협력업체를 대상으로 실시한 제3자 신주배정은 무효라고 판결하였다. 즉 의료정보화 전문기업인 유비케어는 최대주주인 메디슨의 부도로 그 회사가 보유한 지분이 일시에 시장에서 거래되면서 뚜렷한 대주주가 없게 되었다. 이러한 상황에서 유비케어는 2003년 11월 협력관계인 바이오넷과 엠지비엔도스코피에게 신주를 제3자배정하였다. 그러자 엠디하우스는 유비케어의 신주발행무효 소송을 제기한 바, 법원은 유비케어가 경영권을 방어하기 위해 협력업체에게 373여만주의 신주발행을 무효라고 판결[183]하여 유비케어는 제3자배정한 주식을 전량 소각처리할 처지에 놓였다.

---

181) 대법원 2007.12.13. 선고 2005두14257 법인세등부과처분취소.
182) 대법원 2007.10.11. 선고 2006다33333 손해배상(기) 이사의 행위와 경영판단의 원칙.
183) 서울남부지원 2004.11.25.선고 97라36결정 참조.

4. 소수주식 강제매수 도입

가. 의 의

소수주식 강제매수 즉 강제매수권(power of compulsory purchase)제도란 특정 공개회사의 주식전부에 대한 공개매수를 신청한 때 일부 소수주주가 응모하지 않아 공개매수가 실패할 사정이 있을 경우 공개매수자가 잔여 소수주주 보유의 주식 전부를 매수할 수 있는 권한을 말한다. 영국회사법에서 강제매수권제도를 규정하고 있다.[184]

이러한 권한부여 이유는 다수파 주주에 대한 소수파 주주의 억압(oppression of the majority by a minority) 방지를 위한 것이고, 완전한 지배권 확보 관점에서 잔여 소수주주의 사원관계로부터 탈퇴를 허용하기 위한 것이다. 영국의 시티 코드가 규정하고 있는 의무공개매수는 전 주식을 대상으로 하므로 10%미만 소수주주의 반대만 있어도 공개매수에 의한 지배권취득이 좌절된다. 따라서 사실상 완전한 지배권 취득으로 간주되는 응모가 있는 경우에는 당해 공개매수자에게 잔여 반대소수주주의 주식을 그 의사와 관계없이 강제 매수할 권한을 허용한 것으로 당해 지배권자가 유연한 기업결합을 가능하게 한 효과가 있다.[185]

한국에서는 2012년 개정상법의 시행으로 소수주주의 출자회수를 위한 동업관계 해소허용, 주식의 공정한 가격과 소수주주의 주식매수청구권행사 보장과 회사의 주주관리비용 절감과 경영의 효율성 향상을 기대하고 있다(제360조의24, 제360조의25).

나. 강제매수제도 유형

개정상법상의 소수주식의 강제매수제도는 크게 지배주주의 매도청구권과 소수주주의 매수청구권으로 나누어 볼 수 있다. 이때 소수주주의 매수청구권은 합병 등의 반

184) The Companies Act Of 1987, Section 429 (ⅰ) (ⅱ).
185) 양병찬, “외국자본 M&A의 법적규제에 관한 연구”, 전북대학교 박사학위논문, 2006.131면.

대주주의 주식매수청구권과 거의 유사한 내용을 가지고 있다. 지배주주의 매도청구권을 강조하는 관점에서 강제매수제도는 일정비율 이상의 주식을 보유하고 있는 주주(이른바 지배주주)가 존재하는 경우 소수주식에 대하여 강제매수를 실행하여 소수주주를 축출할 수 있는 제도라 할 수 있다.[186] 또한 개정상법상 도입된 현금지급합병(cash-out merger)도 이와 유사하게 잔여 소수주주에게 합병의 대가로 주식 대신에 현금을 지급하여 소수주주의 축출이 가능하다고 할 수 있다. 물론 일정비율 이상의 주식을 취득하는 방법에는 공개매수를 포함하여 여러 가지가 있으나 공개매수는 다량으로 신속하게 당해주식을 매수하는 특성이 있고 기업M&A시 활용도가 높으며, 각국의 입법례에서 공개매수라는 특수 상황을 전제하여 강제매수를 인정하는 경우가 다수 존재한다. 개정상법상 강제매수제도는 일정지분 취득을 전제로 하는 공개매수유형에 속한다고 볼 수 있다.

다. 기업 M&A에 대한 소수주주의 방어수단

기업의 M&A시 공개매수로 소수주식의 강제매수가 진행되는 과정에서 소수주주가 반대하는 M&A를 관철하기 위해서 지배주주는 소수주주의 주식을 강제매수할 수 있는 경영상의 목적을 입증과 소수주식의 매매가액이라 할 수 있다.

개정상법상 소수주식의 강제매수 적용대상을 상장여부와 관계없이 모든 주식회사를 삼고 있으나 상장회사만을 대상으로 하는 편이 시행초기 발생할 수 있는 부작용을 감소시킬 수 있는 방법일 것이다. 이 제도는 주식회사의 주주지위에 근본적인 변화를 가져오며 지배구조상 효율성을 위해 주주의 권리를 제한하는 것이다. 이는 인적요소보다 투자자본의 결집체로서의 요소가 강한 상장회사에 적합한 제도이며, 비상장회사까지 적용은 마치 1인회사를 장려하는 것과 같은 결과를 가져온다는 견해[187]도 있다.

개정상법상 소수주식의 강제매수제도에서 소수주주가 주식을 강제로 매각하는 형식적인 이유는 회사의 주주총회가 이를 결의하기 때문이다. 이때 주주총회의 결의가 보

186) 김홍식, “개정상법상 소수주식의 강제매수제도에 관한 연구”,「안암법학」, Vol 36, 2011, 743면.
187) 김화진, “소수주주의 강제매수제도”,「서울대학교 법학」, 제50권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 2009, 342면.

통결의인지 특별결의인지는 법문상 명확하지는 않으나, 지배주주가 이미 95%의 주식을 확보한 상황이라면 구별의 실익은 없을 것이다. 개정상법상 지배주주는 소수주식에 대한 매도청구권을 행사하기 위하여 그 청구목적을 주주총회에서 설명해야 하는데 법문상에는 경영상 목적을 달성하기 위한 경우로 한정하고 있다.

법제형식상 개정상법과 가장 유사한 독일 주식법이 소수주식의 강제매수를 위하여 특별한 사업상의 정당한 사유를 요구하지 않는 점과 대조된다고 할 수 있다.[188] 따라서 경영상 목적에 관하여 누가 증명책임을 부담하는지가 논점이 될 수 있다. 만약 회사에 잔류를 희망하는 소수주주가 경영상 목적의 부존재 증명의 책임을 지고 이를 주장한다면 이로 인하여 소수주식의 강제매수가 어렵게 될 수 있을 것이다.

이러한 경우 미국법상의 지배주주의 충실의무와 총체적인 공정성기준을 참조할 여지가 있다. 그러므로 지배주주가 미국법상 총체적 공정성기준에서 중시되는 공시의무의 내용을 참조하여 소수주주에게 주식관련 주요정보를 제공하고, 회사내부에 소수주주와의 매수가격 협상 등을 위한 독립된 특별위원회를 설치하여 협의된 매수가격에 대하여 소수주주들이 그 제공된 정보에 기초하여 다수결로 승인하는 조치를 취하였다면 소수주주에 대한 억압은 존재하지 않는 것으로 추정된다.[189] 소수주주에 대한 억압의 존재가 있다면 지배주주의 공개매수 의한 기업M&A는 실패할 수도 있다고 본다.

또한 소수주주가 자신의 의사에 반하여 퇴출된다는 측면도 간과할 수 없는 문제이나 이미 지배주주가 95%이상 주식을 소유한 상황에서 법률규정에 의하여 합법적 퇴출이 될 수밖에 없다면 소수주식의 매매가액이 실질적인 문제의 핵심이라 할 수 있다. 매매가액의 결정문제는 대상주식의 가치평가문제로 상장주식의 경우에도 문제가 없지 않으나, 유가증권시장에서의 시장가격이 존재하지 않는 비상장주식의 경우에는 지배주주와 소수주주간의 협의 및 법원의 판단에 의하여 결정되는 문제가 발생한다. 결국 한국 법원이 매수가액을 결정하는 경우에도 실질적으로 전문가의 의견을 반영할 것으로 예측되나 독일 주식법의 규정과 같이 법원이 선임한 1인 또는 수인의 전문검사인의 금전보상의 적정성 검토제 등을 입법론적으로 참조할 만하다.[190]

188) 김홍식, 앞의 논문(주 186), 746면.
189) 김홍식, 앞의 논문(주 186), 759면.
190) 김홍식, 앞의 논문(주 186), 760-761면.

라. 강제매수와 주식매수청구권 특례 관계

종류주주 또는 소수주주는 지배주주의 경영의사와 다를 경우 보유주식의 매수를 청구할 수 있다. 지배주주의 입장에서는 소수주주의 주식매수는 권리이자 의무의 성격이 포함되어 있다고 볼 수 있다.

2013.4.5 개정된 자본시장법에서는 주권상장법인이 상법에서 규정하는 의결사항에 관한 이사회 결의에 반대하는 주주(상법 제344조의3 제1항에 따른 의결권이 없거나 제한되는 종류주식의 주주를 포함)는 주주총회 전에 해당 법인에 대하여 서면으로 그 결의에 반대하는 의사를 통지한 경우에만 자기소유 주식 매수를 해당법인에 청구할 수 있도록 하였다.

그러나 상법 제360조의9에 따른 완전자회사가 되는 회사의 주주와 상법 제527조의2에 따른 소멸하는 회사의 주주의 경우에는 공고 또는 통지를 한 날부터 2주 이내에 청구하여야 한다. 반대 의사를 통지한 주주가 제391조에 따라 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 취득하였음을 증명한 주식과, 이사회 결의 사실이 공시된 이후에 취득하였지만 대통령령으로 정하는 경우에 해당함을 증명한 주식만 해당한다.

반대의사 주주는 해당 법인에 대하여 주주총회의 결의일(소멸하는 회사의 주주의 경우에는 공고 또는 통지를 한 날부터 2주가 경과한 날)부터 20일 이내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 청구할 수 있다(제165조의5제1항).

종류주주를 포함한 소수주주의 청구를 받으면 해당 법인은 매수청구기간이 종료하는 날부터 1개월 이내에 해당 주식을 매수하여야 한다. 또한 주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정하되, 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 매수가격은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 하며, 해당 법인이나 매수를 청구한 주주가 그 매수가격에 대하여도 반대하면 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다(제165조의5제3항). 주권상장법인이 매수한 주식은 대통령령으로 정하는 기간 이내에 처분하여야 한다(제165조의5제3항). 소수주식 강제매수제도는 주주가 자신의 의사에 반하여 구성원의 지위에서 축출당할 수 있는 제도이므로 소수주주의 보호문제는 여전히 고려대상이라 할 수 있다.

5. 정관상 주식양도 제한

가. 의 의

1995년 개정전 상법은 “주식의 양도는 정관에 의하여서도 이를 금지하거나 제한하지 못 한다”고 규정하여 주식양도의 자유를 절대적으로 보장하였으나, 1995년 상법 개정으로 “주식은 타인에게 이를 양도할 수 있다. 다만, 주식의 양도는 정관이 정하는 바에 따라 이사회의 승인을 얻도록 할 수 있다(335조제1항)”고 함으로써 주식양도를 제한할 수 있도록 하였다. 상법상 주식양도가 제한되는 경우로는 권리주의 양도제한(제319조, 제425조), 주권발행전 주식양도(제335조제3항), 자기주식의 취득제한(제341조), 자회사의 모회사주식의 취득제한(제342조의2), 정관에 의한 주식양도제한(제335조제1항)이다.

그러나 정관에 의한 양도제한을 이용하지 않거나 이와 병행하여 주식의 양도를 제한하는 내용의 계약을 체결하는 경우가 많다.[191] 계약에 의한 양도제한과 정관에 의한 양도제한은 제한을 위반한 경우 회사에 대한 양도의 효력이 인정되는가에서 큰 차이가 있다. 주식양도제한 계약을 위반한 경우에는 당사자 간의 채무불이행 문제가 될 뿐이고 회사에 대해서는 양도가 유효하다. 반면, 정관에 의한 양도제한 위반의 경우에는 회사는 양수인의 명의개서 청구를 거부할 수 있다. 또한 정관에 의한 양도제한은 모든 주주들에 대한 제한을 강제할 수 있다는 점에서도 장점이 있다.

나. 양도제한 주식의 범위

유통성이 강한 무기명주식이나 상장주식의 양도제한이 가능여부와 주식의 범위도 문제이다. 일본에서 주식의 양도제한제도는 유통성을 보장하는 주권의 무기명증권성과 합치하지 않아 정관에서 주식양도제한을 규정한 경우에는 주권을 발행해서는 안되며, 주식양도는 당사자간의 의사표시만에 의하지만 회사의 승인을 그 효력발생요건으

191) 윤성승, “계약에 의한 주식양도제한에 관한 검토”,「기업법연구」, 제26권 제4호(통권제51호), 2012. 113면.

로 해야 한다는 견해가 있다.[192] 또한 독일 주식법은 정관에 의한 무기명주식의 양도제한을 무효로 하지만(제68조제2항), 양도제한된 기명주식도 상장이 가능하고, 영국법에서 상장회사는 양도제한이 불가능하다는 입장이다.[193]

사실 무기명주식이든 상장주식이든 주식의 유통을 위한 수단의 관점에서 동일한 성격을 가지며, 이러한 주식의 양도제한 설정은 법제도의 취지에 부합하지 않는다. 반면 거래소를 통하지 않는 상장주식 및 종업원지주제에 의한 특정집단의 상장주식에 대한 통제를 이유로 양도제한이 필요할 수 있다. 입법적 관점에서 보면 우리의 주식양도제한은 외국자본으로부터 국내기업의 적대적 M&A에 대한 경영권을 보호한다는 취지를 가지므로 공개회사인 상장기업도 양도제한이 가능하다고 본다. 따라서 우리법상 무기명주식이든 기명주식이든 회사승인의 필요가 있으면 이를 부가할 수 있다.[194]

다. 정관상 주식양도제한규정 위반의 효과

1) 판례의 입장

폐쇄회사나 합작투자회사의 경우에는 주주구성의 유지 또는 사업상 필요에 의하여 주주간 계약으로 주식양도를 제한할 필요성이 있다. 그러나 주주가 자발적으로 주식양도를 제한하려는 경우에 현행 상법상 이용 가능한 양도제한 형태는 정관에 의한 주식양도제한 정도이다. 상법상 주식양도제한 규정의 이러한 제약 때문에 계약에 의하여 주식양도를 제한하는 것은 가능하고, 이 경우 양도제한 계약은 회사에 대하여 효력은 없으나 계약 당사자 간에 채권적 효력이 있다고 해석한다.[195]

판례는 정관에 의한 주식양도제한 조항을 매우 엄격하게 해석하여, 설립 후 5년간 일체 주식의 양도를 금지하는 것은 정관으로 규정하였다고 하더라도 주주의 투하자본 회수의 가능성을 전면적으로 부정하는 것으로서 무효로 그러한 내용을 회사나 주주들

192) 來住野究, “新会社法における株式譲渡制限法制の評價”, 山本n爲三郎編 「新会社法の基本C問題」, 慶應義塾大学出版会, 2006, 31·38頁.

193) Len Sealy/Sarah Worthington, “Cases and Materials in Company Law”, 8th edition, London: Oxford University Press, 2008, p.442.

194) 이성웅, “양도제한 주식의 유통법리-일본주식양도법제의 변천과 이론을 중심으로-”,「법조」, 제12호(Vol 663), 2011, 198-199면.

195) 최기원, 「신회사법론」, 박영사, 2012, 341면.; 이철송, 「회사법강의」, 박영사, 2012, 372-373면.

사이에서 혹은 주주들 사이에서 약정하였더라도 무효라고 판시하였는데,[196] 이는 당해 계약조항의 채권적 효력까지도 인정하지 않은 것이다. 그 후의 판례에서는 정관에 의한 주식양도제한의 취지가 계약에 의한 주식양도제한을 불허하는 것이 아니라, "주주들 사이에서 주식의 양도를 일부 제한하는 내용의 약정을 한 경우 그 약정은 주주의 투하자본회수의 가능성을 전면적으로 부정하는 것이 아니고, 공서양속에 반하지 않는다면 당사자 사이에서는 원칙적으로 유효하다"고 해석한다.[197] 이 판결은 합작투자계약기간 동안 주주의 제3자에 대한 주식양도 또는 담보설정시 기존 주주들의 우선매수권을 규정한 계약조항의 유효성을 인정하였다. 이러한 해석상의 문제는 1995년 상법 개정으로 그 전에 없던 정관에 의한 이사회의 승인을 얻도록 하는 방법에 의한 주식양도제한 규정이 신설되었기 때문에, 계약상 주식양도의 제한 자체의 유효성 문제와 함께 계약상 주식양도제한과 정관에 의한 주식양도제한간의 관계도 문제된다. 판례에서 정관에 의한 주식양도제한에 관한 기준이 계약에 의한 주식양도제한의 유효성에도 효력을 미칠 수 있는 취지로 판단한 경우도 있다.[198]

2) 계약상 주식양도제한과의 관계

상법상 정관에 의한 주식양도제한의 도입과 이에 대한 판례의 해석으로 인하여 계약상 주식양도제한의 허용범위가 더욱 불확실하게 되었다. 실제로 주식양도제한은 우선매수권(right of first refusal), 최소지분(minimum shareholding ration), 매도선택권(put option), 매수선택권(call option), 현상유지계약(standstill agreement) 등 다양한 형태의 주식양도제한 계약이 이용된다.[199]

정관에 의한 주식양도제한 방식은 특히 양도승인 절차와 관련하여 이사회가 양도승인을 거절할 경우 제3자를 양도상대방으로 지정하거나 양도인의 주식매수청구로 이미 계약에서 널리 사용되던 구조이다. 다만, 관행적인 이사회의 승인을 얻는 양도제한계약 규정 중에서 상법이 도입한 내용은 이사회가 양도승인을 거부하여 양도상대방 지정청구권 또는 주식매수청구권을 행사한 경우, 양도인과 지정된 양도상대방 또는 회

196) 대법원 2000. 9. 28. 선고 99다48429 판결.
197) 대법원 2008. 7. 10. 선고 2007다14193 판결,: 윤성승, 앞의 논문(주 191).114면, 주)4 인용).
198) 대법원 2000. 9. 28. 선고 99다48429 판결.
199) 자세한 내용은 윤성승, 앞의 논문(주 191), 115-127면 참조.

사와 매도가액 협의가 일정한 기간 내에 이루어지지 않으면 법원에 청구하여 이를 정하도록 한 것이다(제335조의5제2항, 제374조의2제4항,제5항). 이러한 상법의 규정을 고려하면, 상법에 이사회의 승인에 의한 양도제한을 정관에 규정할 수 있도록 명시되었다고 하여 다른 형태의 양도제한 방법은 정관에 규정될 수 없는 양도제한 방법이라고 한 것은 논리의 비약이 될 수 있다.[200]

따라서 적대적 M&A 방어수단으로서의 기능을 고려한다면 상법 제355조제1항 단서의 입법취지에 부합하면 그 유효성을 인정하는 견해가 합리적으로 보인다. 그러나 대세적 효력을 지닌 정관에 의한 양도제한의 유효 범위보다 채권적 효력만 인정되는 계약에 의한 양도제한의 유효 범위가 넓다고 할 수 있으므로, 정관으로 규정하여도 무효 내용을 계약·약정하더라도 무효라고 한 부분에 대하여 반대의견도 있다.[201]

계약에 의한 양도제한의 유효성은 정관상 양도제한의 효력과 결부시키지 않고, 그 양도제한 규정이 양도제한의 목적 및 당사자의 관계에 비추어 합리적인지를 독자적으로 판단하여야 할 것이다.[202]

3) 주식양도제한과 양수인의 지위

정관에서 양도승인을 요구하는 주식의 경우에는 양도승인의 의무 때문에 주식양도 당사자는 주식양도에 있어서 곤란을 겪게 된다. 특히 양도제한으로 인하여 주식양수인은 주식의 권리취득 및 권리행사에 일정한 영향을 받지 않을 수 없다. 일본법상 회사의 승인을 받지 않은 주식양도의 효력에 대하여 아무런 규정이 없다.[203]

우리 상법은 양도승인을 받지 않은 양도의 효력에 대해서는 '회사에 대해 무효'로 규정(제335조제2항)하기 때문에 양도효력에 관한 고민의 여지는 상대적으로 적다. 상대적 효력설이 한국의 통설이다.[204] 주식양도제한의 회사에 대한 관계는 조직법적 관

---

200) 한국의 대다수 학설은 상법의 규정을 엄격하게 해석하여, 이사회의 승인을 얻게 하는 방식이외의 다른 양도제한 방식은 정관에 규정하는 것은 허용되지 않는다고 본다(최기원, 앞의 책(주 196), 328면.: 이철송, 앞의 책(주 196), 363면); 그러나 상법 제355조 제1항 단서에서 주식의 양도제한 입법취지가 회사가 원하지 않은 자가 주주로 되는 것을 막고, 회사운영의 안정을 도모하려는 것이므로 이러한 입법취지에 부합하면 다른 방법을 규정하더라도 그 유효성을 인정할 수도 있다는 견해도 있다(이태종, "주주간 주식양도제한약정의 효력", 「상사판례연구」, 제VI권, 박영사, 2006, 30면).

201) 이태종, 위의 논문(주 200), 45면.

202) 윤성승, 앞의 논문(주 191),129면.

203) 이성웅, 앞의 논문(주 194), 181면.

204) 이성웅, 앞의 논문(주 194), 183면.

점에서 접근해야 한다. 주식양도인 또는 양수인이 회사에 대해 양도승인을 청구할 수 있는 것은 주식의 소유권적 입장이 아니라 회사에 대한 권리행사를 위한 절차이며, 어느 당사자에게 어떤 권리를 부여할 것인가는 입법정책적인 문제이다. 그 반면에 주식에 대한 소유권은 일반 재산법적 원리에 따라 결정되어야 한다. 주권은 주식에 관한 재산권을 표창한 유가증권이므로 주식에 관한 권리변동은 주권에 따라야 한다.[205]

라. 양도제한주식과 적대적 M&A 방어수단

양도제한주식을 양도받은 양수인의 지위는 주식에 대한 권리귀속에 있어서 거래관점에서는 아무런 제한이 없다. 주식양도 당사자의 합의와 주권의 교부에 의하여 주식은 유효하게 양수인에게 이전한다. 회사의 양도승인이 양도제한주식 고유의 문제가 아닌 한 절취주권을 양수하거나 양도무효의 주식 취득과 같은 유가증권의 일반적 하자에 의한 주권의 소지는 점유의 추정력에 의해서 양수인은 선의취득을 하게 된다.

양수인의 주식에 대한 권리행사 문제는 회사법상 양도제한법 취지에 따라 제한을 받게된다. 이 경우 양수인의 권리는 최소한의 범위에서 규제되는 것이 필요하다. 회사법은 양수인 자신의 양수행위에 대한 회사승인청구를 통해 명의개서와 함께 권리행사의 기회를 주고, 회사는 자신의 선택에 따라서 주식양도를 무효로 하고 양수인의 권리를 저지할 수 있다. 따라서 이러한 과정에서 회사는 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 유용하게 활용할 수 있다고 본다. 상법은 정관에 의한 양도제한에서 회사가 양도승인을 거부한 경우 양도상대방을 지정하여 주식을 매수하도록 함으로써 주주의 투하자본회수를 보장하고 주주에게 주식매수청구권을 인정하고 있다. 만일 양도제한주식에 대한 우호적인 양도상대방 지정이 회사인 경우 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 활용할 수 있다. 이러한 구제방법에 대한 부담, 특히 주주의 주식매수청구권에 대한 부담도 정관에 의한 양도제한을 이용하지 않는 이유 중의 하나일 수 있을 것이다.[206]

그러나 회사의 이러한 항변권은 주식양수인의 예견가능성을 초월해서는 안된다. 그러므로 양도제한의 취지를 주권에 기재하지 않는 한 회사는 양수인에게 양도제한의

---

205) 이성웅, 앞의 논문(주 194), 185면.

206) 윤영신 ,“정관에 의한 주식양도제한 제도 개선에 관한 입법론 - 주식매수청구권의 인정 여부를 중심으로 - ”,「중앙법학」, 제14집 제4호, 중앙법학회, 2012. 12. 179-180면.

주식이라는 항변을 할 수 없고, 주식양수인 자신의 양수행위가 아닌 이전의 양도행위에 회사의 승인이 없음을 이유로 한 무효주장은 선의의 양수인에게 불가능하다. 이것은 양도제한주식의 권리행사에 있어서도 항변제한의 유통법리가 적용되어야 함을 의미한다.[207]

입법론 상 자기주식 취득에 관한 별도의 규정을 신설, 양도승인 거부 시 회사의 주식매수 가능과 그 범위는 (ⅰ) 주주구성 통제에 대한 회사의 이익과 (ⅱ) 채권자와 기타 주주들의 이익보호 간의 균형점을 어디에서 구할 것인가의 문제이다. 회사에 의한 주식취득이 허용되지 않고 회사가 지정매수인을 찾을 수 없을 때에는 양도를 승인할 수밖에 없으므로 주주구성 통제가 어려워지게 된다. 따라서 외국자본에 의한 적대적 M&A시 방어수단 활용의 여지도 좁아지게 된다.[208] 한국의 자기주식취득법제는 모든 주주에게 균등한 기회가 부여되는 취득만을 허용하고 있으므로, 특정주주로부터 주식취득시 발생할 수 있는 남용방지 방안으로 주주총회 특별결의가 필요하다.

회사가 주식양도승인을 거부한 때 현행상법과 같은 방식의 주식매수청구권을 인정할 필요는 없다(제341조의2제4호). 회사의 주식매수는 결국 회사의 자기주식취득 문제가 된다. 한국에서는 2011년 상법 개정으로 특정목적에 의한 자기주식취득(제341조의2) 외에도, 배당가능이익에 의한 자기주식취득(제341조)을 인정하고 있다.

마. 소 결

정관에 의한 주식양도제한은 주주 구성을 통제함으로써 얻는 회사의 이익과, 양도가 제한된 주주의 보호, 회사의 채권자 및 여타 주주들의 보호가 균형을 이루어야 한다. 양도가 제한된 주주가 투하자본을 회수할 방법으로는 회사가 주식을 매수할 수 있도록 하면 충분하다. 회사에 의한 주식매수를 허용한다면 특정인으로부터 자기주식취득이 가능하도록 자기주식취득 관련 규정을 정비하여야 하고, 채권자 및 주주 간의 이익충돌을 조정하기 위하여 배당가능이익의 범위 내에서 주주총회 특별결의로 취득하는 것이 타당하다고 본다. 정관변경으로 주식양도를 제한하는 경우에는 주주의 권

207) 이성웅, 앞의 논문(주 194), 202-203면.
208) 윤영신, 앞의 논문(주 206). 195-196면.

리가 매우 심각하게 제한되는 측면이 있으므로 반대주주의 구제수단으로 주식매수청구권을 인정하여야 한다는 논의도 있다.[209]

현재 정관에 의한 주식양도제한은 이사회의 승인을 얻는 방식만이 가능한 것으로 규정되어 있는데, 회사의 적대적 M&A 대항수단으로서의 기능을 감안하여 주주총회의 승인 등 좀 더 유연한 제한방식의 필요성을 검토할 필요가 있다. 또한 주식의 양도제한은 주식으로의 전환권 또는 신주인수권을 가진 증권의 양도제한이 필요하며, 상속 등 일반승계에 의한 주식 취득자를 배제할 수 있는 수단도 강구할 필요가 있다.

또한 계약에 의한 주식양도제한 중 판례는 일정한 기간 주식양도를 전면적으로 금지한 것 하나 뿐이다. 그러나 동 판례의 취지를 일반화하여 일정기간 주식양도를 금지하면, 언제나 예외 없이 그러한 계약은 무효라고 해석하는 것은 합리적이 아니라고 본다.[210] 계약상 양도제한의 적법여부는 주식회사의 본질에 비추어 당사자들의 목적을 고려할 때 양도제한의 합리성 여부로 판단하여야 한다. 상법에 규정된 정관에 의한 주식양도제한은 양도제한의 한 형태를 규정한 것에 불과한 것이고, 그것이 계약 등 다른 형태의 양도제한 방식의 합리성을 판단하는 기준이 되어서는 안된다고 본다.

주식매수청구권을 인정하지 않는 입법론에 따라 주식매수청구권이 삭제된다면 양도승인 거부 후 회사가 그 주식을 취득하는 것은 특정목적에 의한 주식취득에는 해당되지 않게 되므로 배당가능이익에 의한 자기주식취득의 요건을 갖추어야만 한다. 그런데 배당가능이익에 의한 자기주식 취득은 (ⅰ) 거래소에서 시세가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하거나(제341조제1항제1호), (ⅱ) 상환주식의 경우 외에는 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법에 의한 취득만이 허용된다(제341조제1항제2호). 양도승인을 청구한 주주의 주식만을 매수하는 것은 위의 요건을 충족시킬 수 없으므로 설령 배당가능이익이 존재한다고 하여도 그 취득은 불가능하다. 따라서 회사의 선택으로 주식을 매수할 수 있도록 하기 위해서는 자기주식취득에 관하여 별도의 규정 신설이 필요하다..

---

209) 윤영신, 앞의 논문(주 206). 200-201면
210) 윤성승, 앞의 논문(주 191). 130면.

제 3 절 자본시장법상 적대적 M&A와의 관련성

1. 의결권 대리행사의 권유

가. 의 의

위임장은 결의권 대리의 입증 증서이다. 의결권의 대리권유(proxy solicitation)는 주주총회에서 다수의 의결권 확보를 목적으로 주주에게 위임장 용지를 송부하여 자기 또는 타인에게 의결권 위임을 권유하는 행위를 말한다. 위임장 대결(proxy contest)은 대상회사 주식의 소유권을 취득하지 아니하고 대상회사의 주주들로부터 의결권만을 위임받아 주주총회에서 위임받은 의결권을 행사하여 대상회사 측 인사를 선임함으로서 대상회사의 지배권을 획득하는 방법이다.[211]

주주의 수가 많고 주식이 널리 분산된 회사일수록 소수주주들은 주요정책의 결정과정에 별 관심이 없어서 직접 주주총회 참석이 드물거나 의결권행사를 포기 또는 현 경영진이나 다른 주주에게 위임하기도 한다. 따라서 대상회사 이사회나 적대적 M&A 시도자는 경영권 지배유지 또는 지배획득에 필요한 주식매집이 곤란한 경우에는 다른 주주의 대리권 행사 위임장을 받아 대상회사의 경영권 획득 경쟁을 시도한다.[212]

위임장 대결에 의한 경영권취득은 시장매집이나 공개매수보다 장기간이 소요되고, 확실한 정보를 바탕으로 주주의 호응이 있어야만 위임장 대결에서 승리할 수 있다. 위임장 대결은 현 경영진에 반대하는 주주들이 이사회에 진출함으로써 기업지배권 인수를 위한 목적이나 단순히 소수 이사진을 확보함으로써 기업경영정책에 자신들의 의

---

211) 김동환 외 2인, 「21C 최신 M&A:이론과 실제 및 전략」, 무역경영사, 2000, 416-417면 참조.: 김홍식. 앞의 책(주 9), 72면.

212) 적대적 M&A에 대해 대상회사는 주식매입과 위임장경쟁을 함으로써 지분을 통한 경영권 방어를 하지만 시차임기제의 도입, 집중투표제의 배제 등을 통해 경영권 방어행위를 한다(한상호, 앞의 논문(주 12). 29면).: 위임장 대결을 적대적 M&A 시도자 입장에서 정의가 주류이나 법 제368조제3항과 자본시장법 제152조제2항 취지에 비추어 대상회사 이사회도 경영에 관심이 없는 주주를 상대로 의결권 권유를 시도하여 경영권방어수단으로 활용할 수 있다고 본다.

견을 반영시키기 위한 목적으로 사용될 수 있다. 또한 대상회사의 강력한 방어조치로 공개매수에 의한 지배권인수가 불가능할 때 주주총회에서 의결권 행사를 통해 이사회의 견제를 목적으로 위임장 확보경쟁이 시도된다.

적대적 M&A와 같이 매수행위까지 실행되지는 않지만, 의결권의 취득만을 목표로 하는 위임장 대결(이른바 Proxy Fight)이 있다.[213] 적대적 M&A가 활성화 되면 주식의 취득방법 이외에 위임장 대결이 활성화 될 것으로 보이고, 주식이 일반 투자자에게 널리 분산될수록 이러한 의결권 대리행사 권유제도의 중요성은 더욱 부각된다.[214] 한국의 경우 2012년 10월 하나로통신의 외자유치 건을 하나로통신과 주주인 데이콤, LG투자증권, LG텔레콤 등이 위임장 대결을 한 예이다.[215] 또한 2012년 의결권권유현황 중 상장회사에 대한 의결권대리행사 권유건수는 222건으로 전년(244건) 대비 22건(9.0%) 감소하였다. 특히, 코스닥 상장법인에 대한 의결권대리행사권유는 2012년에 48건으로 전년(91건) 대비 43건(47.3%) 감소하였으며 2009년 이후 계속 감소추세인바, 이는 증권시장 침체에 따른 M&A 환경이 악화된 것에 기인한 것으로 보인다.[216]

그러나 위임장 대결에 의한 경영권취득은 시장매집이나 공개매수보다 장기간이 소요되고, 확실한 정보와 주주의 호응이 있어야만 위임장대결에서 승리할 수 있다.[217] 상법 제368조 제3항에서는 서면에 의한 주주의 대리권행사를 인정하고 있다. 자본시장법에서는 의결권 대리행사의 권유(proxy solicitation)에 관한 제한 규정을 두고 있다(동법 제152조).

이러한 위임장 대결을 통하여 적대적 M&A를 성공하더라도 매수자가 경영권을 계속 유지하기 위해서는 매 주주총회마다 위임장 대결을 거쳐야 하므로 경영 및 재정에 부

213) 武井一浩, 앞의 논문(주 32), 2004. 6. 5面.
214) 임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009. 494-495면.
215) 김대규, “적대적 M&A에 대한 방어행위의 허용기준 -자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 대한 논의를 포함하여- ”, 「원광법학」, 제26권 제1호, 2010. 568면.
216) 금융감독원, “증권시장 침체로 2012년 경영권 관련 공시 감소”, 「보도자료」, 2013.3.18.

<의결권대리행사 권유 현황> (단위 : 건)

구 분	‘09년	‘10년	‘11년	**‘12년**
유가증권	155	150	153	**174**
코스닥	123	110	91	**48**
계	278	260	244	**222**

217) 권재열, 앞의 논문(주 13), 20면.

담이 적지 않다. 따라서 공개매수와 병행 없이 순전히 위임장 모집만으로 기업 경영권을 인수하는 것은 바람직한 방법이 아니다.[218] 대상회사의 경영진 역시 위임장대결로 경영유지를 위한 경영 및 재정에 부담이 적지 않을 것이다.

나. 위임장 적격과 법적 성립

주주가 주식보유기간 요건을 갖추지 못한 경우 위임장 적격여부에 논란이 있을 수 있다. 대법원 판례에서는 구증권거래법 제191조의13 제5항(현행 자본시장법 제29조 제5항)은 상법 제366조의 적용을 배제하는 특별법에 해당한다고 볼 수 없고, 주권상장법인 내지 협회등록법인의 주주는 구증권거래법 제191조의13제5항이 정하는 6월의 보유기간 요건을 갖추지 못한 경우일지라도 상법 제366조의 요건을 갖추고 있으면 그에 기하여 주주총회 소집청구권을 행사할 수 있다고 한다.[219] 따라서 위임장 적격도 이러한 판례의 취지에 따라 인정하여도 무방할 것이다.

또한 적대적 M&A 대항을 위한 경영권 방어를 위하여 회사가 위임장을 권유하는 경우에는 회사가 직접 의결권을 권유하는 것이 아니라 회사가 지정하는 제3자가 의결권을 행사하므로 위임장의 송부와 반송에 의하여 대리인 선임에 관한 중계계약이 성립할 뿐이고, 회사가 위임장에 기하여 제3자를 대리인으로 선임하면 그때 제3자와 주주사이에 의결권행사에 관한 위임계약이 성립한다.[220]

다. 의결권 대리행사 권유 범위

의결권 대리행사의 권유행위의 개념에 대해 (구)증권거래법에서는 명확한 정의 규정을 두고 있지 않았고, 해석상 의결권 목적으로 하는 일련의 권유활동 전부를 포함하는 것으로 보았다. 상법 제368조 제3항에 의하면 서면에 의한 주주의 대리권행사를 인정하고 있다.

---

218) 선우석호,「M&A-기업합병·매수와 구조재편 (제4판)」, 율곡출판사, 2008, 390면.
219) 대법원 2004.12.10. 선고 2003다41715 주주총회결의취소.
220) 양동석, 앞의 책(주 177), 219면.

그러나 자본시장법에서는 규제대상인 의결권 대리행사의 권유행위를 다음과 같이 규정하고 있다. 즉 (ⅰ) 자기 또는 제3자에게 의결권의 행사를 대리시키도록 권유하는 행위, (ⅱ) 의결권의 행사 또는 불 행사를 요구하거나 의결권위임의 철회를 요구하는 행위, (ⅲ) 의결권의 확보 또는 그 취소 등을 목적으로 주주에게 위임장 용지를 송부하거나 그 밖의 방법으로 의견을 제시하는 행위이다(자본시장법 제152조제2항).

이러한 권유대상 주식에 대하여 자본시장법 제152조제1항에서는 "상장주권의 의결권 대리행사의 권유"가 전제이므로 비상장회사의 주권에 대한 의결권 대리행사의 권유는 자본시장법의 규제가 적용되지 않고, 실제 주식분산이 없어 규제의 필요성도 없다. 또한 의결권 대리행사의 권유이므로 상장회사의 주권이라도 상법상 의결권 없는 주식은 적용대상이 아니다. 한편 한국은 의결권 대리행사가 널리 활용되고 있지만 대주주의 지분율이 높고 특히 재벌기업의 경우에는 계열회사간의 상호주형태로 주식을 보유하고 있기 때문에 경영권이 외국에 비해 안정되어 있어서 의결권 대리행사의 권유제도가 별로 이용되지 않는다고 한다.[221]

종전에는 의결권 대리행사 권유자는 피권유자에게 참고서류 등을 송부하기 2일전까지 그 사본을 금융위원회에 제출하였으나(거래법시행령 제85조), 현행은 권유자는 피권유자에게 참고서류 등을 송부하기 5일 전까지 그 사본을 금융위원회 등에 제출하여야 한다(자본시장법 제153조). 그러나 2013. 4. 30. 국회본회의를 통과한 자본시장법 개정안에서는 의결권 대리행사 권유에 대한 규제를 합리적으로 개선하기 위하여 위임장 용지 등을 교부하는 경우 5일 전까지 금융위원회 등에 제출하여야 하던 것을 2일로 단축하였고, 상장기업 주주총회의 내실 있는 운영을 위하여 주주총회 활성화의 장애요인으로 작용하던 예탁결제원의 중립적 의결권 행사 제도를 2015년부터 폐지하였다.[222]

라. 가공의결권과 위임장 대리

221) 임재연, 앞의 책(주 214), 494-495면.
222) 국회정무위원장,「자본시장과 금융투자업에관한법률일부개정법률안(대안)」, 대안번호4747, 2013. 4. 30. 2-7면 참조.

내부자의 경영권 유지, 외부자의 경영감시 강화를 위해서는 각자가 더 많은 주식을 취득해야 하는데, 이때 필요한 것은 주식의 경제적 가치가 아니라 의결권이므로 내부자와 외부자 모두 적은 주식을 소유하면서도 더 많은 의결권을 가질 수 있는 방법으로 내부자가 주로 사용하는 방법이 흔히 가공자본, 가공의결권이라고 비판받는 차등의결권, 피라미드 소유구조, 상호출자, 순환출자 등이고, 외부자가 주로 사용하는 방법이 다양한 첨단 파생금융기법들이다.

외부 주주인 헤지펀드들이 파생금융기법을 통해 적은 지분만 가지고 많은 의결권을 행사할 경우 자본시장의 감시기능을 강화하는 긍정적 측면이 분명히 있다. 반면 이러한 헤지펀드 중에는 가공자본과 가공의결권을 이용해 투기적 목적을 가지고 회사의 장기적인 이익과 주주 전체의 이익보다는 자신들의 단기이익을 추구하는 경우도 있다. 마찬가지로 내부 지배주주에 의한 가공자본 창출이 외부 주주들과 상충하는 측면도 있겠지만 회사 전체의 이익에 부합하는 측면도 분명히 존재한다.[223]

소유·지배 괴리로 초래되는 가공자본과 가공의결권에 대한 평가는 최근의 금융발전과 금융환경 변화라는 큰 틀에서 접근해야 한다.

2. 적대적 M&A에 대한 공시제도

가. 의 의

한국의 경우 이전까지 증권거래법이 공개매수 등 기업의 M&A 관련 증권거래를 규율하였으나, 2009년부터 자본시장법으로 흡수되어 시행되고 있다. 자본시장법[224]에서는

223) 신석훈, “경제민주화 어떻게 볼 것인가-법적측면에서 본 경제민주화의 한계”,「한국경제연구원 세미나 자료」, 2012, 15면.

224) 자본시장법 개정연혁을 살펴보면 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”시행은 ’07. 8. 3 공포, 공시 및 상장법인 관련사항은 ’09. 2. 4부터 시행되었다. 자본시장법은 증권에 대한 포괄주의, 기능별 규율체제, 금융투자업의 대형화·겸업화, 투자자 보호 강화를 목표로 제정하였다. 이중 공시와 관련된 것은 증권에 대한 포괄주의 및 투자자 보호 강화를 위한 제도로 변경하였다. 한편, 상장법인의 재무관리 관련 사항(시가발행, CB, BW 발행가액 등)은 자본시장법에, 지배구조 관련사항은 상법에 반영하였다

사업보고서 제출대상 법인은 상법 제522조에 규정된 합병 사실이 발생한 경우에는 그 사실이 발생한 날의 다음 날까지 그 내용을 기재한 보고서(주요사항보고서)를 금융위원회에 제출하여야 한다(제161조제1항제6호).

이와 같은 합병 등 신고제도는 주권상장법인의 소수주주보호를 위한 제도이다. 즉, 소수주주가 많은 주권상장법인이 합병 등을 하는 경우 기업의 재무구조, 수익성, 성장성뿐만 아니라 주주의 지분소유구조 자체가 변동될 수 있으므로 합병 등의 절차와 내용, 반대주주의 권리행사방법, 합병 등 당해회사에 관한 사항을 현재 및 잠재적 주주에게 일정한 기준에 따라 충분히 공시하여 적정한 주주권 행사가 가능하도록 하기 위한 제도이다.[225]

동법의 기업 M&A를 위한 공개매수 공고 및 공개매수신고서의 제출에 관한 조항(법 제134조, 시행령 제145조제4항 및 제146조제2항)에 따르면 인수기업은 공개매수의 목적과 주식종류 및 수, 매수조건 등의 일반사항뿐만 아니라 매수자금의 내역과 자금조성 방법, 대상회사 임원 또는 최대주주와의 사전협의 여부 및 협의내용, 향후 대상회사의 장래계획 등 내용을 공시하고, 금융위원회와 거래소에 신고서를 제출하도록 요구하고 있다.

또한 공개매수의 정정신고 및 공시조항과 공개매수조건의 변경금지 조항(법 제136조제3항, 시행령 제147조의6)에 따르면 공개매수자가 매수조건의 변경을 희망하더라도 매수가격의 인하, 매수예정주식 등의 수의 감소, 매수대금 지급기간의 연장, 공개매수기간의 단축, 응모주주에게 줄 대가의 종류변경 등을 금지하고 있다.

공개매수의 조사 및 조치에 관한 조항(법 제146조제1항및제2항)에서는 금융위원회가 투자자 보호를 위하여 필요한 경우에는 공개매수 관계인에 대하여 참고가 될 보고 또는 자료의 제출을 명하거나 금융감독원장에게 장부·서류 및 그 밖의 물건을 조사하게 할 수 있으며, 법률에서 정한 중요사항을 위반한 경우에는 공개매수를 정지 또는 금지할 수 있도록 규정하고 있다.

우리 국내법은 투자자 보호 등의 목적으로 공개매수 규제수준이 상당히 높게 평가할 수 있는 것이다. 한편 자본시장법에서는 국외행위에 대한 적용조항(법 제2조)을 통해 국외행위로서 그 효과가 국내에 미치는 경우 동법 적용을 규정하고 있으므로 한

225) 최준선, 앞의 책(주 11), 675면.

국의 공개매수 관련법규 역시 미국과 같이 역외작용이 이루어지게 된다.[226]

그러므로 국내투자자가 피인수 외국기업의 소수지분을 보유하고, 우리의 공개매수 규정이 현지 국가에 비해 규제수준이 높을 경우 우리투자자들이 공개매수청약 대상에서 배제되어 투자기회를 상실할 가능성이 높다. 향후 외국기업 M&A에 대하여 한국 투자자를 보호하는 동시에 투자기회도 보장할 수 있는 방안 강구가 필요가 있다. 이에 외국기업 M&A 과정에서 발생할 수 있는 한국과 외국 간 규제체계의 충돌을 최소화하여 한국 투자자의 투자기회를 확대하는 한편, 자국기업의 외국기업 M&A시 국내규제를 제한적으로 완화하는 미국의 제도를 참고할 필요가 있다.

나. 지분공시제도

자본시장법상 M&A 합병제도 중 지분공시제도로는 (ⅰ) 주식 등의 대량보유상황 보고제도(5% 룰, 자본시장법 제147조), (ⅱ) 공개매수제도(자본시장법 제133조), (ⅲ) 의결권 대리행사 권유제도(자본시장법 제152조) 및 (ⅳ) 임원·주요주주의 주식소유상황 보고제도(자본시장법 제173조제1항)가 있다. 지분공시제도는 주식 등의 보유 또는 의결권 행사관련 사항을 공시하는 것으로 유가증권 발행인인 기업에게 공시의무를 부과하는 일반 공시제도와 달리 당해 유가증권 보유자나 취득자 등에게 공시의무를 부과하며, 공시의무 위반에 대한 제제수단도 법령을 위반한 당해 유가증권 보유자 등에게 형벌 또는 불이익을 부과한다.[227]

자본시장법은 종전 증권거래법상 공시제도의 틀을 유지하면서 증권에 대한 포괄주의 도입, 주요사항 보고 신설, 합병 및 자기주식 공시를 폐지하고 주요사항 보고체제를 도입하여 수시공시체계로 개편하였다. 또한 최소한의 중요사항을 제외한 대부분의 수시 공시사항을 거래소로 이관하였으며, 사업보고서 중 연결기준 공시의무 확대를 위하여 국제회계기준(IFRS: International Financial Reporting Standards) 채택 법인에서는 비재무적 사항도 연결 공시하도록 하였다. 다만, IFRS는 2009년부터 선택적으

226) 현혜정외 3인, “국경간 M&A를 통한 한국기업의 해외진출전략 연구”, 대외경제정책연구원, 08-10, 2008, 161-162면.

227) 오창진, “지분공시제도 실무 해설-5% 룰과 공개매수제도를 중심으로 적대적 기업인수와 경영권 방어”, 「BFL 총서」, 제3권, 서울대학교 금융법센터, 9-10면.

로 채택이 가능하나, 2011년부터는 의무적용하고 2조원 미만 법인은 2012년까지 사업보고서, 2013년부터 분반기보고서도 제출토록 하였다.

공시내용으로는 어음 또는 수표의 부도, 은행 당좌거래의 정지 또는 금지, 영업활동의 전부 또는 중요한 일부의 정지, 회생절차 개시신청, 해산사유 발생, 주채권은행으로부터의 조치, 해외증권시장의 상장, 상장폐지, 매매정지 등 자본증가 또는 감소, 증권에 대한 중대한 소송 제기합병 등, 자기주식 취득 또는 처분 등[228]이다.

다. 주식 등의 대량보유상황 보고(5% 룰)

1) 목 적

본인과 특별관계가 있으며 공동보유자인 특별관계자가 보유한 주권상장법인 또는 코스닥등록법인 주식 등 합계가 발행주식 등의 5% 이상이 되거나 그 후 1% 비율 이상 변동된 경우에는 그 날로부터 5일 이내에 보유상황 및 보유목적을 금융감독위원회와 한국증권선물거래소에 보고해야 한다(자본시장법 제147조).

이 제도는 회사 경영진이 대주주의 현황을 파악하여 경영 위협의 사전탐지와 방어조치를 할 시간적 여유를 제공해 주며, 보고의무를 위반한 경우에는 위반분에 대한 의결권이 제한(자본시장법 제147조, 제150조제1항)되고, 형사처분을 받도록 규정하고 있다(자본시장법 제444조제18호, 제446조제26호, 제448조). 그리고 냉각기간조항에 의하면 경영에 참가할 목적으로 지분 5% 이상 취득을 보고하는 자는 보고사유가 발생한 날로부터 보고한 날 이후 5일까지 주식 등을 추가로 취득할 수 없다(자본시장법 제150조제2항제3항).

한국의 경우 2012년 중 접수된 5%보고는 총 6,751건으로 전년(7,198건) 대비 447건(6.2%) 감소하였는 바(경영참가목적은 199건, 4.8% 감소), 유형별로는 경영참여 목적이 3,911건(57.9%), 단순투자 목적은 2,840건(42.1%)이며, 내국인이 6,197건(91.8%), 외국인은 554건(8.2%)을 각각 보고하였다.[229] 이는 계속되는 증권시장 침체로 인한 증권거래가 감소했

228) 유석호, “자본시장법 개황 및 유통공시 안내 “, 금융감독원 · 한국상장회사협의회. 2009.1.14, 8면.
229) 금융감독원, “ 증권시장 침체로 2012년 경영권 관련 공시 감소”,「보도자료」, 2013.3.17.

< 5% 보고 접수 현황 > (단위 : 건, %)

기 때문인 것으로 보인다.

2) 적대적 M&A에 대한 공시제도

가) 공시기간

한국은 결제일(거래일+2일)로부터 5일 이내로 규정(자본시장법 제147조 다만, 대통령령으로 정하는 날은 셈해 넣지 아니한다.) 거래 후 결재까지 기간 2일과 공시시한인 5일간을 합쳐 결국 7일간 추가로 주식을 매입하는 것이 가능하다. 한국은 2005년 1월부터 경영참가 목적으로 5% 이상 주식을 보유할 경우 5% 보고서를 제출한 날로부터 5일 동안 당해 주식 등을 추가 취득하거나 의결권행사를 금지하는 냉각기간을 도입한 바, 이는 주식 등을 비밀리 매집하여 경영권을 위협하는 등 불공정 M&A행위 방지를 의도하고 있다.

나) 재원자료 등 소명

5% 룰은 주식 대량보유자가 주식취득에 사용한 자금출처와 보유자와 다른 모 기업 관계 등 지배관계 소명을 요구한다. 미국은 자금원의 상세한 내용과 향후 추가 주식 매입 여부의 소명을 요구하며, 영국은 의결권 지배자의 조직도(Chain of Controlled Undertakings)를 소명하여 실질적 지배자를 분명히 명시하도록 하고 있다.

한국 역시 의결권 5% 이상을 보유했을 때 주식매입자금의 출처보고 규정이 있으나 그 실효성은 떨어진다. 즉 주식매입 자금출처 보고가 자기자금 혹은 투자자 자금 등과 같이 형식적이나 감독 당국이 정정요구 없이 이를 수용하고 있다.[230]

국가에 따라 허위공시 혐의가 있을 때 정부 및 관련당국은 물론 해당기업이 조사(혹은 조사요구)를 하고 의결권을 중지시킬 권한을 가지고 있다. 부실공시 혐의가 있

구 분	'10년		'11년		'12년	
경영참가목적	4,299	(55.7)	4,110	(57.1)	3,911	(57.9)
단순투자목적	3,419	(44.3)	3,088	(42.9)	2,840	(42.1)
내국인	6,938	(89.9)	6,553	(91.0)	6,197	(91.8)
외국인	780	(10.1)	645	(9.0)	554	(8.2)
계	7,718	(100.0)	7,198	(100.0)	6,751	(100.0)

230) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(제134조 제1항의 8호)에 따르면 "취득에 필요한 자금 또는 교환 대상물건의 조성내역"(보고 대상 주식 취득과 직접 또는 간접적으로 관련자금 조성경위 및 원천을 말하며, 차입한 경우 차입처, 차입기간, 기타 계약상 주요내용을 포함)을 보고토록 하고 있다.

을 때 금융감독당국이 공익 또는 투자자의 보호를 위해 추가 자료제출을 명하거나 조사할 권한을 가지고 있다.

미국은 5%가 초과되면 상세한 내용을 SEC(미국증권거래위원회)에 보고하도록 하고 특별한 권한을 기업에게 부여하지 아니하고 있다.

영국은 기업이 주주에게 주식보유에 관한 상세한 내용소명을 요구할 수 있는 권한을 가지며, 독일은 주식 소유권을 반드시 기업의 주식등록부에 보고해야 하므로 기업은 언제라도 주식보유상황을 정확히 파악할 수 있다.

프랑스는 기업이 Euroclear(증권결제처리기관)에서 주식보유내용을 파악할 수 있으며, 특정주주가 공시보유 상한선을 초과한 주식보유가 있음에도 관련사항을 공시하지 않으면 초과분의 의결권 중지 권한을 가지고 있다.

일본은 주식의 보유 여부를 파악할 권한이 기업에 없으며, 한국도 조사요구 권한이나 조사권한이 기업에 없다.

다) 5% 이하 보유 공시의무

영국의 경우 3% 이상 보유 시 2일 이내 공시하도록 되어 있으며, 독일은 3%, 5%, 10% 이상을 보유하면 공시하여야 하며, 이탈리아는 2% 이상 보유하면 공시의무가 있다. 프랑스 상법은 5% 이상 보유했을 때 공시의무가 있은데 각 기업이 정관을 통해 주주가 기업에 알려야 할 주식보유한도를 더욱 낮출 수 있도록 허용하고 있다.[231] 이 때문에 프랑스 기업들은 대체로 주주가 0.5%-2% 이상 보유하면 이를 알리도록 정관으로 정하고 있다.

3) 대량보유 등의 보고 특례

자본시장법 시행령에서 대량보유 등의 보고에 대한 특례로 법 제147조제1항 후단에서 '대통령령으로 정하는 것'이란 다음에 해당하는 것을 위하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것으로 규정하고 있다(제154조제1항).

(ⅰ) 임원의 선임·해임 또는 직무의 정지

(ⅱ) 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경

231) Code de Commercial Code, article L. 233-7.

(ⅲ) 회사의 자본금의 변경
(ⅳ) 회사의 배당의 결정
(ⅴ) 회사의 합병, 분할과 분할합병
(ⅵ) 주식의 포괄적 교환과 이전
(ⅶ) 영업전부의 양수·양도 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 양수·양도
(ⅷ) 자산 전부의 처분 또는 금융위원회가 정하여 고시하는 중요한 일부의 처분
(ⅸ) 영업전부의 임대 또는 경영위임, 타인과 영업의 손익 전부를 같이하는 계약, 그 밖에 이에 준하는 계약의 체결, 변경 또는 해약
(ⅹ) 회사의 해산

대량주식 보유자의 영향력 행사에는「상법」, 그 밖의 다른 법률에 따라 「상법」 제363조의2(주주제안권)·제366조(소수주주에 의한 소집청구)에 따른 권리를 행사하거나 이를 제3자가 행사하도록 하는 것을 포함한다.

라. 한국의 5% 룰 변경내용

한국의 경우 종전과 달리 5%보고 의무면제자 관련 조항이 삭제되어 연기금 등도 모두 보고대상(자본시장법 제147조)이며, 새로 보고의무가 부여된 자는 자본시장법 시행일로부터 1개월 이내 그 대량보유 상황을 보고해야 한다(자본시장법 부칙 제21조).

또한 변경보고 대상도 보유목적 변경뿐만 아니라 보유 주식 등에 대한 신탁·담보계약 등 주요계약 내용, 보유형태의 변경이 있는 경우에도 그 변경내용을 보고해야 한다(자본시장법 제147조, 동법시행령 제155조).

장외매수자는 계약체결시점(보유로 인한 신규보고)과 실제 이행시점(보유형태 변경 즉 인도청구권에 따른 소유)에 각각 보고의무가 발생한다. 대여자의 경우 대여시점에 변경보고의무 발생 즉 인도청구권에 따른 보유의 경우 자본시장법 시행일 현재 변경보고의무가 있는 자는 법 시행일로부터 1개월 이내 그 변경내용을 보고해야 한다(자본시장법 부칙 제21조).

장내 매매 시 보고의무 발생일은 결재일에서 체결일로 변경하여 보고시한을 2일 단

축하였다(자본시장법 시행령 제153조). 또한 경영권에 영향을 미칠 목적으로 주식 등을 대량보유한 경우에는 냉각기간 개시일을 보고일에서 보고의무 발생일로 앞당겨 보고의무 발생일 부터 보고일 사이도 냉각기간을 적용(자본시장법 시행령 제153조)하며, 법 시행일 이후에 보고의무가 발생한 경우만 시행일 이전에 보고의무가 발생하여 시행일 이후에 보고한 경우 냉각기간의 기산일은 보고서 제출일이다.[232]

보고대상 증권 범위는 주식과 CB·BW·EB·DR 등 특정증권으로 확대하였다(자본시장법 제172조). 즉 자본시장법 시행일 현재 주식 외에 특정증권 등을 소유하고 있는 임원·주요주주는 자본시장법 시행일로부터 1개월 이내에 그 소유상황을 보고해야 한다(자본시장법 부칙 제27조). 다만, 시행일 후 주식 및 그 밖의 특정증권 등을 취득, 처분한 경우는 1일 이내로 보고해야 한다.

보고대상 임원은 사실상 임원으로 업무집행지시자 등의 책임이 있는 상법 제401조의2 제1항에 해당하는 자로 확대되었다(자본시장법 제172조). 즉 이사가 아니면서 명예회장 · 사장 · 전무 · 이사 기타 업무집행 권한으로 인정될 만한 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자 등으로 사실상 임원은 법 시행 후 1개월 내에 특정증권 등의 소유상황을 보고해야 한다.

마. 임원 · 주요주주의 주식소유상황 보고

단기 매매차익의 반환규정에 대한 관리를 위해 임원 및 주요주주의 주식소유상황 보고의무로 상장법인의 임원 또는 주요주주는 임원 또는 주요주주가 된 날로부터 10일 이내에 주식소유 상황을, 변동이 있는 경우에는 그 변동이 있는 날이 속하는 다음 달 10일까지 그 내용을 증권선물위원회에 보고하여야 한다(자본시장법 제173조). 이 규정과 단기 매매차익 반환에 대한 규정은 내부자거래를 감시하는 기능이 있다.[233]

또한 보고의무자는 상장법인 임원 및 10% 이상을 보유한 주주이며, 보고대상은 단기매매차익 반환규정, 공개매수 및 5% 룰에서의 보고대상 유가증권과 달리 상장법인 주식이다. 보고의무를 위반한 때에는 증권선물거래위원회의 고발, 경고의 조치뿐이어

232) 윤덕진, “지분공시 안내 “, 금융감독원 · 한국상장회사협의회. 2009.1.14, 61면.
233) 김화진, “기업금융과 법률” ,「법학」, 제4호, 2008 , 18면.

서 적대적 M&A와 직접 관련이 없는 공시제도이다. 다만,상호주의 의결권한을 적용하기 위하여 상대방이 알 수 있도록 상법상 통지의무만 있을 뿐 의무위반 벌칙은 정함이 없다(상법 제369조제3항). 실무적으로는 임원 주요주주의 주식소유 상황보고가 이를 대신하고 있다(상법 제342조의3).[234]

바. 적대적 M&A와 5% 룰

자본시장법상 공동보유자의 개념[235]이 5% 공시에 도입되어 M&A 시 매수자와 대상회사 간 마찰이 발생하기 쉽다. 적대적 M&A의 속성상 특수관계는 없으나 동일 목적으로 그룹이 이를 추진하는 경우가 많으며, 그 내역을 파악하는 것은 경영권 방어상 매우 중요한 문제이다. 특히 당사자들이 공동보유자임을 밝히지 아니하고 있는 실정이므로 더욱 문제가 된다.[236]

의결권 공동행사에 관한 합의는 명시적이거나 묵시적이거나 가능하며, 직접증거가 아닌 정황증거에 의해서 인정될 수 있다. 문제의 입증에 있어 당사자들의 강력한 부인으로 감독당국은 일정한 정황증거로 그 여부를 판단하고 있으며, 주식매수 계좌개설 시기의 근접 및 매집창구의 동일성, 매수시기의 상호 관련성, 매수자금의 연계성, 당사자들 간 관계, 과거 의결권행사의 패턴 등 모든 정황을 종합하여 공동보유자 여부를 판단한다.[237] 만약 적대적 M&A의 매수자가 우호지분을 함께 공시하지 않는 경우, 대상회사는 매수자의 의결권을 줄이기 위하여 매수자의 우호지분에 대하여 5% 공시위반을 들어 의결권행사금지가처분소송 등을 제기할 수 있다.

---

234) 안효섭, 앞의 논문(주 174), 79면.

235) 자본시장법시행령에 "공동보유자"란 본인과 합의나 계약 등에 따라 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 할 것을 합의한 자를 말한다(영 제141조 제2항).

1. 주식 등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위
2. 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호양도하거나 양수하는 행위
3. 의결권(의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함한다)을 공동으로 행사하는 행위

236) 김화진, 앞의 논문(주 233), 19면.

237) 김화진, 앞의 논문(주 233), 19-20면.

3. 적대적 M&A에 대한 공개매수제도

가. 의 의

적대적 M&A의 대표적 수단인 주식의 공개매수는 한국 자본시장법상에는 불특정다수인에 대하여 주식 등의 매수(다른 유가증권과의 교환 포함)의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 증권시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것을 말한다(자본시장법 제133조제1항). 공개매수는 기업지배권의 획득이나 유지·강화를 목적으로 주권상장법인, 코스닥상장법인이 발행한 의결권 있는 주식 등(전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 교환사채(EB) 포함)을 유가증권시장 또는 코스닥시장 밖에서 불특정 다수인에게 매수청약을 하거나 매도청약을 권유하여 주식 등을 매수하는 행위를 말한다.

공개매수제도는 장외에서 일시에 지배권 변동을 초래하는 대량의 주식을 매수하는 경우 특별 공시를 하도록 함으로써 기존 대주주에게 방어기회를 제공하여 공정한 경쟁을 하도록 하고, 투자자에게 합리적 매도판단의 기회를 갖도록 하여 경영권 이전을 목적으로 지불하는 프리미엄을 모든 주주가 균등하게 향유할 수 있도록 하며, 무분별한 적대적 M&A를 방지하여 지배권 안정을 도모하기 위한 제도이다.[238]

공개매수도 기본적으로는 주식의 매매에 불과한데, 특별한 규제가 필요한 이유는 주식매매의 결과 회사의 지배권이 변동될 만큼의 지분이 매매되는 것이기 때문이다. 공개매수는 관련법령에 따라 대상회사의 주주를 상대로 매수기간, 매수가격, 매수량 등을 공시하고 장외에서 주식을 매수하는 절차를 밟기 때문에 취득하고자 하는 주식의 양을 비교적 짧은 기간에 취득할 수 있고 구체적인 매수대금을 예측할 수 있다는 이점이 있다.[239]

현행 공개매수제도에서 중요한 사항은 공개매수자에 관한 공시이다. 그러나 현행 공시제도 하에서는 외국인투자자가 공개매수를 하는 경우 국내 대상회사와 일반 주주들이 그 실체 파악이 곤란하므로 일반 주주들이 주식 매도여부를 정확히 판단하고 만

---

238) 오창진, 앞의 논문(주 227), 36면.

239) 김병연 · 권재열 · 안성포, " 적대적 M&A방어수단 관련 현행법상 문제점과 개선방안(연구보고서), 전국경제인연합회, 2005, 81면. 19면.

일 외국 불량 투기자본이 기업해체를 위한 적대적 M&A를 시도하는 경우 대상회사가 적절히 대응할 수 있도록 상세한 정보제공이 필요하다.

한국의 경우 2012년 공개매수신고는 총 15건으로서 전년(2건) 대비 크게 증가(13건)하였다. 이중 상장폐지 신청을 위한 공개매수는 7건(전년: 1건)이었으며, 지주회사 요건 충족을 위한 공개매수는 6건(전년 : 1건)이다.[240] 특히 예년에 비해 상장폐지 목적의 공개매수가 크게 증가하였는 바, 이는 공시의무 등 상장유지 부담이 큰 반면, 증권시장 침체에 따른 자금조달 기회는 줄어들었다는 인식에 기인하는 것으로 보인다.

자본시장법상 주식 대량보유보고(자본시장법 제147조제1항)에 있어서 그 보유상황, 보유 목적(발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 목적 여부를 말한다), 그 보유주식 등에 관한 주요계약내용, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 대통령령으로 정하는 방법에 따라 금융위원회와 거래소에 보고하여야 한다. 종전에는 대상회사와 그 주주들이 공개매수자의 실체를 제대로 파악할 수 없었다.[241]

나. 공개매수 적용대상

현행 자본시장법 공개매수(법 제133조)의 적용대상과 유가증권의 범위는 포괄주의 방식에 따라 시행령에 규정하여 종전의 새로운 유가증권이 등장할 때마다 시행령을 개정하는 불편을 해소하였다. 현행법에서 정하고 있는 공개매수대상으로서 증권이라 함은 주권상장법인이 발행한 증권과 주권상장법인 외의 자가 발행한 증권으로 주권상장법인의 의결권 있는 주식에 관계되는 증권이어야 한다. 법시행령은 새로운 금융투

240) 금융감독원, “ 증권시장 침체로 2012년 경영권 관련 공시 감소”,「보도자료」, 2013.3.17.

구 분		‘09년	‘10년	‘11년	‘12년	합계
지주회사 요건 충족		1	6	1	6	14
경영권 확보	적대적M&A	2	-	-	-	2
	우호적M&A	-	1	-	-	1
상 장 폐 지		2	2	1	7	12
경 영 권 안 정		1	-	-	1	2
기 타*		-	1	-	1	2
합 계(유가/코스닥)		6(2/4)	10(7/3)	2(1/1)	15(9/6)	33(19/14)

241) 양병찬, 앞의 논문(주 185).119면.

자상품의 등장이 확대될 것을 감안하여 사실상 의결권 있는 주식으로 전환, 교환 또는 인도를 청구할 수 있는 권리가 부여된 모든 증권에 대해 공개매수규정이 적용되도록 구체화 하였다.[242]

6개월간 10명 이상으로부터 유가증권시장 또는 코스닥시장 밖에서 주식 등을 취득함으로써 본인과 특별관계자의 보유주식 등을 합산한 보유비율이 발행주식 등의 5% 이상을 보유하게 되는 경우(5% 이상 보유자가 추가 취득하는 경우 포함)에는 불특정 다수를 대상으로 하지 않더라도 반드시 공개매수의 절차와 방법에 따라 주식 등을 취득하여야 한다(자본시장법 제133조제3항).

EU 회사법 제13조 지침안에서는 포괄주의에 입각하여 유가증권을 '의결권과 결합한 양도 가능한 증권 또는 의결권 있는 양도 가능한 유가증권을 취득할 수 있는 권리'라고 규정하고 있다(제2조). 1934년 미국 증권거래법에서는 동법 제12조에 의하여 등록된 지분증권, 등록에 요구되는 보험회사의 지분증권, 1940년 투자회사법에 의하여 등록된 폐쇄형 지분증권 등을 규정하고 있다(제13(d) (ⅰ)).

또한 적용대상 회사의 범위는 공개회사를 공개매수의 적용대상으로 하거나(미국 증권거래법), 유가증권보고서 제출의무가 있는 회사의 주권 등을 유가증권시장 외에서 거래하는 경우에 공개매수가 적용되므로 상장법인과 점두등록법인을 포함하여 공모회사로서 주주 수가 일정 수 이상인 회사에 대하여 공개매수가 적용되어 상장에 이르지 않은 공개회사도 적용대상으로 하는 경우(일본 증권거래법 제27조의2)도 있다.

다. 공개매수제도에 대한 자본시장법상 변경

1) 참고서류 기재사항 변경

종전에는 참고서류에 피권유자의 성명, 피권유자 소유 주식의 종류 및 수를 기재하여야 하나 권유의 취지는 필수 기재항목이 아니었다(유증권발행및공시등에관한규정 제137조). 현행은 참고서류에 피권유자의 성명, 소유주식수 등의 기재의무를 폐지하고 권유의 취지를 필수 기재항목에 포함하고 있다(자본시장법 제163조).

242) 금융위원회, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」주요 설명자료”, 2008. 4, 39면.

2) 자진정정의무 신설

종전에는 참고서류 등의 자진 정정에 대한 별도의 규정 없었다. 현행은 자진정정은 주주총회 7일전까지 할 수 있으며, 이 경우 권유자에 대한 사항, 주주총회목적 사항 변경시 또는 불분명하거나 오해유발, 과장된 기재는 반드시 정정해야 한다(자본시장법 제156조, 동법시행령 제165조).

3) 장외매수

종전에는 사전 협의된 장내매수도 공개매수 6개월 이내에 10명 이상으로부터 장외매수를 하는 경우 법에서 정한 공개매수의 방법에 따라야 하였으나(구 증권거래법 제21조), 현행은 장외매수와 실질이 동일한 당사자 간 사전협의 된 장내매수(주로 시간외 매매)도 공개매수 적용대상에 포함하고 있다(자본시장법 제133조). 또한 공개매수 공고시점이 법 시행일 이전이면 철회, 정정 등 관련절차 기준은 구 증권거래법을 적용[243]한다.

라. 적대적 M&A와의 관계

장외매수가 은밀히 비공개적으로 진행될 경우 대상회사의 경영권에 위협으로 등장할 우려가 있는데, 일정한도의 장외매입을 제한하여 공개매수 하도록 함으로써 적대적 M&A에 대한 방어를 할 수 있다. 적대적 M&A에서 장내에서 일정지분의 주식을 취득한 후 공개매수를 추진하는 이유는 공개매수 전에는 주식을 상대적으로 저가로 취득할 수 있으며, 설혹 공개매수가 성공하지 못하더라도 대상회사의 주식을 높은 가격에 처분하여 이익을 남길 수 있기 때문이다.

또한 매수자가 장내에서 주식을 취득하여 주가가 높아진 상태의 공개매수가 되어 다수의 소수주주에게 높은 가격의 주식 매각기회를 제공하게 된다. 따라서 적대적 M&A의 비용은 다소 증가하나 적대적 M&A의 대외명분을 유지하는 방법으로 활용된다.

공개매수 절차를 무시하고 매수한 주식 등(그 권리행사로 취득한 주식 포함)에 대하여 당해주식 등을 매수한 날로부터 그 처분 후 6개월이 경과한 날까지 의결권이 제

243) 윤덕진, 앞의 논문(주 232), 75면.

한된다(자본시장법 제145조). 또한 금융감독위원회는 공개매수 위반 주식의 처분을 명할 수 있고, 기재상의 불비에 대하여 정정신고서 제출명령을 할 수 있으며, 공개매수신고서 등에 허위기재가 있거나 중요사항의 누락이 있는 때에는 공개매수의 정지 또는 1년 범위에서 공개매수 제한 등 조치를 할 수 있다(자본시장법 제145조, 제146조제2항, 동법 시행령 제152조).

대부분 적대적 M&A의 경우 대상회사의 정기주주총회에서 의결권을 행사할 주주를 결정하는 기준일 이전에 공개매수 시도일로 하여 공개매수에 활용하는 편이다. 왜냐하면 공개매수 후 다음 정기주주총회 때까지 기간이 길면 그 기간 동안 대상회사 이사회가 신주발행 등 방어수단을 사용할 가능성이 있으며, 한편으로 공개매수 후 지배권획득을 위한 임시주주총회 개최준비에 시간과 비용이 필요하기 때문이다.[244]

그러나 이사회가 대폭적인 배당증액을 발표하면 주주는 주식매각 보다는 기준일 까지 주식보유로 배당을 선택하여 공개매수는 실패할 가능성이 높다. 이와 반대로 공개매수가 결제기준일 후인 경우 주주는 기준일 까지 주식을 보유하고 배당권리를 확보한 후 공개매수에 응모하여 고가로 주식을 매각할 가능성이 있다. 이 경우 적대적 M&A자는 공개매수를 성공하여도 대폭 증액된 의안을 심의하는 정기주주총회에서 의결권 행사가 불가하여 위임장경쟁으로 막지 못하면 고액의 현금보상으로 가치가 폭락한 회사주식을 고가로 매수하여 막대한 경제적 손실을 입을 가능성이 있다.[245]

한편 공개매수 기간 중 대항조치로서 주식분할이나 신주발행이 있는 경우 일본에서는 대상회사가 방어수단을 폐지하지 않는 경우에는 매수자의 공개매수 철회나 매수가격의 하향조정을 인정하자는 논의도 있다.[246]

마. 의무공개매수

1) 지배주주 변동과 주주보호 필요성

적대적 M&A는 기업지배권을 좌우할 대량의 주식을 매입한 후 기존 지배주주와의 경

244) 松本眞輔, “新會社法・新證取法下における敵對的買收と防衛策”, 稅務經理協會, 2005, 76면.
245) 松本眞輔, 위의 책(주 244), 77면.
246) 松本眞輔, 앞의 책(주 244), 79면.

영권경쟁을 통해 이루어지므로 공격과 방어과정에서 불공정한 행위가 개입할 가능성이 크다. 즉 다량의 주식을 매집하려는 매수자는 불공정한 방법으로 은밀하게 지배주식을 취득하려 할 가능성이 있고, 반면 대상회사 이사회는 지위보전을 위하여 주주들의 이익에 부합되는 매수제의를 거절하거나 과도한 방어수단을 활용하여 회사의 가치를 감소시킬 우려가 있다.

따라서 대상회사의 일반주주들의 경제적 이익보호가 적대적 M&A에 있어서 가장 문제가 된다.[247] 미국의 William Act[248]와 2004년 4월에 채택된 EU의 기업인수지침이 지배주식의 취득과 관련하여 주주들 특히 소수주주들의 보호를 주요 입법목적으로 명시하고 있는 배경에서 나온 것이다.[249]

매수자 주식매집으로 소수주주를 보호하기 위한 의무공개매수제도(mandatory bid)가 있다. 그러나 의무공개매수제도는 모든 국가에서 채택하고 있지는 않다.[250] EU기업인수규칙에서도 매수자가 자신 및 공동행위자(persons acting in concert)의 기존 보유주식과 합하여 회사의 지배권을 획득할 수 있는 주식을 취득하는 때에는 모든 주주들을 상대로 그들 주식 전부에 대하여 매수주문을 내야한다고 규정하고 있다(EU 13차 기업인수지침 제5조제1항).

이러한 의무공개매수제도는 한편으로 지배주식(Control shares)의 취득을 위한 공개매수의 경쟁 촉진으로 일반주주들에게 진정한 기업가치 실현과 더 높은 매도 프리미엄을 얻을 수 있도록 하는 반면, 은밀히 대량 주식매집으로 발생되는 불공정거래를 완화하는 효과가 있다. 뿐만 아니라 공개매수에 관한 공시요건에 따라 적대적 M&A자의 주식 매수조건 및 인수 후 회사운영계획 등을 주주들에게 공개하고 주주들이 집단적·동시적으로 매수제의의 수락여부 기회를 부여하는 측면도 있다.

다만, 공개매수를 강제하는 경우 적대적 M&A자는 주주들에게 더 높은 비용을 지출

---

247) 김건식·송옥렬,「미국의 증권규제」, 홍문사, 2001, 260면.

248) 미국의 William Act의 공개매수에 관한 입법배경은 1968년 이전에 매수자가 모든 인수계획을 비밀리에 진행하여 토요일 저녁쯤 신문에 기습적으로 단기간의 매수청약을 발표함으로써 대상회사 주주들이 매도여부를 판단할 정보나 시간적 여유도 없이, 다른 주주들보다 불리한 대우를 받을지 모른다는 불안감으로 매도압력(pressure-to-tender)을 받아 주식 매도하는 폐해를 막고 투자자들 보호를 위한 것이다.; 김건식·송옥렬, 위의 책(주 249). 262-265면.

249) EU 13차 기업인수지침 서문(Whereas) (ii), (9)항 참조.

250) 미국 William Act는 5%를 초과하는 주식을 공개매수로 취득하는 경우 일정한 사항을 공시하도록 하고 있을 뿐, 일정비율 이상의 주식을 취득할 경우 반드시 공개매수의 강제를 규정하지는 아니하고 있다.

하여야 하고 따라서 매수자의 기대이익을 감소시킴으로써 M&A 매력이 줄어드는 효과가 있는 것도 사실이다.[251]

2) 재도입 필요성

한국의 적대적 M&A 현실에 비추어 볼 때 경영권 경쟁에서 공정한 게임규칙을 확보하고 일반 투자자 또는 주주들의 이익을 보호하기 위하여 EU에서 인정하는 지배주식 취득에 대한 의무공개매수제도 도입의 필요성이 대두된다. 의무공개매수제도는 매수자의 매수비용을 증가시키고 기대이익을 감소시켜 적대적 M&A활동을 다소 위축시킬 수 있다. 1998년 개정 전 증권거래법에서도 25% 이상 주식을 매수하고자 하는 자에 대하여 50%+1주 의무공개매수제도를 둔 적이 있었으나 1998년 2월에 폐지되었다. 폐지 이유는 당시 경제상황에서 M&A 활성화에 걸림돌이 된다는 것이었으며, 다른 이유는 그리 설득력이 없는 것들이다.[252]

이 제도를 재도입할 경우 영국 City Code상의 의무공개매수제도와 같이 (ⅰ) 국내기업의 소유구조에 비추어 일반적으로 경영권 지배가 가능한 주식비율(예컨대 25% 또는 30%)에 미달하는 지분을 가진 매수인(특별관계자 포함)이 위 비율 이상의 주식을 취득하는 경우와 (ⅱ) 위 비율을 초과하여 50% 이하의 주식을 보유하고 있는 매수인이 추가로 주식을 취득하고자 하는 경우 의무공개매수의 적용해 볼 수 있을 것이다.

다만, City Code는 매수인이 최소한 50%+1주 취득을 조건으로 포함시킬 것을 요하나 한국에서는 EU의 M&A지침과 같이 단순히 매수인에게 모든 주주를 대상으로 적정한 가격으로 그들의 주식을 전량 매수한다는 제의를 하는 것이 충분하지 않을까 생각한다.[253] 이러한 공개매수제도에 대한 예외로서 외국인투자, Workout 등 기업구조조정에 의한 주식매입과 같이 정책적인 공개매수를 강제할 필요가 적은 경우에는 공개매수를 면제할 수 있을 것이다.

3) 3분의 1 의무공개매수제도의 도입방안

이미 폐지된 25%의무공개매수제도는 사실상 매수자에게 완전한 지배권을 확보할 수

251) 김건식· 송옥렬, 앞의 책(주 247), 280면.
252) 김화진,「M&A와 경영권」, 박영사, 1999, 99면.
253) 양병찬, 앞의 논문(주 185). 128면.

없는 25% 이하만을 가지고 회사를 경영하거나 무리한 50% 이상을 소유하면서 경영하라고 요구하는 결과를 초래한 측면도 있다.[254] 따라서 새로운 의무공개매수제도의 도입에는 지배권 확보를 인정할 수 있는 정도에서 공개매수를 강제하는 방안이 검토될 수 있을 것이다.[255]

지배권확보의 기준문제는 대상회사의 지배권변동에 중대한 영향을 미치는 기준, 즉 정량적으로 보아 이사의 선임과 해임이 모두 가능한 주주총회의 특별결의요건으로서 발행주식총수의 3분의 1이 합리적 기준이라고 본다.[256] EU 공개매수에 관한 지침안 성안에서도 의무공개매수의 적용기준을 발행주식총수의 3분의 1로 정한 바 있다.[257] 다만, 영국의 시티코드에서는 그 기준을 발행주식총수의 30%로 정하고 있다.

한국 상장기업에서도 지배주주의 평균지분율이 30-35%로 법리상 지배권 변동기준인 3분의 1과 거의 유사하고 공개매수의무를 부과하여도 규범과 실제가 조화될 수 있으므로 발행주식총수의 3분의 1 이상을 매수방법, 매수기간이나 매수인원과 관계없이 매수 시도하는 경우에는 공개매수 의무화가 합리적이라고 본다.

따라서 공개매수를 의무화하는 경우에는 영국, EU와 같이 공개매수제도의 법제화과정에서 우려한 M&A의 투기성을 상당히 완화할 수 있고, 주식의 소유집중에 따른 폐해의 최소화와 지배권취득에 수반되는 비용의 무리한 강제없이 지배권 확보 후에도 향후 지배권 거래의 여지를 남김으로써 M&A 활성화의 장점도 있을 것이다.[258] 특히 소수주주에게 매도기회를 제공하여 지배주주와 이익균형을 기할 수 있을 것이다.

회사의 절대적 지배권 인정이 가능한 발행주식총수의 50%를 초과한 보유자에게는 공개매수의무는 6개월 내 10명 미만의 자로부터 사적교섭에 의하여 매수하는 경우에만 면제되는 것이므로 50% 이상 주식 보유자가 장외에서 6개월 내 10명 이상의 자로부터 추가 매수하는 경우에는 현행 규정대로 공개매수가 강제되어야 한다.

---

254) 유영일, "의무공개매수에 관한 연구", 「사회과학논집」, 제8권 제1호, 울산대학교, 80면.
255) 송종준, "의무공개매수의 법정책적 함의와 그 도입 가능성",「BFL」, 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005,7. 61면 이하.
256) 송종준,"적대적 M&A방어를 위한 법적과제",「기업법연구」, 제18권 제2호. 2004.12. 33면.
257) 원용수, "유럽연합의 공개매수제도에 관한 연구",「상사법연구」, 제23권 제3호. 2004. 한국상사법학회, 516-519면 참조.
258) 양병찬, 앞의 논문(주 185). 129면.

4. 차입매수제도

가. LBO 발달과정

차입매수(Leveraged Buyout)란 매수자가 대상회사를 인수하기 위하여 대상회사 자산을 담보로 매수자금을 대출받아 대상회사를 매수하는 것을 의미한다.[259]

MBO는 LBO의 한 유형이며, 매수대상 회사의 경영진이 LBO를 행하는 투자가집단에 포함되어지는 경우이다. 잠재적 가치가 있는 회사재산을 고려해서 산정된 대상회사의 가치가 대상회사의 실제 주가를 상회하는 경우 매수자는 그 차액 부분의 이익을 기대할 수 있는데, 피켄스(Pickens) 등의 투자가가 LBO를 활용한 이후 LBO나 그 한 유형인 MBO가 번성하게 되었다고 한다.[260]

나. 기 능

차입매수는 모기업이 그룹소속의 부실한 계열기업인수가 전형적이며 매수 후 소유와 경영이 일체화되는 장점이 있다. 대상회사 이사회는 LBO를 사용하여 자사주를 매집 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 활용할 수 있다. MBO가 행하여질 경우 대상회사의 주식매수 또는 대상회사의 사업매수가 이루어지지만, 대상회사의 경영진이 매수에 참가하므로 매수가 계속기업(Going Concern)을 기초로 이루어지는 특성이 있다.

특히 차입매수의 경우 워런트가 잠재적인 주식이라는 점에서 주식취득에 의한 M&A와 마찬가지로 M&A를 위한 도구로써 이용할 수 있으며, 매수자 측에서 금융기관으로부터 금전을 차입하여 M&A를 종료한 후 금융기관에 대해 워런트를 부여하는 방법이 이용되고 있다.[261]

---

259) 유영일, “그린메일(Greenmail)의 규제에 관한 연구”,「상사법연구」, 제20권 제1호, 한국상사법학회, 2001, 591면.

260) Edward B. Rock, “Saints and Sinners : How Does Delaware Corporate Law Work”, 44 UCLA L. Rev.1009, 1021-22 (1997).

261) 양만식, “일본 회사법에 있어서의 주식제도와 코포레이트 거버넌스-신주예약권제도의 활용을 중심으로-”「경영법률」, 제19집 제2호, 한국경영법률학회, 2009, 324-25면.

다. 자산 담보제공의 업무상배임죄 구성 여부

한국에서는 LBO 방식으로 기업 인수하면서 대상회사 자산 담보제공의 업무상배임죄 구성 여부에 대하여 업무상배임죄 적용을 인정한다. 즉 배임죄에서 '재산상의 손해를 가한 때'의 의미와 재산상 손해 유무의 판단기준에 대하여 배임죄에서 '재산상의 손해를 가한 때'라 함은 현실적인 손해를 가한 경우뿐만 아니라 재산상 손해 발생의 위험을 초래한 경우도 포함되고, 법률적 판단에 의하여 당해 배임행위가 무효라 하더라도 경제적 관점에서 파악하여 본인에게 현실적인 손해를 가하였거나 재산상 손해 발생의 위험을 초래한 경우에는 재산상의 손해를 가한 때에 해당한다.[262]

또한 회사 임원의 임무 위배행위에 대하여 사실상 주주의 양해로 배임죄의 면책에 대하여 판례는 소극적 입장이다. 주식회사 상호간 및 주식회사와 주주는 별개의 법인격을 가진 존재로서 동일인이라 할 수 없으므로 1인 주주나 대주주라 하여도 그 본인인 주식회사에 손해를 주는 임무 위배행위가 있는 경우에는 배임죄가 성립하고, 회사의 임원이 그 임무에 위배되는 행위로 재산상 이익을 취득하거나 제3자로 하여금 이를 취득하게 하여 회사에 손해를 가한 때에는 이로써 배임죄가 성립하며, 위와 같은 임무 위배행위에 대하여 사실상 주주의 양해를 얻었다고 하여 본인인 회사에게 손해가 없었다거나 또는 배임의 범의가 없었다고 볼 수 없다.[263]

또한 업무상배임죄의 고의의 인정기준 및 그 증명방법에서 업무상배임죄의 고의가 인정되려면, 업무상 타인의 사무 처리자가 본인에게 재산상의 손해를 가한다는 의사가 있어야 하고, 자기 또는 제3자에게 재산상의 이득을 주려는 의사가 있어야 할 뿐만 아니라, 그의 행위가 임무에 위배된다는 인식이 있어야 할 것이다. 피고인이 본인의 이익을 위하여 문제가 된 행위를 하였다고 주장하면서 범의를 부인하고 있는 경우에 배임죄의 주관적 요소로 되는 사실(고의, 동기 등의 내심적 사실)은 사물의 성질상 고의와 상당한 관련성이 있는 간접사실을 증명하는 방법에 의하여 입증할 수밖에 없고, 무엇이 상당한 관련성이 있는 간접사실에 해당할 것인가는 정상적인 경험칙에

---

262) 대법원 2000. 11. 24. 선고 99도822 판결(공2001상, 202); 대법원 2004. 5. 14. 선고 2001도4857 판결.
263) 대법원 1983. 12. 13. 선고 83도2330 전원합의체 판결(공1984, 227); 대법원 1985. 10. 22. 선고 85도1503 판결(공1985, 1588); 대법원 2000. 11. 24. 선고 99도822 판결(공2001상, 202).

바탕을 두고 치밀한 관찰력이나 분석력에 의하여 사실의 연결 상태를 합리적으로 판단하는 방법에 의하여야 한다.[264]

회사의 이사 등이 타인에게 회사자금을 대여함에 있어 그 타인이 이미 채무변제능력을 상실하여 그에게 자금을 대여할 경우 회사에 손해가 발생하리라는 정을 충분히 알면서 이에 나아갔거나, 충분한 담보를 제공받는 등 상당하고도 합리적인 채권회수조치를 취하지 아니한 채 만연히 대여해 주었다면, 이러한 자금대여는 타인에게 이익을 얻게 하고 회사에 손해를 가하는 행위로서 회사에 대하여 배임행위가 된다.[265]

회사의 대표이사가 제3자를 위하여 회사의 재산을 담보로 제공한 후 이미 설정한 담보물을 교체하는 경우에 기존 담보물의 가치보다 새로 제공하는 담보물의 가치가 더 크다면, 특별한 사정이 없는 한 회사에게 위와 같은 방법으로 증가된 담보가치 중에서 피담보채무액에 상당하는 액수만큼 재산상 손해가 발생하였다고 할 것이나, 새로 제공하는 담보물의 가치가 더 작거나 동일하다면 회사에 재산상 손해가 발생하였다고 볼 수 없다.[266]

라. 개선방안

세계적인 저금리기조 속에 선진국에서는 LBO가 효율적인 M&A기법으로 널리 활용되고 있지만 우리의 경우 배임죄로 처벌되는 경우가 많아 제대로 이용되지 못하고 있으며, 부실기업 구조조정에 유용한 수단으로 활용될 수 있고, 전문경영인에 의한 M&A를 촉진하는 등의 긍정적 기능이 기대되는 만큼 활용방안을 마련할 필요가 있다.

또한 M&A시장 참여자들이 판단할 수 있도록 LBO 모범규준을 제정하여 위법성 판단기준을 명확하게 제시하는 것이 필요하다. 특히 LBO를 전적으로 허용하게 되면 기업가치를 훼손하는 약탈적 M&A 수단으로 변질될 소지가 있으며, LBO 모범규준에는 부당하게 주주이익을 해치거나 기업가치를 훼손하는 경우, 인수이후 대상회사와의 합병절

264) 대법원 2000. 11. 24. 선고 99도822 판결(공2001상, 202); 대법원 2004. 5. 14. 선고 2001도4857 판결 .
265) 대법원 2000. 3. 14. 선고 99도4923 판결(공2000상, 1011); 대법원 2003. 10. 10. 선고 2003도3516 판결.
266) 대법원 2004. 7. 22. 선고 2002도4229 판결(공2004하,1480); 대법원 2003. 2. 11. 선고 2002도5679 판결(공2003상, 851); 서울고등법원 2004.10.06 2003노3322.

차 등 과정이 불공정하게 진행되는 경우 등에 대한 사법통제장치가 포함되어야 한다. 다행히 선진국과 달리 적대적 M&A 방어장치가 취약한 상황에서 LBO만 활성화될 경우 기업경영에 불안감을 줄 수 있는 바, 포이즌필과 같은 적대적 M&A 방어장치가 상법개정을 통한 보완대책으로 필요하다.

반면에 LBO가 활성화되면 경영능력은 뛰어나지만 자금력이 부족한 중견 중소업체나 전문경영인이 부실기업을 인수하는 등 기업가 정신을 활발하게 발휘할 수 있을 것이라는 주장과 LBO는 긍정적 기능이 많은 M&A수단이므로 제도나 정책을 개선해 활성화할 필요가 있으며 LBO의 투기적 수단 남용에 대한 보완대책이 필요하다고 본다.

이미 하급심과 대법원 판례에서 인정하고 학계에서 도입주장이 제기된 배임죄 적용배제에 대하여 기업인이 최선을 다해 선의로 한 경영상의 판단에 대해서 배임죄를 적용하지 않는 내용으로 상법개정이 추진되고 있다. 즉 상법개정시안에 제282조제2항에 '기업인이 충분한 정보를 바탕으로 어떠한 이해관계를 갖지 않고 상당한 주의를 다해 회사에 최선의 이익이 된다고 선의로 믿고 경영상 결정을 내린 경우 회사에 손해를 끼쳤다고 하더라도 의무의 위반으로 보지 않는다.' 는 단서를 삽입하였다.[267]

LBO에 대한 배임죄 적용은 위법사실이 명백한 경우에 제한하여 엄격히 적용하고, LBO 모범규준제정이 제한적으로 적대적 M&A에 대한 방어수단의 기능도 고려해 볼 수 있다고 본다.

5. 공공적 법인 주식의 소유제한

가. 공공적 법인의 개념과 범위

공공적 법인이라 함은 국가기간산업 등 국민경제상 중요한 산업을 영위하는 법인으로서 대통령령이 정하는 상장법인을 말한다(자본시장법 152조제3항). 이는 법률적 개념이라기보다는 정치사회적 개념의 용어라 할 수 있다.[268] 공공적 법인은 (ⅰ) 경영

267) 동아일보, 2013.3.28, 제28507호 A2, 기사내용 참조.

기반이 정착되고 계속적인 발전가능성이 있는 법인, (ⅱ) 재무구조가 건실하고 높은 수익이 예상되는 법인,(ⅲ) 해당 법인의 주식을 국민이 광범위하게 분산 보유할 수 있을 정도로 자본금 규모가 큰 법인 요건을 모두 충족하는 법인 중에서 금융위원회가 관계 부처장관과의 협의와 국무회의에의 보고를 거쳐 지정하는 법인으로 한다(자본시장법 시행령 162조).

나. 주식의 초과소유 제한

1) 소유한도

누구든지 공공적 법인이 발행한 주식을 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 (ⅰ) 그 주식이 상장된 당시에 발행주식총수의 10% 이상을 소유한 주주는 그 소유비율 ,(ⅱ) 그 외의 자는 발행주식총수의 3% 이내에서 정관이 정하는 비율 기준을 초과하여 소유할 수 없다. 이 경우 의결권 없는 주식은 발행주식총수에 포함되지 아니하며, 그 특수관계인의 명의로 소유하는 때에는 자기의 계산으로 취득한 것으로 본다(자본시장법 제167조제1항). 이 경우에 의결권이 없는 주식은 총발행주식에 포함되지 아니하며, 그 특수관계인의 명의로 소유하는 때에는 자기의 계산으로 취득한 것으로 본다. 이는 특정집단이 공공적 법인의 주식을 매집하면 공공성이 침해될 것이기 때문에 이를 사전에 방지하기 위한 것이다.[269] 따라서 특수관계인이나 특수집단의 적대적 M&A의 시도가 있을 경우 사전 예방적 방어수단으로서 기능이 있다.

2) 승인에 의한 초과소유 허용

소유비율 한도에 관하여 금융위원회의 승인을 받은 경우에는 그 소유비율한도까지 공공적 법인이 발행한 주식을 소유할 수 있다(자본시장법 제167조제2항).

3) 초과소유분에 대한 제재

소유상한 기준을 초과하여 사실상 주식을 소유하는 자는 그 초과분에 대하여는 의결권을 행

268) 임재연, 앞의 책(주 215), 513면.
269) 임재연, 앞의 책(주 215), 514면.

사할 수 없으며, 금융위원회는 그 기준을 초과하여 사실상 주식을 소유하고 있는 자에 대하여 6개월 이내의 기간을 정하여 그 기준을 충족하도록 시정할 것을 명할 수 있다(자본시장법 제167조제3항).

다. 외국인의 증권 또는 장내파생상품 거래의 제한

1) 외국인의 취득한도 제한

외국인 또는 외국법인 등에 의한 증권 또는 장내파생상품의 매매, 그 밖의 거래에 관하여는 대통령령으로 정하는 기준 및 방법에 따라 그 취득한도 등을 제한할 수 있다(자본시장법 제168조제1항). 외국인이란 국내에 6개월 이상 주소 또는 거소를 두지 아니한 개인을 말한다.[270]

2) 공공적 법인의 지분증권에 대한 취득제한

외국인 또는 외국법인 등에 의한 공공적 법인의 주식 취득에 관하여는 위와 같은 제한에 추가하여 그 공공적 법인의 정관이 정하는 바에 따라 따로 이를 제한할 수 있다(자본시장법 제168조제2항). 외국인 또는 외국법인 등은 금융위원회가 정하여 고시하는 경우를 제외하고는 누구의 명의로든지 자기의 계산으로 (ⅰ) 종목별 외국인 또는 외국법인 등의 1인 취득한도: 해당 공공적 법인의 정관에서 정한 한도,(ⅱ) 종목별 외국인 및 외국법인 등의 전체 취득한도로 해당 종목의 지분증권 총수의 40% 취득한도를 초과하여 공공적 법인이 발행한 지분증권을 취득할 수 없다. 이 경우 한도초과분의 처분, 취득한도의 계산기준· 관리 등에 관하여 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다(자본시장법 시행령 제187조제1항). 금융위원회는 증권시장 및 파생상품시장의 안정과 투자자 보호를 위하여 필요하다고 인정하는 경우에는 위 취득한도 제한 외에 증권 또는 장내파생상품에 대하여 업종별, 종류별 또는 종목별·품목별 취

270) 종래에는 내외국인의 개념을 국적을 기준으로 분류하였으나 1997년 1월 개정시 외국국적보유자도 국내에 6월 이상 주소나 거소를 두면 내국인 대우를 받게 되었다. 한편 외국인투자 및 외자도입에 관한 법률 제2조는 외국인을 정의하면서 외국의 국적을 보유하고 있는 개인이라고 규정하여 국적에 의한 구분방식을 유지하고 있다. 반면 외국환관리법은 거주자와 비거주자로 분류하여 정의한다.:임재연, 앞의 책(주 214), 660면.

득한도를 정하여 고시할 수 있다(자본시장법 시행령 제187조제2항).

외국예탁결제기관은 해외에서 증권예탁증권을 발행할 목적으로 국내법인이 발행한 지분증권을 취득하려는 경우에는 그 지분증권을 발행한 국내법인으로부터 미리 동의를 받아야 한다. 다만, 그 지분증권을 새로 발행하는 경우, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 경우는 제외한다(자본시장법 시행령 제187조제3항).

3) 취득한도초과분에 대한 제재

외국인·외국법인이 주식취득제한을 위반한 경우 그 주식에 대한 의결권을 행사할 수 없으며, 금융위원회는 이에 위반하여 증권 또는 장내파생상품을 매매한 자에게 6개월 이내의 기간을 정하여 그 시정을 명할 수 있다(자본시장법 제168조제3항).

4) 투자 등록

외국인 또는 외국법인 등은 증권시장에 상장된 증권 또는 증권시장에 상장하기 위하여 모집·매출하는 증권 등 상장이 예정된 증권을 취득 또는 처분하려는 경우에는 미리 본인의 인적 사항 등을 금융위원회에 등록(투자 등록)하여야 한다. 이 경우 투자 등록의 요건·방법·절차 및 등록취소 등에 관하여 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다(자본시장법 시행령 제188조제1항).

5) 준수사항

외국인 또는 외국법인 등은 상장증권 또는 장내파생상품을 매매하려는 경우에는 다음과 같은 기준을 준수하여야 한다(자본시장법 시행령 제188조제2항).

상장증권을 매매하는 경우에는 (ⅰ) 금융위원회가 정하여 고시하는 경우를 제외하고는 증권시장을 통하여 매매, (ⅱ) 매매거래 계좌의 개설, 매수증권의 보관, 국내 대리인의 선임, 매매내역의 보고 등에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 충족하여야 한다.

또한 장내파생상품을 매매하는 경우에는 매매거래 계좌의 개설, 매매내역의 보고 등에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 충족하여야 하며, 상장증권을 매매 외의 방식으로 거래하는 경우에는 그 거래내역의 신고 등에 관하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준을 충족하여야 한다.

제 4 절 그 이외 규제내용

1. 출자총액제한제도

한국 헌법에서는 시장기능 남용 방지를 위해 시장에 대한 정부개입 인정하고 있다. 즉 국가는 균형있는 국민경제의 성장 및 안정과 적정한 소득의 분배를 유지하고, 시장의 지배와 경제력의 남용을 방지하며, 경제주체간의 조화를 통한 경제의 민주화를 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다(헌법 제119조제2항).

최근 정치권에서는 '경제민주화' 의 의미를 대기업집단에 대한 민주적통제의 의미로 해석하고 있는 바, 순환출자 규제, 출자총액제한 재도입, 지주회사 규제강화, 금산분리 강화 등의 정책들이 그러하다. 즉 대기업집단에 대한 민주적 통제란 외부의 수 많은 (소수)주주들이 자본시장에서 대기업집단 오너의 경영을 감시하며 경영을 잘못할 때는 언제든지 적대적 M&A에 들어갈 수 있다는 위협을 가하는 것을 의미한다.

그런데 한국 대기업집단은 계열사간 출자를 통해 얽혀 있고 이를 이용해 오너가 적은 지분으로 기업집단 전체를 지배하고 있어 외부에서의 적대적 M&A 위협을 무색케 하고 있다는 것이다. 따라서 기업집단에 대한 민주적 통제가 이루어지기 위해서는 소유·지배 괴리의 계열사간 출자구조 개선이 필요한 것이다.

가. 의의 및 연혁

1) 출자총액규제의 개념

출자총액제한제도(이하 "출총제" 라 함)는 출자총액제한 기업집단에 속한 계열회사가 순자산(자기자본)의 일정한 범위 이상으로는 다른 회사에 출자 할 수 없게 하는 제도를 말한다. 출총제의 기본목표는 출자규제를 통해 대규모 기업집단의 지배력 확장을 억제(경제력집중억제)하는 것이라 할 수 있다.[271]

271) 이동규, "대규모 기업집단정책의 평가와 향우 정책방향", 「공정거래법상 경제력집중 규제」, 한국법제연

즉, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 (이하 '공정거래법' 이라 한다)이 상호출자제한 기업집단에 속하는 회사에 대한 규제로서 상호출자를 원칙적으로 금지하고 있으나, 이는 직접적 상호출자만을 금지대상으로 삼고 있는 까닭에 간접적 상호출자는 공정거래법상의 상호출자제한규제의 대상에서 제외되고 있었다.[272]

따라서 법적 한계를 이용하여 자산총액이 대규모인 기업집단이 간접적 상호출자를 통해 다른 회사를 설립하거나 인수하여 기업확장을 하였으며, 그 결과 기업집단에 속한 회사의 재무구조가 악화되었다. 이처럼 간접적 상호출자가 자본을 공동화시켜 자본충실을 저해하고, 회사의 지배구조를 왜곡시켜 경제력집중의 수단으로 이용된다는 점에서 직접적 상호출자와 그 효과면에서 아무런 차이가 없다고 인식되었다.[273]

이러한 이유로 공정거래법에 출총제를 두어 자산총액의 합계액이 일정한 규모 이상인 기업집단에 속하는 회사가 다른 회사에 출자할 수 있는 총액의 한도를 마련하고 이를 준수하도록 함으로써 간접적 상호출자를 억제하였다.[274] 개별시장 중심의 경쟁제한 규제만으로는 이미 형성된 대규모 기업집단으로의 경제력 집중을 해결하는데 한계가 있으므로 공정거래법에 기업결합의 제한이나 시장 지배적 지위남용의 금지 등 규정을 두어 개별시장에서의 독과점을 방지하고 일반집중의 심화를 억제하기 위한 직접적인 방법으로 사전적·총량적 규제로서 출총제를 운영하였다.[275]

한국은 공정거래법을 통하여 대기업에 의한 경제력 집중을 억제하고자 1986년 지주회사 출자규제, 상호출자금지, 출자총액제한, 금융·보험회사 의결권 제한 등을 주요 내용으로 하는 출자규제제도를 도입하였다. 당시 경제력집중에 대한 비판은 특정개인을 중심으로 한 소유·지배의 집중, 대규모기업에 대한 독과점, 다각화 등의 문제가 독립기업에 비해 우월적인 시장지배력을 갖는 기업집단 집중에 있었다.[276]

소유 · 지배괴리 축소정책은 정치 민주주의에서 1인1투표가가 가장 이상적인 것처럼 회사에서도 소유 · 지배일치 또는 1주1의결권 원칙에 기초한 주주 민주주의 구현이 가

구원, 2006, 15면.

272) 김두진, "공정거래법상 상호출자금지제도 및 출총제에 관한 고찰", 「경쟁법연구」, 제14권, 한국경쟁법학회, 2006.129면.

273) 권재열, "출자총액제한제도 대한 검토", 「외법논집」, 제33권 제3호, 한국외국어대학교 법학연구소, 2009, 436면.

274) 김두진, 앞의 논문(주 272), 112면.

275) 권재열, 앞의 논문(주 273), 436면.

276) 함택동, "공정거래법상 출자규제에 관한 법적연구", 숭실대학교 박사학위논문, 2013, 2, 3면.

장 이상적이라는 인식이 깔려 있다. 모든 주주들을 대신한 경영진이 무능할 경우 신속하게 자리에서 축출하는 시장메커니즘(적대적 M&A 시장)이 제대로 작동하려면 1주1의결권과 소유·지배 일치에 기초한 주주민주주의가 구현되어야만 하는데 재벌 오너는 적은 지분만을 가지고 있으면서 순환출자 등으로 연결된 계열사 지분을 이용해 그것보다 훨씬 많은 의결권(지배권)을 행사하고 있어 외부 자본시장으로부터의 적대적 M&A위협이 별로 효과가 없다고 한다.[277]

소유·지배괴리 현상은 내부 지배주주와 외부 소수주주 모두에서 나타나는 것이므로 중립적 관점에서 볼 필요가 있다. 기업이 성장하기 위해서는 기업가 자신의 자금만으로는 안 되며 외부에서 자금을 조달해만 하는데 이 과정에서 필연적으로 경영에 참가하는 내부 지배주주와 그렇지 않은 외부 주주그룹이 발생하고 이들 사이의 갈등으로 내부 지배주주는 자신의 경영권을 지속적으로 유지하며 외부로부터 더 많은 자본을 끌어 모으려 하고, 외부 주주들은 이러한 내부자의 사적이익추구를 더욱 철저하게 감시하려고 한다.

2) 연 혁

출총제는 대규모 기업집단의 무분별한 확장을 제한하자는 취지에서 지난 1986년 공정거래법 제1차 개정에서 도입되어 5년간의 유예기간 후 1992년 4월부터 시행되었다. 이 제도에 따라 30대 대규모 기업집단에 속한 계열회사는 모두 자기자본의 40%이상을 다른 회사에 출자할 수 없었다. 1995년 4월 공정거래법 개정에서 출자총액의 한도가 순자의 25%로 인하됨에 따라 그 제한이 강화되었다.[278]

1997년 말 한국이 IMF 구제금융이 지원됨에 따라 정부는 국가적 경제위기를 타개하기 위해 적대적 M&A를 허용하는 등 적극적으로 외자유치정책을 시행하게 되었다. 그러나 외국인은 출자총액제한에서 제외되어 국내기업의 경영권방어가 어려워짐에 따라, 국내기업의 역차별 문제가 제기되었다. 또한 대규모 기업집단들 간에는 사업교환 촉진을 위해 계열사 출자의 허용 필요성도 제기되었다. 이에 따라 정부는 출총제를 폐지하였다.[279]

---

277) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 14면.

278) 박상인, “출자총액제한제도의 대안 연구- (환상형)순환출자금지를 중심으로”, 「경쟁법연구」, 제14권, 한국경쟁법학회, 2006, 17면.

출총제의 폐지로 대규모 기업집단들은 적은 지분으로 계열사 지배력을 강화하는 등 선단식 경영을 강화하였다. 우량한 계열회사가 부실 계열회사의 유상증가에 참여하는 방법으로 부실기업의 시장 퇴출이 저지되고, 자기자본 없이 가공자본에 의해 부채비율을 낮추어 기업집단의 재무구조를 악화시키는 등 원활한 기업구조조정을 어렵게 하였다. 정부는 이러한 폐해를 제거하기 위하여 1999년 출총제를 부활시켰다.[280]

2002년 공정거래법 개정에서는 경제여건의 변화에 따라 지정방식을 자산순위 30위까지 지정하던 것을 규모에 따라 출자총액 기업집단, 상호출자금지 기업집단으로 분류하였으며, 예외인정 확대 등 제도를 개편하였다.[281] 특히 개정법에서는 어느 기업집단이 출자총액기업집단 지정 후 1년이 경과한 후에도 한도 초과출자를 해소하지 못한 경우 공정거래위원회가 그 초과출자에 대하여 의결권행사의 금지를 명할 수 있다.

2004년 개정에서는 기업 및 기업집단의 소유지배구조 개선과 투명경영을 유도할 수 있도록 기업지배구조 모범기업, 지주회사에 소속된 회사, 출자구조가 단순하고 계열회사 수가 일정 수 이하인 기업집단, 지배주주의 소유와 지배 간 괴리가 작은 기업집단 등 4가지 졸업기준을 도입하고, 출총제의 예외인정제도를 합리적으로 보완하였다.

2007년 개정에서는 출자한도가 25%에서 40%로 상향조정되었고, 출총제 적용대상 기업집단을 6조원에서 10조원으로, 기업집단의 계열사는 자산총액이 2조원 이상인 기업으로 한정하여, 적용대상 기업을 당해 기업집단 소속 모든 회사에서 자산총액이 일정 규모 이상인 회사로 대폭 축소되었다.[282]

2009년 개정에서 공정거래위원회는 출총제를 폐지하고 대신 기업집단현황 공시제도를 도입하여 정보공개를 통한 시장의 자율적이고 간접적인 규율로 대체하여, 기업의 부담을 줄이고 경제 전반의 효율성 증대를 도모하였다.[283]

2012년 대통령 선거이후 우리사회에서 양극화의 근본적 원인으로 대·중소기업간 양극화가 지적되어 정치권에서는 다양한 기업정책들을 제시하고 있다. 이러한 기업정책들이 헌법 제119조제2항의 '경제민주화' 조항에 따라 정당성을 주장하고. 정치권에서

---

279) 이상봉, "출자총액제한제도의 변화요인연구 : 정책의 모호성과 성장전략을 중심으로", 「정부학연구」, 제13권 제4호, 고려대학교 정부학연구소, 2007, 147-148면.
280) 박상인, 앞의 논문(주 278), 17-18면.
281) 함택동, 앞의 논문(주 276), 24면.
282) 국회사무처, "재벌정책의 생성과 소멸에 대하여", 2010, 21-41면.
283) 공정거래위원회, 「2012년 공정거래백서」, 2012, 307-308면.

는 ‘경제민주화’ 조항이 시장에 대한 국가개입의 정당성을 당연히 보장해 주는 듯 해석되고 ‘경제민주화’ 조항을 단순히 경제정책 차원을 넘어 사회복지 차원에서의 사회정책적 국가개입의 근거조항으로 인식하고 있다.

3) 출자총액제한제도와 적대적 M&A

투자 확대방식으로 현재 영위 사업에 대한 시설투자, 운전자금 투자를 확대하거나 현재의 사업과 수직적 혹은 수평적 연관이 있는 다른 기업의 사업에 대한 M&A 및 연관이 없는 업종에 대한 다각화를 위한 M&A도 전통적 투자방식으로 활발히 활용한다. 투자부진에 대한 우려가 높은 반면 투자에 대한 직간접적 규제가 많은 편이다. 기업투자에 대한 규제중 하나가 출자총액제도이다.[284]

출총제 유지에 따른 규제비용을 능가할 기업지배구조의 개선효과에 대한 근본적인 재검토의 필요성이 제기되었다. 즉 상호출자 등으로 인한 부채비율의 인위적 축소방지와 계열사의 동반 부실예방은 1998년에 도입된 계열사 간 채무지급보증해소 의무화와 신규보증 금지조항으로 완전히 해소되었으며, 비관련 다각화 방지도 기업 또는 시장이 자율적으로 결정할 전략적 상황이다.

또한 출총제는 외국자본의 적대적 M&A에 대한 국내기업의 경영권 방어에 장애요인이 되고 있다. 소버린과 SK그룹의 경영권 분쟁사례에서 당시 SK(주)는 출자총액제한 규정이 적용되어 SK C&C 보유지분 2%를 제외한 잔여지분의 매각 등 조치가 필요한데, 소버린의 SK(주) 지분 10%이상 취득으로 SK(주)가 외국인 투자기업(공정거래법 제10조제1항제3호: 2009.3.25.삭제)이 되었다. 따라서 출총제에서 벗어나게 된 SK그룹은 SK C&C가 처분할 약 6% 지분처분 없이 경영권을 행사할 수 있게 되었다. 만일 소버린의 공격이 있었다면 SK C&C는 6%지분의 의결권행사 불가로 경영권 방어가 어려웠을 것이다. 특히 2009년 이전에는 공정거래법이 출총제를 통해 특정한 유형의 지배구조 내지 기업조직을 기업에게 요구하는 결과가 되어 경쟁법으로서 공정거래법의 성격과는 모순되었다.[285]

---

284) 이원흠, "출자총액 제한제도와 타법인출자의 장기효과에 관한 실증연구",「규제연구」, 제16권 제2호, 2007. 12. 38면.

285) 김선구·류근관·빈기범·이상승, “출총제의 바람직한 개선방향”,「산업구조연구」, 제12집 제1호, 한국산업조직학회, 2004. 95-96면.

나. 규제내용

1) 부당한 공동행위규제 강화

공정거래위원회는 공정거래법 제19조(부당한 공동행위의 금지) 제1항의 규정을 위반하는 행위가 있을 때에는 당해 사업자에 대하여 대통령령이 정하는 매출액에 100분의 10을 곱한 금액을 초과하지 아니하는 범위안에서 과징금을 부과할 수 있다. 다만, 매출액이 없는 경우등에는 20억원을 초과하지 아니하는 범위안에서 과징금을 부과할 수 있다(제22조).

2007년도에는 지주회사의 자회사 및 자회사의 손자회사 주식보유기준 등이 완화되어 기준대차대조표상 자본총액의 2배까지 부채를 보유할 수 있도록 하고, 지주회사의 자회사 주식보유기준 및 자회사의 손자회사 주식보유기준을 각각 100분의 50(상장회사는 100분의 30) 이상에서 100분의 40(상장회사는 100분의 20) 이상으로 완화하였다(공정거래법 제17조제4항). 지주회사로 전환 후 주식가격의 급등락 변동 등으로 행위제한 의무이행이 곤란한 경우에는 유예기간을 종전 2년에서 공정거래위원회 승인을 얻어 2년을 연장할 수 있다.

2) 의결권 제한

금융회사 및 보험사의 의결권 제한의 구체적 내용은 적대적 M&A시도에 대한 방어수단으로 사용하는 경우에 한해 허용하는 계열금융사의 계열비금융사 보유지분의 의결권을 15%로 제한하였다. 2004년 12월 개정 당시의 30%에서 2006년 4월 1일부터 매년 5%포인트씩 하향 조정하여 2008년 4월 1일부터 15%로 축소하는 내용으로, 의결권 제한은 이른바 고객의 돈으로 계열사를 지배하는 것을 막고, 산업자본과 금융자본을 분리하여 경제력집중을 억제한다는 취지이다.

3) 지적재산권의 남용행위 규제

특허권, 저작권, 실용신안권, 상표권, 디자인권 등 지적재산권은 시장 독점화의 부정적인 효과를 수반할 수 있다. 지적재산권의 남용행위를 규제하기 위해서는 공정거래법에 명확한 근거조항을 신설하는 것이 필요하다. 공정거래법 제59조에서는 지적재

산권의 행사에 대하여 적용제외를 규정하고 있는데 동 조항은 공정거래제도의 취지에 어긋나는 조항이다. 동법 59조는 적용제외를 폐지하고 남용행위를 규제하는 방향으로 개정되는 것이 바람직하다. 지적재산권의 남용행위 규제는 특허법, 저작권법, 실용신안법, 상표법, 디자인보호법 등 각 지적재산권법 보다 공정거래법에서 규제하는 것이 보다 효과적이다.[286]

4) 경제민주화에 따른 규제방법 전환

지금까지 경영에 참여하는 내부 지배주주와 외부 소수주주간의 대리인 문제에 주목하며 외부 소수주주들에 의한 적대적 M&A의 위협, 즉 자본시장 메커니즘을 통한 내부 지배주주 통제라는 긍정적 측면에만 주목해 왔다. 소유·지배 괴리를 초래하는 재벌구조는 이러한 긍정적 시장기능을 억제하고 있다. 그러나 외부 소수주주들도 다양한 금융기법을 통해 소유·지배 괴리를 초래하고 있다. 회사의 성과에 대한 경제적 이익, 이익실현의 위험, 회사 의사결정에 대한 지배권 등이 상호 비례적으로 엮여있던 주식의 권리 묶음(bundle of right)이 옵션, 선물, 스왑 등의 다양한 금융계약과 금융기법 등을 통해 분리되기 시작하며 소유·지배가 괴리되고 있다.

회사에 대해 동일한 이해관계를 가졌던 외부 주주들이 이질적인 이해관계를 가지기 시작하였다. 예를 들어 외부 주주들은 주가의 등락으로 인한 위험을 회피할 목적으로 다양한 금융기법을 활용해 손해를 한정시켜 좋거나 아예 제로(0)로 만들 수 있고 경우에 따라서는 의결권이 회사의 경제적 이익과 음(-)의 관계가 되도록 설정할 수도 있다. 이 경우 주식의 소유자는 회사의 주가가 떨어져야 경제적 이득을 얻을 수 있으므로 의결권은 회사의 이익이 줄어드는 방향으로 행사되고 이러한 의결권을 공투표(empty voting)라고 한다.[287] 주주 민주주의에 기초하며 외부 소수주주들이 적대적 M&A 위협을 통해 회사 소유구조와 경영사안에 개입하도록 하는 것이 내부 지배주주를 견제하고 회사의 이익에 당연히 기여할 것이라고 기대할 수만은 없게 되었다.

소유·지배괴리는 한국뿐만 아니라 다른 나라들에서도 다양한 방법으로 이루어지고 있다. 소유·지배괴리를 만들어 내는 다양한 방법이 존재하고 이들 방법은 상호 보완

286) 서옥석, “출자총액총제한제도 폐지 이후의 공정거래정책의 방향”,「산업과 경영」, 제24권 제2호, 충북대학교, 2011.12, 41면.
287) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 15-16면.

적 또는 상호 대체적인 성질을 가진다.[288] 각국의 기업들은 자신들이 처한 상황에 따라 이러한 다양한 소유·지배 괴리 수단들을 선택하고 있다.

기업집단을 활용하는 방법이 피라미드(Pyramids)와 순환출자(Circular Control) 금융계약 등 다양한 파생금융기법 중 차등의결권 주식, 피라미드구조, 순환출자 등은 외부에서 소유·지배괴리 현상을 파악할 수 있어 시장의 평가를 받는 반면, 다양한 금융기법을 활용한 수단들은 외부의 제3자가 알기 쉽지 않으므로 상대적으로 더욱 위험한 것으로 평가된다. 따라서 회사 경영에 참여하는 내부주주들이 주로 사용하는 차등의결권 주식, 피라미드구조, 순환출자 등에 대해서만 남용의 위험성을 강조하며 제한할 경우 다양한 금융기법을 활용하며 단기 이익을 추구하는 외부 헤지펀드 등의 적대적 M&A 위협으로 회사가치가 감소할 수 있다.[289]

유럽연합(EU)과 경제협력개발기구(OECD)는 소유·지배괴리 자체를 부정적으로 보며, 사전적으로 직접 규제하려는 것은 득보다 실이 더 많으므로 사후적으로 남용된 행위를 규제하는 것이 바람직하다는 취지의 보고서를 2007년에 발표하였다.[290] 유럽의 기업들은 주주가 실질적으로 가지고 있는 현금흐름권을 초과하여 의결권을 행사할 수 있는 차등의결권 주식, 피라미드 소유구조, 황금주, 의결권 제한, 상호출자, 순환출자 등의 메커니즘(Control Enhancing Mechanisms ; CEM)을 활용하고 있다.

최근 소유·지배의 괴리 초래를 이유로 재벌개혁 논의에서 가장 문제가 되고 있는 순환출자 규제가 한국만의 특이한 비정상적 소유구조라고 보는 것은 문제이다. 차등의결권 주식, 피라미드 구조, 상호출자, 순환출자 등 다양한 형태의 CEM 을 활용할 수 있는 외국과 달리 한국은 차등의결권주식이 인정되지 않고, 지주회사형태를 엄격히 규제하고 있으며, 대규모 기업집단에서 계열사간 상호출자를 금지하고 있어 재벌들은 자의적이건 타의적이건 순환출자 구조를 형성할 수밖에 없다는 견해도 있다.[291]

---

288) Henry T.C.Hu, Bernard Black, “The New Vote Buying: Empty Voting And Hidden (Morphable) Ownership”, 79 Southern California Law Review 811, May, 2006 참조.

289) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 17면.

290) “Report on the Proportionality Principle in the European Union,” Sherman & Sterling LLP,ISS, ecgi, 2007. “Lack of Proportionality Between Ownership and Control; Overview and Issues for Discussion,” Issued by the OECD Steering Group on Corporate Governance, December 2007.

291) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 17-18면.

다. 출자총액제한제도 재도입 문제

1) 공정거래법의 입법체계 전환

공정거래법은 시장의 경쟁유지 및 경쟁촉진이라는 본연의 기능보다는 경제력집중 해소라는 정책규제로서 변질되어 왔으며, 결과적으로 기형적인 입법체계를 가지고 있다. 경제력집중 억제논리에 기초한 공정거래정책은 전체적으로 자원배분 효율성에 기초한 경제논리와 부합되지 않을 뿐 아니라 열린 경쟁의 시대적 환경, 기업 규제완화 추세와도 배치된다. 독과점시장구조를 꾸준히 개선시키고 독과점 기업들의 남용행위를 적극적으로 규제하면 대기업집단에 따른 경제적 폐해는 자연스럽게 줄어들게 마련이므로 핵심적 규제 위주로 공정거래정책의 대전환이 바람직하다.[292]

대부분 국가에서 공정거래법은 시장에서의 경쟁유지 및 경쟁촉진이라는 보편적 입법목적을 가지나 한국에서는 대기업의 규모와 투자팽창 억제에 그 목적이 있다.

2) 일반 경쟁정책 내용 및 운영의 한계

독과점 기업의 남용행위 규제는 2008년부터 집중 전환되었으나, 그 운용성과는 지극히 부진하고 독과점 기업들의 일부 행위마저도 남용행위와 불공정거래행위로 구분하여 대부분 불공정거래행위로 경미하게 처벌하였다. 이는 현행 공정거래법에서 행위주체별 위법행위를 구분하기 보다는 행위 유형별 위법행위를 주로 구분하고 있기 때문이기도 하다.[293]

공정거래위원회 “기업결합심사기준”은 경쟁제한성 판단에 필요한 심사지침으로서 유용하다. 그러나 기업결합의 경쟁제한성에 대하여 미국의 수평기업결합 가이드라인은 ‘기업결합규제의 분석적 기반을 설명하여 기업결합규제와 관련된 불확실성을 감소시키고 사업자 자신의 반경쟁적 합병자제에 기여’에 제정목적이 있다. 미국의 검토기준은 적시성(timeliness; 진입 계획부터 현저한 시장효과 실현이 2년 내에 달성 가능한가), 가능성(likelihood; 기업결합 이전의 가격 하에서 진입비용을 고려하더라도 진입자가 수익을 낼 수 있는가), 충분성(sufficiency; 진입을 통해 시장가격을 기업

292) 서옥석, 앞의 논문(주 286), 28면.
293) 서옥석, 앞의 논문(주 286), 33면.

결합 이전의 수준으로 회복할 만큼 진입이 충분한가)이다.

중소기업의 보호를 목적으로 대규모 회사의 기업결합 또는 신규창설 기업이 일정 요건에 해당되면 경쟁제한적인 기업결합으로 추정하고, 이러한 추정요건의 법률적 규정(공정거래법 제7조제4항제2호)[294]은 바람직하지 못하다. 또한 임원 또는 종업원에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임을 기업결합의 한 유형으로서 규정하여 금지(공정거래법 제7조제1항제2호)[295]하고 있으나, 임원겸임은 기술지도, 제휴, 장기적 거래관계 등에서도 필요함을 간과하고 있다.

2007년 8월 개정된 공정거래법에서는 제19조제5항[296]의 존치에 대한 논란이 있다. 즉 합의에 관한 명백한 증거가 없더라도 정황증거가 충분한 경우에는 합의가 '사실상' 입증된 것으로 볼 수 있으며, 굳이 현행법 제19조제5항의 사실상 추정규정보다는 제1항의 합의의 규정을 적용하여 위법성을 인정할 수 있다.

2007년 6월 28일, 미연방대법원은 Leegin 사건[297]에서 제조업자가 유통업자에게 일정한 가격을 설정하여 그 이하의 가격으로 상품을 판매하지 못하도록 하는 최저재판매가격 유지행위를 100년 가까이 당연히 반경쟁적 행위로 판단해오던 종전 평가기준을 바꾸는 역사적인 판결을 하였다. 새로운 판례는 최저 재판매가격 유지행위는 경쟁촉진적인 효과와 경쟁제한적인 효과를 동시에 가질 수 있으므로 경제 분석을 전제로

---

294) 제7조(기업결합의 제한) ④ 기업결합이 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한하는 것으로 추정한다.
2. 대규모회사가 직접 또는 특수 관계인을 통하여 행한 기업결합이 다음 각목의 요건을 갖춘 경우
가.「중소기업기본법」에 의한 중소기업의 시장점유율이 3분의 2이상인 거래분야에서기업결합일 것
나. 당해기업결합으로 100분의 5이상의 시장점유율을 가지게 될 것.

295) 임원 또는 종업원(계속하여 회사의 업무에 종사하는 자로서 임원외의 자를 말한다. 이하 같다)에 의한 다른 회사의 임원지위의 겸임(이하 "임원겸임"이라 한다).

296) 제19조(부당한 공동행위의 금지) ⑤ 2 이상의 사업자가 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하는 경우로서 해당 거래분야 또는 상품·용역의 특성, 해당 행위의 경제적 이유 및 파급효과, 사업자 간 접촉의 횟수·양태 등 제반사정에 비추어 그 행위를 그 사업자들이 공동으로 한 것으로 볼 수 있는 상당한 개연성이 있는 때에는 그 사업자들 사이에 공동으로 제1항 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 할 것을 합의한 것으로 추정한다. <개정 2007.8.3>.

297) 최저 재판매가격유지행위에 대해 합리원칙을 적용한 美 연방대법원의 '07년 6월 Leegin 판결로 이 사건은 의류소매업자인 PSKS가 여성악세서리 제조업자인 Leegin의 상품을 지정된 소매가격보다 낮은 가격에 판매하자 Leegin이 자신의 제품공급을 중단한 사건이다. 판결 내용에 따르면, '07년 6월 연방대법원은 최저재판매가격유지행위(RPM)에 대해 당연위법으로 보던 종래의 Dr. Miles Rule을 폐기하며, 개별사안을 구체적으로 살펴 위법여부를 판단해야 한다는 합리의 원칙을 채택했다: 장주연," Leegin 판결이후 주요입법 및 주별 법집행 동향 ", 「해외경쟁정책동향」, 37호, 공정거래위원회 블러그. 2013.2.12.11:00.

한 합리의 원칙을 적용하여 구체적으로 행위의 위법성을 판단하라는 취지의 판결 선고로 한국의 재판매가격 유지행위에 대한 규제에 시사하는 바가 적지 않다.

3) 출자총액규제 재도입 대두

출총제가 대폭 완화된 2007년 및 폐지된 2009년을 기점으로 대규모 기업집단의 평균 계열사가 급격히 증대하였고, 중소기업 사업영역침투 등 문어발식 사업확장에 따른 경제력집중 비판이 꾸준히 제기되고 있다. 이에 따라 출총제의 재도입을 위해 공정거래법 개정안이 제출되기도 하였다.[298]

상호출자제한 기업집단이 경영권보호를 위하여 계열기업 상호간 주식을 보유하게 되는 경우 공정거래법 제18조에 의하여 당해 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없다. 반면에 상호출자제한 기업집단 비지정 기업집단은 상법 제369조제3항에 따라 10% 이내 해당하는 상호출자에 대해서는 의결권을 가질 수 있다. 따라서 상호출자제한 기업집단은 경영권보호를 위해 계열기업 상호간 주식을 보유하게 되는 경우 비지정 기업집단보다 불안한 경영환경에 노출된다. 특히 10% 범위 내에서 주식을 교차 보유한 타 기업들과 외국기업은 상법에 따른 의결권제한을 받지 않으므로 대기업에만 불리하다고 할 수 있다.[299]

외환위기 이후 국내시장이 완전 개방되어 외국의 다국적기업이 진출하였고, 자본시장의 경우에도 외국자본이 자유롭게 유입되어 외국기업의 국내기업에 대한 지분율이 크게 높아졌다. 현재 주요 기업집단의 계열사에 대한 외국인 투자 비중이 50%를 넘어서는 경우가 비일비재하다.[300]

그러나 1998년 외환위기 이후 외국인 등 기업 외국자본에 의한 적대적 M&A는 사실상 자유로워진 상황에서 출총제가 재도입되면 다른 국내회사에 대한 출자한도가 없는 외국기업이 우리 국내기업에 대하여 적대적 M&A를 시도하는 경우에 당해 기업집단의 계열사회사들은 경영권 방어에 어려움을 겪을 수 있다.[301]

---

298) 함택동, 앞의 논문(주 276),103면.
299) 조성봉, “경제력집중 억제정책의 현황과 문제점-출자규제 및 채무보증제한을 중심으로”, 「공정거래법 전면 개편방안(상)」, 한국경제연구원, 2004, 241면.
300) 함택동, 앞의 논문(주 276), 148면.
301) 김두진, 앞의 논문(주 272), 140면.

기업의 출자총액을 규제하는 입법례는 세계적으로 한국에만 존재한다. 일본에서도 한국과 비슷한 '대규모회사의 주식보유 총액제한제'를 1977년부터 2002년까지 도입하여 시행하였다. 일본의 제도는 일정한 규모 이상의 개별회사를 대상으로 하였으며, 출자한도액을 자기자본과 순자산액 중 큰 금액의 100%로 하였다.[302] 그러나 이 제도는 일본의 국내시장만을 감안한 역차별적 대기업규제로서 기업의 경쟁력을 약화시키는 부작용을 초래하고 있다는 이유로 폐지하였다.[303]

이에 대하여 과거 공정거래위원회는 외국인이 국내 회사를 인수하여 출자총액 규제 규모 이상인 기업집단을 형성하게 되면 국내기업과 동일하게 출총제의 적용을 받게 되므로 동 제도가 국내기업을 차별하는 제도가 아니라고 하였다.[304] 그러나 외국의 기업집단이 한국의 기업에만 출자할 가능성은 거의 없기 때문에 그 기업집단에 속한 국내회사는 출자총액제한을 받지 않게 된다.[305]

또한 공정거래위원회는 출총제의 재도입과 관련하여 출총제는 세계적으로 유례없는 낡고 오래된 규제 장치로, 계열사출자를 통한 지배력 확장에 대한 억제효과가 미미하고 개별기업의 특성을 고려하지 않는 획일적 규제로 인해 신규 성장동력 확충 등 기업의 건전한 투자를 저해함으로써 국민경제의 경쟁력을 약화시킬 우려가 있다는 점을 들어 재도입을 반대하는 입장이다.[306]

이와 같이 외국 자본에 의한 적대적 M&A, 경영간섭 위협의 증대는 진취적 투자활동에 사용되어야할 경영자원·자금을 보수·안정 위주의 경영전략 하에 경영권 안정화와 단기 수익개선에 집중시켜 기업의 투자위축과 성장기반 약화를 초래하게 된다.

라. 정책목표 실효성

302) 浜田道代, "持株會社規制, 大規模會社株式保有總額規制の廢止",「ジュリスト」, No.1082, 有斐閣, 1998, 121-128面.

303) 이형규, "공정거래법상 출자총액제한제도와 그 문제점",「비교사법」, 제12권 제2호, 한국비교사법학회, 2005. 637면.

304) 공정거래위원회,「 2003년 공정거래백서」, 2003, 229면.

305) 전국경제인연합회, "출자총액규제 왜 폐지되어야 하나",「정책이슈시리즈」, 2004, 23면.

306) 임익상, "독점규제 및 공정거래에 관한 법률 일부개정 법률안 검토 보고서", 국회정무위원회, 2012, 23면.

과거 공정거래위원회는 출총제의 입법목적으로 무분별한 계열확장 억제를 통한 기업의 전문화와 핵심역량 강화, 계열회사들의 출자를 이용한 가공자본 형성을 통한 부채비율의 인위적 감축 방지, 계열회사간의 출자로 연결고리가 형성되어 동반부실화 초래예방, 지배주주가 자신의 실질 소유권을 과도하게 상회하는 의결권을 행사함으로써 소수주주권을 침해하고 부당한 사익추구행위 억제를 들고 있었다.[307]

그러나 이상의 정책목표는 구체적인 목표의 타당성과 실효성에 의문이 제기된다. 우선 전문화 및 핵심역량 강화는 비관련 다각화의 억제로 구체화되는 데, 기업운영을 전문화할 것인지 다각화할 것인지는 기업이 시장원리에 따라서 자율적으로 선택할 사항이지 정부가 제도를 통해 인위적으로 유도할 사항이 아니라는 것이다.[308] 기업투자의 효율성은 기업 자신이 부담할 위험이고, 업종 다각화로 인하여 초래될 수 있는 사회전체의 비효율도 기업 간 경쟁논리에 의하여 해결되어야 할 사안이다.[309] 또한 실증적 분석에 비추어 우리 재벌의 기본적 특징의 하나로 이해되고 있는 비관련 다각화와 관련 다각화 사이에 특히 수익률 측면에서 차이가 분명하게 드러나지 않는다는 점도 비판의 근거 중 하나이다.[310]

출자총액 규제 목표 중의 하나는 대규모 기업집단의 과도한 계열사 간 출자에 의한 가공자본의 형성을 방지하는 것이다. 외환위기 이후 도입된 결합재무제표와 연결재무재표 작성의 의무화로 가공자본의 형성을 통한 부채 비율의 인위적 축소는 불가능하게 되었고, 금융기관의 대출심사 강화로 가공자본 형성을 통해 인위적으로 축소된 부채비율이 더 이상 유용한 지표로 기능할 수 없게 되었다.[311]

계열사간 출자규제 이유 중 특히 기업집단 내 부실기업을 계열사 간 출자를 이용해 지원하려 할 때 연결고리를 차단하는 유용한 수단이 될 수 있다. 그러나 계열사 간 동반부실화를 방지하는 데는 출총제보다 계열회사간의 채무지급보증해소와 신규지급보증금지가 더 유효한 수단이 될 수 있다.[312]

공정거래법은 1998년 2월 계열사 간의 채무보증금지 규정을 신설하여 계열사 간 신

---

307) 공정거래위원회,,「 2004년 공정거래백서」 2004, 225면.
308) 김선구·류근관·빈기범·이상승, 앞의 논문(주 285), 85면.
309) 이형규, 앞의 논문(주 303), 627면.
310) 홍명수, “출자총액제한제도의 정당성 검토” ,「법과 사회」, 제27호, 법과사회이론학회, 2004, 382면.
311) 이형규, 앞의 논문(주 303), 628면.
312) 김선구·류근관·빈기범·이상승, 앞의 논문(주 285), 86면.

규채무보증을 금지하고 기존 채무보증을 2000년 3월까지 모두 해소하도록 하여 계열사의 동반부실화를 방지하기 위한 출총제의 필요성도 현저히 낮아졌다.[313]

계열사 간 출자는 지배주주가 자신의 실질소유권(real ownership right)을 초과하는 의결권(voting right) 행사로 소수주주의 이익에 반하여 자신의 사익을 추구하는 도덕적 해이(moral hazard) 현상을 심화시킬 수 있다.[314] 그러므로 출총제는 계열사 간 출자제한으로 지배주주에 의한 실질 소유권을 초과하는 의결권행사를 간접 규제하고 다시 이를 통하여 지배주주의 부당한 사익추구를 억제하는 우회적 수단에 불과하다고 볼 수 있다.[315]

한편 시장의 감시기능이 충분하지 않을 때는 사회적으로 부적절한 계열사간 출자를 규제하는 데 출총제가 경제적 효율성 기능이 가능하다. 그러나 특정 회사의 출자수준이 사회적으로 적정 수준인지의 여부는 그 회사가 처한 대내외 상황, 예컨대 지배주주의 사익 추구를 감시할 수 있는 외부 대주주의 존재 여부 및 이사회와 감사위원회 등 기업 내부 지배구조의 작동 정도, 신 성장 사업기회의 존재 여부 및 개발가능성, 회사의 규모, 조직문화, 노사문화, 사업철수의 용이성, 수직합병의 정도 등 무수히 많은 변수에 따라 달라질 수밖에 없다.[316]

공정거래위원회도 지배력의 확장과 무관하거나 사회적으로 바람직한 출자에 대해서는 다양한 적용제외와 예외조항으로써 이를 허용하였다. 그러나 적용제외 및 예외조항만으로써는 사회적으로 바람직한 모든 출자를 망라할 수 없기 때문에 혜택을 보는 기업과 혜택을 보지 못하는 기업이 출현하여 기업 간 불균형이 속출하게 되고, 기업은 혜택을 볼 수 있을지 없을지 모르게 되어 예측이 불가능하다.[317]

---

313) 함택동, 앞의 논문(주 276), 129면.
314) 최충규, “출자총액규제의 근거와 소유지배괴리지표에 대한 비판적 고찰”, 「규제연구」, 제14권 제1호, 한국경제연구원, 2005, 37면.
315) 이형규, 앞의 논문(주 303), 630면.
316) 함택동, 앞의 논문(주 276), 130면.
317) 양동석, “출총제의 문제점과 대처방안”, 「기업법연구」, 제20권 제3호, 한국기업법학회, 2006, 271면.

2. 안보이익과 외국인투자제한

가. 의 의

KT&G에 대한 칼아이칸의 적대적 M&A 시도와 론스타 사태 등을 계기로 외국 자본의 국내 M&A에 대한 논의가 다방면에서 이루어지고 있다. 2006년 말부터 본격 대두된 프랑스 국영기업에 의한 포스코의 적대적 M&A의 가능성 문제는 국가 기간산업에 속하는 국내기업에 대한 외국자본의 경영권도전을 국가안보차원에서 규제해야 한다는 주장을 한층 강화하는 계기가 되었다.[318]

또한 중국의 개별기술 이전전략을 위한 기업별 인수를 통한 경쟁력 제고 전략도 한국 기업들의 경쟁여건을 악화시키고 있다. 이러한 상황에서 외국자본에 의하여 국가의 기간산업이 인수되더라도 아무런 방어수단이 없게 된다면, 왜 한국기업들이 본사를 한국에 두어야 하느냐는 극단적인 주장까지 제기된다.[319]

외국자본에 대한 산업정책적인 관점에서의 통제 내지 국가안보를 위한 합리적인 통제는 우리 경제 전체의 관점에서 매우 중요한 사안 중의 하나라고 판단된다. 이러한 절충안 중의 하나가 미국의 엑슨 플로리오 조항(Exon-Florio Provision)과 같은 국가기간산업에 대한 외국자본의 M&A 때 이를 심사할 수 있는 근거법령 제정과 기관 통합적 기구인 미국 연방해외투자위원회(Committee on Foreign Investment in the United States)와 같은 정부기구 간 조율기구의 설치가 요구된다고 할 것이다.[320]

또한 외국인투자촉진법(이하 “외촉법”이라 함)에 규정된 제한 근거들의 경우에는 상장회사와 비상장회사의 구별 없이 규율할 수 있는 반면, 자본시장법 규율 경우에는 상장회사만 대상이어서 오히려 대다수의 외국인투자회사에 대한 규율을 할 수 없게 된다. 그러나 궁극적으로 별도 법령의 신설을 통하여 심사의 대상과 해외투자심사위원회의 설치 및 절차 법규 등 관련된 실질적 및 기술적인 사항에 대한 규정을 하는

318) 김관호, “국가안보 차원의 외국인의 직접투자 규제-한국과 미국의 관련 규제의 비교 고찰-”,「규제연구」, 제18권 제1호, 한국경제연구원, 2009, 77면.
319) 최승재, “한국판 ‘엑슨-플로리오법’ 제정에 대한 연구-입법론을 중심으로-”,「증권법연구」, 제7권 제2호, 2006, 313면.
320) 최승재, 위의 논문(주 319), 314면.

것이 타당하다는 견해[321]도 있다.

나. 국가안보

1) 한국과 미국의 규제 차이

현행법은 별도의 규정을 두고 있지 않으나 개념적으로 국가안보란 개념은 개방적 구성요건으로 획정하지 않는 것이 타당하다고 보이고, 이러한 점에 대하여는 OECD규약에서도 이를 별도로 규정하고 있지 않는 것은 개별 회원국이 처한 사정을 고려한 것이 아닌가 한다. 바로 이러한 점에서 OECD는 필수적인 안보이익의 보호(the protection of its essential security interests)라는 다소 개념중립적인 용어선택으로 추정된다.[322]

국가안보에 대해 아무런 개념적 정의가 없는 점에서 양국이 동일하나 한국과 미국의 대표적인 규제차이는 외국인 투자의 국가안보 위해성의 평가 적용기준이다. 한국이 국가안보의 위해성 판단기준이 국방과 연관된 협의의 4대 기준(외촉법 제5조제1항 제1호나목)으로 (ⅰ) 방위사업법 제3조제7호에 따른 방위산업물자의 생산에 지장을 초래할 우려가 있는 경우, (ⅱ) 대외무역법 제19조 및 기술개발촉진법 제13조에 따른 수출 허가 또는 승인 대상 물품 등이나 기술로서 군사목적으로 전용(轉用)될 가능성이 높은 경우, (ⅲ) 국가정보원법 제13조제4항에 따라 국가기밀(이하 "국가기밀"이라 한다)로 취급되는 계약 등의 내용이 공개될 우려가 있는 경우, (ⅳ) 국제평화 및 안전유지를 위한 국제연합 등의 국제적 노력에 심각하고 중대한 지장을 초래할 우려가 있는 경우로 제한된 반면, 미국의 경우 광의의 11대 포괄적 기준으로 제시되어 있다.

국가 기간시설의 보호를 미국은 국내방위의 핵심적 요소로 간주하여 심각한 영향을 미칠 수 있는 모든 외국인투자에 대해 조사를 의무화하고 있지만, 한국의 경우는 이러한 요소가 평가기준에 포함되지 않는다. 또한 미국의 경우는 외국 정부에 의해 통제되는 외국인투자에 대해 조사를 의무화함으로써 미국의 포괄적인 국가안보에 위협이 될 수 있는 외국의 국부펀드 유입을 규제할 근거가 있는 반면, 한국의 경우 외국

321) 최승재, 앞의 논문(주 319), 343면.
322) 최승재, 앞의 논문(주 319), 344면.

의 국부펀드 자체를 겨냥한 규제는 두지 않고 있다.[323]

심사의 발동기한의 경우 한국은 투자신고일로부터 30일이 경과되지 않는 투자에 한해 심사대상으로 한정하고 있다. 외국인투자자는 투자신고 후 30일 이내에 검토대상이 되지 않으면 이후 국가안보 차원의 규제제외의 안정성을 확보할 수 있지만, 심사기한 이후 국가안보의 위해 상황이 발생해도 규제가 불가하다. 반면에 미국은 심사를 거치지 않은 투자는 사후에 심사의 발동을 통해 규제할 수 있으며, 판단기준을 준수하지 않는 경우 재심사라는 규제를 발동할 수 있도록 하고 있다. 이외에도 양국은 심사기구의 성격, 외국인투자위원회, 심사결과의 사법심사대상 여부 등에서 커다란 차이가 있다.[324]

2) 심사대상 규정 및 기준 확정

외촉법에서 외국인은 법률에 특별한 규정이 있는 경우 외에는 제한을 받지 아니하고 국내에서 외국인투자업무를 수행할 수 있다(제4조제1항). 그러나 외국인은 (ⅰ) 국가의 안전과 공공질서의 유지에 지장을 주는 경우, (ⅱ) 국민의 보건위생 또는 환경보전에 해를 끼치거나 미풍양속에 현저히 어긋나는 경우, (ⅲ) 대한민국의 법령을 위반하는 경우 이외에는 법에 따른 외국인투자를 제한받지 아니하도록 명시하고 (동법 제4조제2항). 제4조제2항 각 호의 어느 하나에 해당하여 외국인투자가 제한되는 업종과 제한 내용은 대통령령으로 정하도록 되어 있다(제4조제3항).

다만, 2013년 개정 외촉법에서 산업통상자원부장관(이하 “산업자원통산부장관”이라 함)은 이 법 외의 다른 법령이나 고시 등에서 관계 행정기관의 장이 외국인 또는 외국인투자기업을 대한민국국민 또는 대한민국법인에 비하여 불리하게 대우하거나 외국인 또는 외국인투자기업에 추가적인 의무를 부담하게 하는 등 외국인투자를 제한하고 있는 경우에는 그 내용을 대통령령으로 정하는 바에 따라 매년 통합하여 공고하여야 한다(제4조제4항). 관계 행정기관의 장이 이를 개정하거나 추가하려면 미리 산업자원통산부장관과 협의하여야 한다.

현행 외촉법시행령에서 외국인투자 제한업종으로 외국인투자가 제한되는 업종과 제

323) 김관호, 앞의 논문(주 318), 90면.
324) 김관호, 앞의 논문(주 318), 91-92면.

한 내용은 다음에 해당하는 사항을 말한다(시행령 제5조제1항).

(ⅰ) 경제협력개발기구에 관한 협약 중 대한민국에 대한 경제협력개발기구에 관한 협약가입 초청협정 부속서 1(자본이동자유화 규약에 대한 유보)의 직접투자 부문에서 비거주자에 의한 국내 직접투자의 유보내용과 양자간 또는 다자간 투자에 관한 협약의 부속서에 규정하는 유보내용의 범위를 고려하여 산업자원통산부장관이 주무부장관과 협의하여 고시하는 사항으로는 외국인투자를 허용하지 아니하거나 부분적으로 허용하는 업종, 가목에 따라 외국인투자를 부분적으로 허용하는 업종별 외국인의 총투자허용비율, 외국투자가 및 국내 합작투자 당사자의 자격과 그 밖에 외국인투자의 허용 시기 등 허용 기준을 말한다.

(ⅱ) 외촉법 시행령에 명시된 4대 위해기준에 해당되는 외국인투자가 국가안보위해에 해당하는지 여부에 대한 주무부장관의 검토 요청으로 산업자원통산부장관이 외국인투자위원회의 심의에 따라 국가안보위해에 해당하는 것으로 결정한 사항.

그러나 외국인은 해당 기업의 총매출액 중 제한업종의 매출액의 비율이 100분의 1 이하인 기업에 대해서는 제1항제1호에 따른 제한을 받지 아니하고 투자를 할 수 있다(시행령 제5조제2항).

입법 연혁적 관점에서 외촉법 제4조는 "국민경제의 건전한 발전에 나쁜 영향을 미치는 경우"가 삭제된 점이 특징이다.[325] 외촉법에서는 외자도입법 이래 일관되게 외국인투자가 허용되지 않거나 제한 근거 규정들을 법률에서 규정해 왔다. 이 조항은 OECD 자본이동자유화규약 제3조[326]에서 규정하고 있는 자본이동 자유화 약속의 예외대상에 해당되는 사항들을 반영하여 만든 조항이다. 이러한 제4조제2항의 규정만으로도 OECD자본자유화규약에 위배되지 않으며, 외촉법 제4조제3항은 대통령령으로 외국인투자 제한 업종과 내용을 대통령령으로 규정하고 있다.

3) 규제방식

325) 최승재, 앞의 논문(주 319), 346면.

326) "OECD CODE OF LIBERALISATION OF CAPITAL MOVEMENTS" printed and published in October 2005: Article 3 Public order and security. The provisions of this Code shall not prevent a Member from taking action which it considers necessary for:(ⅰ) the maintenance of public order or the protection of public health, morals and safety; (ⅱ) the protection of its essential security interests; (ⅲ) the fulfillment of its obligations relating to international peace and security.

외촉법 제6조에서는 신주취득의 경우가 아닌 기존주식의 취득에 한하여 이른바 "업체별 규제"의 가능성이 있으며, 이러한 업체별 규제의 하나로 방위산업체에 대한 기존주식의 취득을 사전 허가 대상으로 규제하고 있다. 이를 위해 외촉법 제6조제3항 내지 제7항은 방위산업체에 대한 허가 절차 등을 규정하고 있다. 그리고 제4조제3항과 시행령 제5조 및 별표와 고시는 업종별규제방식을 취하고 있다. 산업통상자원부가 매년 2월 '외국인투자 통합공고'를 통해 규제 내용 발표하고 있다.[327] 이처럼 외촉법과 그 부속법령은 외국인투자 제한에 있어서 업종별 규제와 업체별 규제의 두 가지 가능성 구도를 취하고 있다.

가) 제한내용

외촉법 제4조제3항에 따라 외국인투자가 제한되는 제한 내용은 경제협력개발기구에 관한 협약 중 대한민국에 대한 경제협력개발기구에 관한 협약가입 초청협정 부속서 1(자본이동자유화 규약에 대한 유보)의 직접투자 부문에서 비거주자에 의한 국내 직접투자의 유보내용과 양자간 또는 다자간 투자에 관한 협약의 부속서에 규정하는 유보내용의 범위를 고려하여 산업자원통산부장관이 주무부장관과 협의하여 고시하는 (ⅰ) 외국인투자를 허용하지 아니하거나 부분적으로 허용하는 업종, (ⅱ) 외국인투자를 부분적으로 허용하는 업종별 외국인의 총투자허용비율, (ⅲ) 외국투자가 및 국내 합작투자 당사자의 자격, (ⅳ) 그 밖에 외국인투자의 허용 시기 등 허용 기준을 말한다(시행령 제5조제1항제1호).

또한 외국인투자가 외촉법 제4조제2항제1호에 따른 국가안보위해에 해당하는지 여부에 대한 주무부장관의 검토 요청으로 산업자원통산부장관이 외국인투자위원회의 심의에 따라 국가안보위해에 해당하는 것으로 결정한 사항으로 외국인이 이미 설립된 국내기업의 주식등의 취득을 통하여 해당 기업의 경영상 지배권을 실질적으로 취득하려는 경우도 제한된다(시행령 제5조제1항제2호가목).

따라서 외국인이 제4제2항에 해당하는 기업에 대하여 주식등을 취득한 후 해당 기업의 총매출액 중 제한업종의 매출액의 비율이 100분의 1을 초과하게 된 때에는 그

327) 「외국인투자 통합공고」, 산업자원부 , 2004: 외국인투자제한이 되는 업종은 곡물 및 기타 식량 작물재배업 등, 외국인 투자 제외업종으로는 우편업 등이 있다. ; 최승재, 앞의 논문(주 319), 347면.

초과하게 된 사업연도의 결산 확정일부터 6개월 이내에 해당 외국인투자허용비율을 초과하여 취득한 주식등을 대한민국국민이나 대한민국법인에 양도하여야 한다. 다만, 부득이한 사유가 있는 경우에는 산업자원통산부장관의 승인을 받아 6개월의 범위에서 그 양도기간을 연장할 수 있다(시행령 제5조제3항).

그러므로 외국인은 외국인투자가 금지되는 업종 및 부분적으로 허용되는 업종을 함께 경영하는 기업에 대해서는 투자할 수 없으며, 외국인투자를 부분적으로 허용하는 업종을 둘 이상 경영하는 기업에 투자하려는 경우에는 외국인투자허용비율이 가장 낮은 업종의 외국인투자 비율을 초과하여 투자할 수 없다(시행령 제5조제4항).

나) 국가안보위해 심의 · 공표

산업자원통산부장관은 제1항제2호에 따른 주무부장관의 검토 요청이 있은 날부터 90일 이내에 해당 외국인투자가 국가안보위해에 해당하는지 여부를 외국인투자위원회의 심의에 따라 결정하여야 한다. 이 경우 산업자원통산부장관은 국가안보위해에 해당하는 외국인투자에 대하여 필요하다고 인정하면 외국인투자위원회의 심의에 따라 특정사업 부분의 분리매각이나 보안유지 준수 등의 조건을 붙여 외국인투자를 허용하는 결정을 할 수 있다(시행령 제5조제7항).

산업자원통산부장관은 위해해당여부결정을 한 경우에 지체 없이 해당 외국인의 주식 등의 취득을 불허하거나 허용하는 통보를 하여야 하고, 국가기밀을 제외한 (ⅰ) 국가안보위해 해당 여부, (ⅱ) 결정 사유, (ⅲ) 조건의 내용(법 제7항 후단에 따라 조건이 붙은 경우만을 말한다), (다) 주식 등의 양도사항을 공표하여야 한다(시행령 제5조제8항).

산업자원부장관이 시행령 제5조제7항 전단에 따라 국가안보위해에 해당한다는 결정을 한 경우에 해당 외국인투자로 이미 기업의 주식 등을 취득한 외국인은 그 결정이 있은 날부터 6개월 이내에 해당 주식등을 대한민국국민, 대한민국법인 또는 국가안보위해의 우려가 없는 외국인(이하 "대한민국 국민 등"이라 한다)에게 양도하여야 하고, 제7항 후단에 따라 조건부 투자 허용 결정을 한 경우에는 산업자원통산부장관이 해당 조건의 위반 사실을 안 날부터 6개월 이내에 해당 주식 등을 대한민국 국민 등에게 양도하여야 한다. 다만, 부득이한 사유가 있는 경우에는 산업자원통산부장관의

승인을 받아 1년의 범위에서 그 양도기간을 연장할 수 있다(시행령 제5조제9항).

다. 조약과의 정합성

국제조약 인정 한도 내에서 한국은 외국인투자에 대한 제도를 유지· 변경할 권리를 보유한다. 이러한 관점에서 국제경제규범은 각국이 건강 보호, 복지 증진, 안전 보장 및 환경 보전 등의 정책 목적을 달성하기 위해 정책 프로그램 및 입법을 활용할 수 있는 국가 주권(state sovereignty)을 침해하지 못한다는 것은 국제경제법상 널리 인정되는 원칙이다.[328]

1) OECD 자본이동자유화규약 위반과 관련된 문제

한국이 가입한 OECD(Organization for Economic Cooperation and Development)자본이동자유화규약 제3조는 일정한 경우에는 OECD 자유화규약의 부속서에 기재된 유보업종 여부와 관계없이 회원국들이 외국인투자에 대한 제한조치를 취할 수 있도록 허용하고 있다.[329] 국가안보의 보호를 위한 포괄적인 외국인 M&A규제는 OECD의 자본자유화규약의 정신에 위배되지 않는다고 할 수 있는 바, OECD 규약은 회원국에게 외국인 M&A를 원칙적으로 자유화할 것을 규정하면서 외국인의 직접투자에 대한 자유화와 내국민대우 원칙을 표방하고 있으나, 자본자유화협약 제3조에서는 (i) 공공질서(public order)의 유지와 국민의 건강, 도덕 및 안전의 보호, (ii) 본질적인 안보이익(essential security interests)의 보호, (iii) 국제평화와 안보에 관한 의무의 이행 등 사유가 있을 경우에 회원국은 외국인 M&A에 대하여 자본자유화 협약의 적용을 받지 않고 적절한 규제조치를 취할 수 있다. 결국 국가안보를 위한 외국인 M&A 규제는 OECD 협약에 위배되지 않는다고 할 것이다.

2) 외국인 직접투자의 사전규제와 WTO협정의 문제

---

328) John H. Jackson, "Legal Problems of International Economic Relations", 4th Ed.(West Group, 2002), pp. 480-481.
329) 최승재, 앞의 논문(주 319), 349면.

WTO(World Trade Organization)협정 등 외국인직접투자에 대하여 포괄적으로 규제하는 일반적인 국제경제규범은 없다. OECD회원국은 자본이동자유화규약을 통해 직접투자 개방 약속을 하고 있으나 이 규약이 외국인투자 전반에 대한 규율은 아니며, 1990년대 중반 다자간 투자협정(Multilateral Agreement on Investment : MAI)을 마련하려던 OECD의 시도가 좌절된 바 있다.

외촉법 제4조제2항 각 호에 해당하는 외국인투자에 대한 사전심사 도입조치를 취할 경우에 문제 제기의 근거로 활용될 가능성이 있는 WTO협정 및 조항은 내국민대우의무를 규정한 1994년 관세 및 무역에 관한 일반협정(GATT) 제3조, 무역관련 투자조치에 관한 협정(Trade-Related Investment Measures:TRIMs 협정)제2조 및 서비스무역에 관한 일반협정(General Agreement on Trade in Services:GATS) 제16조와 제17조이다. 외국인투자 관련 조치에 대한 직접적인 규율은 TRIMs협정이다.[330] TRIMs협정은 무역을 제한하거나 무역을 왜곡하는 효과를 초래하는 투자조치를 규율하기 위한 것이며[331], 동 협정은 오직 상품무역과 관련된 투자조치에만 적용된다.[332] TRIMs협정 전문(Preamble) 및 제1조에 의할 때, 상품의 수출입에 영향을 미칠 우려가 없는 유형의 입법조치는 기본적으로 TRIMs협정의 적용이 없다고 본다.

그리고 TRIMs협정 제2조제2항에 따른 부속서(Annex) 제1항은 GATT 제3.4조의 내국민대우 의무에 위반이 되는 투자관련 조치의 목록을 예시하고 있다. 예시적인 열거사항들은 투자조건으로 국산품의 구매 또는 사용 의무화 조치 또는 수입품의 구매 또는 사용 제한 조치들이라 할 수 있다.

3) GATT 제3조에 위반 여부

내국민대우의무 규정 GATT 제3조를 적용한 GATT 패널판정이 많지 않지만 이들 패널판정은 '불리하지 않을 것'(no less favorable), 내국조세, 내국수량 제한, 물품 및 동인한 국내물품 등의 개념을 다루고 있고, 이 때 '불리하지 않을 것'의 개념은 시장개척, 금융서비스 및 행정규제를 포함하는 것으로 해석되어 왔다.[333] GATT 제3조는

330) 최승재, 앞의 논문(주 319), 350면.

331) "Recognizing that certain investment measures can cause trade-restrictive and distorting effects;---"in Preamble of Agreement on Trade-Related Investment Measures.

332) Article 1(Coverage).

TRIMs에 해당되지 않는 경우에도 문제가 될 수 있는 규정이다. 왜냐하면 GATT 제3조는 무역관련 투자조치에만 적용되는 것이 아니므로 외촉법개정(안)이 투자를 제한하는 조치인지 여부와 상관없이 GATT 제3조의 적용을 받는 조치로 판단될 여지가 있는 경우에는 TRIMs협정과 관계없이 직접적으로 GATT 제3조 위반 문제가 제기될 수 있기 때문이다.[334]

GATT 제3조의 구체적인 내용으로 제3.1조는 정책의 일반적인 선언으로서 회원국에게 국내생산을 보호하기 위하여 조세나 규제를 사용하지 않을 의무를 부여하고 있으며, 제3.2조는 수입물품에 대한 내국세와 관련된 사항을 규정하고 있다. 또, 제3.4조는 수입물품의 국내 판매에 영향을 미치는 규제나 다른 요건에 관하여 제3.1.조와 유사한 의무를 부과하고 있다. GATT의 제3.1조와 제3.4조는 근본적으로 외국상품과 국내 상품 차별제도의 도입방지하려는 것으로 GATT 제3.4조는 "상품 무역에 부정적 효과를 초래하는" 조치를 규율하는 것이라고 할 수 있다.

4) GATS 위반가능성의 문제

GATS는 1995년부터 발효된 세계 유일의 서비스 거래에 대한 다자간협정이다. GATS는 일반적인 규율을 하고 있는 구조협약(framework agreement)부분과 외국 서비스 공급자의 국내 진입에 대한 양허계획(national committment schedule)부분으로 구성되어 있다. GATS는 서비스무역의 유형을 4가지로 나누고 있다. 그 중 외국인직접투자에 해당하는 것은 이른바 서비스 공급유형(modes of supply) 중 3유형이다. 이 유형은 한 국가가 다른 국가에 자회사나 지점을 설치하여 다른 국가에 서비스를 제공하는 경우이다.[335]

GATS 제17조는 내국민대우에 양허사항을 규율하면서 점진적 자유화 원칙을 채택하여 시장접근 및 내국민대우에 관한 양허를 한 경우에만 해당 약속을 준수할 의무를 부과하고 있다. 다만, 이 경우에도 최혜국 대우의무는 양허 여부와 관계없이 준수하

---

333) 신창섭, “미국 반덤핑법의 WTO 내국민대우원칙의 위반 여하에 관한 연구”,「국제거래법연구」, Vol 9 No 1, 2000, 340면.

334) 최승재, 앞의 논문(주 319), 351면.

335) (iii) a company from one country setting up subsidiaries or branches to provide services in another country, officially known as commercial presence("GATS, FACT AND FICTION", p.2 World Trade Organization (2001)).

여야 하는 일반적인 의무이다. 따라서 제한 조치는 WTO회원국 모두에게 동일하게 적용되어야 한다.[336]

라. 외국인투자위원회

현행 외촉법에서는 외국인투자위원회를 설치하여 운용하도록 하고 있다. 외국인투자위원회는 산업자원통산부장관이 위원장이 되고, 기획재정부차관, 미래창조과학부차관, 교육부차관, 외교부차관, 안전행정부차관, 문화체육관광부차관, 농림축산식품부차관, 환경부차관, 고용노동부차관, 국토교통부차관, 해양수산부차관, 금융위원회 부위원장과 외국인투자위원회의 회의에 부치는 안건과 관련된 중앙행정기관의 차관·부위원장 또는 차장, 서울특별시 부시장, 시·도지사(서울특별시장은 제외한다) 또는 대한무역투자진흥공사의 장으로 구성된다(법 제27조)

법 제27조제1항은 1호부터 11호까지 각호에 대한 심사 권한을 위원회에 부여하고 있는 바, 종전 재정경제부(현행 산업통상자원부) 보도자료를 통하여 회의기록을 보면 대부분 외국인투자촉진이 주된 과제로 취급되고 있다.[337]

마. 외촉법령 입법예고

지식경제부는 고용창출·첨단기술 도입 등 국민경제기여도가 큰 정보통신분야 서비스 업종을 외국인투자지역 지정 대상에 포함하여 해당 분야의 투자유치를 촉진하고, 국내 경제규모 및 물가상승 등 고려해 외촉법상 외국인투자 최소금액을 3억 원으로 조정, 촉진대상 외국인투자 범위를 합리화(안 제2조제2항) 등 현행 제도의 일부 미비점을 개선·보완하고자 법률의 개정내용을 입법예고 했다.[338]

---

336) 최승재, 앞의 논문(주 319), 352면.
337) 최승재, 앞의 논문(주 319), 354면.
338) 지식경제부(현 산업통상자원부) 공고 제2013 - 26호, 2013. 2.13.

3. 우리사주제도

외환위기 이후 한국은 기업지배구조의 개선방안에 주목하여 왔다. 기업지배구조란 기업의 이해당사자들이 자신들의 이익을 위해 상호간의 갈등을 조정하고 통제하는 메커니즘으로 해석하는 것이 보편적이다.[339] 기업의 이해관계자는 기업과 직접 대화가 가능한 조직으로 구성되어야 할 것이다. 이러한 분위기에 힘입어 정부는 사외이사 선임의 의무화, 소수주주권 행사요건의 완화, 소수주주권 권한강화 등 기업지배구조 개선을 위한 적극적 의지를 보이고 있다.

가. 의의 및 연혁

1) 개 념

한국의 종업원지주제는 우리사주조합제도를 통해 구체화되어 있다. 동 제도는 1968년의 자본시장육성에 관한 법률에서 공개·상장법인의 종업원에 대해 신주의 우선배정에 관한 특례조항을 신설함으로써 시작하였다. 동 제도는 궁극적으로 종업원에게 주인의식과 애사심 고취 및 재산형성을 조장하고, 회사의 생산성 향상 및 원만한 노사관계 실현에 그 목적이 있으며, 그동안 적지 않은 성과를 가져오기도 했다.[340]

우리사주제도(employee stock ownership plan)는 자본, 소유의 분산, 부의 공평분배 등을 통하여 경제정의를 실현하고 자본주의의 건전한 발전을 도모할 목적으로 기업 또는 정부가 각종 정책적 지원을 제공하여 근로자로 하여금 자신이 근무하는 회사의 주식을 취득하여 보유하게 하는 시스템이다. 기업의 종업원이 자기회사의 주식을 취득한다는 것은 곧 종업원이면서 주주 역할을 동시에 수행함을 의미한다.[341] 회사 종업원은 기업경영진에게 회사의 이해관계자로서 기업 매수자의 적대적 M&A에 대항할 강력한 우군역할을 할 수 있다.

---

339) 최응용·배현정, “우리사주제도가 기업지배구조에 미치는 영향”, 「관리회계연구」, 제8권 제2호, 2008, 54면.
340) 정상근, “신 우리사주조합제도의 법적 쟁점과 개선방안”, 「기업법연구」, 제15집, 2003, 249면.
341) 최응용 · 배현정, 앞의 논문(주 339). 54면.

2) 연 혁

우리사주제도는 근로자가 자기회사의 주식(이하 '자기주식' 이라 함)을 취득 및 보유할 수 있는 제도로서 정부에서는 1960년대 말과 1970년대 초반 국내 자본시장 육성 및 발전 방안의 일환으로 관련법 제정을 통해 우리사주제도의 도입을 적극 추진해 왔다. 2001년 근로자복지기본법의 제정 및 공포와 2002년 1월 동법의 시행 그리고 2005년의 동법의 개정 등 이른바 신)우리사주제가 도입되면서 기존 우리사주제도의 확대 및 활성화를 위한 각종 변화의 시도가 이루어져 왔다.[342]

최근 개정상법 반영 등 제도적 미비점을 보완 주주배정 증자 시 우리사주 조합원의 우선 배정분 청약을 주주와 마찬가지로 발행가격 확정 이후에 할 수 있도록 하여, 조합원을 자본시장 내의 투자자로서 충분히 보호하기 위하여 자본시장법에 특례규정을 반영하였다. 즉 우리사주조합원에 대한 주식의 배정 등에 관한 특례로 다음과 같다(자본시장법 제165조의7).

대통령령으로 정하는 주권상장법인 또는 주권을 대통령령으로 정하는 증권시장에 상장하려는 법인이 주식을 모집하거나 매출하는 경우 상법 제418조에도 불구하고 해당 법인의 근로복지기본법에 따른 우리사주조합원에 대하여 모집하거나 매출하는 주식총수의 100분의 20을 배정하여야 한다. 다만, 외촉법에 따른 외국인투자기업 중 대통령령으로 정하는 법인이 주식을 발행하는 경우, 그 밖에 해당 법인이 우리사주조합원에 대하여 우선배정을 하기 어려운 경우로서 대통령령으로 정하는 경우와 우리사주조합원이 소유하는 주식수가 신규로 발행되는 주식과 이미 발행된 주식의 총수의 100분의 20을 초과하는 경우에는 예외(자본시장법 제165조의7제2항)로 한다.

3) 특 징

(신)우리사주제도의 중요한 변화상의 특징은 대략 4가지로 요약할 수 있다.[343]

(ⅰ) 자기주식 취득을 위한 자금조달 원천의 측면에서 이전의 우리사주제도가 종업

---

342) 국내에서 '우리사주제(도)' 는 종업원지주제, 사원지주제, ESOP(Employee Stock Ownership Plan) 등 여러 가지 용어와 혼용되어 사용되어 왔으나,'종업원지주제' 및 '사원지주제' 는 우리사주제의 과거명칭으로, 그리고 ESOP은 종업원의 자기주식 취득 및 보유를 나타내는 보통명사가 아닌 미국 고유의 근로자 자기주식 취득 및 보유를 촉진을 유도하기 위한 제도로서 고유명사로서 사용된다,; 원인성, "우리사주제 도입의 결정용인에 관한 연구" ,「대한경영학회지」, 제24권 제6호, 2011.12, 3678면.

343) 원인성, 위의 논문(주 342), 367면.

원의 자기부담 출연금에만 의존해오던 것과 달리 (신)우리사주제도 하에서는 종업원의 출연금 이외에 기업이나 사업주, 대주주 등의 자기주식 또는(자기주식 취득을 위한)금품 출연이 허용되었다.

(ii) 우리사주조합의 결성을 통해 취득된 자기주식의 의무보유기간 측면에서 근로자의 자기부담에 의해 취득된 자기주식의 의무보유기간은 1년으로 이전 및 신 우리사주제도과 모두 동일하나 (신)우리사주제도에서 기업의 출연금으로 취득된 자기주식은 그 의무보유기간이 3년 내지 7년으로 규정되어 근로자의 장기보유를 유도하였다.

(iii) 이전의 우리사주제도에서는 증권거래법(현 상 기업공개 및 유상증자 시 근로자에게 우선 20% 배정은 상장법인에게만 의무적으로 적용되고 비상장법인의 경우는 법적 근거 없이 회사정관에 의해 자율적으로 실시하였으나, (신)우리사주제도에서는 비상장법인도 우선배정제도의 법적 근거를 '근로자복지기본법'에 마련하였다.

(iv) 2005년의 관련법 개정을 통해 기존 우리사주제도에 스톡옵션제를 결합한 우리사주 매수선택권제 도입 이외에 우리사주 조합원 자격범위의 관계회사 확대, 우리사주조합의 자기주식 취득을 위한 차입기준의 마련 등 변화가 시도되었다.

4) 자기주식의 동기부여 효과

미국은 종업원에 의한 자기주식 취득 및 보유를 가장 적극적으로 지원해 온 국가로서 그 대표적인 제도로는 ESOP 및 401(k), (이연)이윤분배제도(deferred profit sharing), 주식상여금제도(stock bonus plan) 등이 있다. 미국의 ESOP제도는 이윤분배제(profit sharing)나 성과배분제(gain sharing) 등 다른 집단성과급제와 마찬가지로 근로자 개인 보상을 기업 성과와 연계시킴으로써 시급, 주급, 월급제 등 고정급 임금형태(또는 임금지불방법)보다 근로자들 스스로 더욱 많은 보상을 위해 업무현장에서 작업노력의 최대화와 낭비요소의 최소화는 물론 근무태만(job shirking) 등과 같은 근로자(들)의 도덕적 위험(moral hazard)방지를 위한 별도의 추가 감시·감독비용의 감소 효과도 기대할 수 있다.[344]

스톡옵션제 채택 기업은 미채택 기업보다 우리사주제도의 채택 가능성이 매우 높은 것으로 보인다. 즉 통상의 스톡옵션제가 주로 회사 임원 등을 대상으로 자

344) 원인성, 앞의 논문(주 342), 368면.

기주식 취득 기회가 기업 경영성과를 배분하는 성격이 있기 때문에 이 스톡옵션제의 대상에서 제외되는 일반 근로자들에게 자기주식 취득 기회를 제공하기 위해 우리사주제도의 도입을 적극 고려할 수 있다. 스톡옵션은 회사가 그 대상자에게 무상으로 제공하지만 우리사주제도의 경우 대부분 근로자가 자기부담으로 자기주식을 취득한 점에서 스톡옵션과 우리사주제도는 자기주식 취득의 상호 보완적인 제도로 활용되었을 가능성도 있었을 것으로 추정된다.[345]

한국의 경우 2005년 근로자복지기본법 개정을 통해 우리사주 매수선택권제의 도입, 무상출연주식 배정방법의 개선, 상장사의 조합(자기주식 취득자금)차입 허용 등 (신)우리사주제도에 새로운 운영조항의 추가나 기존조항의 수정, 변경 등이 있었다. 이러한 우리사주제도가 대상회사의 적대적 M&A의 방어수단으로 활용될 수 있는 점을 중시하여 우리사주의 기능에 대하여 살펴보고자 한다.

나. 기 능

1) 안정주주로서의 우리사주

우리사주조합을 통한 자기주식의 취득은 회사가 적대적 M&A의 위험에 직면할 때 우호세력으로 기능하여 기업경영권 방어전략의 하나로 인식되어 왔으며, 실제 우리사주조합 운영은 회사 경영진에 의해 주도되어 왔다. 즉 조합의 정관은 회사의 입장을 주로 반영하고 우리사주조합의 의결권도 조합장이 보유·행사하고 있는 바, 조합장은 회사가 임명하는 경우가 일반적이다.

이러한 상황은 노동조합과 회사의 관계가 원만한 경우에만 가능하며, 양자의 관계가 원만하지 못한 때에는 우리사주조합이 갈등의 요인이 될 수 있다. 그러나 회사가 증권거래소를 통해 상법 제462조제2항에 따른 이익배당한도액까지 자기주식을 매입·보유하고(자본시장법 제165조의3제2항), 이를 우리사주조합원에게 제공한 때에는 효과적인 우호세력으로 활용이 가능하다.[346]

---

345) 원인성, 앞의 논문(주 342), 370면.
346) 정상근, 앞의 논문(주 340), 249면.

2) 주주평등의 원칙

종업원에게 증자 시 신주를 우선 배정하거나 주식취득 시 경제적 지원은 상법상 주주평등의 원칙 위반에 관한 의문이 제기될 수 있다. 주주평등의 원칙이란 주주는 동일한 조건하에서는 평등한 대우를 의미하며, 예외는 법률이 정하는 경우에 한한다. 현재 주권상장법인 또는 주식을 신규상장 예정인 법인이 주식을 모집 또는 매출하는 경우 우리사주 조합원에게 모집 또는 매출하는 주식총수의 20% 범위 안에서 우선 주식배정을 받을 권리를 부여한 바, 이는 자본시장법에 특칙규정의 근거를 둠으로써 사회정책적 입장을 반영하고 있다.

또한 20% 범위 안에서 우선 인수 또는 매입 청약하는 주식도 종업원이 우리사주조합원 자격으로 취득하는 것에 한하고 조합원이 주주의 자격으로 배정받는 주식은 제외하고 있으며(우리사주조합운영기준 제3조제1항), 나아가 보조금 또는 장려금 형식의 경제적 지원이 주주자격 취득 이전에 제공하는 것이므로 주주평등의 원칙에 반하는 것으로 볼 것은 아니다.[347]

3) 주식매수선택권과 종업원지주제

종업원지주제하에서는 종업원에 대하여 기업공개와 신주발행 시 모집, 매출하는 주식의 20%를 우선 우리사주조합에 배정하여 근로자의 이익을 도모하고 있다. 그러나 주식매입선택권제도란 회사의 임직원에게 일정기간 안에 자기회사의 주식을 사전 약정가격으로 매입할 수 있는 권리를 인정하는 제도로 최고경영자나 주요직원을 많은 보상 없이 임용할 수 있는 경영자보상제도로 활용할 수 있다. 특히 사원수가 많지 않은 벤처기업에 있어서 창업한 때와 장외시장에 등록한 이후로 나누어 창업 때에는 주식매입선택권제도를 채택하고 등록 이후에는 양 제도를 같이 이용함으로써 노동효과의 극대화를 기할 수 있으며, 상장기업 근로자에 대해서는 종업원지주제를 주로 운용하고, 최고경영자의 비전과 능력, 주요직원의 기술능력에 의해 회사매출의 증대, 주가상승, 신용등급의 향상 등 효과가 나타나는 기업에 있어서는 주식매수선택권을 이용하는 것이 합리적이라 본다.[348]

---

347) 정상근, 위의 논문(주 340), 262면.
348) 정상근, 앞의 논문(주 340), 251면.

다. EBO와 우리사주조합

EBO[349]의 주요한 M&A주체로서 기능하는 미국의 ESOP 및 한국의 우리사주조합은 그 자금구조상 차입형과 비차입형이 존재한다. 또한 ESOP나 우리사주조합이 투자은행 등 금융기관의 매수자금을 차입하는 차입매수(LBO)방식을 이용할 수 있는데 그 유형은 다음과 같다.

1) 비차입형 EBO

미국과 달리 한국의 우리사주조합은 대부분 비차입형 구조이다. 비차입형 ESOP는 대상회사가 ESOP를 위하여 신주 혹은 보유주식을 출연하거나 기존의 주식 소유자 주식을 매입할 수 있도록 현금출연 방법으로 설립한 ESOP를 의미한다.[350]

우리사주조합은 자기주식 취득을 위한 자금조성 방식으로 회사·주주 등의 금전출연 방식, 우리사주조합원의 금전출자방식, 우리사주조합원의 금융기관 자금차입방식, 우리사주조합원에게 배정되지 아니한 우리사주조합 보유 자기주식에 대한 배당금 및 그 밖의 수입금을 활용하는 방식이 있다(근로복지기본법 제36조, 제37조 및 제42조).

우리사주조합이 취득한 주식은 일률적으로 조합계정 혹은 조합원의 개인별 계정에 배정되는 것이 아니라 일단 조합계정에 보유되었다가 취득재원에 따라 조합원들 개인별 계정에 배정된다. 우리사주조합은 자기주식배정을 할 때 대부분 근속년수, 직급 등 여러 요소를 고려하여 주식을 배정하며, 그 내용은 조합규약에 규정하고 있다.[351]

자기주식을 배정받은 우리사주조합원은 의무예탁기간동안 수탁기관인 한국증권금융(주)에 예탁하여야 하며, 이 경우에도 취득재원에 따라 예탁기간에 차이가 있다. 조합원은 개인별 계정에 배정되어 한국증권금융에 예탁된 자기주식을 의무예탁기간 만료, 조합 해산 및 조합원 사망의 경우 모두 인출할 수 있는데, 조합원 퇴직의 경우에는 퇴직사유에 따라 약간 차이가 있다.[352]

---

349) EBO(Employee Buyout: 근로자기업인수)는 매수자가 대상회사 인수를 위하여 대상회사 자산을 담보로 매수자금을 대출받아 매수하는 LBO의 한 유형으로 그 주요한 인수주체가 대상회사의 근로자로 이해된다.; 김홍식, “근로자 기업인수(EBO)에 관한 법적 고찰”,「기업법연구」, 제24권 제4호, 2010.12, 265면.

350) 김홍식, 위의 논문(주 349), 268면.

351) 남상섭·안병룡, “우리사주의 문제점과 활성화방안 연구”,「창업정보학회지」, 제7권 제3호, 2004. 9, 85면.

2) 차입형 EBO

이는 EBO의 주요한 인수주체가 차입형 ESOP나 차입형 우리사주조합인 경우를 의미하며, 미국의 ESOP의 경우에는 한국과 달리 대부분 차입형 구조이다. 미국의 경우 ESOP를 설립하고자 하는 회사는 근로자주식소유신탁기금을 조성한 후, 금융기관에서의 자금차입 및 차입금 상환을 위한 정기적 출연을 포함한 상환약정방식을 선택하여 신탁기금에 출연한다. 이 출연자금으로 ESOP 수탁자가 근로자를 대신하여 근로자주식소유신탁기금 명의로 자기주식을 취득하는데, 이러한 방식을 차입형 ESOP라 한다. 이러한 차입형 ESOP가 주요한 인수주체로서 기능하는 경우를 차입형 ESOP에 의한 EBO라 할 수 있다.[353]

3) 차입매수(LBO)방식을 이용한 EBO

이는 ESOP나 우리사주조합이 투자하여 100% 소유권을 보유하는 별도의 법인(특수목적회사, Special Purpose Company)을 설립하여 대상회사를 취득하는 방식이다. 신설법인은 대상회사 주식 취득에 필요한 자금을 금융기관 등에서 대출받아 주식을 취득하므로 차입매수방식을 이용한 EBO라 할 수 있다. 이 방식의 특징은 ESOP나 우리사주조합이 설립한 별도의 법인이 금융기관으로부터 금전을 차입하기 때문에 명목상 ESOP나 우리사주조합은 차입금을 부담하지 않으나 ESOP나 우리사주조합의 지분을 보유한 별도의 법인이 대상회사를 인수함으로써 ESOP나 우리사주조합이 대상기업을 인수한 효과를 누리게 된다.[354]

라. 개선방안

금융위원회에서는 우리사주조합원의 투자자로서의 보호 강화를 위하여 발행가액 등이 확정된 후 청약을 할 수 있도록 청약 시점을 개선하고, 그 밖에 최근 개정상법 내용을 반영하여 자기주식, 이익소각 등 관련 제도를 정비코자[355]입법예고 하였다.

---

352) 김홍식, 앞의 논문(주 349), 269면.
353) 김홍식, 앞의 논문(주 349), 270면.
354) 김홍식, 앞의 논문(주 349), 271면.

우리사주제도의 활성화 방법으로는 종업원의 자기주식을 장기간 보유하도록 다양한 제도가 필요하다. 즉 회사는 종업원이 자력으로 자기주식을 취득한 후 3,4년 정도 의무보유기간을 넘긴 종업원주주에게 1년마다 5%정도 할인 가격으로 주식을 취득할 수 있도록 하며, 종업원 1인에 대한 연간 할인액을 제한할 필요가 있다.

또한 우리사주조합원에게 20% 의무 배정으로 대량실권 발생을 방지하기 위해 우선배정 비율을 회사와 우리사주조합이 자율적으로 결정하도록 하며, 투자위험 분산의 관점에서 우리사주조합이 매입할 수 있는 유가증권을 자기주식뿐만 아니라 증권저축의 경우와 같이 수개의 상장회사주식을 대상으로 하는 방안도 모색해 볼 만하다. 이때 자기주식 취득비율의 최저선을 정하는 것이 합리적이라 할 것이다.[356]

4. 경영자 특전제도

가. 의 의

경영자 특전이라 함은 어떤 임무 또는 지위에 따른 이득, 특별급여, 기타 부수적 이득 또는 이익을 말하는 것으로 무료자동차, 클럽회원권, 보험 등과 같이 임원에게 제공된 특별급부를 말한다. 미국에서 대부분 회사경영자가 재무상담, 저리·무이자 대부, 자동차, 비행기, 요트, 별장, 컨트리클럽 회원권, 의료서비스 및 보험등 특전을 부여받는 것이 일반적인데, 이러한 형태의 보수할 수 있는 특전에 대해 1933년 증권법상의 관련 규정으로 SEC가 이를 규제하고 있다.[357] 특전을 포함한 회사의 이사 및 임원의 보수에 대한 공시를 요구하는 이유에 대하여 SEC는 경영자 보수에 관한 정보는 주주 및 투자자 쌍방에 있어 중요하며 이는 회사의 목표 및 정책, 회사의 지배구조, 경영자 비용 그리고 경영자 자질의 평가를 위해 필요하며 적절하기 때문이다.

---

355) 금융위원회 공고 제2012-99호, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안 입법예고”, 2012,5,11.

356) 정상근, 앞의 논문(주 340), 264-265면.

357) 심영일, 앞의 논문(주 358), 136-137면.

Golden Parachute란 회사와 임원 간에 체결되는 계약으로서 회사지배권의 변화요건이 발생하면 임원은 금전적 보상을 받기로 약정하는 특수한 형태의 고용계약이라 할 수 있다.[358] 대부분 기업이 인수되면 대상회사의 경영진은 임기 기간 중 사임하게 된다. 이처럼 경영진으로서는 미래의 실업문제 대비를 위하여 적대적 M&A로 인해 임기만료 전에 물러날 경우 거액의 퇴직금(금낙하산: golden parachute)지급 조항을 회사정관에 삽입해 방어하는 방법이 황금낙하선 전략이다. 이와 같이 특혜적 보수를 지급받고 회사를 떠나는 임원 등 경영자는 마치 조난에 처한 비행기에서 황금낙하산을 펼치고 뛰어내리는 것 같다고 하여 Golden Parachute라는 명칭이 붙여졌다.[359]

그러나 이 방법은 적대적 M&A의 위험이 없는 때에는 무능한 경영진에게 과도한 혜택을 부여하는 단점이 있다. 한편 경영자가 아닌 일반 직원에게 일시에 많은 퇴직금 지급을 규정하여 인수 기업의 인수 의욕을 떨어뜨리는 경우가 있는데, 이를 황금낙하산과 구별하여 주석낙하산(tin parachute)이라고 한다.[360]

나. 적대적 M&A 방어수단으로서 기능

매수자는 대상회사를 적대적으로 인수하고 임직원을 퇴직시킬 경우 거액의 자금이 일시 유출되기 때문에 인수를 기피하게 된다. 본래 황금낙하산 전략은 인수 시도자의 적대적 M&A 시도가 있더라도 경영진이 경영에 전념토록 한 취지에서 마련되었다. 황금낙하산에는 지배권변동 조항, 계약종료 조항, 보상 조항으로 이루어진다.[361]

미국법상 Golden Parachute는 회사와 임원간의 계약을 통하여 성립하나, 현행법상 Golden Parachute를 도입하기 위해서는 정관의 변경이나 주주총회의 결의에 의해서 가능하다. 즉 이사의 보수는 직무집행의 대가로서 지급되는 것으로 그 명칭을 불문하며, 봉급·각종 수당·퇴직위로금 등을 포함한다[362]고 보기 때문에 Golden Parachute

---

358) Henry F. Jhonson, Those "*Golden Parachute*" *Agreements: The Taxman cuts the Ripcord,* 10 Del. Corp, L45, 45(1985) [hereinafter Johnson, Golden Parachute] ; 김홍식, 앞의 책(주 9), 212면.

359) 심영일, “경영자 보수에 관한 법적 규제- 미국의 제도를 중심으로-” , 동국대학교 박사학위논문, 2005, 170면.

360) 이철수, “경영권 방어수단 도입이 주주 부와 기업가치에 미치는 영향” , 전남대학교 박사학위논문, 2010, 6면.

361) 자세한 내용은 김홍식, 앞의 책(주 9), 212-215면 참조.

규정에 의한 이사의 퇴직금 지급은 퇴직위로금으로 보아 보수에 해당한다고 본다.

한국 상법에서 이사의 보수는 정관에 그 금액을 정하지 아니한 때에는 주주총회의 결의로 정한다는 규정(상법 제388조)만을 두고 있다. 그러므로 구체적인 보상액이 확정된 경우와 구체적인 보상액이 아닌 보상의 총액 또는 한도액만이 확정된 경우에 따라서 필요한 요건이 다르게 된다.[363]

다. 경영자 특전과 기업가치 효과

Small et al.(2007)은 2002년 6월 30일을 기준으로 S&P 500 기업들을 대상으로 조사를 한 결과, 황금낙하산은 집중된 외부 소유구조, 덜 집중된 내부 소유구조 그리고 비(非)델라웨어기업들과 관련이 있는 것으로 조사되었다. 또한 집중된 외부소유구조를 가진 기업들이 확실한 공약장치로써 황금낙하산을 사용한다는 그 어떤 근거도 발견하지 못하였다. 그리고 황금낙하산은 소유와 경영이 분리될 때 경영자와 주주의 이해를 일치시키기 위하여 사용되어지는 메커니즘이라는 견해를 재확인하였다.

Chakraborty(2008)는 1986년 5월까지 포춘 500개 기업들 중 황금낙하산과 경영권 방어수단을 채택하고 있는 376개 기업을 대상으로 재무적 특성에 대하여 살펴보았다. 경영권 방어수단을 도입하는 기업은 경영권 방어수단을 도입하지 않은 기업에 비하여, 내부자 지분이 낮고, 부채비율이 높고, 기업규모가 작고, 그리고 Tobin-q가 낮은 특성을 보임을 보이고 있다. 즉, 더 큰 적대적 공격의 가능성과 관련이 있는 재무적 특성을 보인 기업들은 황금낙하산과 경영권 방어수단을 좀 더 채택할 가능성이 높다는 것을 발견하였다. 또한 황금낙하산과 포이즌필은 사실 서로 보완적인 수단일지도 모른다는 가설을 지지하는 증거를 발견하였다.[364]

라. 퇴직위로금에 관한 법적문제

362) 정찬형, 앞의 책(주 8). 544면.
363) 김홍식, 앞의 책(주 9), 219면
364) 이철수, 앞의 논문(주 360), 18면.

한국이나 일본의 경우 이사가 종임하였을 때 퇴직위로금을 지급하는 관행이 있으며, 일반적으로 퇴직위로금이라 함은 이사의 재직 중 직무집행의 대가 즉 보수의 후불적 성격을 가지는 것 또는 이외의 재직 중의 특별공로에 대한 보상지급을 포함하는 것으로서 그 지급이 이사의 퇴임 후에 지급되는 것을 말한다.[365]

이러한 퇴직위로금이 상법상 이사의 보수에 해당하는지에 관하여 논란이 있으며, 이사의 퇴직 후에 지급하는 퇴직위로금은 재직 중의 정기 보수와 같은 문제점을 가지고 있는데 퇴직위로금 지급결정이 이사의 자기거래와 같은 성격을 가져 회사 및 주주의 이익을 해할 수 있다는 것에 대해 이를 어떻게 방지할 것인가의 문제가 제기된다.

퇴직위로금에 대하여 한국의 통설은 이사 등 임원의 퇴직위로금이 재직 중의 직무행위 대가 즉 보수의 후급 또는 후불 임금적 성질을 가진다는 대법원 판결[366]과 같은 입장이다. 또한 재직 중의 직무행위의 대가가 아닌 퇴직위로금(공로가산금 등)에 관하여 별도의 언급이 없으나 일본에서는 이사 등 임원에게 공로가산금이 지급되는 경우 대상이 되는 공로는 직무집행의 과정에서의 공로일 수밖에 없고, 따라서 이사의 공로는 모두 재직 중의 직무집행의 일부이므로 직무집행의 대가 그 자체 또는 이것과 불가분의 관계로 분리할 수 없다는 견해가 있다.[367]

마. 황금낙하산계약의 유효성

우리 상법상 회사는 출석한 주주의결권의 3분의2 이상의 수와 발행주식총수의 3분입 이상수 수로 정관변경의 특별결의로 이사를 해임할 수 있다(제434조). 회사실무상 해임을 위한 주주총회 소집통지서에도 해임이유는 기재하지 않는다. 다만, 이사의 임기를 정한 경우에는 정당한 이유 없이 그 임기만료 전에 이를 해임한 때 이사는 회사에 대하여 해임으로 인한 손해배상을 청구할 수 있을 뿐이다(상법 제385조). 이때 회사의 손해배상책임을 법정책임으로 이해하면 이사가 청구할 수 있는 손해배상액은 통상 잔여임기기간의 보수에 해당하는 금액이다. 임기를 정하지 않은 이사의 임기는 최장기 3년이며, 다

365) 심영일, 앞의 논문(주 359), 139-140면.
366) 대법원 1992.12.22.선고, 92다28228.
367) 김재광, “이사의 퇴직위로금의 법적 성질”, 여송최기원교수화갑 · 서울대학교봉직30년기념, 「상사판례연구」(Ⅰ), 2004, 543면.

만, 3년을 경과하기 전에 해임되더라도 3년을 기준으로 나머지 기간에 상응하는 손해배상을 청구할 수 없다.[368]

이와 같은 상법 규정에 의하면 M&A 등을 통하여 회사의 지배주주가 되고 이에 따라 새로 회사의 경영진을 구상하려는 지배주주는 임기에 상관없이 이사를 해임할 수 있게 된다. 그리고 이 경우 잔여임기에 상응하는 보수를 지급하면 되는 것이다. 황금낙하산은 단순히 잔여보수가 아니라 거액의 추가지급이라는 점에 문제의 소지가 있다.[369]

우리 상법 하에서 회사는 정관에 정함이 있거나 주주총회의 결의가 있으면 특별한 상여의 의미로 퇴직 임원들에게 일정한 보수를 지급할 수 있다. 다만, 이사가 그 직무에 관하여 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있음에도 불구하고 주주총회에서 그 해임을 부결한 때에는 발행주식 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 총회의 결의가 있는 날로부터 1월내에 그 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있기 때문(상법 제385조제2항)에 퇴직위로금 내지 특별보수의 지급에 제한이 될 수 있다고 본다.

따라서 그와 같은 계약이 일종의 보수의 약정으로 이해한다면 원칙적으로 상법 제398조의 이사의 자기거래나 이익상반행위는 아니라고 할 것이고 이와 같은 계약의 효력은 새로운 지배주주도 부정할 수 없다. 그러나 그와 같은 계약이 정관에 근거하고 있거나 주주총회의 승인과 같은 형식적 절차를 밟았다고 하여도 그것이 합병의 가능성을 현저하게 저해하는 경우에는 공서양속 위반의 문제가 제기될 수 있다.[370]

368) 대법원 2001.6.15. 선고 2001다23928 판결.
369) 심영일, 앞의 논문(주 360), 171면.
370) 심영일, 앞의 논문(주 360), 172면.

제 3 장 각국의 M&A 법제

M&A는 대상회사의 경영권을 장악함으로써 가능하고 이는 이사선임에 필요한 의결권을 확보함으로써 가능한데, 이의 수단으로는 합병·주식의 매수·의결권 대리행사의 위임장의 취득 및 영업양수 등이 있다. 각국의 M&A 관련 법제를 살펴보면 다음과 같다.

제 1 절 미 국

1. 연방증권거래법(Securities Exchange Act)

미국은 기업M&A 규제에 대하여 연방법과 각 주법에 의한 경우로 구분한다. 연방법은 미국 헌법에 규정되어 적용하는 증권거래법에 의하며, 각 주의 경우에는 연방정부에서 규정하는 부분을 제외하고 회사법에 의한다.[371] 미국의 회사법 규제는 각 주의 관할이며, 연방차원에서는 윌리엄법(Williams Act)[372]에서 M&A자가 주식을 5% 이상 보유하면 신고하는 주식취득 보고의무와 공개매수 절차의 공개성 확보를 위한 1968년 시행 1934년 미국연방증권거래법 Section 13(d), 13(e), 14(d), 14(e), 14(f)를 지칭한다.

즉 미국의 연방증권거래법에서 적대적 M&A에 대한 방어행위 자체에 대한 직접적인

371) 김영곤, “적대적 기업매수와 그 대응방안”,「법학연구」, 제33호, 한국법학회, 2009, 292면.

372) 윌리엄스법(Williams Act)은 주식공개매수를 규제하는 미국의 법률로 1968년 법안의 제안자인 해리슨 A 윌리엄스 의원의 이름을 인용하여 제정되었다. 1960년대 미국의 대부분 기업인수가 공표없이 이루어져 경영자들이 당황하고 주주들에게 의사결정시간을 충분히 주지 못했다는 비판에 따라 제정되었다. 이 법과 그 이후 개정내용이 미국의 증권거래법의 13(d)와 14(d)를 구성하고 있다.: 한상호, 앞의 논문(주 12), 105-106면 참조.

규제는 없으나 방어행위에 있어 내부자거래, 증권사기, 시세조정행위 등에 한하여 규제하고 있다. 윌리엄법은 공개매수와 관련하여 대상회사 주주보호를 위한 공개매수 관련 정보공시와 공개매수 진행과정에서 대상회사 이사회와 공개매수자 간 균형적 규제를 취하고 있다.

또한 윌리엄법은 투자자 보호에 중점을 두고 있으며, 회사의 경영권에 변화를 주는 공개매수의 경우 비효율적인 경영진에 대한 감독기능이 이루어진다는 점에 기초하여 대상회사의 경영진과 공개매수자 간에 누구를 유리한 지위에 두는 것이 아니고 투자자보호의 관점에 정보공시를 중요한 내용으로 하고 있다는 점에서 외국인에 대한 규제를 제외하고는 중립성을 가지고 있다.[373]

연방증권거래법은 지배주식에 대한 일부인수제의(Partial Bids)를 허용하고 있어 일반주주들이 인수희망자의 인수가 성공할 경우 소수주주로 남아 불이익을 당할 수 있다는 상황 때문에 매수제의에 응할 수밖에 없어 이른바 강요된 인수제의(Coercive Bids)가 발생할 수 있다. 또한 소수주주의 보호를 위한 의무공개매수제도도 인정하지 않고 있다.[374]

연방증권거래법의 주요내용은 다음과 같다.

(ⅰ) 대량주식 취득 시 공시 규정으로 회사 주식의 5% 초과의 등록대상 증권을 취득한 자는 대상회사 이사회 등 관계인이 지배권변경 가능성에 대응할 수 있도록 주식 취득 사실을 공시하여야 한다(Section 13(d)).

(ⅱ) 공개매수자는 대상회사 주주들이 충분한 정보로 매매 의사결정을 하도록 일정 사항을 공개하여야 하며, 주주들이 조급한 매수청약을 하지 않도록 공개매수 방식을 규율하고 있다(Section 14(d)). 즉 공개매수 개시와 동시에 공시의무 발생, 공개매수 관련 철회권(withdrawal right), 안분비례 매입(proration), 최고가격의 원칙(best price rule) 등이 규정되어 있다.[375]

(ⅲ) 공개매수나 공개매수 청약·권유와 관련하여 중요한 사실을 허위로 기재하거나 기재당시 요건에 비추어 오해의 유발방지를 위한 필요한 중요사실의 표시를 누락하는 경우, 사기적(fraudulent), 기망적(deceptive) 또는 시세조정적(manipulative)

373) 고동수, 앞의 논문(주 26), 59-61면.
374) 김영곤, 앞의 논문(주 371), 292면.
375) 김홍식, 앞의 책(주 9), 23면-28면.

인 행위나 관행을 행하는 경우의 행위가 위법하다(Section 14(e)). 특히 대상회사 이사회가 방어수단으로서 주주들에게 주식응모의 불응을 권유하면서 허위기재, 누락, 사기적, 기망적 또는 시세조정적 행위나 관행을 한 때에는 1934년법 Section 14(e)에 근거한 금지명령을 청구할 수 있다.[376]

그러나 대상회사의 방어수단이 실질적으로 불공정(substantially unfair)하다고 주장하여도 1934년법 Section 14(e)를 비롯한 연방법상 금지명령을 얻기 어렵다. 즉 연방대법원은 공개매수와 관련하여 부실표시, 정보의 비공개 또는 사기적 행위에 대하여서만 1934년법 Section 14(e)가 적용되었다. 이와 같이 연방법상 적대적 M&A에 대한 완화된 규제가 각 주의 충실의무(fiduciary duty)에 입각한 방어수단을 광범위하게 허용한 계기가 되었다고 할 수 있다.

미국증권거래법은 5% 이상 주식을 보유하면 거래일로부터 10일 이내 공시의무가 있다. 반면에 영국은 DTR 5와 FSMA의 Sections 89A-89L에서 거래일로부터 2일까지 공시하도록 규정하며, 미국은 5%보유 후 추가 주식매입을 금지하는 냉각기간(Cooling-off Period)을 설정하여 공시 후 10일이 지날 때까지 계속 거래를 할 수 없다.[377]

또한 미국에서 1930년대 이전에는 위임장에 의한 의결권행사는 허용되지 않았고, 그 후 정관에서 명시적으로 규정된 경우에만 허용되었으나, 오늘날의 제정법은 정관규정 여부에 관계없이 이를 허용하고 있다. 그러나 위임장권유에 대한 주 제정법은 그 내용이 충실하지 못하였고, 이에 증권거래위원회(SEC: Securities and Exchange Commission)는 연방법인 1934년의 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934) 제14a조의 위임을 받아. 위임장권유에 관한규칙인 SEC Rules 제14a-1조 내지 제14a-12조를 제정하였다. 위임장규칙은 위임장권유자의완전공개의무(제14a-3,4,5,6조.), 사기금지(제14a-9조), 주주제안(제14a-8조) 등을 규정하고 있다.

따라서 경영진들은 위임장 획득에 있어서 경영진에 대항하는 자, 즉 위임장 쟁탈전에 임하려는 주주보다 유리한 위치에서 이사선임을 장악할 수 있었다. 이러한 이사들로 구성된 이사회가 경영진을 효과적으로 감독하지 못하는 것은 당연하다. 미국의 증권거래위원회는 1992년에 위임장규칙을 개정하여 엄격한 규칙을 상당히 완화시켰다.

---

376) 임재연,「미국기업법」, 박영사, 2009, 855면.
377) 미국 증권거래법 13 d-1(e) (ii).

개정규칙은 주주들이 서로 통신하는 것을 완화하고 그 비용을 감소시켜 주주들이 회사의 지배구조에서 더 중요한 역할을 할 수 있게 되었다.[378]

2. 주 기업인수규제법(Ant-Takeover-Statute)

미국 각 주의 기업인수규제법은 적대적 M&A로부터 각 주내 회사 보호를 위하여 매수행위 규제를 목적으로 하며 적대적 M&A에 대한 구체적 방어행위를 규제하고 있지 않다. 즉 일반적으로 M&A자의 M&A시도에 부담을 부여하고 대상회사 이사회에게 광범위한 방어권을 인정함으로써 대상회사 이사회를 보호하는 방향으로 입법되었다.[379]

기업인수규제법이 이사의 충실의무에서 비롯된 경영판단원칙이 미국의 적대적 M&A상황에서 이사들의 방어권을 인정하는 기준과 한계를 설정하는 법규이며[380], 이사가 합리적인 정보에 의하여 판단을 하고, 그 판단에 따라 성실하게 행동하는 경우에는 사기, 위법, 이익충돌 또는 중과실이 없는 한 이러한 경영판단에 대하여 법원이 관여하지 않고 그 판단에 따른 행위로 인하여 손해배상을 지지 않는다는 내용이다. 그러나 M&A자도 대상회사 이사회의 방어수단에 대하여 주 법상 자기거래와 관련된 충실의무 위반을 주장할 수 있을 것이다.[381]

미국에서 대부분 적대적 M&A의 방어수단을 대상회사 주식의 일부매수제의(partial bids)에 관하여 일반주주들에게 매도압력(pressure-to-tender)을 제거한다는 명분으로 정당화되어 왔다.[382] 즉 인수희망자의 부당한 주식매도 압력으로부터 주주들의 이익보호를 위하여 적대적 M&A에 대한 경영진의 방어행위 인정을 의미한다.[383]

---

378) 김재두, “주식회사의 지배구조개선에 관한 고찰”,「법학논총」, 단국대학교 법학연구소, 2011, 435-436면.

379) 미국 각 주가 일반적으로 대상회사를 보호하는 이유는 타 주의 매수자가 적대적 M&A에 성공하는 경우 대상회사의 이전가능성, 대상회사 이사회의 정치자금 기부 등에 따른 주 의회 영향, 현 경영진 보호가 안 될 경우 대상회사 스스로 타 주로 이전할 가능성의 우려에 있다. 따라서 많은 주가 제정법상 공개매수에 대하여 복잡한 절차와 많은 비용을 소요되도록 하고 있다.; 임재연, 앞의 책(주 214), 856면.

380) Denise Ping Lee,"THE BUSINESS JUDGMENT RULE:SHOULD IT PROTECT NONPROFIT DEROCTORS?", 103. 925, Columbia Law Review, 2003, p.1.

381) 임재연, 앞의 책(주 214), 855면.

382) CTS Corp. v. Dynamics Dorp.of America, 481. us, 69, 82(1987)판결 참조.

이러한 판례법에 따라 기업인수규제법에 대한 법원의 규제이유는 기업인수규제법에 의하여 적대적 M&A자의 기업인수 시도를 억제하고 대상회사 경영진에게 폭넓은 방어수단을 허용한다면 적대적 M&A는 거의 불가능하게 된다. 그러나 대상회사 주주들은 적대적 M&A로 인하여 보다 큰 이익을 얻을 수 있어 법원은 대상회사 주주의 이익보호를 위해 대상회사 방어수단에 일정한 제한을 가하고 있다. 대상회사 경영진은 주주들에 대하여 충실의무(Fidelity Duty)를 부담하므로 M&A방어수단이 대상회사 경영진의 이익만을 위하고 주주이익에 반하는 경우 법원은 다른 자기거래와 마찬가지로 이를 금지한다.[384]

그러나 적대적 M&A의 방어수단이 정당화될 수 있는 것은 아니나 대부분 주들이 대상회사 이사회 보호를 위한 규제확대와 판례의 경영진에 대한 너그러움에 대한 강한 비판이 제기되어왔다.[385]

미국 기업인수규제법을 살펴보면 아래와 같다.

1) 제1세대 제정법(First Generation Statute)

1968년 버지니아 주를 선두로 약 13년간 36개 주들이 채택한 일련의 법인 제1세대 제정법(First Generation Statute)들은 M&A자의 정보공개와 공개매수 진행에 주정부의 허가를 받도록 규정하고 있다. 예컨대 일리노이 주의 경우 공개매수자가 공개매수 발효일 20일전에 주무장관에게 등록하고, 주무장관은 공개매수의 공정성 여부의 심리와 만일 공개매수자가 모든 관련정보를 공시하지 않았거나 공개매수가 사기이거나 불공정하다고 인정한 경우에는 이를 금지할 수 있다고 규정하였다.[386]

그러나 연방대법원은 이러한 규정이 주와 주간 통상에 대하여 위헌적 부담을 준 것이라고 판결[387]한 후 다른 주에서도 동일한 취지의 판결로 그 이후 절반 이상의 주에서 제2세대 제정법인 기업인수규제법이 태동하였다.

---

383) 김두식, “M&A 법제의 개선방향 연구”,「상장협」, 제50호, 한국상장회사협의회, 2004. 9, 19면.
384) 한상호, 앞의 논문(주 12), 112-113면.
385) Lucian A. Bebchuk and Allen Ferrell, Federalism and Corporate Law; The Race to Protect Managers from Takeovers, Columbia Law Review (1999) 참조.
386) 임재연, 앞의 책(주 214), 856면.
387) Edgar v. MITE Corp. 457 U.S. 624(1982).

2) 제2세대 제정법(Second Generation Statute)

제2세대 제정법(Second Generation Statute)은 적대적 M&A 자체를 금지하는 것이 아니라 기업인수로 인한 이익을 배제하는 경향의 입법이다. 이 법은 주주에게 충분한 정보제공을 위하여 공개매수자의 의결권 행사기간을 50일로 규정하고 있는데, 윌리엄법의 20일 유예기간과 상충되지 아니한다. 반면에 M&A자의 행위는 규제하지 아니하고, 대상회사의 방어기준을 규율하는 비주주집단 이익고려법(constituency statutes)[388]에서는 대상회사 이사회가 공개매수 시도의 배척여부를 결정함에 있어 주주이익과 다른 이해관계자(stakeholder)들의 이익도 고려하도록 규정하고 있다.

오하이오주 회사법상 지배주식 취득규정에 의결권 배제요소가 첨가된 형태를 채택한 인디아나주 회사법[389]은 대상회사가 대상회사의 주식을 일정비율 취득하였을 때 각 단계별로 대상회사의 주주총회에서 이해관계가 없는 주주들의 과반수의 승인을 얻지 않으면 그 취득 주식의 의결권은 배제되는 내용을 담고 있다. 이러한 지배주식취득규정은 1994년도 까지 27개 주에서 채택되었다.[390]

또한 공정가격규정을 채택한 대표적인 메릴랜드주 회사법[391]에서는 2단계 공개매수 중 대상회사 발행주식의 10% 이상 소유한 이해관계가 있는 주주와 대상회사간의 합병 및 기업결합의 경우에는 대상회사 주주총회의 특별다수결에 의한 승인이 요구되는데, 공정가격을 충족하는 경우에는 특별다수결 요건이 면제된다.[392]

제2세대 기업인수규제법의 특징으로 이해관계자 규정은 기업 경영진이 의사결정을 내릴 때 해당기업 주주 이외의 피고용인, 채권자, 고객 및 지역사회의 이익을 고려하는 내용을 담고 있는데, 오하이오주 회사법[393]이 그 사례이다.

또한 주식매수청구권을 채택한 펜실베이니아주 회사법[394]에 의하면 대상회사가 대상회사의 주식을 30% 이상 취득한 경우에는 대상회사의 잔여주주들은 대상회사에 대하여 공정가격에 자신들의 주식매수를 청구할 수 있다. 이때 법원이 공정가격을 산정

---

388) Choper. Coffee & Gilson, Cases and Materials on Corporations, (Little, Brown and Company, 1995), p. 1057.
389) Ind. Bus. Corp. Law § 23-1-42(1986).
390) 김홍식, 앞의 책(주 9), 31면.
391) Md. GEN. Corp. Law §§3-601-3-603(1986).
392) 김홍식, 앞의 책(주 9), 31면.
393) Ohio. Gen. Corp. Law. § 1701.59(1988).
394) Pa. Bus. Corp. Law § 910(1988).

할 때에는 1단계 매수에서 대상회사 주주들에게 지급한 프리미엄을 비례적으로 반영하는 내용을 가지고 있다.

3) 제3세대 제정법(Third Generation Statute)

제3세대 제정법(Third Generation Statute)은 CTS판결[395]에서 대법원이 인디아나주의 지배주식취득법의 유효성을 지지한 후 일부 주에서는 제2세대 기업인수규제법보다 더 대상회사에게 가혹한 요건을 부과한데에서 기인하였다. 대표적으로 뉴욕주 회사법상 기업결합규정은 대상회사의 발행주식 20% 이상 소유한 이해관계있는 주주가 대상회사와 기업결합을 시도하는 경우 그 주주가 대상회사의 주식을 20% 이상 취득하기 이전에 주식취득에 대한 대상회사 이사회의 승인을 얻지 못하면 주식취득일로부터 5년 동안 대상회사 간의 기업결합을 금지하고 있다.[396]

제3세대 기업인수규제법은 다양한 내용으로 발전한 바, 1990년 펜실베이니아주 회사법은 지배주식법 채택에 덧붙여 대상회사의 의결권 있는 주식의 20% 이상 취득자에 대하여 지난 18개월간 취득한 이익의 반환을 요청할 수 있는 법규[397]를 제정하였다.

3. 주 회사법(Corporation Act)

미국의 각 주 제정법에 대한 기업M&A 규제는 M&A에 대한 방어를 허용하는 입법을 통하여 각 주의 회사법에서 규제를 하고 있다.[398] 적대적 M&A에 관한 법제도는 각 주

395) CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America, 107 S.Ct. 1637(1987): 공개매수자인 Dynamics Corp. of America는 인디아나주의 회사인 CTS의 주식 9.6%를 소유하면서 지분율을 27.5%FH 올리기 위하여 CTS 주식 100만주에 대한 공개매수를 발표하고 인디아나 주식회사법이 연방법인 윌리엄법에 위배되고 헌법의 주간 통상조항(Commerce Clause)에 위배된다며 소송을 제기하였다. 연방지방법원과 연방고등법원은 Dynamics Corp. of America의 청구를 인용하였다. 그러나 연방대법원 판결은 윌리엄스법상 인디아나 주식회사법은 공개매수자와 경영진으로부터 주주를 보호하려는 윌리엄스법과 상충되지 않는다고 하였다. 즉 미국의 각 주는 그 주의 제정법에 의하여 설립된 회사를 규제하기 위하여 의결권 행사, 주주총회의 소집과 의결 등에 관한 규정을 입법할 권한을 가지고 있으며, 그 주에 의하여 설립된 회사의 내부관계를 규정하기 위한 것으로 각 주간 통상에 대한 불합리한 부담을 주는 것이 아니라는 판결이다.: 한상호, 앞의 논문(주 12), 114-115면 참조.

396) 김홍식, 앞의 책(주 9), 33면.

397) 15Pa. Cons. Stat. Ann. § § 2571-2576(West 1999).

간 차이가 있으나 M&A자의 공격으로부터 대상회사 경영진을 보호하는 방향으로 입법되었고, 특히 다른 주의 M&A자에 대하여는 보다 강력한 규제를 하고 있다.

가. 적대적 M&A 방어수단으로서 주식의 활용

미국의 경우 1880년대에 이익배당우선주가 일반적인 자본조달의 수단으로 이용되기 시작하였고, 1990년대 일반기업은 주주 가치의 극대화를 위한 기업 구조조정의 일환으로 자본시장에서 다양한 종류의 주식을 발행하게 되었다.[399]

우선주에 대한 적법성에 관하여는 1984년 개정모범회사법(Revised Model Business Corporation Act; RMBCA)에서 이를 명문으로 인정하게 되었다.[400] RMBCA § 6.01에서는 '정관에 회사가 발행할 수 있는 주식의 종류(Class) 또는 조(Series)와 그 수를 정하도록 규정' 하고 있다. 오늘날 미국의 각 주 회사법은 1주 1의결권을 원칙으로 하고 있지만 정관 내용을 수정하여 복수의결권을 발행할 수도 있다.

또한 우리 상법과 같이 재산적 내용을 기준으로 보통주식과 우선주식으로 분류[401] 하기도 하고, 종류주식에 대해 다양성과 탄력성을 그 특징으로 하고 있다. 보통주의 경우 의결권, 이익배당에서의 우선권 또는 배당액, 이사선임권 등에 있어서 권리내용이 다른 여러 종류의 주식을 발행할 수 있다.[402]

예컨대, 이익배당이 자회사 또는 특정사업부문의 실적에 연동되는 트래킹주식(Tracking Stock), 기준 보통주(Regular Common Stock)보다 2배 이상 이익배당을 받을 수 있는 주식, 무의결권주 또는 1주에 대하여 복수의 의결권(복수의결권주식) 혹은 1미만의 의결권을 갖는 주식(부분의결권주식), 종류에 따라 선임 가능한 이사의 수가 다른 주식, 2개 이상의 종류주식을 투표집단(Voting Group)으로 하여 이사를 선

---

398) Balotti, Jesse A. Finkelstein, "The Delaware Law of Corporations & Business Organizations Statutory Deskbook", Aspen Publishers, 2011, p.101-104.

399) 강성훈, "자본시장 활성화를 위한 새로운 종류주식의 도입방안 연구", 숭실대학교 박사학위논문, 2010. 2, 61면.

400) 임재연, 앞의 책(주 214), 159면.

401) Larry D. Soderquist & A.A. Sommer, JR & Pak K. Chew & Linda O. Smiddy,Corporations and Other Business Organization, MICHIE, 1997, p.164.

402) Robert W. hamilton & Jonathan R. Macey, supra note 6, p.388; Del. Gen. Law § 151; NY. Buss. Corp. Law § 501.

임하는 주식 등이 있다.

미국에서는 벤처기업 등 폐쇄회사의 보통주식을 다양화하여 주주들 사이에 회사지배 또는 이익배당 등과 관련한 합리적인 조정을 도모하고 있다. 또한 트래킹주식은 제너럴 모터스(GM)사가 1984년 최초로 발행한 바 있고, GM은 완전 자회사를 대상으로 실적에 연동하는 '자회사연동형' 트래킹주식을 발행하였다. United States Steel Corporation은 '특정사업부분연동형' 주식을 발행하기도 하였다.

복수의결권주식의 실례로 포드 모터스(Ford Motor)사는 대주주의 지분이 7%임에도 불구하고 1주당 보통주보다 의결권이 16배나 인정되어 총의결권의 40%에 해당하는 지배력을 행사하였다.[403] 포드 이외에는 GM과 코카콜라(Coca-Cola)사도 복수의결권주식을 발행하고 있었다.

주식의 종류는 기본정관에 규정되지만 1 종류 내에서 특정한 조(series)의 권리는 이사회가 정한다. 우선주의 배당액 또는 배당률, 상환·전환조건 등 구체적인 권리내용을 각 조 또는 각 종류의 주식을 발행할 때 시장상황을 고려하여 이사회가 결정하여 발행한 주식을 "백지주식(Blank Stock)"이라고 하며, RMBCA와 델라웨어 주 회사법 등에서 관련된 명시 규정을 두고 있다.[404]

적대적 M&A자의 의결권 행사저지 발상은 미국 각 주의 회사법이 인정하고 있고, 그 중에서도 지배주식취득조항(control share acquisition provision)[405]이 대표적인 예이다. 미국에 경우에는 주 회사법에서 주주간의 의결권분배에 대해 강행법적인 규제가 없지만,[406] 상장회사에 대해서는 증권거래소의 상장규정으로 일정한 제한을 가하고 있다. 즉, 비상장회사에서는 복수의결권제도를 채택하는데 제한이 없고 상장회사인 경우에만 일정한 조건하에서 차등주식의 발행이 가능하다.[407]

---

403) Douglas C. Ashton, "Revisiting Dual-class, Stock", 68 Saint John`s L. Rev 863(1994), p.130.

404) RMBCA § 6.02; Del Code Ann tit 8, § 151.

405) 대상회사의 일정한 비율이상 의결권총수를 취득한 자는 이해관계 없는 주주의 다수결에 의한 승인이 없으면 의결권을 행사할 수 없다는 규정은 적대적 M&A의 성패를 대상회사 주주의 집단적 결정에 맡김으로써, 강압적 매수에 대한 방어수단으로 이해된다(Booth, "The Promise of state Takeover Statutes", 86 Mich. L. Rev.1671(1988), 1674면). 한국의 경우 주주평등의 원칙의 예외인 감사의 선임에 있어서 3% 이상의 주식을 소유한 소수주주에게 그 초과분에 한하여 의결권을 배제하는 것(상법 제409조 2항)도 취지는 다르나 이와 비슷하다.

406) Del Gen. Cor. Law §151(a); RMBCA §6.01(a); N.Y Bus. Cor. Law §501(a).

407) 미국에서는 S&P 500대 기업의 7%가 복수의결권구조를 채택하고, 전체적으로 600개사가 도입한 것으로 추정된다.; 상장자료실, "차등의결권제도의 각국 사례와 검토과제",「상장」, 2008.5, 58면.

미국의 경우 복수의결권주를 이용한 경영권 방어적 전략은 일반적으로 주식교환(exchange offers), 주식배당(special distributions)과 의결권변경(alteration of voting right)을 통하여 지배주주나 경영진 등 회사내부자의 차등주식 보유방법을 활용함으로써 이루어졌다.

또한 모범회사법에서 주식양도의 제한은 정관, 부수정관, 계약에 의해 가능하여 양자의 양도 제한을 달리 취급하지 않고 있다. 양도제한의 목적에 합리성이 있으면 정관이나 부수정관에 규정하거나 주주간 계약으로 선택할 수 있도록 한 것이다.[408]

나. 포이즌 필

포이즌필[409]은 경영권방어의 목적으로 이용된 기존의 수단인 계열사를 통한 상호출자, 자기주식취득, 전환사채발행 등에 비하면 설계하기에 따라 훨씬 덜 경직적이고 효과적일 수 있다.[410] 원래 포이즌필은 주주들에게 주식을 매수할 수 있는 권리를 배정하고 적대적 M&A자가 일정비율 이상의 주식을 취득하는 경우에는 적대적 M&A자를 배제한 채 잔여주주만이 대상회사의 보통주를 시세보다 저렴하게 인수할 수 있는 선택권(call option)을 말한다. 포이즌필은 주식인수권(stock purchase right) 또는 워런트(warrant)를 활용한 경영권 방어계획(right plan)에 대하여 붙여진 속칭에 불과할 뿐 그 권리자체를 지칭하는 용어는 아니다.[411] 도입법률안에서는 이 권리를 신주인수선택권이라 명명하였다.

미국은 포이즌필의 발행에 관한 연방차원의 회사법 규정이 없으며, 주 회사법에 근거하여 발행하고 있다. 미국 회사법에서는 회사를 주주, 경영진, 채권자, 종업원 등 이해관계자(stakeholder) 사이의 계약연속체(nexus of contract)로 파악하므로, 회사법은 임의법규로서 표준계약의 성격을 가진 것에 불과하다. 그리하여 회사법에 규정되어 있는 경우에는 정관에 의한 사적 자치기능을 부여하고 있으며, 회사법에 규정이

408) MBCA § 6.27(a) (2011).

409) 포이즌필(독약 증권)을 경영권 안정기능에 착안하여 '경영권안정증권' 이라 칭하기도 한다.; 김건식, 「회사법 연구 II」, 소화, 2010, 71면. 또한 포이즌필을 '유독 환약' 이라 칭하기도 한다.; 정찬형, 앞의 책(주 8), 517면.

410) 김건식, 위의 책(주 409), 72면.

411) 송종준, 앞의 논문(주 94), 163면.

없는 것은 이사회에 광범위한 권한을 부여하고 있는 것이 특징이다.[412]

미국의 포이즌필 계획실무에서는 신주인수선택권의 부여 후 행사사유의 발생 이전에는 신주인수선택권의 양도가 금지되고, 행사사유가 발생한 후 10일이 경과하기까지는 신주인수선택권을 주식과 분리(detachment)하여 양도할 수 없다. 이 기간까지는 신주인수선택권을 표창하는 증권이 발행되지 않는다. 그러나 그 10일이 경과한 후부터는 신주인수선택권만을 분리하여 양도할 수 있다.[413] 이 경우에는 신주인수선택권증서(certificate for the right)를 발행하고, 회사는 신주인수선택권증서를 주주에게 송부하며[414], 이 증서에 의하여 주식으로부터 분리된 선택권을 행사하거나 양도할 수 있다. 뉴욕증권거래소(NYSE)에서는 신주인수선택권이 부착(attachment)된 주식을 상장하여 거래하도록 승인하거나, 주식과 분리하여 신주인수선택권 증서만을 거래할 수 있도록 승인할 수 있다고 한다.[415]

경영권 방어수단으로 포이즌필은 대상회사 이사진에게 M&A시도 회사의 평가 및 이들과의 협상력을 증진시켜 더 많은 이익의 기회제공이란 점에서 다른 경영권 방어수단들에 비해 효율적인 방어수단이다.[416]

미국의 경우 포이즌필은 적대적 M&A 상황에서 사전적 방어수단으로서 작용하기보다는 오히려 평상시 경영권을 안정시키며, 대상회사 이사회의 협상 포지션의 향상 기능과 회사가 갑작스럽거나 파괴적인 M&A의 두려움 없이 지속적으로 사업을 수행하는 수단으로 활용되고 있다.[417]

또한 워런트 발행은 잠재적인 주식 발행의 효과가 있다. 만약 지분비율에 따라 주주에게 무상으로 부여하거나 이사회의 전권으로 제3자 배정방안이 도입된다면 그 효용은 배가될 것이다.[418] 이와 같이 워런트 발행으로 사전에 우호적인 백지주(white

---

412) 송종준, 앞의 논문(주 94), 166면.

413) 송옥렬, “포이즌필의 도입가능성”,「SFL」, 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005, 103면.

414) Martin Lipton Erica H. Steinberger, op. cit, § 6.03[4](a)(ⅰ), 6-154.

415) 선택권이 부착된 상장주식의 거래에는 거래비용(processing fee)이 따로 부과되지 않지만, 신주인수선택권증서만을 분리하여 거래하는 경우에는 상장에 따르는 거래비용을 부과한다고 한다.; Martin Lipton·Erica H. Steinberger, op. cit. § 6.03[4](a)(ⅰ), 6-154.

416) Douglas G. Gruener, “Chilled To The Pill: The Japanese Judiciary's Cool Reception of The Poison Pill And Potential Repercussions,” 67 University of Pittsburgh Law Review 871, Summer, 2006, p. 873.

417) Douglas G. Gruener, supra note 190, p.896.

squire)[419]가 취득하거나, 경영진과 지배주주가 시장에서 직접 매입한 후 적대적 M&A가 발생한 후 그 권리를 행사할 수 있다면 포이즌필의 효과를 얻을 수도 있다. 미국 법원은 적대적 M&A에 대한 방어수단인 포이즌필을 유효하다고 판시한 바 있다.[420]

다. 이해관계자 규정

회사법체계 내에서 회사 경영자가 기업의 이해관계자를 고려하도록 법제화된 것은 1980년대 미국에서 적대적 M&A가 증가하면서부터이다. 당시 주주중심주의자들은 경영자는 주주의 수익극대화가 의무이고 이러한 신인의무를 제대로 이행하지 못하면 회사주가가 떨어져 경영자는 M&A에 의해 경영권을 박탈당해야 한다는 논리에 의해 적대적 M&A를 정당화하였다.[421] 그러나 과도한 차입을 통한 적대적 M&A는 구조조정을 수반하였고, 이 과정에서 발생한 대량해고·공장폐쇄 등은 지역사회의 반감을 일으켰다.[422] 이에 펜실베이니아 주 등 다수의 주에서 적대적 M&A 방어수단의 일환으로 이해관계자 규정을 입법화하였다.[423]

1983년 미국 최초로 이해관계자규정을 입법화한 펜실베이니아주 회사법은 이사회 및 그 구성원인 이사가 각각의 직책에 따른 면책을 위해서는 회사를 위한 최선의 이익을 고려하면서 적당한 수준에서 주주, 고용인, 공급자, 고객, 회사채권자, 지역사회(사무소 또는 회사설비의 소재지)에 대한 회사 영업행위의 효과고려를 요구한다.[424] 이러한 이해관계자규정은 경영자가 적대적 M&A기업에 직면하여 인수조건 평가

---

418) 권종호, “자금조달수단의 다양화와 일본의 주식법제의 개선”,「증권예탁」, 제52호, 증권예탁결제원, 2004, 17면.

419) 선우석호, 앞의 책(주 218), 447면.

420) Moran v. Household International, Inc. 500 A. 2d 1346(Del. S. Ct., 1985).

421) Julian Velasco, “The Fundamental Rights of the Shareholder,” 40 U.C. Davis L. Rev. 407, 445-448(2006) 참조.

422) Eric W. Orts, “Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes,” 61 Geo.Wash. L. Rev. 14, 24(1992).

423) Winkler, supra note 134, at 123.

424) 15 Pa.C.S. §1715(a) (ⅰ) (2012). 이러한 이해관계자 규정에 대해 회사는 선택적 배제(opt-out)가 가능하다. Michael E. DeBow & Dwight R. Lee, “Shareholders, Nonshareholders and Corporate Law: Communitarianism and Resource Allocation”, 18 Del. J. Corp. L. 393, 407(1993).

에 있어 금전적 요소 외에 이해관계자에 관련된 비금전적 요소를 고려함으로써 M&A 방어수단으로 작용하였다.[425]

2007년 네브라스카주가 이해관계자 2007 조항을 채택함에 따라 미국의 30개주가 이해관계자규정을 채택하고 있다.[426] 미국의 과반수 주가 이해관계자규정을 채택하지만 대다수 기업의 본사가 있는 델라웨어주는 이해관계자규정을 채택하고 있지 않다. 그러나 델라웨어주 대법원은 Unocal v. Mesa Petroleum 판결,[427] Revlon v. Mac Andrews & Forbes Holdings 판결,[428] Paramount Communications v.Time 판결[429] 등에서 경영자가 적대적 M&A시 인수위협이 이해관계자들(constituencies)에게 미치는 영향도 고려하도록 하였다.[430]

1960-70년대 CSR이 소비자보호법, 환경보호법 등 회사법 외부에서 논의되었다면, 1980년대 CSR은 경영자의 신인의무에 이해관계자에 대한 고려를 포함시키는 것을 중심으로 회사법상 논의된 특징이 있다.[431]

라. 위임장 철회

보통법(Common Law)상의 원칙에 따라 이익을 수반하지 않는 위임장은 임의로 철회할 수 있다고 보는 경우도 미국의 일부 주에서 나타나고 있다. 그러나 대부분의 주의 경우 철회할 수 없는 위임장의 요건으로서의 이익의 개념을 무시하거나 이를 인정하더라도 이익의 개념을 확대함으로써 이를 유명무실하게 하고 있다. 또한 장기간의 철회할 수 없는 위임장 효력에 관한 규정도 동시에 두고 있어 대부분 주는 약정이 없는 한 일정한 기일(보통 11개월)이 경과하면 효력이 없다고 보고, 일부 주에서는 이익수

---

425) 김화진·송옥렬,「기업M&A」, 박영사, 2008. 384면.
426) Brian M. McCall, “The Corporation as Imperfect Society,” 36 Del. J. Corp. L. 509, 563(2011).
427) Unocal v. Mesa Petroleum Co., 493 A. 2d 946(Del. 1985).
428) Revlon, Inc. v. Mac Andrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A. 2d 173(Del. 1986).
429) 김정수,「자본시장법원론」, SFL그룹, 2011, 832-838면 참조.
430) Unocal,493 A. 2d at 955; Revlon, 506 A. 2d at 176(앞의 Unocal 판결 인용); Paramount, 571A. 2d. at 1153. Unocal 법원은 이해관계자들(constituencies)로서 채권자, 고객, 고용인, 지역사회 일반 등을 들고 있다. Unocal, 493 A. 2d at 955.
431) 김갑래, “기업의 사회적책임에 관한 미국판례 분석: 한국에 대한 정책적 시사점”,「증권법연구」, 제13권 제1호, 한국증권법학회, 2012, 167면.

반여부로 나누어서 다소 장기(예컨대 10년)의 위임장 효력기간을 정하고 있다.[432]

마. 의결권신탁제도

미국의 경우 의결권신탁은 대부분의 주 법상 공시가 요구되고 권리가 상대방에게 이전된다는 점에서 의결권행사계약과 차이가 있다.[433] 미국의 폐쇄회사의 경우, 회사의 정책결정에 있어서 지배권을 확보하기 위하여 주주들 간의 계약이 널리 이용되고 있다. 특히 의결권 결합으로 회사에 대한 적대적인 M&A에 대한 대항력 확보, 장기간 동안의 회사에 대한 지배획득 및 유지 제도로서 의결권행사계약(Voting Agreement), 철회할 수 없는 위임장(irrevocable proxy), 의결권 신탁(Voting Trust) 등이 널리 이용되고 있다. 한국에서도 주주간 계약을 상법상 제도로 정착시키는 것이 필요하다.[434] 미국의 경우 의결권 신탁계약은 엄격한 요건하의 서면계약과 계약서등의 회사 사무실 비치와 존속기간의 일정한 제약과 함께 일부 주에서는 개방성 의결권신탁(open-end voting trust)을 인정하고 있다.

RMBCA를 비롯한 대부분의 제정법에 의하면 의결권신탁계약이 성립하고 비밀스러운 의결권신탁을 통한 부당한 회사지배를 방지하기 위하여 (ⅰ) 신탁계약자들 간의 서면계약(by an agreement in Writing)에 의할 것 (ⅱ) 신탁계약서 및 의결권신탁증서의 소유자에 대한 성명·주소 등의 기록과 함께 신탁에 이전된 주식의 수와 종류가 기재된 계약서의 사본을 다른 주주 또는 의결권 신탁증서소지인(실질주주 포함)의 열람(영업시간 내에 가능)에 응하기 위하여 회사의 주된 사무소(principal office) 또는 등록사무소(registered office)에 비치하여 둘 것을 요건으로 하고 있다.[435]

이러한 의결권신탁 요건을 구비하지 못한 경우 그 미비요건의 보완이 용이하더라도 효력을 인정하지 아니하며, 형식상 의결권행사계약으로 보이더라도 그 실질이 의결권

---

432) 상홍규, 앞의 논문(주 1). 354-355면.
433) 상홍규, 앞의 논문(주 1), 352면.
434) 박정국, “의결권 행사를 위한 주주간 계약의 고찰”,「외법논집」, 제36권 제1호, 한국외국어대학교 법학연구소, 2012. 2, 244면.
435) 윤성승, “의결권 신탁과 의결권 행사계약의 비교법적 고찰”,「상사판례연구」, 제24집 제2권, 2011.6, 155면.

신탁이면 제정법에 의한 의결권신탁 요건을 구비하여야 하고, 미비된 이상 아무런 효력이 없다.[436] 이후의 법원판결은 공공정책(public policy)을 위반하지 아니하는 한 일부 요건을 흠결한 경우에도 의결권신탁계약을 유효한 것으로 하고 있다.[437]

의결권신탁의 존속기간에 관하여 대부분 주의 제정법은 그 최장기간을 10년의 한도로 하고 있으며 예외적으로 루이지애나와 미네소타(15년), 뉴저지(21년) 등에서는 보다 장기의 기간으로 하거나 델라웨어와 위스콘신 등은 최장기간을 정하지 않고 있다.

법에서 정한 최장 존속기간을 초과하거나 신탁기간에 대한 약정이 없으면 의결권신탁이 무효로 된다. 그러나 일부 주의 판례에서는 최장기간을 초과한 부분만 무효로 보아 일정기간내의 효력을 인정하고 있다. RMBCA 및 일부 주의 제정법에서는 의결권신탁기간에 대한 약정이 없거나 10년을 초과한 계약은 그 존속기간을 10년으로 본다.

또한 연장 효력은 이에 동의한 주주에게만 미친다. 이러한 의결권신탁의 존속기간 중에는 계약조건의 성취 또는 성취불능이 확정된 경우가 아닌 한 의결권신탁은 철회할 수 없다.[438] 다만, 모든 계약당사자의 동의가 있으면 철회할 수 있다고 본다.

그러나 일부 주의 제정법은 일정비율 이상 보유 주주의 동의가 있으면 의결권신탁을 취소할 수 있다고 한다.[439] 신탁계약은 계약체결 후 계약기간 내에는 임의로 철회할 수 없지만, 모든 계약당사자가 합의 하고 수탁자에게 불리하지 않은 경우에는 계약기간을 조정할 수도 있다.[440]

---

436) 대표적인 판례인 Abercrombie v.Davis, 130 A.2d 338(Del.1957)에서 이는 의결권행사계약이 아니라 사실상의 의결권신탁계약(de facto voting trust)으로 보아 효력을 부인하고 있다; 상홍규, 앞의 논문(주 1), 359면.

437) Cox and Hazen, op.cit., p. 379. 또한 Oceanic Exploration Co. v. Grynberg, 428 A.2d 1 (Del Super. Ct. 1981) 사건에서는 의결권신탁계약상의 흠결이 있는 경우에도 의결권행사계약으로는 유효한 것으로 보았다; Stephen M. Bainbridge, Corporate Law (2nd ed., 2009), p. 445.

438) 철회할 수 없는 위임장을 의결권행사계약의 유형중의 하나로 보는 견해도 있다.; 박정국, 앞의 논문(주 434), 244면.

439) 상홍규, 앞의 논문(주 1), 360면.

440) 박정국, 앞의 논문(주 434). 250면.

4. 2007년 외국인투자와 국가안보에 관한 법률

(Foreign Investment and National Security Act of 2007)

가. 입법배경

Exon-Florio규정은 '종합무역및경쟁력제고법'(Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988) 제5021조에 의해 개정된 '방위산업법'(Defense Production Act of 1950)(이하 'DPA' 라 함) 제721조를 말한다.

급변하는 글로벌경제 속에서 외국인에 의한 미국 내 투자가 활발히 진행되는 가운데 1980년대 당시 미국은 일본과의 통상마찰과 대외무역적자 등 악재 속에서 경제적 난항을 겪고 있었다.[441] 미국은 국가안보 관련 외국인 투자규제에 대하여 1988년 이후 관행상 "Exon-Frorio 수정조항" 으로 운영되는 외국인 투자규제방식을 일부 수정 · 보완하고, "2007년 외국인투자와 국가안보에 관한 법률 "을 제정하였다. Nebraska 주의 상원의원 Exon과 New Jersey 주의 하원의원 Florio에 의해 처음으로 제안된 이후 테러리즘에 대항한 국제적인 전쟁수행의 빈도가 높아짐에 따라 국가안보의 중요성이 더욱 높아지면서 Exon-Florio법은 더욱 강화되었다.[442]

그 이후 " Exon-Frorio 수정조항 "이 도입 당시와 비교하여 미국 국내와 세계 경제 상황 변화와 상관없이 미국에서는 2004년 말 외국인 직접투자는 1조 5300억 달러로 전년보다 8.2% 증가하여 외국인들의 미국 내 투자는 점점 증가하는 추세이다.[443]

나. 주요내용

---

441) " Exon-Frorio 수정조항 "의 제정 배경에는 당시 미국과 일본 간 통상마찰이 심하였고, 미국에서 보호무역주의가 대두된 1986년 일본의 FUJIS사는 미국정부에 군수물자를 납입하고 있던 FAIRCHILD 반도체회사의 M&A을 추진하였으나 이루어지지 않았다. 그러나 이 사건을 계기로 " Exon-Frorio 수정조항"이 제정되었다.

442) 최승재, 앞의 논문(주 319), 315면.

443) 2005년 당시 미국 9위 석유개발업체 UNOCAL사는 경영부진으로 매각을 선언한다. 결국 당시 2위 업체인 CHEVERON TEXACO사와 매각합의를 하게 된다. 그런데 1982년 설립된 중국 국영 해양석유공사(CNOOC)가 기존 합의의 파기조건으로 파격적 제안하였으나 결국 거래는 성립되지 아니하였다.; 이준호, "미국 2007년 외국인투자와국가안보에관한법률" ,「법제」, 한국법제연구원, 2007. 52면.

1) CFIUS[444]에 의한 검토(Review)

본법이 적용되는 당해거래[445]에 관한 당사자의 자발적 서면통지 또는 CFIUS의 직권에 의하여 검토(Review)가 개시된다. 또한 서면통지의 철회요청은 위원회의 논의의 계속여부에 영향을 미치지 아니한다. 대통령 또는 위원회의 검토 직권개시는 인지된 일정한 거래에 대하여 일방적으로 개시할 수 있고, 거래당사자 자료제출 누락의 경우에도 직권 개시되며, 과거에 검토나 조사된 거래 중에서 완화협정이나 계약조건을 고의적으로 위반한 경우나 위반사항을 다른 법에 의하여 제재조치를 취할 수 없는 경우에도 직권으로 검토가 개시된다.

2) CFIUS에 의한 조사(Investigation)

거래당사자가 CFIUS의 검토 진행 중에 신청을 철회하고 거래를 포기하지 않는 한 검토결과에 따라 위원회는 조사절차를 진행하고, 조사내용에 근거하여 일정한 조치를 취하게 된다. 위원회 조사의 기간제한도 기존 관행과 동일하게 45일로 제한된다.[446]

본법에서는 조사절차의 거래대상에 관하여 (ⅰ) 당해거래가 미국안보를 침해하는 위험이 있으면서 검토 이전 또는 검토 진행 중에 그 위협이 완화되지 않은 경우, (ⅱ) 당해거래가 외국정부에 의해서 통제되고 있는 경우, (ⅲ) 당해거래가 특정 또는 중요 사회간접자본시설을 대상으로 하는 경우, (ⅳ) 위원회의 의견과 일치하여 주무기관(Lead Agency)[447] 이 조사에 착수할 것을 추천한 경우라고 규정하고 있다.

3) 검토 및 조사완료의 의회 통지

검토 및 조사가 완료되면 위원회 의장과 주무기관장은 지체 없이 의회에 통지하여야 한다. 통지는 반드시 위원회 의장과 주무기관장의 서명이 있어야 하며, 그 내용으로 거래에 관련하여 위원회가 실행한 조치 및 고려요소들 중에서 결정적인 요소의 확

---

444) 미국 연방해외투자위원회(Committee on Foreign Investment in the United States: CFIUS)의 당연직 구성원은 재무장관, 상무장관, 국무장관, 노동장관(위원회 의결권 없이 당연직), 법무장관, 국가정보국의장(의결권 없이 당연직), 국토안보장관, 국방장관, 에너지장관 이다.

445) James K.Jackson, Exon-Florio Foreign Investment Provision -Overview of H.R.556, CRS Report for Congress(2007.2.1).

446) 이준호, 앞의 논문(주 443), 56면.

447) 이준호, 앞의 논문(주 443), 57면.

인을 포함하며, 당해거래에서 해결되지 않은 국가안보에 위협적 요소가 없다는 사실도 함께 기술하여야 한다.

4) 완화협정(Mitigation Agreement) 및 추적 권한(Tracking)

위원회 또는 주무기관은 본법이 적용되는 해당거래 결과로 미국의 국가안보에 위협이 있는 경우 이를 완화하도록 당해거래의 당사자와 일정한 협상이나 조건을 실행하거나 부가할 수 있다. 또한 위원회는 완화협정 준수에 관한 일정한 평가도구를 개발하여야 한다. 본법에는 이른바 "Evergreen Provision" 규정을 포함하고 있다. 이 규정의 내용은 이전에 검토를 필한 해당거래이더라도 사후에 완화조치에 관한 중대한 의무위반이 있는 경우 CFIUS가 재조사를 자동 개시할 권한을 부여한다는 내용이다.

5) 대통령의 조치

미국의 국가안보에 위협을 가하는 해당거래에 관하여 정지 또는 금지함이 적절하다고 대통령이 판단하는 경우 대통령은 다음 사실이 발견된 경우에만 행사하게 된다.

(ⅰ) 당해거래가 외국의 통제에 의하여 국가안보에 침해를 가할 위협이 있는 신뢰할만한 증거(Credible Evidence)가 존재한다고 대통령이 판단한 경우

(ⅱ) 대통령 판단 하에 본법과 국제긴급경제권한에 관한 법 이외의 법률이 관련 문제에서 국가안보를 보호할 적절하고 충분한 권한을 대통령에게 부여하지 못하는 경우

또한 대통령의 조치가 행사될 때 "국가안보(Nation Security)"의 해석에 고려된 요소들이 동일하게 적용되며, 이러한 조치는 사법적 판단대상에 포함되지 아니한다.

6) 의회의 감독권한

위원회 의장은 상원과 하원의 법사위원회 위원장 및 최고 위원에게 매년 7월 31일 이전까지 12개월 동안 이루어진 해당거래에 관한 검토와 조사내용의 연례보고서를 제출하여야 한다.

다. 분 석

1) 일반적인 외국인 투자자에 대한 영향

본법은 관행으로 운영된 절차가 성문화된 것을 내용으로 하고 있다. 본법에서는 완화협정 이행에 있어서 의무위반이 발생하면 즉시 CFIUS에게 다시 거래에 관한 조사절차 재개 권한이 부여되어 있다. 따라서 엄격하고 면밀한 최초 검토와 조사절차를 경유하였을지라도 거래 당사자들 간 체결된 완화협정의 준수 유지가 일반 외국인 투자자들에게 가장 중요할 것이다.

2) 외국정부에 의해 통제되는 투자자의 부담

본법에 의하면 45일간 조사과정은 주로 투자자와 외국정부와 관계에 기초하여 집중적인 조명에 목적이 있다. 이 조항의 내용은 주로 강도 높은 수준의 조사를 요구하게 되는데, 이는 외국투자자들에게 규제범위에 포함되지 않도록 상당한 부담으로 작용될 것이 예상된다.[448]

3) CFIUS 역할의 중요성

본법에서 외국인투자규제 절차가 공식적으로 성문화되어 일반투자자들은 더욱 강력한 규제와 동시에 명확한 예측가능성이 명시되었다. 따라서 CFIUS의 절차진행의 예측가능성으로 잠재적 투자자들은 더욱 확신 있는 투자전략과 사업운영을 시도할 수 있다. 이러한 메커니즘은 CFIUS의 검토와 조사절차의 진행이 더욱 합리적인 예측에 의하여 운영될 것이 요구된다.

4) 경제적 효율성에 관한 문제

미국에서 DUBAI PORT WORLD 사례[449]가 발생했을 당시 많은 경제학자들은 외국인 투자에 의해서 미국 경제와 국가안보에 영향을 미칠만한 증거는 거의 없었다고 하였다. 즉 시장 불확실성의 증가로 미국 기업들이 중시하는 자사의 주식가격에 부정적인 영향을 미치며, 미국 기업들의 대응 행동들이나, 외국인투자의 포기 등에 따라 미국의

---

448) 이준호, 앞의 논문(주 443), 61면.

449) 2006년에는 아랍에미리트의 국영회사인 DUBAL PORT WOLD사가 영국의 P&O사를 68억 달러에 인수 합병추진 중 아랍에미리트의 DUBAL PORT WOLD사가 P&O 인수작업만 추진하고 미국의 항만운영권은 포기하면서 일단락 되었다; 이준호, 앞의 논문(주 443). 52면.

경제적 후생의 최적점을 상실한다는 주장이다. 이러한 입장에서는 CFIUS의 활동이나 외국인투자의 기본원칙들의 운용에 있어서 무리한 규제를 지양하고 신중하며 융통성 있는 절차진행이 요구된다.[450]

라. 소 결

외국인 투자에 관한 포용적인 정책에도 불구하고, DUBAI PORT WORLD 사건이나 CNOOC 사건에서는 과거 보호무역주의 시대보다도 더 엄격한 제재와 규제를 주장하였다. 다른 외국들과 자유무역협정을 체결하면서 자국 내의 외국인 투자규제로 다른 국가들로부터 이의제기를 면하기는 어려울 것이다. 한편, 미국 국내에서도 외국인 투자규제가 외국인 투자기피 그리고 달러자산 매도로 이어질 경우 달러화 가치 급락·금리 급등과 주가 하락 유발로 이어질 수 있으므로 미국정책에 대한 비판도 상당함이 현실이다. 따라서 본법 제정의 파급효과로 본법에 근거한 절차운영상의 문제가 미국 경제에 적지 않은 영향을 줄 것으로 보인다.

5. 기타 M&A 규제법

가. 전기통신산업분야 관련법

전기통신분야의 외국기업 참여규제는 연방통신법(Federal Communication Act) 제310조와 통신위성공사(A Communication Satellite Corporation) 임원을 미국시민으로 한정하는 통신위성법(Communication Satellite Act) 제33조이다.

연방통신법 제310조에서는 외국기업에 대한 투자제한을 상세히 명시하고 있다. 즉 외국정부의 대표에게 방송허가가 제한되며, 외국인이나 외국법에 의해 설립된 회사,

450) 이준호, 앞의 논문(주 443), 62면.

지분의 20% 이상을 외국인이나 외국회사 등이 소유한 회사, 지분의 25% 이상을 외국인 또는 외국회사가 직·간접적으로 지배하는 회사로 연방통신위원회가 허가하지 아니한 것이 공익(public interest)에 부합한다고 판단하는 경우에는 방송국 허가는 물론 기간통신망 허가하지 않도록 규정하고 있다.

또한 상호주의에 따른 외국기업 등의 참여규제 규범으로 해저케이블 설치 및 운영에 관한 법과 국제통신용의 무선면허에 대하여 상호주의 기준 채용을 규정하고 있는데, 이 법은 1921년 제정되어 대통령에게 면허부여 권한이 있다.[451] 무선국의 면허부여 및 보유에 대하여 결격자로 외국정부 혹은 그 대표자이며,[452] 무선국 중에서 방송, 공중통신사업, 항공로, 항공고정의 무선국에 한하여 면허의 부여 및 보유의 결격자를 규정하고 있다.[453] 반면에 연방통신위원회(Federal Communication Commission, FCC)는 외국기업 참여를 인정함과 동시에 경쟁촉진의 이익을 강조하고 국내기업, 외국기업의 차별을 하지 아니한다.

나. 해저케이블의 설치 및 운영에 관한 법

해저케이블의 설치 및 운영에 관한 법 제1조(47U. S. Code 34)에서 직접 혹은 간접으로 미국과 외국을 연결 혹은 미국의 일부 지역과 다른 지역을 연결하는 해저케이블을 미국에서 설치 혹은 운용하기 위해서는 대통령의 서면 면허가 요구된다. 동법 제2조에서는 대통령이 정당한 통지 및 청문을 한 후 면허 보유 · 취소의 일정한 사유에 해당된다고 확신할 경우에는 면허를 보유 혹은 취소할 수 있다고 규정되어 있다. 일정한 경우란 외국에 있어서의 케이블의 설치 혹은 운용의 확보에 도움이 될 경우, 외국에 있어서의 미국 혹은 미국시민의 권리 또는 이익의 유지에 도움이 될 경우, 미국의 안전을 증진할 경우를 말한다.[454]

다. 징벌적 손해배상관련법

451) 연방통신법(Federal Communication Act) 제308조(c).
452) 연방통신법(Federal Communication Act) 제308조(a).
453) 연방통신법(Federal Communication Act) 제308조(b).
454) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 65면.

징벌적 손해배상제도는 원래 영국의 보통법(common law)상 판례를 통하여 인정되어 발전되었다. 영국에서는 전보적 손해배상을 원칙으로 하면서 예외적으로 징벌적 손해배상을 인정하고 있다. 과거의 영국법원은 13세기 이후 배심원들은 금전 손해배상을 인정하기 시작하였다. 그러나 그 배상규모가 매우 다양하여 손해배상의 산정기준 없이 매우 다양하였으며, 손해배상에 대한 배심의 결정은 항소법원에 의해서 재심될 수도 없었다.[455]

그 후 18세기에 이르러 근대국가에 의한 체계적인 사회통제가 이루어지면서 비로소 민사책임과 형사책임이 분리되어 민사책임에 형사책임 요소를 가미하여 실제 발생한 손해보다 더 많은 배상액을 인정하는 징벌적 손해배상제도가 탄생된 것이다.[456]

미국에서는 영국의 징벌적 손해배상제도를 도입하여 발전하였다. 1791년 뉴저지주 법원이 최초로 징벌적 손해배상을 인정하고, 1851년에 연방대법원은 '징벌적 손해배상은 미국법 체계에 확고하게 자리를 잡았고, 따라서 그 손해액 산정의 정당성에 대한 더 이상의 논쟁이 필요하지 아니한다' 라고 선언하였다.[457]

그러나 이러한 징벌적 손해배상제도를 법체계의 균형을 파괴하는 허물이며 괴물이라고 배척한 뉴햄프셔주 대법원의 1873년 'Fay v. Parker 사건' 판결을 배경으로 제도 폐지론이 현재까지 제기되어, 명시적으로 부정하거나 제한적으로 인정하는 주도적지 않다.[458] 미국에서는 형사소송보다 민사소송에서 피고보호가 가벼워 법원은 (ⅰ) 징벌적 손해배상의 결정기준으로 피고행위에 대한 비난가능성 정도, (ⅱ) 실제 또는 잠재적 피해규모와 징벌적 손해배상액간의 격차, (ⅲ) 징벌적 배상액과 유사사례에서 허용 부과 전 민사벌금액 간의 차이 등을 신중히 고려한 'Gore Guideposts 기준' 을 제시하고 있다. 특히 이 기준에 위반된 과다한 징벌적 손해배상액 산정을 미국 수정헌법 제14조 위반으로 규제하고 있다.[459]

---

455) 김재국, "징벌적손해배상",「민사법연구」, 제5집, 대한민사법학회, 1996, 86면

456) 영국에서 최초로 징벌적 손해배상을 인정한 판례는 'exemplary damages'라는 용어를 사용한 1763년의 Huckle v. Money사건이다.; 김상찬·이충은, "징벌적 손해배상제도의 도입을 위한 비교법적 고찰",「법학연구」, Vol 35, 한국법학회, 2009, 167-168면 참조.

457) 김재중, "대체형벌로서의 징벌적 손해배상제도",「형사법연구」, 제26호, 한국형사법학회, 2006.12, 680면; The doctrine of punitive damages was well-entrenched in our legal system that the question of propriety of awarding punitive damages will not admit of argument(Day v. Woodworth, 54 U.S.(13 How) 363, 371(1851).

458) 박종렬, "징벌적 손해배상에 관한 연구",「법학연구」, 제26집, 한국법학회, 2007. 5, 148면.

제 2 절 독 일

독일에서는 2000년대 주식법이 여러 차례 대폭 개정되었으며, 2008년에는 유한회사법이 개정되었다. 이러한 개정 배경에는 글로벌화에 따른 회사법제의 세계적 정합성의 추세와 회사법제의 규제완화를 들 수 있다. 2001년 11월 15일(2002년 1월 1일 발효) 유가증권 취득 및 기업인수법(Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz: WpÜG)이 정리되었다. 이 법은 "유가증권 취득에 대한 공개제의 및 기업인수를 규율하기 위한 법률"(Gesetz zur Regluing von öffentlichen Angeboten zur Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen)의 일부분이다.

그 이외에 주식법(AktG), 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz), 자본투자회사법(KAGG), 은행업법(Kreditwesengesetz) 등의 개정도 포함하고 있다.[460]

유럽은 기업역사가 오래된 만큼 M&A의 역사도 오래되었지만, 전통적으로 우호적인 형태의 M&A는 많았어도 적대적인 M&A의 기피가 유럽 기업문화의 전통이었다. 특히 독일에서는 1997년 초 이루어진 에센 그룹의 티센 M&A는 '적대적 기업인수'로서 독일사회에 큰 영향을 미쳤다. 그리고 Schweizer Roche-Konzern의 Boheringer Mannheim의 인수는 그 당시 합병 물결의 정점이 되었다.[461]

그러나 유럽에서도 EC의 유로화가 유럽 11개국의 단일통화로 출범하면서 유럽의 자본시장에 커다란 변화를 일으키고 그 대표적인 형태가 M&A의 활성화이다.[462]

---

459) 김상찬·이충은, 앞의 논문(주 456), 172면.
460) 최병규, "최근 독일의 회사법제 개혁과 규제완화",「최신 외국법제정보」, 2009.111면.
461) 권상로, 앞의 논문(주 2), 477면.
462) 유럽 M&A 시장의 추이를 보면 1995년에는 3,000억 달러에도 미치지 못하였으며, 97년에 4,200억 달러, 98년에 6,000억 달러였는데, 유로화가 출범한 1999년에는 무려 1조 2,000억 달러로 커져 사상 최고를 기록하였다.

1. 독일 주식법

가. 서론

독일의 경우 공개매수와 관련된 법으로 주식법(Aktiengesetz:AktG), 증권거래법(Wertpapierhandelsgesetz:WpHG),유가증권의취득및기업인수에관한법률(Wertpapierwerbs und Übernahmegesetz: WpÜG)등이 있다.[463] 2001년 7월 EU의 13th Directive의 채택 실패 직후 독일정부는 영국회사인 Voldafone/ Airtouch Plc이 독일회사 Mannesmann AG에 대한 공개매수 시도사례에서 나타난 공개매수 관련 법규의 단점을 극복하기 위하여 WpÜG를 제정하여 2002년부터 시행하였다.

또한 독일은 EU의 13th Directive 제21조에 따라 2006년 WpÜG를 수정 공표하였다. 수정법안 내용에 따르면 대상회사 이사회는 주주총회의 수권 없이는 공개매수 무산행위를 할 수 없다는 제13차 공개매수지침 제9조(대상회사 이사회의 중립원칙)와 주식양도 제한규정, 의결권의 제한규정과 같은 M&A에 대한 방어수단의 효력 상실에 관한 제13차공개매수지침 제11조(폐기원칙)의 적용에 관하여 독일은 제9조와 제11조의 적용배제를 결정하였다.[464]

그리고 독일 상장회사들이 의결권 있는 주식 75% 이상의 찬성에 의한 주주총회 결의에 의한 정관변경으로 제9조나 제11조의 적용 받기를 자발적으로 결정할 수 있다고 보았으며, 적용 채택한 경우에는 연방금융감독청(Baffin)에게 이 사실을 고지하여야 한다. 또한 제13차공개매수지침 제12조제3항의 상호주의(reciprocity) 규정도 독일 상장회사들이 제9조나 제11조의 적용을 받기로 채택한 경우에 적용된다.[465]

독일 주식법에서 회사가 다른 회사의 발행주식총수의 100분의 4를 초과하여 취득한 때에는 그 다른 회사에 대하여 이를 통지하여야 한다(제20조제1항). 이 기준에 도달하기 전에는 취득자는 대주주임을 드러내지 않고 주식회사의 주주총회에서 그의 의결권을 행사할 수 있다. 이것이 특히 독일 주식법 제135조에 규정된 은행의 기탁의결권

463) 김홍식, 앞의 책(주 9), 47면.
464) 김홍식, 앞의 책(주 9), 48면.
465) Freshfields Bruckhaus Danger. *The Takeover Directive: implementation in Germany*(2006 July), at 1.

에 의해서 가능하다. 주식매수를 위탁받은 은행은 독일 주식법 제135조제4항에 의하여 대리권을 부여한 자를 밝히지 않고서 주식을 임치했다는 증명만으로 의결권을 행사할 수 있다.[466]

독일 주식법에 의하면 미국처럼 대상회사와 증권감독원에 보고 또는 설명의무가 없기 때문에 상대방회사의 발행주식총수의 100분의 4까지 은밀하게 취득이 원칙적으로 가능하다. 독일 주식법 제20조 규정의 통지의무 위반으로 인해서 과태료 등과 같은 제재가 가해지는 것은 아니며 통지가 이루어지는 시점까지 주주총회에서 의결권을 행사할 수 없을 분이다. 따라서 이론적으로 독일 주식법 제20조상의 통지를 하는 시점까지 발행주식총수의 100분의 4를 상회하여 대상회사의 주식매집이 가능하다.

나. 주식의 종류와 M&A 방어활용

주주평등의 원칙을 규정하고 있는 독일 주식법 제53a조(주주평등의 원칙, 주주는 동등한 조건하에서는 동등하게 취급되어야 한다)[467]는 1978년 EU회사법 제2지침의 영향을 받아 신설되었다. 이러한 주주평등의 원칙이 존재하지만, 종류주식에 대하여는 다음과 같이 예외를 인정하고 있다(AktG 제11조, 제60조제3항, 제271조제3항).

(ⅰ) 주식은 특히 이익 및 잔여재산분배에 관하여 다른 권리를 가질 수 있고, 동일한 권리를 갖는 주식은 하나의 종류를 형성하게 된다(AktG 제11조).

(ⅱ) 정관은 이익배당방법에 관해 다른 방법을 정할 수 있다(AktG 제60조제3항).

(ⅲ) 자본에 대한 출자를 모든 주식에 관하여 동일한 비율로 지급하지 않을 경우에 지급한 출자를 상환하고 잔액을 주식권면액에 따라 분배하고, 재산이 출자를 상환하기에 부족한 때에는 주주가 주식권면액에 따라 그 손실을 부담하며, 미 납입된 출자는 필요한 한도에서 수령하여야 한다(AktG 제271조제3항).

이와 같이 독일의 경우에 주식법이 명시적으로 허용한 경우에 한하여 동법에서 규정하지 않은 사항만을 회사 정관에 규정할 수 있고(AktG 제23조제5항), 주식법상 주

466) 권상로, 앞의 논문(주 2), 479면.

467) Aktionäe sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zur behandeln (AktG § 53a).; 송종준, “적대적 M&A의 법리”, 충북대학교 출판부, 2009, 218면.

주평등의 원칙 때문에 영국·미국처럼 다양한 주식을 발행하지 못한다.

특히 주식은 이익이나 잔여재산의 분배에 관하여 다른 권리를 가질 수 있고, 주식법의 규정상 종류주식이 반드시 우선주에 한정되지는 않는다. 독일의 종류주식은 일반적으로 이익이나 잔여재산의 분배에 관하여 다른 권리를 갖는 주식, 즉 우선주의 형태로 발행된다. 우선주란 '이익 및 잔여재산의 분배에 관해 보통주보다 우선하는 주식'을 의미한다. 독일 주식법이 비록 다양한 종류주식의 발행을 인정하지는 않지만, 의결권 없이 이익배당에만 참가하는 권리인 '향익권'을 유가증권화한 수익증권 발행을 인정하여 주식의 다양화 효과를 얻고 있다.

또한 독일 폭스바겐의 민영화법률에 따르면 독일 DSU방정부와 Lower Savony 주 정부는 각각 폭스바겐사의 지분을 20%씩 보유하고, 감사회 위원을 각각 2명씩 선임하게 되어있다. 동법에 의하면 1인의 의결권은 20%를 초과할 수 없으며 결의를 총의결권의 80% 찬성을 요건으로 하였다. EU법원은 독일이 당해법률을 통제함으로써 정부가 자신들의 보유수준을 넘어서 상당한 영향력을 행사하고 있다고 보았다.[468] 독일 주식법 제134조제1항에서 의결권은 주식수에 따라 부여하고 특정한 경우 이를 정관에서 제한할 수 있도록 규정하고 있으나, 상장회사에 대한 의결권제한은 허용하지 않는다. 따라서 민영화법률은 주식법 제134조 제1하을 이탈한 것으로 보았다. 독일이 소수주주의 보호 목적이나 폭스바겐사에 대한 기업보호와 공공이익에 미치는 영향을 거론하였으나, EU법원은 당해조치가 그러한 목적달성을 하는데 적절하고 필요하다는 근거를 밝히지 못하였으므로 수용하지 않았으며 EC조약 제56조의 위반으로 보았다.[469]

다. Squeeze-Out

독일에서는 2001년 법 개정으로 95% 대주주에 의한 잔여주식 강제매수를 허용하고 있다(주식법 제327a조~제327f조).[470] 즉 2001년 11월 15일(2002년 1월 1일 발효)

468) 김순석, "황금주(Golden Shares)제도에 관한 연구", 「비교사법」, 제16권 1호(통권 제44권), 2009, 283-234면 참조.

469) Id. paras. 74-81. 이는 EU법원이 2002년 이후 황금주 관련 판례에서 일관되게 판시한 원칙이다: 김순석, 위의 논문(제 468), 285면.

470) 정대익, "21세기 진입을 전후한 독일주식회사법의 주요 개정내용 (ii): 2000년 이후", 「법학논고」, 제5집, 경북대학교 법학연구소, 2006, 234면.

WpÜG가 성립되었는데 주식법(AktG)등 개정내용도 포함하고 있다. 이때 주식법 개정 가운데 가장 중요한 것은 squeeze-out 규정이다.

"유가증권 취득에 대한 공개제의 및 기업인수를 규율하기 위한 법률"의 제정에서는 독일 주식법(AktG)의 기업편입(Eingliederung)에 대한 규정 뒷부분에 새로운 제27a조에서 제27f조까지 신설하고 있다. 이는 현금지급을 대가로 소수주주 퇴출을 허용하는 규정으로 주식회사 운영을 쉽게 할 뿐만 아니라 독일 주식법의 국제적인 기준 부합 기여로 평가되고 있다.[471]

소수주주의 퇴출은 다수파 주주에게 특별한 사업상 정당한 사유가 존재하지 않더라도 자본참여 요건으로서 기본자본의 95% 이상을 소유하고, 퇴출대상 소수주주에게 전문검사인이 적정하게 평가된 지급대가를 보상한다면, 소수주주 퇴출을 위한 이사회 소집의 주주총회 결의를 통하여 퇴출시킬 수 있었다.[472]

그러나 그 비율이 너무 낮아서는 안 될 것이라는 견해가 지배적이다.[473] 이때 주요주주가 기본자본(Grundkapital)에 95% 이상 참여하여야 하며, 단순히 의결권이 95%에 이른 것으로는 부족하다. 지분계산에 관한 독일 주식법 제27a조 각 항은 독일 주식법 제6조 각항을 준용하고 있다. 퇴출을 위해서는 주주총회의 결의가 필요하며 상업등기부에 등기하여야 한다.[474] 등기함으로써 소수주주의 주식은 주요주주에게 이전된다. 그 대가계산은 우선 주요주주가 하게 되며, 대금지급을 위해 주요주주는 주주총회 소집 이전에 이사회에 은행보증(Bankgarantie)을 제출하여야 한다. 그 대가의 적정성 여부는 전문검사인의 검사를 받으며, 소수주주는 법원에 이의를 제기할 수 있다.[475]

또한 입법으로 소수주주에게 상당한 보상을 함으로써 보장장치를 마련하여 주고 있다. 즉 잔여주주의 승낙에 의하여 공개매수자는 공개매수청약의 승낙기간 종료 후에도 잔여주주의 주식매수의무를 부담하는 것이다.[476]

EU 공개매수제13지침에서는 전 주식에 대한 의무공개매수에 있어서 공개매수자에게 잔여주식 강제매수권을 규정하고 있다(동 지침 제13조). 이 권리는 공개매수자가 대

---

471) Krieger, Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, BB 2002, S. 53.
472) 최병규, "독일의 Squeeze-Out제도에 관한 연구",「한독법학」, 제14집, 한독법률학회, 2003, 492면.
473) Krieger, Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, BB 2002, S. 54.
474) Krieger, Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, BB 2002, S. 53.
475) Grunewald, Die neue Squeeze-out-Regelung, ZIP 2002, S. 20.
476) 김홍식, 앞의 책(주 9), 51면.

상회사의 의결권을 행사할 수 있는 자본의 90% 및 대상회사의 의결권 있는 주식의 90% 이상을 보유하는 경우에 행사할 수 있다. 다만, 회원국은 그 행사기준을 90~95% 사이에서 설정할 수 있도록 하고 있다. 강제매수권 행사 때 대가는 공정한 가격이어야 하며, 공개매수에서 지급된 대가와 같은 종류 또는 현금으로 지급하여야 한다. 또한 미국에서는 판례이론에 따라 현금지급합병(Cash-out merger)에 의한 소수주주의 축출 또는 퇴출(freeze-out, Squeeze-out)이 허용되고 있다.[477]

라. 그 이외 적대적 M&A 방어수단

70년대 산유국들의 주식 대량매집으로 인하여 특히 외국기업들의 M&A에 대한 방어수단이 집중적으로 검토되었다. 그러나 유럽역내시장과 관련하여 외국기업의 M&A에 대한 방어가 법정책적으로 정당한 지에 대하여 의문을 제기한 견해도 있었다.[478] 즉 유럽 특히 독일자본시장에 적용하는 것이 쉽지 않을 것으로 본 것이다. 독일에서는 법적 규정 때문에 경영권 방어수단이 제한적으로 허용되고 있다.

그린메일의 경우 미국에서는 법원의 판결로 대상회사의 경영권을 방어해 주는 수단으로 인정되는 반면, 독일에서는 자본유지의 원칙, 침해금지의 의무, 차별금지의 원칙 및 자본감소금지의 원칙에 입각하여 허용되지 않는다. 또한 주식의 재매입은 독일 주식법 제71조에 의하여 10% 범위 내에서만 허용된다.[479]

미국의 포이즌 필과 같은 신주인수선택권에 있어서 독일에서는 자본유지의 원칙 및 차별금지의 원칙에 의하여 허용되지 않는다. 다만 일정한 조건하에서만 특수목적을 위하여 승인된 자본의 이용은 허용된다.

우호적인 제3자와 약정(lock-up)하는 '거래보호조항(deal protection clauses)'이 요율적인 경영권 방어수단으로 평가되고 있다. 이 조항은 적대적 인수자가 대상회사에 대하여 갖는 매력을 감퇴시킨다. 예컨대 위약벌 조항(termination fee[480])이나 주

477) 송종준, "폐쇄기업화 거래의 공정요건과 소수주주의 보호", 「상사법 연구」, 제19권 제1호, 한국상사법학회 , 2000. 6. 200면.
478) 권상로, 앞의 논문(주 2), 480면.
479) Michalski. AG 1997, 152(154f).
480) Jürgen J.Sieger/Kai Hasselbach, Break Fee-Vereinbarung bei Unternehmenskäufen, BB 2000, 625; Bauerjea, DB 2003 (im Ersch).

식선매권(stock lock-up) 또는 자산선매권(asset lock-up)의 부여 그리고 경쟁하는 적대적 인수자와의 협상 때 대상회사의 이사회가 계약상 제한을 받는 방법이 있다(no shop and no-talk). 독일의 기업결합은 유가증권취득 및 기업매수에 관한 법률 제33조제1항에 의한 사전에 정해진 기업전략에 해당하기 때문에 유가증권취득 및 기업매수에 관한 법률도 인정근거가 된다. 다만 일반적인 주식법상 합법성 기준을 충족하여야 한다. 이것은 위약벌과 관련하여 특히 보호조항은 자본유지의무 및 침해금지의무를 위반해서는 안되며, 적정해야한다는 것을 의미한다. 독일 주식법 제192조제2항은 증자를 할 수 있는 목적을 한정적으로 규정하고 있으며, 위약벌 약정이 독일 주식법 제192조제2항의 '기업결합의 준비' 인지 확실하지 않기 때문에 독일에서 주식선매권의 부여 여부에 대하여는 논란의 여지가 있다.[481] 반면에 자산선매권의 부여는 원칙적으로 허용된다. 자산선매권 부여의 경우에는 종종 Holzmüller 결의가 요구된다. 자산선매권이 실질적인 경영권 방어효과를 가진다면 자산선매권은 대상회사를 위해서는 M&A에 대한 탁월한 방어수단이 될 것이다.

이사의 시차임기제 있어 독일에서 이사는 감사회에 의하여 선임되고 해임된다. 해당주식회사가 공동결정법의 적용을 받는데 주주측 대표감사가 주주총회에서 선임된다면 지배권획득이 더 어렵게 된다. 감사를 사전에 해임시키기 위해서는 독일 주식법 제103조제1항에 의하여 특별결의를 요한다.[482] 독일 주식법 제101조제2항의 한도 내에서는 정관의 변경을 통하여 가능한 감사 파견권 또는 지배권 획득을 어렵게 한다. 감사를 선임함에 있어 특별결의 요건의 설정과 같은 특별절차를 마련함으로써 비슷한 효과를 볼 수 있을 것이다. 이를 위해서는 독일 주식법 제133조제2항, 제179조상의 정관변경이 수반되어야 한다. 적대적 인수자가 감사회를 통제할 수 있는 상태이더라도 업무집행이사를 임기만료 전에 해임시키기 위해서는 독일 주식법 제84조제3항에 규정된 중대한 사유가 존재해야 한다.[483]

또한 경영자 특전의 경우 독일에서는 주식법 제87조제1항의 이사 보수의 적정원칙 때문에 황금낙하산제도를 M&A 방어수단으로 이용하는 데는 큰 어려움이 있다. 퇴직금은 임의적으로 과대하게 책정해서는 안되며, 이사의 업무수행능력을 기준으로 산정되

481) 권상로, 앞의 논문(주 2), 481면.
482) Harrer/Grabowski,a.a.O., S.1329.
483) 권상로, 앞의 논문(주 2), 482면.

어야 하기 때문이다. 독일의 교차형 그리고 순환형의 출자구조의 오랜 전통과 함께 논의가 된 경영권 방어수단이 안전 유한회사이다.[484] 안전 유한회사란 다수의 공개회사를 하나의 유한회사로 설립하는 것이다. 그들의 기업목적은 단지 적대적 M&A를 방어하는 것이며, 적대적 인수자의 공격이 있는 경우 적대적 인수자에 대항하여 인수경쟁에 참여하는 것이다. 즉 대상회사는 경영권 방어수단으로서 적대적 인수자와 경쟁하는 인수자를 인위적으로 만드는 것이다.[485]

조건부자본증권은 금융위기 후에 대형은행의 자본건전성 규제를 위한 새로운 기술적 수단으로서 이 증권은 일반적으로 독일을 비롯한 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아 등의 회사법상 조건부자본증권의 발행에 법적 장애가 없는 것으로 분석되고 있다.[486]

독일 주식법에서는 유럽의 다른 나라와 같이 조건부자본증권의 발행과 관련하여 주주의 신주인수권 침해와 세법상 법인세 세액공제 등의 문제가 중요한 쟁점이 되고 있다. 즉 공통적으로 조건부자본증권의 발행에 주주총회 특별결의를 거쳐야 하는 것이 원칙이지만, 예외적으로 주주 아닌 자에게도 조건부자본증권의 발행이 허용된다. 특히 조건부자본증권과 유사하지만 한국에서는 허용되지 않는 강제(의무)전환사채(mandatory convertible bonds)의 발행이 허용되는 점에서도 공통적이다.[487]

2. 기업인수법

가. 연 혁

독일의 M&A에 관한 규제규범으로 기업인수에 관한 가이드라인이 있었으나 이는 구속력이 없어 기능을 제대로 수행하지 못하였다. 연방재무부는 1970년대 증권거래소전문위원회를 구성하여 기업인수에관한행위준칙(Wohlverhaltensregeln)[488]을 제정하였

484) Frhr. von Falkenhausen, a.a.O., S.98.
485) 권상로, 앞의 논문(주 2), 483면.
486) 송종준, 앞의 논문(주 477), 240면.
487) 송종준, 앞의 논문(주 477), 241면.
488) Rüdiger von Rosen,"Corporate governance in Germany", Journal of Financial of Financial Regulation

다. 그러나 이 행위준칙에는 소수주주를 위한 강제적 매수청약(Pflichtangebot)에 관한 규정이 없었다.

1995년 M&A 절차에 관한 일정한 틀을 정한 기업인수규준(Übernahmekodex)이 제정되어 소수주주에 대한 강제적 매수청약규정도 포함되었다.[489] 1998년 기업의 통제와 투명성에 관한 법률에서는 복수의결권과 최고의결권이 폐지되었으며, EU지침 상 이사의 중립의무를 인정하는 경우 적대적 M&A로부터 국내기업 및 근로자를 보호할 수 없게 되어 독일은 이사회의 M&A에 대한 방어조치 인정을 주장하여 EU지침에 반대 입장을 견지하였다.

나. 특 징

독일 기업인수법(이하 '기업법' 이라함)의 특징인 평등의 원칙은 신의성실의 원칙(Grundsatz von Treu und Glauben, 독일 민법 제242조)을 나타내고 이와 관련된 법조항 속에 존재하고 있다.[490]

(ⅰ) 대상회사에서 같은 종류의 주식소유자는 평등하게 취급되어야 한다. 그러므로 매수청약의 승낙 우선순위에 따른 유리한 취급(Windhundrennen)이 금지된다.

(ⅱ) M&A에 있어 매수청약 절차 참여자에 대한 투명성의 보장은 입법의 중요목적이다. 매수청약자는 청약절차 중이나 완료 후에 대상회사에 대한 지분참가 정보를 제공하여야 한다. 또한 매수청약자는 절차가 진행되는 동안 또는 기업을 인수한 해 및 다음 해까지 대상회사에 대한 자기거래내역을 공표하여야 한다.[491]

(ⅲ) 대상회사의 이사회와 감사회는 회사의 이익을 위한 행위의무가 있다. 이사회와 감사회는 직책의 계속유지 등 자기 자신의 이익이나 매수청약자의 이익을 우선하는 행위를 하여서는 안 된다.

(ⅳ) 공개매수청약은 대상회사와 그 영업활동에 상당한 부담을 초래하므로 매수절

---

and Compliance Volume 15, Issue 1, Emerald Group Publishing Limited, 2007, p.30-41.

489) 유진희, "유럽연합의 기업인수 규제-공개매수 지침을 중심으로-," 「기업법 연구」, 제9권 제3호, 한국기업법학회, 2005. 180면.

490) 정성숙, "독일회사법상 사원(주주)평등의 원칙" ,「영산법률논총」, 제7권 제1호, 영산대학교 법률연구소, 2007, 82-83면.

491) 유진희. 위의 논문(주 489), 203면.

차는 가능한 신속하고 적절한 기간 내에 완료되어야 한다. 즉 매수청약자는 청약결정을 공개한 후 4주 이내 감독관청에 청약서류를 제출하여야 하며, 감독관청의 검토완료 후 지체 없이 공개하여야 한다. 청약의 승낙기간은 원칙적으로 최장 10주이며 예외로 연장이 가능하다.

(ⅴ) 매수청약 절차진행에 의하여 영향을 받는 다른 회사의 유가증권 거래에 어떠한 시장왜곡이 있어서는 안 된다. 투자자가 잘못된 정보, 소문의 유포 등에 의하여 매수, 매도하거나 투기적 이익을 위하여 인위적 시세조작을 금지한 것이다.[492]

(ⅵ) 기업법에서 대상회사 경영위원회는 방어조치에 대한 주주총회의 승인을 받을 필요가 없다. 그러나 이는 EU의 지침에서 인정하는 적대적 M&A제의에 대한 주주들의 자기결정권을 부인하고 회사의 분할, 자산매각 등 극단적 방법의 매수방어에도 감독위원회의 동의만으로 이행이 가능하여 남용여부의 여지가 있다.

또한 대상회사에 대한 M&A제의가 공표될 때까지 경영위원회(management board)는 매수제의를 무산시킬 수 있는 조치를 할 수 없다(기업법 제33조제1항). 그러나 매수제의를 받지 않은 대상회사 이사회의 통상적인 조치나 대상회사의 감독위원회(supervisory board)가 동의한 조치에 대해서는 적용되지 아니한다.

반면에 주주총회는 주식매수기간 개시 전에 경영위원회에 대하여 주주총회 권한에 속하고 매수제의를 무산시킬 수 있는 조치권한을 부여한 경우 주주총회의 수권에서는 해당조치의 일반적 성격을 명시하여야 하며, 주주총회의 수권은 최장 18개월을 초과할 수 없다(기업법 제33조제2항). 주주총회 의결사항은 전체주식의 4분의 3 이상이 출석하고 출석주주의 과반수가 찬성하여야 한다. 다만, 경영위원회가 어떠한 조치를 취하는 경우에는 감독위원회의 동의가 필요하다.

이러한 독일의 경영위원회의 M&A 방어수단에 대한 사전 승인방식은 EU제13차지침의 사후 승인방식과 달라 사전 승인효력이 18개월을 초과할 수 없지만 시간적 제약을 해소하는 방법이라 할 것이다. 그러나 이사들이 사전 승인제도를 악용하여 주주들의 유리한 조건의 매수제의를 좌절케 하는 경우 주주들에게 종전의 승인을 취소할 수 있는 방법이 없으며, 다만, 유효기간 경과 후 다음 주주총회에서 재승인을 거부할 수 있을

492) 독일 증권거래법 제20조(시세조작의 금지: Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation), 제14조(내부자거래의 금지: Verbot von Insidergeschaften), 제38조(형벌규정: Strafvorschriften)에 의하여 명시되어 있다.

따름이다.[493]

다. 의무공개매수(Pflichtangebot, Mandatory Offer)

기업법은 공개매수의 유형을 지배권(Kontrolle, Control)의 취득과는 무관한 공개매수와 지배권취득 목적의 공개매수 및 이미 대상회사의 지배권을 취득한 자의 대상회사의 잔여주식에 대한 의무공개매수로 분류하여 규제하고 있다.[494] 이미 대상회사의 의결권 있는 주식의 30% 이상을 매수하여 지배권을 취득한 자는 그러한 사실을 7일 내에 공시하여야 하며, 지배권취득 공시일로부터 4주 이내에 공개매수 서류를 연방금융감독청에 제출하여야 한다.[495]

공개매수청약은 대상회사의 모든 잔여주식에 대하여 이루어져야 하며, 지배권 취득 목적의 공개매수에 의하여 대상회사의 지배권을 취득한 경우에는 의무공개매수에 관한 규정이 적용되지 않는다. 이러한 의무공개매수는 소수주주를 보호하기 위하여 회사 지배권의 변경이 있는 경우 주주에게 자기 주식을 매도할 수 있는 기회를 부여하는 규정이라 할 수 있다.[496]

라. 주주권지침

독일 상장회사의 주주권리행사에 관한 지침(주주권지침)(Richtlinie 2007/36/EG)을 국내법으로 입법이 요구되기 때문에 2008년 독일 각의는 주주권지침의 국내법화 법률(Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie(ARUG))안을 의결하였다.[497] 이 지침의 목적은 상장사에서 주주의 정보를 강화하고 국경을 넘는 주주권 행사를 용이하도록 함이다. 또한 유럽연합의 다른 지침들[498]에서 요구하는 설립 시 현물출자의

493) 김두식, 앞의 논문(주 383), 36면.
494) 김홍식, 앞의 책(주 9), 48면-49면.
495) WpÜG § 35 'Verflichtung zur Veröffentlichung und Zur Abgabe eines Angebots(Duty to Publish and Make an Offer)' (i), (ii).
496) 김홍식, 앞의 책(주 9), 50면.
497) Newsletter BMJ v. 5.11.2008.
498) Richtlinie 77/91/EWG, Richtlinie 2006/68/EG v. 6.9.2006(ABl. EU Nr. L 264 S. 32).

경우 규제완화 조치도 포함하여야 한다.

ARUG안의 목적은 권리남용적인 주주소송을 제한하기 위하여 2005년 UMAG(the Gesetz zur Unternehensintegrtät und Modernisierung des Anfechtungsrechts)에서 소위 면제제도(Freigabeverfahren)를 도입하였다. 이에 따라 회사는 소송의 가능성이 있더라도 문제 제기된 주주총회결의를 상업등기부에 등기하도록 법원에 가처분을 신청할 수 있다. 그것이 인용되면 M&A 등 해당행위 절차가 진행될 수 있다. 이때 법원은 원고와 회사의 이익을 비교형량 후 3월 이내에 판단을 내려야 한다. 원고가 승소하더라도 소급효는 없고 단지 손해배상만을 청구할 수 있을 뿐이다.

이러한 면제제도는 이미 콘체른법이나 사업재편법에서 인정된 것을 일반화하여 인정한 것이다. 즉 회사는 주주들로 하여금 주주총회 참가와 의결권행사를 전자적 방법으로 허용하며 주주에게는 서면투표(Briefwahl)의 가능성도 인정된다.

또한 은행의 의결권 대리행사(Depotstimmrecht)에 대한 규제가 현저히 완화되며, 금융기관의 대리인 절차가 유연해지고 비용이 절감되고 있다. 회사설립 시 현물출자 시 일정한 목적물에 대한 외부의 가치평가 검사가 생략되어[499] 규제가 완화된다.

권리남용적인 취소소송 제기에 대응하기 위한 종전의 면제제도(Freigabeverfahren) 규정에서 이익형량 조항을 정확히 규정하였다. 그리고 절차지연을 막기 위하여 법정서류 송달절차를 간이화하였다.

독일의 주주권지침수용법은 주주총회에서의 투명성원칙을 더 현대화하고 주주의 정보접근권 향상의 특징이 있다. 또한 현물출자시 규제완화 조치, 주주총회에서의 전자화를 추가로 도입, 의결권 대리행사제도 보완, 주주의 남소방지를 위한 정확한 기준 도입에 주목할 필요가 있다.[500]

마. 적대적 M&A의 방어행위 허용여부

WpÜG는 M&A와 관련된 대상회사의 경영진의 방어행위에 먼저 M&A 제의가 공표되어 그 결과가 공표될 때까지 대상회사의 경영진은 그 M&A제의를 무산시킬 수 있는 행위

499) 독일 주식법 제33a조(외부 설립심사 없는 현물출자) 참조: 최병규, 앞의 논문(주 474), 114면.
500) 최병규, 앞의 논문(주 460), 114면.

를 할 수 없으나 M&A 제의를 받지 않은 회사 경영진의 통상적인 행위, 경영매수자를 물색하는 행위 및 대상회사의 감사회가 동의한 행위는 예외적으로 허용된다.[501]

만약 대상회사의 주주총회가 M&A 제의 공표 전에 주주총회의 권한 내에 속하는 M&A 제의를 무산시키기 위한 행위를 할 수 있도록 권한을 부여하였다면 그러한 주주총회의 수권에는 경영진의 방어행위가 특정되어야 하며, 수권기간은 18일을 초과할 수 없다. 그리고 주주총회결의를 위해서는 총주식의 3/4 이상의 출석과 출석주주의 과반수 찬성이 요구되며, 이러한 수권에 의거하여 경영진이 방어행위를 하는 경우에는 감사회의 동의가 필요하다.[502]

3. 2007년 회사지배구조모범규준

독일에서는 2002년 투명성·공시를 위한 주식법 및 대차대조표법(Bilanzrecht)의 개정법률(투명성법·공시법: Transparenz-und Publizitätsgesetz)이 제정되었다.[503] 또한 2007년 회사지배구조모범규준이 개정된 바, 핵심내용은 회사지배구조 문제로 독일 모범규준을 주식법에서 수용하여 연계시키고 있다. 모범규준은 독일 주식법(AktG) 제61조와 관련하여 규범화 되어 이를 "Übernehmen oder erklären" 룰이라 한다. 독일 주식법 제61조에 의하여 이사회의 모범규준 준수여부 선언은 그 당시에 적용되는 내용의 모범규준을 기준으로 하는 것이다.

2007년 7월 20일 독일 연방법무부의 모범규준의 개정은 이사회와 감사회에 관한 것으로 특히 감사회의 행위범위 및 책임범위에 대한 것이다. 그동안 독일에서도 기업지배구조를 국제표준에 적합하도록 주식법을 개정한 바, 감사위원회제도에 관한 명시적 입법이 있지 않았다. 유럽주식회사의 이사회와 감사회는 독일 주식법 제76조 내지 제116조 적용을 받을 뿐만 아니라 유럽주식회사에 대한 명령(SE-VO) 제9조제1항 c ii에

501) WpÜG §33 'Handlungen des Vorstands der Zielgesellschaft(Actions of the Bord of Management of the Target Company))'.
502) 김홍식, 앞의 책(주 9), 52면.
503) 최문희, "독일의 주식회사 관련 법 개정 동향," 「21세기 회사법 개정의 논리」, 서울대학교 금융법센터, 2007, 95면.

의하여 독일 주식법 제161조도 적용된다.[504]

4. 기 타 M&A 규제법

가. 자본투자집단소송법

독일에서는 2005년 자본투자집단소송법이 시행되고 있다. 즉 잘못된 회계정보, 사업설명서 또는 수시공시와 같이 자본시장에서 왜곡된 정보제공으로 인한 책임에 대해 집단소송제도(Musterverfahren)를 도입한 것이다. 집단청구에 대한 신청은 법원에 의해 연방전자관보에 있는 소송등록부(Klageregister)에 의해 공개된다.

같은 사안에 합계 10 이상의 신청이 있게 되면 지방법원의 해당 상급법원에 표준판결(Musterentscheid)을 구한다. 집단소송이 고등법원 계류기간 동안 개별소송절차는 정지된다. 이 법률은 독일연방정부의 기업완전성과 투자자보호를 위한 조치목록 가운데 핵심적 내용을 반영하고 있다.[505]

나. 유한회사법

독일은 2008년 유한회사법(GmbHG)을 대폭 개정하였다. 중소기업의 법 형태로 선호되는 유한회사를 설립 시 비용감소를 위하여 표준회사계약서를 사용하는데 공증인의 인증이 필요 없다. 또한 유한회사의 최저자본금이 2만5천 유로에서 1만 유로로 낮아졌다(제5조제1항). 따라서 유한회사의 설립은 용이하고, 회사가 해산할 경우에는 사원들이 새로운 책임을 부담한다. 회사가 혼란 상태에서 파산사유가 존재할 경우 및 이사의 소재가 불분명한 경우 개개 사원에게는 파산신청 의무가 있다.[506]

---

504) 최병규, 앞의 논문(주 460), 118면.
505) Reuschle, Das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, NZG 2004, S. 590.
506) 최병규, 앞의 논문(주 460),132면.

제 3 절 일 본

일본에서는 해외투자펀드 등이 1990년대에 발생한 거품경제(bubble economy)의 후유증으로 가격이 폭락한 부동산이나 주식에 대하여 활발하게 투자하여 왔다. 금융거래의 국제화·자유화 과정에서 기업은 스스로 국제적인 규모로 재편을 시작하였으며, 상호출자의 해소노력이 2002년 무렵부터 급격하게 진행되면서 이른바 부동주 내지 유동주(floating stock)의 비율이 상승하게 되고 그에 수반하여 적대적 M&A에 대한 우려가 점증되는 양상이 나타났다.[507]

2005년 일본 회사법이 상법전에서 분리되어 부적절한 적대적 M&A에 대한 규제와 합리적 방어수단의 구축이 이루어 졌다.[508] M&A 관련 법률에는 회사법 이외에 금융상품거래법, 독점금지법, 세법 등이 있다. 일본 회사법의 입법취지는 자유공개시장의 전제아래 주주의 권익보호와 동시에 M&A의 원칙적 자유를 강조하면서 동시에 거래공정, 공정성 확보 및 국민경제에 미치는 영향을 고려하고 있다.[509] 또한 창업의 용이, 비공개기업의 규제완화, 기업결합 용이 및 매수방어수단의 확대에 있다.

1. 상 법

가. 개정 상법의 의의

일본의 구 상법은 1890년 독일인 Hermann Rösler가 기초하여 1899년 독일 상법에

507) 권재열, “일본에서의 적대적 M&A에 대한 방어수단의 합리성 판단”,「증권법연구」, 제10권 제2호, 2010, 1면.

508) 일본의 경우 2005년 2월 라이브도아라라는 인터넷포털회사가 산케이신문과 민영방송인 후지TV의 지주회사인 일본방송에 대하여 적대적 M&A를 실시한 이른바 일본방송사건이 사회적으로 큰 반향을 일으켰다; 김홍식, 앞의 책(주 9), 52면.

509) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 78면.

의거하여 일본 상법을 제정하였는데, 합명회사·합자회사·주식회사 및 주식합자회사의 4종을 규정[510]하고 있다. 당시 미국, 영국 및 독일 등 서구 선진국들의 회사관련 이론들이 도입되어 활발하게 논의되었으며, 주로 독일법의 영향을 받아 근대적 의미의 상법이 성립되기에 이른다. 일본에서는 국내외 기업 간 경쟁이 치열하여 기업 자체에 많은 재량권과 선택권의 부여를 요구하는 경제계의 의견에 부합된 회사법제의 현대화 작업이 2005년에 이루어졌다.[511]

2005년 일본 회사법 개정은 경제산업성 소관인 산업재생법이 2003년 개정을 통해 규제완화를 이어받아 조직재편에 관한 규제완화를 이루었다. 가장 중요한 규제완화는 조직재편에 있어서 대가의 유연화이다. 흡수합병의 경우 종래는 소멸회사의 주주에게 반드시 주식을 교부하도록 하였지만 개정 후 전부 현금으로 교부(cash-out)하는 것이 가능하게 되었다. 이에 따라 현금이나 타사 주식 및 채권 등의 지급으로 소수주주를 축출하는 조직재편도 가능하게 되었으며, 자회사에 의한 모회사 주식취득규제의 완화에 따라 소위 삼각합병도 가능하게 되었다. 이러한 규제완화로 일본법의 조직재편법제는 세계에서 가장 규제가 적은 미국법에 보다 접근되었다고 평가되고 있다.[512]

또한 1997년 도입된 간이합병제의 경우 종전 순자산액의 5% 이내를 완화하여 순자산액의 20%까지 특별결의 없이 가능하도록 하였다. 아울러 약식조직재편제도를 신설하여 종전에는 합병의 경우 존속회사 측에는 간이합병절차에 의한 총회결의의 생략이 있지만 소멸회사 측의 경우에는 항상 총회결의가 필요하였다. 그러나 개정법은 90% 이상의 지분을 소유하는 지배회사에 의한 조직재편행위에는 피지배회사의 총회결의를 생략하도록 규정하여 소멸회사의 총회결의를 생략할 수 있다.

나. 내 용

적대적 M&A에 대한 경영권 방어제도도 적극적인 방향으로 법제화된 바 그 내용은 다음과 같다.[513]

---

510) 최준선, 앞의 책(주 11), 14면.
511) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 주 143) 참조.
512) 곽관훈, “일본의 상법개정 동향과 신회사법의 성립”,「아시아법제연구」, 제5호, 한국법제연구원, 16면.

(ⅰ) 합병의 대가로 외국 주나 현금 등의 사용을 허가하되 당해조항의 시행은 법률 시행일로부터 1년 후로 하고,

(ⅱ) 정관을 통해 주주총회의 의결요건을 엄격화 하는 것을 인정하며,

(ⅲ) 사전에 주주에게 신주예약권을 부여하여 매수자가 일정비율 이상의 주식을 매점한 경우 매수자 이외의 주주에 대해 신주발행을 허용하고,

(ⅳ) 주주총회의 의결에서 동의권을 가지는 특수주식(황금주) 등에 대한 양도제한을 인정하며,

(ⅴ) 주식회사 설립 시 최저자본금제도를 철폐하고,

(ⅵ) 유한회사를 주식회사로 통합하되 기존의 유한회사는 상호사용을 인정하며,

(ⅶ) 사원의 유한책임이 확보되는 합동회사를 신설하였으며,

(ⅷ) 주주가 부정이익 취득 또는 회사에 손해를 가할 목적인 경우에는 주주 대표소송을 제기할 수 없도록 하였다.

다. 적대적 M&A 방어수단에 관한 내용

적대적 M&A에 관련하여 기존 상법에서는 M&A나 영업양도, 이사해임 등의 중요안건에 대해 과반수의 주주참석과 3분의 2 이상의 찬성을 요구하였으나, 개정 회사법에서는 정관에 동의요건을 더욱 엄격히 하여 적대적 M&A를 어렵게 하였다. 또한 신주예약권 및 주식, 종류주식 등 관련된 법률개정으로 적대적 M&A자의 의결권 희석을 위한 방어수단이 마련되어 서구 선진국에 비유되는 M&A 방어제도를 고려하였다.[514]

기존 일본상법상 M&A 관련사항으로는 반대주주의 주식매수청구권에 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(제245조의2), 이러한 매수청구는 그 결의일로부터 20일 내에 주식의 서면, 무액면의 구별, 종류와 수를 기재한 서면을 제출하여야 한다. 결의일로부터 60일 이내에 주식가격에 대하여 협의조정이 이루어지지 아니한

513) 江頭憲治郎, 앞의 논문(주 147). 5項.
514) 江頭憲治郎, 위의 논문(주 147). 4項.

때 주주는 그 기간 경과 후 30일 이내 법원에 가격의 결정을 청구할 수 있다.

2005년 회사법제의 현대화 작업은 공개회사 및 주권발행이 전제였던 회사법이 비공개회사 및 주권 불발행이 전제로 된 점에 주의할 필요가 있다. 예를 들어 개정법은 모집사항의 결정은 주주총회 특별결의에 의한다는 취지를 규정하면서(제199조제2항 · 제309조제2항제5호), 공개회사에 대해서는 이사회 결의에 의한 취지의 특칙을 정하고 있는 것처럼(제201조제1항) 회사법이 비공개회사를 기반으로 하고 있다. 또한 정관에 정함이 없는 한 주권을 발행할 수 없도록 규정하여(제214조) 주권불발행을 원칙으로 하고 있다.[515]

2. 일본 회사법

가. 신주예약권

일본은 2001년 상법을 개정하여 신주예약권[516]이라는 포이즌필의 이용이 가능하다. 2005년 6월 일본 회사법의 제정에 의하여 종전의 신주예약권제도를 승계하고 신주예약권무상배정제도와 취득조항부신주예약권제도를 새로이 도입함으로써 미국식 포이즌필의 발행이 가능하게 하였다.[517]

1) 의 의

신주예약권이란 권리자(신주예약권자)가 미리 정해진 기간(권리행사기간)내에 미리 정해진 가격(권리행사가격)으로 주식회사에 대해 신주발행 또는 회사가 소유하는 자기주식의 교부를 청구할 수 있는 권리를 말한다(제2조제21호).

신주예약권의 단독발행 허용은 2001년 11월 상법개정으로 이루어졌으며, 현행 상법에서는 주식발행과 동시에 신주예약권의 발행이 가능하다. 신주예약권은 종전의 스톡옵

515) 江頭憲治郎, “新會社法制定の意義”, 「ジュリスト」, 第1295号, 2005. 8, 2面-3面.
516) 江頭憲治郎, 「柱式會社法」第2版, 有斐閣, 2008, 703面.
517) 송종준, 앞의 논문(주 477), 166면.

션, 신주인수권부사채의 신주인수권, 전환사채의 전환권을 총칭해 단독발행이 가능해졌으며, 전환사채 및 신주인수권부사채는 신주예약권부사채로 대체되었다.[518]

이 경우 신주인수권이라 함은 미리 결정된 일정한 조건으로 회사의 신주 또는 그 대응으로 교부할 수 있는 자기주식을 장래에 취득할 수 있는 권리[519]이며, 이를 증권화 하여 신주예약권을 발행할 수 있다(제283조).

신주예약권부사채의 경우에는 신주예약권과 사채를 함께 양도하도록 하고 있으나(제254조제2항), 사채나 신주예약권 가운데 어느 한 쪽이 소멸한 경우에는 예외이다(제254조제3항). 다만, 회사는 신주예약권 양도 시 회사의 양도승인을 받도록 양도를 제한할 수 있으나(제236조제1항제6호), 일반적인 주식의 양도제한(제309조제3항)과 달리 정관에 규정하거나 정관을 변경함에 있어서 필요한 엄격한 요건이 요구되지는 않는다.

또한 회사가 이미 발행한 신주예약권을 강제로 취득할 수 있는 조항이 부착된 신주예약권인 취득조항부신주예약권의 발행도 인정하고 있다. 회사는 신주인수권을 강제로 취득하기 위해서는 발행결의 때 신주예약권의 내용에 취득사유 등에 관한 명시가 있어야 한다(회사법 제236조제1항제7호, 제238조제1항). 취득조항부신주예약권을 회사가 강제취득하고 사채로 교부하면 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서 기능을 한다.

신주예약권의 도입으로 일본에서는 사채와 조합한 형태(신주인수권부사채)나 스톡옵션의 형태로만 워런트를 발행한 종전의 제한이 없어지고 일반적 자금조달 수단으로 서워런트 발행이 가능하게 된 것은 물론, 이를 주식이나 사채 등 기존의 금융상품과 다양한 방식으로 조합할 수도 있게 되었다. 이것은 종류주식제도의 개정과 더불어 주식발행자유화 조치의 일환으로 평가받고 있다.[520]

2) 신주예약권 기능

가) 자금조달 수단

518) 하본일랑 외 3인,「일본의 회사법」(신정제7판), 상사법무, 2005, 55項.

519) 권종호, “일본의 적대적 M&A현황과 방어수단에 관한 최근 동향", 「상장협」, 제52호, 한국상장회사협의회, 2005, 51-52면.

520) 문준우, “주식회사의 자금조달에 관한 연구-주식과 사채를 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, 2010, 185면.

일본의 신주예약권은 다양한 목적으로 이용이 가능하다. 신주예약권을 유상으로 발행하여 자금을 조달할 수 있다. 그리고 종래 스톡옵션과 마찬가지로 인센티브 보수로 활용될 수 있다. 또한 금융기관, 업무제휴처, 외부 컨설턴트나 변호사 기타 거래 상대방에게 신주예약권을 발행함으로써 거래상대방을 확보할 수 있다. 그 중에서 신주예약권은 스톡옵션으로 가장 많이 활용되고 있다.[521] 2001년 상법개정으로 신주예약권은 종래의 스톡옵션과 달리 부여대상자와 부여한도, 권리행사기간에 아무런 제한이 없기 때문에 더욱 광범위하게 활용할 수 있도록 설계되었다.

나) 적대적 M&A 방어수단으로서 포이즌필

일본 회사법에서는 회사가 신주예약권을 강제로 취득할 수 있는 취득조항부신주예약권의 발행이 허용된다. 따라서 회사는 강제취득조항이 붙은 신주예약권을 발행하여 적대적 M&A가 발생되면 그 예약권을 매수하여 소각방법을 고려할 수 있다.[522] 또한 매수자가 일정 주식을 취득하는 경우 매수자 이외의 주주는 신주예약권을 행사하여 신주를 인수하는 반면, 매수자에게는 차별행사조건에 의하여 신주예약권을 행사할 수 없도록 하여 지분비율이 감소되면 포이즌필과 같은 효과가 있다.

3) 신주예약권과 스톡옵션

가) 신주예약권과 종전 스톡옵션의 차이

일본의 신주예약권과 종전 스톡옵션의 차이는 다음과 같다.[523]

(ⅰ) 양자는 발행목적에 큰 차이가 있다. 즉 스톡옵션은 임직원에 대한 인센티브 부여가 주목적이나 신주예약권은 발행목적에 아무런 제한이 없다. 신주예약권은 부여대상자에 대한 제한이 없으므로 발행회사의 감사, 회계감사인은 물론 자회사나 관련회사의 이사나 사용인에게도 발행할 수 있다. 경우에 따라서는 거래처에 발행하여 거래조건을 유리하게 이끌 수도 있다. 그리고 전자는 무상발행이 일반적이나 후자는 대가가 지급되는 것이 보통이다.

---

521) 양만식, “일본의 신주예약권제도와 입법적 시사점”, 「기업법연구」, 제25권 제2호, 한국기업법학회, 2011, 88면.

522) 김병연 · 권재열 · 안성포, 앞의 논문(주 239), 81면.

523) 유영일, “일본 회사법상의 신주예약권에 관한 연구”, 「상사판례연구」, 제19집 제4권, 한국상사판례학회, 2006, 410-411면.

(ⅱ) 스톡옵션은 발행한도와 권리행사기간이 제한되는데 반하여 신주예약권에서는 이러한 제한이 없다.

(ⅲ) 스톡옵션에는 신주인수권방식과 자기주식방식의 두 가지 방식이 인정되고, 결의요건에도 차이가 있지만, 일본 개정상법에서는 이를 신주예약권방식으로 일원화하였다. 즉 과거에는 자기주식방식의 스톡옵션은 주주총회의 보통결의로도 부여할 수 있었지만, 일본 개정상법에서는 스톡옵션이 신주예약권의 유리발행절차에 따르게 되어 어떤 방식이든 항상 주주총회의 특별결의가 필요하다.

(ⅳ) 스톡옵션은 부여시점에서 신주인수권방식과 자기주식방식 가운데 선택이 요구되나, 신주예약권은 행사시점에서 선택할 수 있다. 또한 스톡옵션 부여시에는 주주총회의 결의사항에 부여대상자의 성명과 각 부여대상자에 대한 부여주식의 종류와 수가 포함되지만, 신주예약권 부여시에는 이들 내용이 포함되지 않는다.

(ⅴ) 스톡옵션은 양도할 수 없지만, 신주예약권은 원칙적으로 양도가 가능하다.

나) 스톡옵션으로서의 신주예약권의 입법경위

2001년 일본 개정상법에서는 스톡옵션을 신주예약권의 무상발행으로 파악하였다. 스톡옵션을 그 회사나 사용인등으로 선출된 자에게 그 공헌도나 기여정도에 따라 무상으로 부여함으로서 회사에 더욱 공헌할 수 있도록 하기 위한 제도로 본 것이다. 이에 따라 스톡옵션은 신주예약권의 유리발행에 해당하기 때문에 발행시 주주총회의 특별결의가 필요하도록 하였다(일본 구 상법 제361조). 2005년 일본 회사법에서는 금전이외의 재산을 납입에 충당할 수 있도록 하였다(제238조제1항제2호). 이에 따라 회사의 임직원이 회사에 대해서 보수에 관한 채권이 있는 경우에는 금전납입에 대신하여 해당 보수채권과 상계하는 방식으로 신주예약권을 취득할 수 있게 되었다.

한편 실무에서 상계방식을 채택한 회사가 많은 이유는 주식보수형 스톡옵션을 부여한 회사에서 법인세법 제54조제1항에서 정한 “해당 노무의 제공의 대가로 해당 개인에게 발생하는 채권을 해당 신주예약권과 교환으로 상계하는 것에 한정한다.”라는 요건을 의식하기 때문이다.[524]

---

524) 奥山健志, “ストック·Wオプションに關する實務の動向と諸問題”, 「商事法務」, No.1892, 商事法務硏究會, 2010, 37面.

4) 신주예약권의 유리발행과 공정발행

신주예약권의 유리발행이란 모집신주예약권과 상환으로 금전납입을 요하지 아니한 것이 당사자에게 특히 유리한 조건일 대와 모집신주예약권과 상환으로 금전납입을 요하는 경우에 그 금전납입이 당사지에게 특히 유리한 금액인 경우를 말한다(제238조제3항제1호,제2호). 신주예약권의 발행이 유리발행에 해당하는 경우에는 주주총회 특별결의가 필요하고, 또한 이사는 주주총회에서 유리발행으로 모집신주예약권을 인수할 자를 모집함을 요하는 이유를 설명하여야 한다(제238조제3항). 이는 주주가 유리발행 여부를 판단하기 위한 자료를 제공한다는 취지이다. 이는 신주예약권의 발행에 따라 기존주주의 경제적 이익을 해칠 가능성이 있기 때문에 주주총회에서 충분한 정보를 제공하고 그 동의를 얻기 위한 것이다. 그러므로 이유는 충분하고 구체적이어야 한다.[525]

5) 소 결

일본의 신주예약권은 스톡옵션으로서 가장 많이 활용되고 있고 신주예약권을 통해 스톡옵션의 부여가 종전보다 활성화되어 있다. 다만 신주예약권의 장점 중 인센티브 부여대상 확대가 특히 강조되는 사항이나 실제 부여대상자의 범위와 관련해서는 종전과 큰 변화가 없는 것으로 나타났다.[526] 신주예약권이 도입된 지 10여년이 흘렀지만 그 발행대상자의 범위는 자회사의 임직원 외에는 실제로 종래의 스톡옵션에 비해 거의 확대된 것이 없는 실정이다. 한국의 경우 일본의 신주예약권과 같은 워런트의 도입은 스톡옵션의 활성화를 가져올 것으로 기대된다. 2010년 상법개정안에 포이즌필의 기능을 가진 신주인수선택권도입이 국회에서 무산되었으나 이의 도입을 위한 필요성과 여건은 여전히 충분히 조성되어 있는 것으로 보인다.

나. 정관변경

525) 유영일 , 앞의 논문(주 523), 423면.
526) 김재형, “일본의 신주예약권에 관한 최근의 동향과 시사점”,「법학논총」, 조선대학교 법학연구원, 2011, 467면.

일본 회사법에서는 주주총회의 결의요건을 정관에서 가중하여 초특별결의를 할 수 있다. 합병이나 이사의 선임 · 해임, 영업양도 등의 결의요건을 강화할 수 있다. 또한 일정한 규모 이상의 주식을 취득한 매수자에 대한 의결권 승인을 정관에 규정할 수 있는 바, 매수자가 의결권을 행사할 경우 사전에 다른 주주의 승인을 얻도록 하는 지배주식조항을 활용할 수 있기 때문이다.[527]

다. 자기주식취득

일본의 경우 적대적 M&A의 사전 예방수단으로 최근 기업의 자기주식취득을 신탁은행이 대행하는 '금고주 전용신탁'의 이용이 확대되고 있다. 회사가 스스로 자기주식을 취득한 경우 내부자거래가 된다면 지체 없이 자기주식 취득을 중단하거나 당해 내부자정보를 공표할 필요가 있지만, 금고주 전용신탁을 이용하는 경우에는 회사가 신탁은행에 취득을 지시한 후에는 당해회사에 내부자정보가 발생한 경우라도 신탁은행의 매수 담당자에게 전달되지 않는 한 신탁은행은 계속 당해회사의 주식을 매수할 수 있다는 이점이 있다. 일본의 경우 금고주 전용신탁이 보유한 주식은 신탁은행 명의로 되며, 신탁은행 명의의 주식에 관하여 의결권을 행사할 수 있다면 안정주주로 활용할 수 있다.[528]

라. 종류주식

전환주식과 상환주식은 2000년 이후 상법의 개정과 회사법 제정 전후로 폐지되었다. 일본 회사법에서는 전환과 상환 기능을 대체한 새로운 종류의 주식발행을 허용하고 있다. 즉 이익배당에 관한 종류주식, 잔여재산분배에 관한 종류주식, 의결권배제·제한종류주식, 양도제한주식, 취득청구권부주식, 취득조항부주식, 전부취득조항부종류주식, 동의권부주식, 종류주주총회에서의 이사 · 감사의 선임에 관한 내용이 다른 수종의 주식 을 발행할 수 있도록 규정하고 있다(제108조제1항제1호 내지 제9호).

527) 김용렬, “일본의 친기업정책과 제도변화”, 한국경제연구원, 2007, 122면.
528) 안효섭, 앞의 논문(주 174), 80면.

1) 의결권배제·제한종류주식

의결권배제·제한종류주식이란 법률에 의해서 특별히 인정되고 있는 경우를 제외하고 의결권행사를 일절 할 수 없는 '무의결권주식'과 법정사항 및 정관 소정의 일정한 사항에 대해 의결권이 주어지는 '의결권일부제한주식'이 있다(제108조제1항제3호). 일본에서는 보유주식수를 기준으로 차별적인 취급을 하는 의결권배제·제한종류주식에 대해서는 합리성과 필요성이 인정되는 경우에는 방어수단으로 사용이 가능하다는 것이 다수설[529]이다. 그러나 의결권을 지주비율 기준으로 차별화와 주주평등의 원칙과의 관계에서 논란의 여지가 있다. 특히 일본에서는 법이 허용하는 불평등으로서 유효설과 위법하지만 강한 합리성과 필요성이 있는 경우 유효설[530]로 나누어지나, 절대무효가 아닌 점에서 공통점이 있다.

이러한 의결권배제·제한종류주식은 회사의 경영에 관심이 없고, 배당 수입 등 금전적 이윤을 추구하는 투자자에게는 주식에 부속된 의결권은 필요하지 않기 때문에 주주의 경영권 방어의 이용수단으로 설계된다. 또한 높은 배당을 요구하기 때문에 배당우선주와 조합하여 발행되는 경우가 많다. 경영자에게 경영 간섭이 없기 때문에 의결권배제·제한종류주식은 부채와 같으나 부채와 같은 변제의무가 없으므로 부채와 주식의 장점을 조합한 것이다.[531] 종류주식 발행회사가 공개회사인 경우에는 의결권배제·제한종류주식의 수가 발행주식총수의 2분의 1을 초과한 경우에 주식회사는 즉시 그 의결권배제·제한종류주식의 수를 발행주식총수의 2분의 1 이하로 줄이기 위한 필요한 조치를 하여야 한다(제115조).

이러한 의결권배제·제한종류주식을 발행하기 위해서는 (ⅰ) 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항, (ⅱ) 당해 종류주식에 관하여 의결권의 행사조건을 정한 때에는 그 조건 및 발행 가능한 종류주식의 총수를 정관에 정하여야 한다(제108조제2항제3호). 만약 회사가 정관변경 등의 행위를 한 경우에 의결권배제·제한종류주식의 주주에게 손해를 미칠 염려가 있을 때에는 의결권배제·제한종류주식의 주주도 당해 종류주

529) 권종호, "종류주식제도의 개선방안", 「한국증권법학회」, 2008, 8, 5면.

530) 강한 필요성이나 합리성이 있는 경우란 의결권제한 주식이 기업의 가치나 주주의 공동이익을 해할 가능성이 있는 적대적 M&A를 저지하거나 경영자 측에 일정의 교섭기회를 제공하기위해 이용되는 경우를 의미하고, 의결권제한 주식이 모든 적대적 M&A를 거의 확실하게 저지하는 내용이라면 무효라고 한다.; 江頭憲治郎, 앞의 책(주 147), 126面.

531) 박한성, 앞의 논문(주 21). 126면.

주총회에서 의결권을 행사할 수 있다(제322조제1항제1호).

의결권배제·제한종류주식은 자본 다수결이 아닌 형태로 경영권을 분배할 때(예를 들어, 지분비율은 6:4이더라도 의결권비율은 1:1로 하는 경우) 매우 유용할 뿐 아니라 적대적 M&A의 위협을 근원적으로 차단하면서 자금조달을 도모할 수 있는 특징이 있다.[532]

2) 양도제한종류주식

양도제한종류주식의 양도제한이란 일부 주식양도를 제한하기 때문에 종류주식에 해당된다(제108조제1항제4호). 일반적으로 종류주식은 특정 투자가(종류주주)와 경영자(혹은 다른 주주)가 상호이익이 되도록 주식을 설계하므로 양도제한을 가하고 있다. 또한 일본 회사법 제107조제1항의 주식의 전부에 대한 양도제한과도 다르다. 이는 양도에 의한 해당 주식의 취득에 대해 회사의 승인이 필요한 취지의 규정이 명시된 주식(제2조제17호)을 의미하며, 전부의 주식에 있는 종(class)의 내용을 부가하는 것을 인정하기 때문이다.[533]

양도제한종류주식의 발행을 위하여 (ⅰ) 당해 종류주식의 양도취득에 관해 당해 주식회사의 승인이 필요하다는 취지, (ⅱ) 일정한 경우 주식회사가 주주로부터 승인청구 또는 주식취득자가 승인청구를 승인을 한 것으로 간주된 때에는 그 취지와 발행 가능한 종류주식의 총수를 정관에 기재하여야 한다(제108조제2항제4호).

오늘날 일본에서는 이사회 승인을 결여한 주식양도도 완전히 유효하고, 단지 회사는 양수인에게 명의개서청구를 거절할 수 있는 것에 지나지 않는다. 양도제한주식을 주식의 취득에 회사의 승인을 요하는 주식으로 규정한 일본 회사법 제정 이후 이러한 유효설 내지 대항요건설이 최근 유력한 학설이다.[534]

3) 취득청구권부종류주식

취득청구권부종류주식은 종전의 '의무상환주식'(일본 구상법 제222조제1항)이나

532) 권종호, 앞의 논문(주 529), 55면.
533) 박한성, 앞의 논문(주 21), 127면.
534) 泉田榮一, "株式譲渡制限制度と相續人等に對する株式賣渡請求制度", 增刊「会社法の爭點」, 有斐閣, 2009, 58頁.

‘전환예약권부주식’(일본 구상법 제222조의2)으로 이러한 종류주식에 관해 주주가 당해 주식회사에 대하여 그 취득을 청구할 수 있는 사항이 정해진 주식을 말한다(제108조제1항제5호). 주식회사가 취득청구권부종류주식을 취득한 때에는 그 대가로 금전이나 사채, 보통주식 등 다양하게 지급할 수 있다. 그 대가를 금전으로 지급하면 현금을 회사가 준비해야 하기 때문에 보통주식을 이용한다. 즉 배당우선주의 취득대가로 보통주를 지급하기로 한다면, 배당우선주가 보통주로 바뀌기 때문에 회사로서는 배당부담이 경감된다.

취득대가를 다양하게 정할 경우에는 그 종류 및 수 또는 그 산정 방법을 정관에 정할 필요가 있다(제108조제1항제5호). 따라서 회사가 취득대가로 현금(배당가능이익)을 지급하면 개정 전 상법의 ‘상환주식’에 해당되고, 취득대가가 다른 종류주식이면 ‘전환주식’에 해당된다.

취득청구권부종류주식은 취득청구권부주식(제107조제1항제2호)과 내용이 같지만, 취득청구권부종류주식은 발행주식의 일부에 대한 권리내용을 정한 것이고, 취득청구권부주식은 발행주식의 전부에 대한 권리내용으로 정한 것이라는 점에서 차이가 있다. 또한 취득청구권부종류주식은 회사가 내용이 다른 종류주식을 발행할 수 있기 때문에 그 회사의 다른 종류주식을 그 대가로 교부할 수 있다. 그러나 취득청구권부주식은 회사주식의 내용이 모두 균일하기 때문에 동일한 내용의 주식을 취득대가로 하는 것은 인정되지 않는다. 이러한 종류주식은 투자자 입장에서는 최종적으로 자금회수 수단이 되고, 회사의 입장에서는 대규모 자금을 일시적으로 조달할 수 있지만 그 취득청구권의 설정 조항에 따라 대폭적인 주가하락이나 경영권의 탈취도 가능하므로 기존의 이해관계인과도 충분한 협의가 필요하다.[535]

4) 취득조항부주식

취득조항부주식이란 일정한 사유의 발생조건으로 회사가 주주의 소유주식에 대한 취득권리가 부착된 주식으로 회사는 이를 발행할 수 있다(제2조제19호). 일본의 경우 기존의 상환주식과 전환주식의 구분을 없애고 회사가 옵션을 가지는 취득조항부주식(제108조제2항)과 주주가 옵션을 가지는 취득청구권부주식으로 구분하였다(동조제1

535) 박한성, 앞의 논문(주 21), 129면.

항). 회사는 정관을 통해 발행주식의 전부 또는 일부를 취득조항부주식으로 할 수 있다(제107조제1항제3호, 제108조제1항제6호).

또한 그 취득의 대가가 현금일 경우는 주주 지위는 완전하게 없어지고(신회사법 제108조제2항제6호), 현금이 아닌 그 외의 주식이 대가인 경우는 그 종류주주로서 지위로 전환하게 된다(제108조제2항제6호, 제170조제2항제4호). 예컨대, 공개준비회사가 비공개시에는 배당우선주식 등으로 자금조달을 실시하여 주식을 상장할 경우 강제적으로 보통주식으로 전환하도록 설계를 할 수 있다. 공개준비 중에는 양도제한주식이므로 벤처자본가로부터 그 담보로 인해 높은 배당을 받을 수 있다.

이와 같이 취득조항부주식은 주주의 의사에 구속되지 아니하고 강제적으로 회사가 일정한 사유의 발생을 조건으로 취득하므로 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 효과적 기능이 있다.[536]

5) 전부취득조항부종류주식

전부취득조항부종류주식이란 당해 종류주식을 회사가 주주총회의 결의에 의하여 전부 취득할 수 있는 주식이다(제108조제1항제7호).[537] 전부취득조항부종류주식의 경우 주식취득이 주주총회 결의를 전제하는 점에서 이미 정관에 정한 일정 사유의 발생을 조건으로 회사가 주식을 취득하는 취득조항부주식과 차이가 있다.

취득조항부주식의 설정에는 총주주의 동의(제111조)가 필요하므로 공개회사 등에서는 현실적으로 불가능하며, 전부취득조항부종류주식은 주주총회의 특별결의만으로 설정되기 때문에 현실적으로도 이용이 가능하다(제107조제1항제3호). 다만, 전부취득조항부종류주식의 설정을 반대하는 주주에게는 주식의 매수청구권이 인정된다(제116조, 제117조).

한편 회사의 재건목적을 위해 100% 자본감소를 위하여 전부취득조항부종류주식을 발행회사가 취득할 경우에 취득대가는 당연히 무상이나 유상취득(금전 · 다른 종류주식 · 사채 · 신주예약권 등)도 가능하다(제171조제1항제1호). 이러한 전부취득조항부종류주식의 취득대가로 다른 종류주식이나 사채를 교부할 수 있으므로 취득대가의 여

536) 김병연 · 권재열 · 안성포, 앞의 논문(주 239) 79면.
537) 김지환, "상법개정상 주식의 종류에 관한 고찰", 「경남법학」, 제23집, 2008. 2. 57면.

하에 따라 특정종류주식 전부를 사채 등으로 바꿀 수 있다. 이러한 점에서 전부취득조항부종류주식은 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 활용될 수 있다.[538]

6) 동의권부주식

수종의 주식을 발행한 회사의 경우 법령 또는 정관에서 주주총회 또는 이사회의 결의사항 중 정관에 정해진 전부 또는 일부사항에 관해 해당 종류주주총회의 결의사항으로 정할 수 있다(제108조제1항제8호).

또한 동의권부주식의 종류주주총회의 결의가 필요한 사항은 비록 주주총회나 이사회 결의에서 가결된 사항일지라도 종류주주총회의 부결로 무효화 할 수 있다. 이러한 동의권부주식을 보유한 주주는 매우 큰 권한을 가지므로 '황금주' 라고 한다.[539]
또한 황금주인 복수의결권주식의 경우 2001년 상법개정에 의해 다양한 의결권배분이 가능해진 가운데, 2005년 제정된 회사법에서 이러한 규율을 그대로 수용하게 되었다. 일본 동경증권거래소에서는 경우 상장 후 복수의결권주식을 도입하는 경우에 일반주주가 예상치 못한 피해를 볼 수 있기 때문에 원칙적으로 시장의 투자자 모두가 동의하고, 복수의결권주식을 취득하는 신규공개일 경우에만 허용해야 한다고 한다.[540]

7) 이사·감사선임에 관한 종류주식

이사 · 감사선임에 관한 종류주식이란 그 종류주주총회에서만 이사 · 감사선임의 전부 또는 일부를 결의할 수 있는 취지가 정해진 주식을 말하고(제108조제1항 제9호), 공개회사나 이사회 설치회사에서는 이러한 주식을 발행할 수가 없다(동조 단서). 이러한 종류주식은 비공개회사의 경영자가 자신의 경영권 유지 등을 위하여 발행할 수 있고, 자금제공자가 다수의 이사 확보를 위한 경우에 발행될 가능성이 매우 크다.

이러한 종류주주총회에서 이사 · 감사선임이 가능한 주식이 발행되면 이사 및 감사의 선임은 각 종류주주총회 단위로 행하여지며, 전체주주총회는 개최되지 아니한다.

---

538) 권종호, "주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구〔Ⅳ〕-일본-",「한국법제연구원」, 2008. 6, 39면.
539) 박한성, 앞의 논문(주 21),132면.
540) 東京證券去來所, 議決權種類株式の上場制度に關する報告書, 2008.1.16, 6面.

3. 금융상품거래법

가. 의 의

세계 금융환경의 변화에 따라 금융법제의 국제적 정합성이 요구되어 2000년에 제정된 일본의 '금융상품의 판매 등에 관한 법률'은 은행, 보험을 포함한 금융상품에 적용되는 횡단적인 것이다. 그러나 이 법은 한정적이며 적합성의 원칙이 충분히 반영되지 않아 금융서비스법이라고 하기에는 불충분한 점이 많았다.[541] 2006년 벤처기업육성이나 투자정책에 의한 경기회복에 따라 각종 펀드나 외환증거금 거래 등 새로운 금융상품의 등장 등 금융공학의 발달로 투자자보호 강화를 위하여 증권거래법을 개편하여 금융상품거래법이 제정되었다. 이러한 법정비의 구체적 내용은 (ⅰ) 투자성이 강한 금융상품에 대한 횡단적인 투자자보호법제(이른바 투자서비스법제)의 구축, (ⅱ) 공시제도의 확충, (ⅲ) 거래소의 자율규제기능의 강화, (ⅳ) 불공정거래 등에 대한 엄격한 대응이라 할 것이고, 포괄화·횡단화, 유연화, 공정화 · 투명화, 엄격화 등을 키워드로 하고 있다.[542]

또한 2008년에는 금융상품거래법과 투자신탁법을 개정하여 가계금융자산의 적절한 투자기회의 제공과 내외기업에 대한 성정자금의 공급 및 금융서비스업에 의한 높은 부가가치의 창출을 통하여 금융 · 자본시장의 경쟁력을 강화하였다. 이른바 프로전용시장을 창설하고 투자신탁상품의 다양화와 금융상품 거래업자와 관련되는 겸직규제를 철폐하며, 과징금에 대한 산정방법 및 대상범위를 개정하는 등의 조치를 취하는 것을 핵심내용으로 하고 있다.

2006년 금융상품거래법의 특성과 주요내용을 살펴보기로 한다.

나. 금융상품거래법상 공시제도

541) 黑沼悅郞, "일본 금융상품거래법의 개요와 시사", 「한국증권법학회 2006년 제1차 특별세미나」, 2006, 1면.

542) 맹수석, "일본 금융상품거래법의 주요 내용과 자본시장법의 과제",「기업법연구」, 제22권 제4호, 2008, 124면.

1) 공시제도

기업내용 등의 공시제도에 있어서 적시 · 신속하고 적정한 재무 · 기업정보의 공시를 확보하기 위하여 4분기 공시의 법정화 및 재무보고와 관련되는 내부통제의 강화를 기하였다.[543] 즉 거래소의 자주적인 규제로 이루어지고 있는 4분기 공시제도를 법정화하여 상장회사 등에 4분기 보고서 제출을 의무화하고, 공인회계사·감사법인에 의한 감사대상으로 하였다(제24조의4의7, 제193조의2). 상장회사 등에 대해 유가증권보고서 · 4분기 보고서 등의 내용이 금융상품거래법령에 기해 적정이라는 취지의 경영자확인서 제출을 의무화하였다(제24조의4의2, 제24조의4의8).

2) 공개매수제도

공개매수제도란 회사지배권에 영향을 미치려는 증권거래에 대해 그 공정성·투명성을 확보하기 위한 제도이다(제27조의2제6항). 기업의 합병매수 건수가 급속히 성장하고 있고, 그 형태도 다양하게 진행되어 공개매수의 건수도 증가하는 시점에서 주주에게 공평한 매각기회를 확보해 주기 위한 것이다.

즉 탈법적인 거래에 대한 대응과 구매자간의 공평성 확보차원에서 현저한 소수의 자(60일간 10명 이내)로부터의 매수라도 거래소시장 외에서 매수한 후의 소유비율이 3분의 1을 넘는 것은 공개매수를 하도록 하고 있다.[544] 이로써 시장내외 등의 거래를 조합하여 급속한 매수 후에 소유비율이 3분의 1을 넘는 경우 공개매수의 규제대상으로 명확화 하였다. 적대적 M&A자가 공개매수 기간 중에 3분의 1초과 소유자가 매수를 급속히 진행시키는 경우에는 공개매수에 의하여야 한다(제27조의2제1항제4호 및 제5호). 또한 전부매수원칙을 도입하여 공개매수 후 상장폐지 등에 이른 경우 주주보호의 관점에서 매수 후의 소유비율이 3분의 2 이상 되는 경우에는 응모주식의 전부매수를 의무화하였다(제27조의13제4항).[545]

또한 공개매수기간을 연장하여 20일에서 60일(실 일수 기준)의 범위에서 공개매수자가 설정하는 것으로 되어 있다. 매수대상회사의 방어수단이 발동된 경우에는 공개매수의 매수가격의 인하나 철회를 인정(제27조의6제1항제1호, 제27조의11제1항)하여

543) 日野正晴,「詳解金融商品取引法」, 中央經濟社, 2008, 655-656面.
544) 日野正晴, 위의 책(주 543), 270面.
545) 맹수석, 앞의 논문(주 542), 131면.

공개매수 철회 등의 유연화를 도모하였다.

3) 대량보유보고제도

대량보유보고제도란 주권 등의 대량보유의 상황을 투자자에게 신속히 공시하기 위한 제도이다. 예컨대 상장주권 등의 보유비율이 새롭게 5%를 초과하게 된 자는 그 날부터 5영업일 이내 대량보유보고서를 제출해야 한다(제27조의25). 또한 최근 합병매수에 이르지 않는 주식의 대량취득 사례도 증가하고 있기 때문에 투자자에 대한 투명성 확보강화로 보고기한·빈도의 단축 등 특례보고제도를 법 규정에 반영하였다.[546] 또한 전자공시시스템(Electronic Disclosure for Investor's Network: EDINET)을 통한 신속한 공중열람을 도모하는 등(제27조의30) 대량보유보고서의 전자제출을 의무화하였다.

다. 불공정거래 등의 규제 강화

투자자 보호의 철저, 공정하고 투명한 증권거래의 확보 및 증권거래에 대한 일반투자자의 신뢰확보를 위하여 증권거래 벌칙의 법정형 수준을 강화하였다. 예컨대 매매가 왕성한 것처럼 가장하기 위해 가공주문으로 약정이 성립되면 이를 취소하는 시세조종의 한 형태이다.[547] 이에 해당하는 행위 가운데 고객에 의한 매매신청행위가 시세조종행위로 형사처분 대상이 되지만, 불공정거래에 관한 규제의 실효성을 확보하기 위하여 고객의 행위를 과징금 대상으로 하였고(제174조제1항), 증권회사가 자기의 계산으로 하는 매매신청행위에 대해서도 시세조종행위로 보아 형사처분 및 과징금 대상으로 하였다(제159조제2항제1호 및 제3항, 제174조제1항).

4. 기타 M&A 규제법

546) 맹수석, 앞의 논문(주 542), 132면.
547) 맹수석, 앞의 논문(주 542), 133면.

가. 전기통신사업분야 법률

일본에서는 전기통신사업을 제1종사업자, 일본전신전화주식회사(NTT), 제2종사업자로 구분 규정하고 있으며, 외국자본에 대한 제한은 제1종사업에 한하여 제한을 두고 있다. 제1종 전기통신사업은 국민생활과 경제활동의 기본적 구조이며 중요한 통신확보 등에서도 국가적 중요기능을 하고 있다.

전기통신사업법에서는 제1종사업의 허가를 받을 수 없는 대상으로 법령위반자 등과 외국성을 명시하고 있다. 외국성에 해당되는 경우로 일본국적을 갖지 않은 자, 외국정부 또는 그 대표자, 외국의 법인 또는 단체, 외자비율이 3분의 1 이상인 외자계열기업을 열거하고 있다(전기통신사업법제11조). 우정성에서는 ITU조약, OECD조약, 미·일우호통상조약 등 국제간 조약·관행으로부터 외자규제는 당연한 조치였다.[548]

또한 일본 전신전화주식회사(NTT)법에서는 외국인, 외국기업 그리고 외자계열 기업에 대하여 최초부터 비공개를 결정하고 있다. 이는 제1종 제한을 받으며 외자비율을 1/1까지 허용하는 점과 차이가 있다. 외국인, 외국기업의 주식소유는 1주도 허용하지 않으며, 외자기업의 소유도 외자비율 2분의 1 이하의 지배력이 약한 외자계열 기업으로 제한하고 있다(전신전화주식회사법 제4조).

나. 외국환 및 대외무역관리법

1991년 외국환 및 대외무역관리법의 개정으로 외국인의 직접투자가 많이 완화되었으나, 일본 공정무역위원회(Japan's Fair Trade Commission: JFTC)는 일본의 반트러스트법에 저촉되는 투자를 금지하고 있다. 공식적인 투자승인 절차가 완료된 이후라도 JFTC가 합작투자사업, 외국인의 라이선스 계약, 운송계약 등을 심사할 수 있으며, 이로 인해 계약이 성립된 이후에도 문제가 발생할 수 있는 여지가 있다.[549]

---

548) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 82면.

549) 이한영·최계영·류정우, “한·미/한·일 투자협정, 한·칠레자유무역협정, WTO뉴라운드협상 등 최근 진행 중인 정보통신 관련 무역·투자협정연구”, 정보통신정책연구원, 2000. 2, 231면.

다. 2005년 기업가치보고서

1) 의 의

일본에서는 해외투자펀드 등이 1990년대에 발생한 거품경제(bubble economy)의 후유증으로 가격이 폭락한 부동산이나 주식에 대하여 활발히 투자되었다. 금융거래의 국제화 · 자유화 과정에서 기업은 스스로 국제적인 규모로 재편되었으며, 이 과정에서 기업 간의 관계가 현저히 유동적으로 변화함에 따라 기업 간의 상호출자 해소의 움직임이 두드려졌다.

특히 2002년 상호출자의 해소노력이 급격하게 진행되면서 이른바 부동주 내지 유동주(floating stock)의 비율이 상승하게 되고 적대적 M&A에 대한 우려가 점증되는 양상이 나타났다. 일본 경제가 이러한 상황에 직면하면서 기업들이 적대적 M&A에 대한 방어수단의 사전 도입의 필요성 여부에 대한 논의가 활발하게 전개되었다.[550]

2004년 9월 16일 경제산업성 주도로 발족한 기업가치연구회는 국제표준, 국내외의 무차별, 일본만의 독자적 규제배제, 경영자와 주주선택권 확대라는 4대 기본원칙에 입각하여 유럽 각국 및 미국의 입법례와 판례, 기관투자자의 평가 등에 관하여 다양한 실증연구와 public comment 과정을 거쳐 2005년 5월 27일 '기업가치보고서'를 발표하였다.[551]

2005년 기업가치보고서는 적대적 M&A를 악으로 보지는 않지만, 기업가치를 높이는 M&A는 장점이 많아 이를 실현시킬 필요가 있는 반면에 기업가치를 손상하는 M&A는 단점이 많기 때문에 이를 회피하려는 인식을 기초로 삼고 있다. 이처럼 일본에서는 나쁜 적대적 M&A 저지를 위한 방어수단 인정에 대하여 합의가 있는 것으로 보인다.[552]

이 보고서는 적대적 M&A에 대한 방어수단 중에도 주로 평상시에 도입하여 유사시에 발동할 수 있는 방어수단을 염두에 두고 각국의 방어수단을 검토한 것이며, 그 결과로서 방어수단에 관한 개시제도의 창설, 방어수단의 합리성에 대한 판단기준, 방어수

---

550) 東京高裁 2005年6月15日決定. 이 결정은 국내에서는 니레코(ニレコ) 사건으로 알려져 있다.; 김홍식, 앞의 책(주 9), 146-149면.

551) 김홍식, 앞의 책(주 9), 58면.

552) 仮屋広郷, "ライブドアvs ニッポン放送事件," 野村修也/中東正文, 「M & A判例の分析と展開」, 経済法令研究会, 2007, 81頁.

단의 합리성을 높여 시장지지를 얻기 위한 방법 등을 제안하고 있다.

2) 보고서 주요내용[553]

(ⅰ) M&A 방어수단에 관한 공시제도 강화로 방어수단에 관한 일본 회사법상 신주예약권을 활용한 포이즌필이나 종류주식제도를 활용한 황금주 및 복수의결권주의 도입이 가능하므로 방어수단에 관한 공시제도의 정비 필요성을 강조하였다.

(ⅱ) 이사회가 채택한 방어수단의 합리성은 기업가치기준에 입각하여 판단하며, 3가지 세부기준을 제시하고 있다. 먼저 방어수단의 행사시에 기업가치에 대한 위협이 존재한다고 믿기에 충분한 합리적인 근거가 있는지 여부이다. 이때 위협이란 적대적 M&A로 발생 가능한 회사의 효율성 등에 대한 위협이나 주주의 적정한 판단에 대한 위협 등 기업가치에 대한 위협을 의미한다. 다음은 가해진 위협에 비추어 방어수단의 상당여부로 방어수단은 가해진 위협과의 관계에서 과잉이 아니어야 한다.

(ⅲ) 방어수단의 채택 및 행사에 대하여 이사회의 신중하고 적절한 행동 여부로 이사회가 방어수단의 채택·행사 및 철회 판단 있어서 이사회의 지위보전 아닌 기업가치 제고가 목적임을 증명하기 위해서는 신중하고 적절한 행동이 요구된다.[554]

또한 M&A 방어수단의 합리성 제고를 위해서는 다음 3가지 요건이 충족되어야 한다.

(ⅰ) 방어수단은 사전에 채택하며, 경영진은 그 설계에 신중한 판단을 하고 내용을 공시하고 설명하여야 한다.

(ⅱ) 방어수단은 철회 가능하게 구성되어야 한다. 즉 위임장경쟁에 의하여 이사를 교체하면 방어수단 철회가 가능하게 하고, 방어수단을 채택할 경우에는 이사의 시차임기제조항을 도입하지 않으며, 매년 주주총회에서 주주에게 그 적법성을 판단할 기회가 필수적으로 제공되어야 한다.

(ⅲ) 유사시 경영진의 자의적 판단이 배제되어야 한다. 유사시에서 방어수단의 행사는 시간적 제약 등 이유로 경영진이 할 수 밖에 없는데, 그 판단은 주주 전체의 이익이나 기업가치의 향상을 위해서가 아닌 경영진의 지위보전 유지라는 의심 때문에 이를 방지하여야 한다.

---

553) 김홍식, 앞의 책(주 9), 59면-61면.
554) 김홍식, 앞의 책(주 9), 60면.

3) 기업가치보고서 평가

‘기업가치보고서’는 M&A 방어수단의 합리성을 제고하기 위해서는 방어수단의 도입부터 발동까지 주주전체의 이익향상을 위해 노력할 것을 주문하고 있다. 또한 합리성 제고와 시장의 지지확보를 위한 구체적인 요건의 확립을 요구하고 있다.[555]

기업의 방어수단 공시는 방어수단에 대한 목적, 내용, 효과(의결권의 제한, 변경, 재산적 권리에 미치는 영향 등을 포함한 이익 및 불이익)에 대한 설명책임을 완수 할 수 있다. 따라서 평상시 도입 및 내용 공시에 따른 효과는 다음과 같다.[556]

(ⅰ) 평상시 도입에 따라 주주 · 투자자 · 장래의 매수자에게 예측가능성을 부여한다. 또한 적대적 매수자가 출현한 후에 도입하는 것보다 평상시 도입은 기업가치를 손상시키는 적대적 M&A를 배제한다는 설명이 수월해 진다. 그리고 경영자의 지위보전 목적이라는 오해의 소지도 낮출 수 있는 효과도 있다. 다른 한편으로는 투자자나 매수자의 입장에서도 유사시 도입보다 평상시 도입이 방어수단에 대한 대응방안이 수월해질 수 있는 장점도 있다.

(ⅱ) 기업가치 향상을 위한 기업전략과 IR(Investor Relations)활동을 활성화할 수 있다. 즉, 기업이 방어수단을 도입할 경우에 기업가치를 향상시키는 원천 · 주주의 환원정책 · 사업전략을 충실히 책정하는 것 등이 제고된다. 이러한 기업가치를 제고하는 구체적인 경영전략을 전략적인 IR활동을 통해 확대할 필요성이 있다. 이렇게 함으로써 평상시 방어수단을 도입하는 과정에서 장기적인 기업가치 향상에 관심이 있는 주주나 기관투자자의 이해와 납득을 얻기 위한 노력이 필요하다.

(ⅲ) 주가에 미치는 영향과 혼란도 줄어든다. 즉, 통상의 계획처럼 평상시에는 모든 주주를 평등하게 대하고, 유사시에는 기업가치를 손상시키는 매수자만을 차별적으로 취급하는 방어수단이야 말로 주가에 중립적으로 작용하게 되므로, 바람직한 방어수단이 될 수 있다.[557]

---

555) 박한성, 앞의 논문(주 21), 211면.
556) 정성춘 · 이형근, “일본의 적대적 M&A 방어지침과 시사점”,「KIEP 대외경제정책연구원」, 정책자료, 2006.9, 57-59면.
557) 박한성, 앞의 논문(주 21), 212면.

제 4 장 적대적 M&A 방어수단의 문제점과 개선방안

제 1 절 방어수단의 문제점과 도입 찬반논란

1. 공정거래법상 M&A 현황

통상 M&A라 일컬어지는 기업결합이란 상호 독립된 기업들이 인적·물적·자본적 결합을 통해 하나의 관리체계 하에서 기업활동을 영위하기 위한 행위라 할 수 있다. 공정거래법(제7조제1항)은 이러한 기업결합의 유형으로서 다른 회사 주식의취득 또는 소유, 임원겸임, 합병, 영업양수 및 회사설립에의 참여 등 5가지를 열거하고 있다.[558]

공정거래법은 자산총액 또는 매출액의 규모가 2,000억원 이상인 회사(신고대상회사)가 자산총액 또는 매출액 규모가 200억원 이상인 회사(상대회사)와 기업결합을 하는 경우 공정위에 신고토록 하고 있다. 역으로 자산총액 또는 매출액의 규모가 200억원 이상인 회사가 자산총액 또는 매출액 규모가 2,000억원 이상인 회사를 기업결합을 하는 경우에도 마찬가지이다.[559]

한국의 M&A의 현황을 수단별 기업결합을 기준으로 할 때, 주식취득에 의한 기업결합 비중이 가장 높고, 이러한 현상은 2011년까지 지속되고 있으며 최근의 기업결합 양상은 회사신설, 합병, 임원겸임 그리고 영업양수 순으로 나타나고 있다.[560] 특히

558) 공정거래위원회, 「2012년판 공정거래백서」, 2012. 8, 27, 166면.
559) 공정거래위원회, 위 책(주 558),167면.
560) 공정거래위원회, 앞의 책(주 558), 181면.

<최근 3년간 수단별 기업결합 건 수 및 비중> (단위 : 건)

주식취득에 의한 기업결합의 비중이 가장 높지만, 2009년 이후에는 다소 증가한 합병과 영업양수는 감소 추세를 보이고 있다. 2011년의 경우 합병이 줄어들고 회사설립 방식의 M&A가 기업결합 수단에서 두 번째를 차지한 바 이는 규모면에서 3,000억원 이상 국내 대규모 합작투자(PEF제외) 모두 주요 신문사들의 방송사업 진출을 위한 기업결합이기 때문이다.

2. 적대적 M&A 방어수단의 문제점

한국의 경우에 적대적 M&A로부터 경영권을 방어하기 위한 조치가 집중적으로 다루어진 것은 적대적 M&A시장이 개방된 IMF 경제위기(1997년) 이후부터 이다. 1997년 당시 555개 상장회사 중 66%인 369개가 방어조치를 채택한 것으로 알려지고 있다. 그 조치로는 주로 정관에 기업방어조항을 신설하였다. 예컨대, 스톡옵션조항(172개 상장회사 채택), 신주의 제3자 배정(286개 상장회사 채택) 등이 해당된다.[561]) 먼저, 스톡옵션조항은 적대적 M&A가 진행 중인 상황에서는 적대적 M&A방어수단으로서 의미가 없어 보인다. 또한, 신주의 제3자 배정은 2001년 상법개정에 의해 제3자 배정을 할 수 있는 경우를 신기술의 도입, 재무구조개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로 제한하였기 때문에 방어수단으로 사용할 수 없었다.

그러나 최근 경영권분쟁 상황에서 보유하고 있던 자기주식을 우호적인 제3자에게 처분하는 것이 주주의 신주인수권을 침해인지 여부가 문제된다. 즉, 아무런 경영상의 목적이 단지 경영권방어를 위해서 신주를 제3자에게 배정하는 것은 주주의 신주인수권을 침해한다는 것이 판례의 입장이다. 그러나 대다수 하급심 판결은 자기주식의 처분에 신주발행의 법리를 유추적용할 수 없다고 하여 대법원의 판결과 다른 입장이다.[562] 2011년 개정상법에서도 이러한 문제가 쟁점이 되었다. 2006년 당시 법무

구 분	주식취득	합병	영업양수	임원겸임	회사설립	합계
2009년	119(28.8%)	120(29.1%)	62(15.0%)	46(11.1%)	66(16.0%)	413(100.0%)
2010년	186(37.3%)	115(23.1%)	52(10.4%)	62(12.4%)	84(16.8%)	499(100.0%)
2011년	208(38.3%)	107(19.7%)	48(8.8%)	68(12.5%)	112(20.6%)	543(100.0%)

561) 권종호, “일본 적대적 M&A법제의 글로벌화의 시사점”, 전국경제인연합회, 2009, 9면.

부가 입법 예고한 회사법개정안에는 자기주식의 처분에 주주의 신주인수권을 준용하는 것으로 하였으나, 이후에 자기주식처분을 통한 효율적인 재무관리를 저해한다는 이유와 재계의 반대에 부딪혀 그 내용이 삭제되었다.[563] 향후 경영권분쟁 상황에서는 이해관계가 첨예하게 대립하기 때문에 주주의 신주인수권을 인정하고, 최소한 경영상 목적없이 자기주식을 제3자에게 처분하는 것은 이사의 주의의무에 반하다고 보는 견해도 있다.[564] 결국 한국은 적대적 M&A에 대응할 수 있는 방어수단에 대한 제도적 환경이 매우 비효율적이고 제한적이라고 할 수 있다.

3. 방어수단 도입의 찬반논란

가. 방어수단 도입여부 근거

2008년 4월 28일 법무부에 ‘ 경영권방어법제개선위원회[565]’(이하 ‘방어수단위원회’라 함)가 정식으로 발족되었고, 방어위원회는 전체회의를 통해 방어수단의 필요성, 도입대상 방어수단 선정, 방어수단에 관한 법률시안 검토가 이루어졌다.[566]

1) 도입 신중론 논거

적대적 M&A 방어수단 도입에 신중하여야 한다는 논거는 다음과 같다.

(ⅰ) 방어수단의 추가도입은 매수자와 경영자간에 협상력을 증진시키기 보다는 비

562) 수원지방법원 성남지원 2007.1.20.자 2007카합30결정; 서울북부지방법원 2007.10.25.자2007카합1082결정.

563) 권재열, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후과제”,「선진상사법률연구」, 제56호, 2011, 22면.

564) 송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점 -기업재무분야를 중심으로-”,「2011년 한국법학원 발표자료」, 22면.

565) 법무부는 2008년 4월 28일 법률전문가 등 총 16명으로 구성된 ‘ 경영권방어법제개선위원회’(방어수단위원회라 함)를 발족하였다. 법률전문가 이외에도 경제부처, 재계전문가, 국책연구기관의 연구위원 등도 포함되었다. 이러한 방어수단위원회에서는 2009년 9월까지 전체회의 9회, 소위원회회의 11회를 개최하였다.; 권종호, “적대적 M&A의 도입 필요성”,「법무부 상법개정공청회자료」, 2009, 5-6면.

566) 박한성, 앞의 논문(주 21), 3면.

효율적인 경영진에게 필요이상의 경영권 보호수단으로 사용될 우려가 크다는 점,

(ii) 강력한 경영권 방어수단은 자본시장 발전을 저해하고 대주주 전회에 대한 통제기능을 약화시킬 수 있다는 점,

(iii) 의결권의 가치가 높게 평가되는 상황에서 차등의결권제도는 의결권의 형평성에 위배되어 무능력한 경영진의 임기보장 수단으로 사용될 수 있다는 점,

(iv) 포이즌필 도입과 관련하여 사외이사의 독립결여, 법원의 보수성, 기관투자가들의 소극적 주주권 행사 등으로 그 남용을 막을 수 있는 견제장치가 부족하다는 점,

(v) 지배주주체제하에서의 추가적인 경영권 방어수단의 도입은 지배주주와 여타주주 간에 발생할 수 있는 이해관계의 차이가 클 수 있다는 점,

(vi) 출자 등을 통한 구조적 경영권 방어수단의 도입은 시기상조라는 점 등이 핵심적 논거로서 제시되었다.[567]

2) 도입 긍정론 논거

적대적M&A 방어수단 도입에 찬성하는 논거는 다음과 같다.

(i) 경영자들의 경영의지를 위축시키지 않고 일정정도의 외부 견제효과를 달성하기 위해서는 공정하게 경쟁할 수 있는 공격과 방어의 균형이 필요하다는 점,

(ii) 글로벌 M&A시장에서 활동하고 있는 투기자본의 지속적인 증가로 볼 때에 국내 상장회사는 경영권 위협에 노출되어 있다는 점,

(iii) 자기주식 취득 등과 같은 고비용의 방어수단은 경영권 안정을 위한 내부자금의 외부유출 도구로 활용되고 있기 때문에 방어수단의 도입으로 투자재원의 장기투자를 촉진할 수 있다는 점,

(iv) 새로운 방어수단의 도입은 재무적 투자인 외국자본의 투기적이고 단기적인 자본유치 보다는 장기적인 그린 필드형 직접투자를 유도할 수 있다는 점,

(v) 새로운 방어수단이 공급되더라도 기존주주의 이익을 훼손할 우려가 있는 경우에는 채택하기가 사실상 불가능하다는 점,

(vi) 세계적인 대규모 공개기업에 적용되는 방어규범을 한국기업에 적용하는 것은 무리라는 점,

---

567) 송종준, 앞의 논문(주 94), 169면.

(vii) 새로운 경영권 방어수단은 중소기업에 대한 대기업의 지분투자를 촉진하여 대기업과 중소기업의 상생에 유익한 효과를 줄 것이라는 점 등이 제시되었다.[568]

3) 입법방향의 설정

이러한 방어수단 제도도입에 대한 다양한 찬반의 견해의견이 제시되었으나 방어수단의 남용을 반대하는 대에는 이견이 없었다. 그런데 방어수단의 이용 기업의 범위와 관련하여 새로운 방어수단의 도입은 상법에서 수용할 대상이므로 비상장회사, 공개회사, 상장회사, 기업집단을 모두 포함하는 관점에서 검토되는 것이 필요하였다. 또한 새로운 방어수단 도입으로 지배권의 공고화 가능성이 현존하므로 복수의결권주식, 동의권부주식과 이사선·해임권부주식은 상장회사에서 발행할 수 없도록 하였다.

요컨대 새로운 방어수단의 도입논의에 있어서는 외국의 방어법제의 최근 개혁추세를 감안하여 입법단계에서는 도입의 유연성을 부여하되, 기업방어수단 활용단계에서는 그 남용을 억제할 수 있도록 외국의 선험적 방어법리를 입법에 반영하는 방식으로 구체적인 법안을 마련하기로 결정하였다.[569]

새로운 방어수단의 도입을 둘러 싼 논의에서 쟁점이 되었던 사항 중 특히 관심을 모았던 사항으로는 (ⅰ) 진정한 의미의 적대적 M&A의 존재여부, (ⅱ) 외국의 경우 방어수단 도입회사의 감소추세, (ⅲ) 적대적 M&A에 대한 규제에 있어서 공수의 균형문제에 대한 인식의 차이이다.[570]

나. 적대적 M&A의 존재여부

새로운 방어수단의 도입에 관해 신중론과 긍정론은 “한국에서 과연 진정한 의미의 적대적 M&A가 지금까지 있었던가.”라는 점에 관해 극명한 의견대립을 보여 왔다. 신중론의 입장에서는 예컨대 SK사건과 KT&G사건을 적대적 M&A로 보지 않고 단순한 경영참여 시도로 보고 있다. 칼아이칸과 스틸파트너스가 주식을 매집한 KT&G나 소버린이

568) 송종준, 앞의 논문(주 94), 170면.
569) 송종준, 앞의 논문 (주 94), 170면.
570) 권종호, “적대적 M&A방어수단의 도입 필요성-2008년 경영권방어법제 개선위원회의 입법초안을 중심으로-”, 「상사판례연구」, 제22집 제4권, 2009, 265면.

매집한 SK는 대주주가 없거나 대주주의 지분이 낮은 회사로서 기업가치에 비해 저평가된 회사들이다. 이러한 회사주식을 일정 지분 시장에서 매집한 후 다른 소수주주를 규합하여 기존의 경영진 교체나 이사회 진출을 시도한 것인데, 그 매집한 지분규모에 비추어 이들이 적극적으로 적대적 M&A를 시도한 것이라기보다는 이러한 시도를 통해 대상회사의 지배구조를 개선하고 기업가치를 증대시킴으로서 결국 투자수익을 극대화하는데 그 주된 목적이 있었던 사안이라는 것이다.[571]

이해 대해 방어수단 도입에 관해 긍정적인 입장은 SK사건이나 KT&G사건은 대규모 해외펀드에 의한 국부유출사건으로 보고,[572]특히 KT&G사건에 있어서는 KT&G와 지속적인 우호관계를 유지해 왔던 플랜클린 뮤추얼(8.32%)이 주주총회에서 칼아이칸 측을 지원한 사실을 두고 자본차익이 주요관심사인 외국계펀드로서는 적대적 M&A의 상황에서는 언제든지 결집이 가능하다는 점을 강조하고 있다. 동일한 사안에 관해 입법정책적인 측면에서 보면 이러한 상반된 주장은 방어수단 도입의 찬반의 근거로는 부족하다고 할 것이다. 이는 특정사건을 전제로 한 것이고 신중론자가 주장한 것처럼 설령 SK사건이나 KT&G사건이 결국 지배구조를 개선하고 주주이익을 중시하는 경영정책을 채택하도록 함으로써 주가가 크게 상승하는 긍정적인 효과를 얻었더라도 이것이 향후 한국에서 전개될 모든 적대적 M&A가 긍정적인 기능만 할 것이라는 것을 담보하는 것이 아니기 때문이다.[573]

SK사건이나 KT&G사건에 대해 부적절한 적대적 M&A로 보거나 바람직한 주주활동으로 보아 이를 바탕으로 새로운 방어수단의 도입을 주장하거나 반대하는 것은 외부자의 예단이 전제되어 불합리하다고 본다. SK사건이나 KT&G사건에서 방어수단이 필요한 때에는 국부유출사건으로 보는 주주의 판단에 의해서 최저의 비용으로 가장 효율적으로 기업과 주주의 공동이익을 지킬 수 있어야 한다. 방어수단이 남용되지 않을 범위에서 효율적이고 다양하게 제도적으로 필요한 이유라고 하겠다.

다. 방어수단 감소추이

571) 이창원, ‘적대적 M&A 방어수단 관련 연구 “,「증권법학회 M&A연구회」, 2008.9, 4면.
572) 신현한, “경영권보호의 필요성과 방어기제”2008.5.20, 3면,: 권재열, “적대적 M&A방어수단 관련 연구 “,「증권법학회 M&A연구회」, 2008. 9, 11면.
573) 권종호, 앞의 논문(주 570), 266면.

방어수단위원회가 2008년에 성안한 제도 중에는 신주인수선택권이 있으며, 이 신주인수선택권을 활용하면 한국에서도 포이즌필(poison pill)을 만드는 것이 가능하다. 방어수단위원회의 논의과정에서는 포이즌필의 도입에 대해서는 상대적으로 반대의견이 적었지만, 그 필요성에 관하여 회의적인 견해가 있었고 그 근거로 미국의 경우 포이즌필을 도입하였던 회사가 최근 포이즌필을 폐지하는 추세에 있다는 것이다.

실제로 미국의 경우 포이즌필의 폐지를 요구하는 주주제안이 주주총회에서 가결되거나 시가총액이 증가함에 따라 적대적 M&A의 위협이 감소된 기업 중에는 포이즌필을 폐지하는 사례가 증가하고 있다. S&P500대기업 중 포이즌필 폐지기업은 2002년에 7건, 2003년에 13건, 2004년 8월 10건으로 알려지고 있다. 세계굴지의 제약회사인 파이자의 경우에는 포이즌필을 도입할 때에는 주주총회의 사전승인을 얻겠다는 원칙을 천명하고 스스로 포이즌필을 폐지하기도 하였다.[574]

일본의 경우도 방어수단 폐지회사가 증가하고 있다. 즉 2009년 7월말 현재 방어수단 도입을 공시한 회사는 누계 609개사이고, 이중 방어수단폐지 회사는 누계 42개사이며, 실제 방어수단을 도입하고 있는 회사는 567개사 이다. 특히 2008년 8월 이후 2009년 7월까지 방어수단을 새롭게 도입한 회사는 21개사로 2007년 8월부터 2008년 7월까지의 1년간 신규도입회사가 207개사였던 점을 고려하면 대폭 감소한 것이다.[575]

그런데 여기서 주목할 것은 외국의 이러한 방어수단의 감소추세가 한국에서 방어수단의 필요성을 부정하는 근거가 될 수 없다는 점이다. 미국의 경우 포이즌필이 감소하고 있다고는 하나 미국기업의 약 6할이 여전히 포이즌필을 도입하고 있으며, 특히 시가총액이 적은 기업일수록 도입에 적극적이다. 시가총액이 1,000억 엔에서 5,000억 엔 규모의 기업인 경우에는 약 7할의 기업이 포이즌필을 채택하고 있다.[576]

일본의 경우 최근 방어수단 도입기업의 수가 감소하고 있다고 하나, 그 이유는 증권시장 1부 상장기업의 경우 방어수단 도입 비율이 24%인 점을 고려하면 방어수단 도입의 필요성을 느낀 기업들은

이미 방어수단 도입하였고, 글로벌 금융위기를 배경으로 외국계 투자펀드 등으로부터

---

574) 企業價値硏究會, “企業價値報告書”, 別冊商事法務 弟287号, 2005, 65面.

575) 藤本周 · 茂木美樹 · 谷野耕司 · 佐マ木愼吾, “敵對的買收防禦策の導入狀況”, 「商事法務」, 弟1877号, 2009, 12面.

576) 企業價値硏究會, 앞의 보고서(주 574), 66面.

경영권 위협이 현저히 줄었기 때문이라는 것이다.

특히 방어수단을 자발적으로 폐지한 기업 24개사 중 20개사가 2006년 공개매수제도와 주식대량보유보고제도(5%)의 개정으로 주주나 기업으로서는 일정한 정보와 시간의 확보가 가능하게 됨으로서 방어수단의 필요성이 현저히 감소한 이유로 들었다. 이는 "방어수단 도입회사의 감소추세를 방어수단에 대한 주주의 거부감 발로"로 등식화할 수 없음을 반증하는 것이기 때문이다.[577]

라. 공격 · 방어수단의 불균형

방어수단 도입 논쟁 과제는 "과연 한국의 경우 외국에 비해 적대적 M&A에 대한 규제에 있어서 공격하는 측과 방어하는 측간에 균형을 이루고 있는가?"이다. 적대적 M&A에 있어서 공수의 균형문제는, (ⅰ) 비교법적 관점에서 수량적으로 규제의 정도를 판단하는 방법이 있을 수 있고, (ⅱ) 적대적 M&A에 대한 법적 규제는 물론이고 지배 · 소유구조나 적대적 M&A에 대한 국민정서, 시장구조 등 공격이나 방어기제로 가능한 모든 요소를 종합적으로 고려하여 판단하는 방법이 있을 수 있다. 먼저 (ⅰ)의 법적 규제라는 측면에서 보면 한국의 경우에는 비교법적으로 매우 특이한 규제방식이라는 점에 대해서는 대체로 인식을 공유하고 있는 것으로 생각된다.[578]

적대적 M&A는 크게 2유형으로 나눌 수 있는데, 첫째는 영국 · 독일이나 EU공개매수지침에서 주로 사용하는 방식으로서 공격방법에 대해 엄격히 규제(법률에 의한 사전규제형)하는 경우이다. (ⅰ) 강제공개매수제도의 도입, (ⅱ) 파이넌스가 확보되지 않은 TBO의 제한, (ⅲ) 정보공시의 충실 · 이사의 조언의무 · 주주의 합리적 판단을 위한 공개매수기간의 확보 등이 그 전형인데, (ⅰ)은 이른바 2단계공개매수나 부분적 공개매수, (ⅱ)는 과도한 차입에 의한 매수(LBO), (ⅲ)은 기습적인 TBO 허용 불가를 의미한다.[579] 이 법제에서는 경영자에게 강력한 중립의무를 요구하고 방어수단에 대해서도 엄격히 제한하는 것을 특징으로 한다.[580]

---

577) 권종호, 앞의 논문(주 570), 266면.

578) 강종석위원 발언, " 방어수단위원회 제5차 회의일지"1면, 임재연위원 발언,; 권종호, 앞의 보고서(주 570), 제17면.

579) 권종호, 앞의 논문(주 570), 269면.

둘째는 미국·일본 방식으로서 공격방법에 대해 특별히 규제하지 않고 방어수단을 대폭 허용(방어수단에 의한 사후규제형)하는 경우이다. 이 방식에서는 영국·독일이라면 금지될 수 있는 (ⅰ) 부분적 공개매수, (ⅱ) 2단계 공개매수 (ⅲ) LBO도 가능하나 대상기업은 다양한 방어수단을 통하여 이를 저지할 수 있다. 즉 미국·일본방식은 공격행위에 대해 법률로서 특별히 규제하지 않는 대신에 다양한 방어수단을 통하여 기업이 자율적으로 방어하도록 한 점에 특징이 있다.

한국의 경우에는 공격방법에 대해서는 특별한 제한이 없어 (ⅰ) 부분적 공개매수, (ⅱ) 2단계공개매수, (ⅲ) LBO도 가능한 점에서 미국·일본의 방식과 유사하나, 이용가능한 방어수단 있어서는 제도의 다양성이 떨어진다는 점(예컨대 복수의결권주식, 황금주, 포이즌필, 임원선·해임부주식, 신주의 제3자배정[581])에서는 오히려 영국·독일 방식에 가깝다고 할 수 있다.

또한 적대적 M&A의 공수불균형을 다양한 시각에서 볼 수 있겠지만, 한국은 공격에 비해 방어 규제가 강하다는 점에서 공수의 불균형을 이루고 있다.

이에 대한 반론 주장이 위의 (ⅱ)의 방식이다. 즉 한국의 경우에는 비교법적 측면에서 외국과의 단순비교는 옳지 않고 재벌의 존재나 대주주의 존재 등을 고려하여야 한다는 견해[582]로 이러한 주장은 재벌그룹에 속하지 않거나 대주주가 존재하지 않은 많은 기업들에게 해당하지 않는 견해이다.

또한 (ⅰ) 우리사주조합제도나 (ⅱ) Shadow Voting도 고려하여야 하고, (ⅲ) 적대적 M&A 과정에서는 경영자인 대상회사측은 임시주주총회 소집절차의 주재자로서 자신에게 유리하게 주주총회 절차를 진행할 수 있으며, 주주들에 관한 정보를 매수자 보다 먼저 확보할 수 있으므로 위임장권유에 있어서도 매수자보다 유리한 위치에 있음

580) 독일의 경우 2002년에 제정된 M&A법에서 영국형의 엄격한 강제공개매수제도를 도입하는 한편, 평상시 도입·유사시발동형의 방어수단에 대해서는 주주총회의 승인을 얻는 경우에 한해 최대 18개월간 유지할 수 있도록 하였고(발동 시에는 감사회의 동의가 필요), 유사시도입형의 방어수단의 경우에도 도입은 허용하되 감사회의 승인을 얻도록 하였다. 복수의결권주식이나 의결권배제·제한종류주식은 금지된다. 주22) EU공개매수지침에서는 강제공개매수제도는 도입을 강제하고 있으나 경영진중립의무와 방어수단무효원칙(의결권배제·제한종류주식이나 복수의결권주식, 주식양도제한은 TOB시에는 효력을 상실하고, 매수자가 75% 이상의 주식을 취득한 경우에는 기타의 방어수단도 효력을 상실한다는 원칙)은 그 선택을 회원국의 의사에 맡기고 있다.; 권종호, 앞의 논문(주 570), 269-270면.

581) 한국에서 신주의 제3자배정을 방어수단으로 이용할 수 있는지에 관하여는 학자 간에 논란이 있다: 권종호, 앞의 논문(주 570), 270면.

582) 김학현위원 발언, "방어수단위원회 제2차회의일지 2면,;권종호, 앞의 보고서(주 570).

을 고려해야 할 것이라는 견해[583]도 있다.

그러나 (ⅰ)은 방어수단으로 사용하기에는 당사자에게나 국민경제적으로 지극히 비효율적인 방법이며, (ⅱ)의 경우에는 회사의 지배구조를 왜곡시킬 뿐만 아니라 건실한 중소기업 등 많은 회사들은 보호조차 없이 적대적 M&A에 취약한 것이 엄연한 현실이다. 그리고 (ⅲ)은 한국에만 해당하는 사례가 아니다. 따라서 이러한 적대적 M&A에 공수의 균형의 문제로는 비교법적 관점에서 수량적 규제로 판단하는 방법 및 적대적 M&A에 대한 법적규제, 지배구조, 국민정서, 시장의 구조 등으로 나타나는데 문제 해결을 위해서는 이 모든 요소를 종합적으로 고려하여 판단해야 한다고 본다.[584]

583) 이창원위원 발언, : 권종호, 앞의 보고서(주 570), 17면.
584) 박한성, 앞의 논문(주 21), 55면.

제 2 절 방어수단위원회에서 논의된 방어수단

방어수단위원회가 전체회의에서 도입 가능한 방어수단으로 결정한 것은 (ⅰ) 신주인수선택권제도, (ⅱ) 복수의결권주식, (ⅲ) 동의권부주식, (ⅳ) 이사선·해임권부주식, (ⅴ) 주주총회특별요건 가중 이다.

첫째, 주주총회의 특별결의 요건 가중제도란 특별결의사항에 결의요건을 정관을 통해 가중하고, 이러한 가중된 결의요건을 변경할 경우에도 가중된 결의요건으로 정관변경을 하는 것을 말한다. 이는 주주간 계약을 회사법적으로 유효한 것으로 하는 수단으로 사용될 수 있다는 것이다.

둘째, 복수의결권주식은 의결권수에 있어서 내용이 다른 주식을 말하고, 이는 의결권수에 있어서도 차등이 있는 주식을 말한다. 즉, 중소기업이나 벤처기업과 같은 회사경우에 상장회사와 다르게 방어수단으로서 역할의 비중이 높다고 보고 있었다.

셋째, 동의권부식(거부권부주식)은 주주총회의 결의사항 중 정관에서 정하는 사항에 대해 결의 외에 별도의 특정종류주주회의 결의를 요구하는 것을 말한다(2006년 개정안 제344조의5). 또한 상장회사경우에는 발행할 수 없도록 초안을 작성하였다. 참고로 이 개정안은 2008년 상법개정안에서 남용의 이유로 폐지되었다.

넷째, 이사선·해임권부주식은 종류주주총회에서 선 · 해임할 수 있는 이사의 수에 있어서 내용이 다른 주식을 말하고(2006년개정안 제344조의6)동의권부주식과 마찬가지로 상장회사의 도입자체가 금지되기 때문에 방어수단의 효용은 없어 보인다. 이 개정안 또한 2008년 상법개정안에서 동의권부식과 함께 방어수단으로서 남용의 소지가 있어서 폐지되었다.

방어수단위원회에서 성안한 제도들 중 '2011년 개정상법' 에서 일부는 폐지되거나 개정안으로 계류 중에 있다. 따라서 향후 한국이 도입할 방어수단은 적법성과 타당성 기준도 마련하고, 적대적 M&A와 관련된 새로운 이슈가 발생할 때마다 수정·보완을 한다면 적대적 M&A의 환경에 적합한 방어수단에 관한 제도적 정착이 이루어 질 것으로 본다.[585)]

1. 신주인수선택권

정부는 2010년 3월 적대적 M&A에 대한 방어방법으로서 포이즌필을 도입하기 위하여 신주인수선택권을 신설하는 상법 일부 개정법률안(의안번호 제7842호)을 국회에 제출한 바 있다. 동 개정안에 따르면 '신주인수선택권' 이란 그 보유자가 "정관으로 정하는 바에 따라 이사회의 결의로 미리 정한 가액(행사가액)으로 일정한 기간(행사기간) 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리"를 의미한다(동 개정안 제432조의2제1항).

가. 포이즌필과 신주인수선택권

1) 의 의

신주인수선택권[586]은 경영권 방어와 무관하게 자본시장에서 다양한 성향의 투자자들의 이해관계를 조절하며 원활한 자본조달의 기능을 위한 금융상품의 일종이다. 신주인수선택권은 생존여부가 불확실한 회사에게 회생의 기회를 부여할 수 있다. 채권자는 비록 낮은 이자를 받지만 만일 부실기업이 차후에 회생하여 주가가 상승하는 경우, 신주인수선택권 행사로 저가의 주식 취득으로 상당한 이익을 기대하여 투자가치를 긍정적으로 생각할 것이다.

적대적 대상회사로서는 대상회사가 채택한 포이즌필 규정의 무력화 방안으로 우선 대상회사 이사진과 협상을 통하여 포이즌필의 상환 등을 내용으로 하는 우호적 M&A를 추진하는 방법이 있으며, 포이즌필을 채택한 이사회의 결의를 이사의 신의의무위반으로 소송을 제기하여 법원의 판결을 기다리는 방법이나, 위임장 대결로 대상회사의 지배권을 획득하여 새로이 교체된 이사진이 이미 발행된 포이즌필을 상환하게 하는 방법 등을 들 수 있다.[587]

585) 박한성. 앞의 논문(주 21), 52면.

586) 워런트의 명칭을 신주인수선택권이라 정한 것은 상법상 신주인수권과 주식매수선택권과 구별하고, 일본 회사법에 규정된 신주예약권과도 구별하기 위한 것이다.; 이현철, " 방어수단으로서의 신주인수선택권 제도, 적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정 공청회 자료집", 법무부, 2009. 11. 9, 58면.

나. 워런트와 옵션의 차이

연혁적으로 워런트(warrant)는 영국의 금융기법에서 발전하였지만[588], 한국에서는 2000년 7월 신주인수권증권 시장을 개설하면서 처음 워런트라는 용어를 사용한 것으로 알려져 있다.[589] 최근에는 현금결제 방식에 따른 파생상품 성격의 워런트가 주류로 제3자가 발행하는 워런트를 총칭하여 커버드 워런트(covered warrant)라고 부르고, 그 이외의 주식발행인이 발행하는 워런트를 네이키드 워런트(naked warrant)로 범주화하는 경향이 있다.[590]

통상의 신주(주식)인수계약은 주식인수의 청약과 회사의 청약 승낙으로 성립하는 점을 고려할 때 워런트는 자기 단독의 일방적 의사표시로 본 계약인 인수계약의 효력이 발생하는 권리이므로 그 법률상의 성질은 일종의 형성권이며, 특정한 조건을 충족하는 경우 일정한 수량의 주식을 저렴한 가격에 매입하기로 한 예약을 완결하는 권리로서의 성질을 가진다.[591] 워런트는 잠재적 주식(potential stock)이어서 워런트 보유자는 주주총회에서 의결권이나 이익배당청구권을 행사할 수 없다. 만기 시 행사가격과 시장가격을 비교하여 유리하다고 판단되면 행사하고, 그렇지 않으면 행사권리를 포기하여 손실을 최소화할 수 있는 권리를 조건부청구권(contingent claims)이라고 하는데,[592] 워런트와 옵션이 여기에 속한다. 이러한 이유로 옵션과 워런트의 개념을 명확하게 구분하지 않은 채 사용하는 경우도 많다.[593]

옵션(option)이라 함은 특정한 기초자산을 미리 정하여진 가격으로 정해진 기간 동안에 사거나 팔 수 있는 계약상의 권리를 의미한다.[594] 매수 권리가 부여된 옵션을

---

587) 김홍식, 앞의 책(주 9), 310면.

588) Henry B. Reiling, "Warrants in Bond-arrant Units: A Survey and Assessment," 70 Michigan University Law Review 1411, 1420(1972).

589) 최혁・우민철, "유동성공급자간 차이에 관한 실증분석-한국 주식워런트증권 시장의 경우," 「한국증권학회 2008년 제2차 정기학술발표회 발표논문」, 2008. 5, 4면.

590) 임재연, "자본시장법", 박영사, 2010, 37면 .

591) 권재열, "워런트에 관한 서설적 고찰", 「한국증권법학회 제163회 정기세미나」, 2010.10, 59면.

592) 오세열, "증권과 경영", 성신여자대학교, 2005, 82면.

593) 일반적으로 미국에서는 용어가 명확하지 않은 경우 조건부청구권 중에서 사채에 부여되면 워런트, 이사에게 부여되면 옵션이라는 견해도 있다.; Henry Winthrop Ballantine & Graham L. Sterling, California Corporation Laws §§135, 136, 4th ed.(1985).

콜옵션(call option)이라 하고, 매도 권리가 부여된 옵션을 풋옵션(put option)이라 한다.[595] 기초자산이 주식인 주식옵션(stock option), 통화인 통화옵션(currency option), 금리인 금리옵션(interest rate option) 등의 다양한 상품을 만들 수 있다.

워런트는 콜옵션이지만 옵션보다 만기가 길다는 점에 차이가 있다. 즉, 옵션은 만기가 수 주 내지 수 개월 정도가 대부분이지만 워런트는 만기가 대개 5년인 경우가 많다.[596] 또한 워런트는 그 기초자산이 주식이고 증권화 되어 증권거래소(유가증권시장)에서 거래되는 반면에[597] 옵션은 옵션거래소(파생상품시장)에서 거래되는 점에서 차이가 있다.[598] 옵션은 기존 주주의 주식의 가치 희석화 문제가 발생하지 않지만, 워런트는 주식의 가치 희석화로 기존 주주와의 갈등이 우려된다.

다. 포이즌필의 기능

1) 순기능

가) 이사회의 협상력 증진수단

포이즌필 조항에는 이사회가 명목적인 가격으로 그 옵션권리를 상환함으로써 독약의 철회 가능조항을 포함하고 있고, 이사가 이러한 권한을 가지고 있기 때문에 M&A시도자 는 대상회사의 이사들과 협상할 유인이 생기게 된다.[599]

포이즌필의 상환권은 애초의 대상회사 이사회만 누릴 수 있고 적대적 M&A시도자는 누릴 수 없게 되는 것이다. 결국 M&A시도자가 대상회사의 일정지분을 취득하여 포이즌필이 작동한 이후에는 포이즌필을 강제적으로 한 번에 회수할 수 있는 방법이 없으

---

594) William A. Klein et al. Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles 299,11th ed.(2010).

595) William W. Bratton, Corporate Finance: Cases and Materials 131, 5th ed.(2003).

596) Id. at 301.

597) Lejot, supra note 3, at 281.

598) Jesse H. Choper et al, Cases and Materials on Corporations 202 n.42, 7th ed.(2008).

599) 대상회사의 이사회가 주주의 이익에 부합하는 M&A의 상황에 직면할 경우 옵션권리의 철회여부는 포이즌필의 채택에 대한 적법성 판단의 가장 중요한 핵심요소이다.; Moran v. Household Int'l, Inc. 500 A.2d 1346, 1354 (Del. 1985).

므로 M&A시도자는 사전에 대상회사 이사회와 협상할 입장에 놓이게 된다.[600]

이와 같이 이미 발행된 독약증권을 일거에 강제회수 방법으로 대상회사 이사회가 상환조항을 통해 상환하는 것뿐이고, M&A시도자는 무리한 적대적 M&A시도 보다는 대상회사의 이사회와 M&A에 관한 협상 유인에 직면한다.[601]

나) 남용 방지수단 존재

포이즌필의 핵심은 M&A시도자가 이러한 권리를 행사나 양도할 수도 없다는 점이다. 따라서 M&A시도자 이외의 주주들이 옵션을 행사하여 대상회사 발행의 신주를 거의 무상 취득하면 대상회사가 보유한 대상회사 주식의 지분은 급격히 희석된다.

포이즌필을 이용하여 경영자가 경영권에 안주할 위험성도 크다. 그러나 이사회가 이를 남용할 경우 포이즌필의 작동을 멈추게 할 수 있는 방법들이 존재한다. 우선 적대적 M&A를 통해 대상회사의 주주와 회사 전체에 이익이 있음에도 불구하고 경영권 유지를 위해 포이즌필을 철회하지 않는다면 이사들은 충실의무 위반 책임을 지게 된다.[602] 그러나 M&A 시도자가 (ⅰ) 대상회사의 이사회를 설득시키지 못하거나, (ⅱ) 대상회사 이사회의 충실의무 위반을 이유로 법원을 설득시키지 못한 경우, (ⅲ) 주주들을 설득하지 못해서 위임장 대결에서 패배한 경우에는 포이즌필이 여전히 유지되어 결국 적대적 M&A는 좌절될 것이다.[603]

그러므로 포이즌필의 남용 방지방법이 존재하므로 적대적 M&A 시도자가 포이즌필을 막지 못한다면 적대적 M&A는 궁극적으로 대상회사에 피해를 주는 것으로 판단될 수 있으므로 이를 방어하는 것은 정당성을 인정할 수 있다.

다) 자금조달의 유인수단 및 투자대상

워런트는 자본조달의 유인으로서 여러 가지 회사구조 재편거래에서 다양하게 이용된다. 즉, 워런트는 주식회사의 새로운 자본조달 수단일 뿐만 아니라 투자자에게는

---

600) Julian Velasco, supra note 174, p.859.

601) Guhan Subramanian, "A New Takeover Defense Mechanism: Using An Equal Treatment Agreement As An Alternative To The Poison Pill," 23 Delaware Journal of Corporate Law 375, 1998, p.397.

602) Moran, 500 A.2d at 1354.

603) Julian Velasco, supra note 174, pp.856-860. William A. Klein & John C. Coffee, Jr. supra note 182, pp.188-189.

일반적인 콜옵션과 같이 투자대상이 될 수 있다. 이를 발행회사와 투자자의 입장에서 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

(ⅰ) 워런트는 유상증자의 감미료(sweetener)의 기능이 있다.[604] 즉, 발행회사는 워런트를 통해 자금조달에 있어서 편의성을 확보할 수 있다.[605] 발행회사는 투자자에게 장래의 옵션부여 대가로 미리 그 대금을 수령할 수 있으며, 이는 미래의 자금유입을 확보하는 효과가 있다.[606] 통상의 신주발행이 주주의 지분 희석과 시장에서의 주가 하락 위험이 있으나, 워런트 발행은 당장 주주의 지분이 희석되지 아니하고, 현실적으로 발행 신주의 규모가 크지 않다면 그러한 문제를 어느 정도 완화시킬 수 있으며,[607] 경우에 따라서는 주식가격 상승 기대와 발행회사의 신뢰도를 증가시키기도 한다. 또한 시장에서 신주의 가치가 액면가를 하회함에도 불구하고 액면가로 인수를 하는 경우, 신주인수인의 손실보전 차원에서 워런트를 부여할 수 있다면 증자를 통해 목표 금액을 쉽게 달성할 수 있을 것이다.[608]

(ⅱ) 투자자는 워런트 매수와 매도를 통해 차익확보와 워런트 행사가격과 주식시가와의 차익을 얻을 수도 있어 투자대상으로도 매력적이다.[609] 일반적으로 매수금액은 주식에 투자한 경우의 주가 하락폭보다 작으므로 투자손실의 최소화가 가능하다. 하지만, 워런트의 가격변동성과는 달리 그 가격은 주식보다 훨씬 낮아서 적은 비용으로 높은 수익을 얻을 수 있다. 만일 인플레이션이 발생하더라도 투자자는 미리 정해진 행사가격으로 주식을 인수하여 결국 인플레이션을 헤지(hedge)할 수 있다.[610]

(ⅲ) 워런트부 사채의 소유자는 회사의 경영상태가 어려운 기간에는 채권자로서 소

---

604) Cofman v. Acton Corp., 958.F. 2d, 494, 495(Mass. 1992).

605) 미국의 경우 워런트는 성공 가능성이 불확실한 연구개발 분야의 자금투자 유치의 유인수단으로 다수 활용된다. 특히 바이오산업의 경우 워런트를 이용하여 SWORD(Stock Warrant Off-alance-heet R&D)등 파이낸싱 구조를 설계하여 상당한 효과를 거두었다.; 양영식, “기술혁신형 중소기업(Inno-iz기업)과 연계한 프리보드 활성화 방안-SWORD(Stock and Warrant off-alance-heet R&D Corporation) 방식의 Financing 기법 활용을 중심으로-”,「증권」, 제126호, 한국증권업협회, 2006, 34면.

606) Harold R. Handler, “Will the Bull Market of the 1980s Lead to Answers for Warrants,” 37 Tax Lawyer 245, 245(1984).

607) 박철영, 앞의 논문(주 140), 26면.

608) 최준선・김순석, 앞의 논문(주 167), 87-89면,

609) 일본의 경우 2010년 3월 5일 주식회사 타가라 레벤(タカラレーベン)이 자금조달을 위해 신주예약권을 무상배정의 방법으로 발행하고, 그 신주예약권을 증권거래소에 상장하여 시장 매각이 가능하도록 한 바 있다. ; 鈴木克昌 外 3人, “ライツ・イシューの実務上の諸問題,”「商事法務」, 2010, No.1896.

610) 최준선・김순석, 앞의 논문(주 167), 87-88면.

정의 이자를 받다가, 회사의 영업이 호전되어 주가가 상승하면 매수권을 행사하고 주주가 되어 이자를 상회하는 이익을 배당받을 수 있다. 이처럼 워런트부 사채는 일정한 수의 주식매수 권리가 부여되어 투자 촉진기능과 발행회사의 용이한 자금조달 기능으로 주식첨가제(equity kicker) 역할 또는 다른 잠재적 주식(potential stock)이라고 할 수 있다.[611]

라) 성과보상과 이익배당 기능

워런트는 발기인, 임직원을 비롯하여 변호사나 컨설턴트에게 유리한 성과보상의 수단으로 기능할 수 있다. 현행 상법상 발행요건이 엄격하고 양도가 제한되어있는 주식매수선택권에 비하여 미국식 워런트는 상대적으로 발행이 용이할 뿐만 아니라 시장에서도 자유롭게 거래할 수 있다. 특히 발기인의 경우에는 회사의 성립과 발기인에 대한 성과보상을 연계시키는 수단으로 워런트를 활용할 수도 있다. 게다가 발기인의 공로에 대하여 현금 혹은 주식 지급과는 달리 워런트를 발행하는 경우에는 회사성립시의 설립자본에 영향을 미치지 않는다.[612]

결산기에 현실적으로 배당할 이익이 없거나 충분하지 않는 경우에도 주주의 배당요구에 대응하여 시가보다 낮은 행사가격으로 일정기간 동안 워런트를 부여할 수 있다. 배당 즉시 자본이 증가하는 주식배당과는 달리 워런트 부여 경우 차후에 주주의 행사로 배당에 상당하는 신주발행이 이루어지는 때 발행회사의 자본이 증가된다.[613]

또한 '초과배정옵션'(greenshoe option)은 공모주식에 대해 초과청약이 있는 경우 주간사는 주식발행회사로부터 추가로 공모주식을 취득할 수 있는 일종의 콜옵션을 의미한다.[614] 주식발행회사의 워런트 부여로 주간사가 초과배정 옵션으로 활용할 수 있으며, 이를 greenshoe warrant라고 한다. 이 유형의 워런트가 부여되면 주간사는 가

611) 강병호, 「투자론」, 박영사, 2004, 13면.
612) Richard B. Johns Jr. "Corporations-ompensation of Promoters-raud," 20 Marquette Law Review 95, 97 (1936).
613) 최준선·김순석, 앞의 논문 (주 167), 89면.
614) Commission Regulation 2273/2003 of 22 December 2003 Implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards Exemptions for Buy-ack Programmes and Stabilization of Financial Instruments, 2003 O. J.(L 336/33) article 2(14).「증권법연구」, 제11권 제3호, 2010.

능한 공모가를 낮게 책정하고 상장 후 주가가 상승하면 초과배정을 받아 차익을 남기려 할 것이며, 신주의 공모가가 비싸게 책정될 가능성(overpricing)에 대한 투자자들의 우려 불식과 주간사와 주식발행회사는 그만큼 미발행 위험을 줄일 수 있다.[615]

2) 역기능

가) 워런트 보유자와 주주간 갈등

(ⅰ) 워런트가 행사된 경우 회사가 자기주식을 교부하지 않는다면 새로운 주식을 발행하여야 한다. 이로 인하여 기존 주주의 지분이 희석되어 보유주식의 가치가 떨어지는 불이익이 발생한다.[616] 일본 법원은 회사가 적대적 M&A에 대한 사전 방어목적으로 일본식 워런트인 신주예약권을 발행하게 되면 적대적 M&A와 관련이 없는 주주 지분율의 희석이나 주가의 하락 등으로 주주가 예측하기 어려운 손해를 받을 우려가 있음을 확인한 바 있다.[617]

실무에서는 워런트 발행계약서에 주가 하락을 대비하여 인수가격을 낮추는 가격재조정(refixing) 조항을 삽입하는 경우가 대부분이다. 이는 인수가격을 계속 낮추어 이익을 보장함으로써 투자를 유도하려는 목적이 있다.

(ⅱ) 워런트 발행회사의 위험이 큰 투자(risky investment)는 바로 주주의 위험을 증가시키지만, 워런트에 대해서는 그 가치를 증가시킨다. 이는 투자위험이 높으면 큰 이익이나 큰 손해를 본다는 것을 의미하지만, 워런트 보유자는 설령 기업이 큰 손해를 보더라도 그 손실부담이 없기 때문이다.

(ⅲ) 이익배당에서도 회사와 주주의 이해관계는 대립한다. 기업이 잉여금 유출 없이 회사 내에 유보한다는 것은 워런트의 가치가 증가되나 배당형식으로 투자이익을 향수하려는 주주의 희망과는 상치된다.[618]

나) 투자상품 위험성과 비용초래

워런트는 보통주보다 복잡한 구조로 인식되어 투자자의 관심을 유도하기가 쉽지 않

615) 강병호, 앞의 책(주 611), 10면.
616) Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, The Modern Corporation and Private Property 164(1932).
617) 松本眞輔, “新會社法・新證取法下における敵對的買收と防衛策”, 稅務經理協會, 2005, 165-67面.
618) Klein et al., supra note 20, at 304-05.

다. 기업들도 워런트에 대한 지식이 충분하지 않아 이를 기업금융을 위해 이용한 경우가 희소한 형편이었다. 한편으로 워런트까지 발행한 투자 유치는 오히려 발행회사의 발전 가능성을 부정적으로 인식함이 팽배하다.[619] 이러한 경우 대부분 워런트의 발행규모가 크지 않아 워런트의 회전율(turnover)이 낮을 뿐만 아니라 매수 및 매도 가격의 차이가 큰 경우가 일반적이다.

그리하여 워런트 보유자는 시장거래에서 매도하기가 쉽지 않다. 특히 대규모 자산을 운용하는 펀드 매니저나 데이트레이더(day trader)등 단기 매매자는 막대한 유동성 위험을 감수하지 않고서는 워런트 투자가 어렵다. 그 결과 장기투자 위주의 개인투자자만이 워런트 투자에 관심을 보이는 경향이 있다. 워런트 투자는 전적으로 자본이득(capital gain)이 목적이므로 투기적인(speculative) 측면이 있어 워런트 보유자는 배당이나 기타 어떠한 이익을 발행회사로부터 받을 수 없다.

또한 공개시장에서 거래되는 증권발행 회사는 워런트, 특히 양도 가능한 분리형 워런트를 발행한 경우에는 공개시장에서 추가적인 비용을 투입하여야 한다.

라. 신주인수권과 신주인수선택권

포이즌필의 기본 메커니즘은 주식제도를 이용해 독약을 만들어 M&A시도자의 주식을 희석하여 M&A시도자에게 고통을 주는 것이다. 현행 상법상 주주의 신주인수권을 제3자에게 배정하기 위해서는 “신기술 도입, 재무구조 개선 등 경영상 목적을 달성하기 위한 필요가 있을 경우(제418조제2항 단서, 제513조제3항 단서 참조)”이어야 한다.

전환사채나 신주인수권부사채도 궁극적으로는 주식의 제3자배정과 동일한 효과가 나타나므로 제3자에게 이러한 사채를 발행하는 경우에는 신주인수권의 제3자배정의 경우와 동일한 제약을 받게 된다. 따라서 적대적 M&A의 상황에서 전환사채나 신주인수권부사채의 제3자배정이 “신기술 도입, 재무구조개선 등 경영상 목적을 달성하기 위한 필요가 있을 경우,” 특히 “경영상의 목적”에 해당여부가 관건일 것이다.[620]

---

619) Id. at 304. 「증권법연구」, 제11권 제3호, 2010.

620) 경영상의 목적과 관련하여 한국 판례(한화종금사건/서울고등법원자97라36결정, 현대엘리베이터사건/ 수원지방법원여주지원자2003카합369결정)에서 서로 다른 기준에 따라 신주발행의 적법성을 판단하고 있어 과연 법문상 “경영상의 목적”의 의미가 무엇인지가 불분명하다.

또한 법적으로 가능하더라도 전환증권을 미리 발행하면 증권 그 자체가 이미 자본조달의 역할을 하고 있기 때문에 결국 회사의 자본조달에 관한 의사결정이 왜곡되는 문제가 발생된다.[621] 그러나 옵션권리를 이용하여 독약을 만드는 경우에는 불필요한 자본조달 없이 동일한 효과가 있으므로 옵션권리 발행의 제도적인 장치 마련은 포이즌필 도입 논의의 핵심이라 할 것이다. 포이즌필의 입법적 도입논의로 대법원 판례는 워런트를 "주식회사가 신주인수권부사채를 발행하면서 사채권과 별도로 신주인수권을 양도할 수 있도록 분리하여 발행한 신주인수권증권"으로 정의[622]하여 워런트에 대하여 관심이 증폭되고 있다.

신주인수선택권을 분리하여 양도할 수 없으므로, 개정안은 이러한 현상을 막기 위하여 행사기간 내에 주주가 신주인수선택권을 행사하지 않는 경우 신주발행 등 유상상환의 방법으로 대응할 수 있도록 규정하였다(개정안 제432조의7). 또한 행사기간 중 M&A시도자가 일반주주로부터 주식을 양수하여 회사에 신주인수선택권을 행사하려는 경우에도 이사회는 상환에 관하여 매수자인 주주를 다른 주주와 차별하여 취급할 수 있으므로(개정안 제432조의7제1항제5호), 이에 따라 상환을 거부하여 M&A시도자의 목적을 좌절시킬 수도 있을 것이다.

마. 개정초안의 과제

상법개정초안은 신주인수선택권을 경영권방어 기능만 하도록 제한하였고, 포이즌필이 방어목적의 남용방지를 위한 절차적, 실체적 규제를 구체화하였다. 자본시장법이 증권개념에 포괄주의를 도입하고, 다양한 파생금융상품의 설계를 전면적 허용하는 입법태도와 관련지어 기업의 효율적인 자금조달 역할 확대를 유기적으로 검토될 필요가 있다고 본다. 오늘날 전 세계적인 금융위기의 핵심에 파생금융상품이 존재한다는 점에서 신주인수선택권을 이용한 파생결합증권의 전면적인 허용에 대한 신중한 검토과제가 있다고 본다.

---

621) 송옥렬, "포이즌필의 도입가능성", 「SFL」, 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005, 49면.
622) 대법원 2006.11.23. 선고 2004다62955판결. 광주고등법원 2004.10.15.선고 2003나6513판결.

포이즌필이 경영권 보전에 유용한 효과가 있어 지배주주의 지배권보존이 용이하지만 그것이 회사가치 및 주주 공동의 이익에 반할 정도로 남용되는 것은 회사법원리상 용인하기 어려울 것이다. 이 문제해결을 위하여 우선 회사의 경영지배권을 갖는 지배주주의 경영권 변동사항에 관하여 회사와 주주에 대하여 충실의무를 부과하는 방법을 검토할 필요가 있다.

그리고 개정초안에서 명시하고 있는 기업가치 및 주주공동이익의 유지와 증진이라는 포이즌필의 남용제한 기준에 대한 실질적인 연구검토도 필요하다. 더불어 개정초안에서 정한 남용제한 기준에의 적합여부는 궁극적으로 사법부의 판단에 달려있는 만큼 이 제도의 운영상 나타나는 분쟁해결에서 사법부의 공정하고 중립적인 사법정책도 요청된다[623]고 본다.

2. 복수의결권주식

가. 의의 및 배정방식

1) 의 의

경영권 방어수단으로서의 복수의결권주식은 차등의결권주식의 일종으로 회사의 창업자 등 지배주주가 경영권 유지를 위하여 과다한 자본을 투자하여 경영자원을 소진하거나, 황금낙하산, 중요자산의 매각, 인수포기 대가의 지급 등 무리한 경영권 보호장치를 도입하여 회사의 가치를 떨어뜨리는 문제를 방지할 수 있다. 한국의 경우 2007년, 2008년 상법개정안은 의결권의 유무나 주주총회에서의 의결권 행사 등에 따라 주식의 종류를 다양화하고 있다. 이것은 기업구조조정, 경영권의 안정과 적대적 M&A 방어수단, 주주간 지배권의 문제 등 다양한 목적으로 다양한 종류의 주식발행을 허용하는 것이다.[624] 미국식의 동의권부주식(golden share)은 2006년 상법개정안에

623) 권종호, 앞의 논문 (주 570), 187면.
624) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 109면.

포함되었으나 2007년 개정안에서 삭제되었다.[625] 그러나 차등주식은 애초부터 도입되지 아니하였다.

의결권의 차등화(Dual Class Recapitalization)라 함은 1주당 1의결권이 부여된 주식 이외에도 복수의 의결권이 인정되는 주식을 발행하여 자기자본을 재구축하는 것을 말한다.[626] 이는 발행주식의 의결권 비중을 다양하게 정함으로써 인수희망자로 하여금 주주총회 장악을 곤란하게 만드는 방법이다. 이러한 의결권이 차등화된 주식의 종류는 1주에 2 이상의 의결권이 부여된 주식인 복수의결권 주식을 비롯하여 이사선임에 관하여 특별권한이 있는 주식 등 다양하다.[627]

복수의결권주식(dual class stock)은 의결권 있는 보통주식을 2종 이상으로 분류하여, 1주 1개 의결권이 있는 보통주식과 1주 2개 이상 의결권이 있는 주식을 부여하는 것이다. 즉 회사의 지배주주에 대해 투입자본 비율을 초과하는 의결권을 부여하는 제도로 이는 배당 및 잔여재산의 분배에 관하여는 보통주보다 열후하며 양도금지조항 및 언제라도 통상적인 보통주식 전환가능의 취지 조항이 첨부되어 있다.

이러한 복수의결권주식은 다년간 주식을 보유하며 회사에 관심을 보인 주주와 최단기 매매차익을 추구하는 데이트레이더를 회사 경영참여 측면에서 같은 주주로 대우하여야 하는지에 대한 의문에서 시작된다. 복수의결권의 채택여부에 대한 OECD국가 중 28개국을 대상으로 조사한 결과 금지 국가로는 한국과 오스트레일리아, 오스트리아, 독일, 이탈리아, 룩셈부르크, 폴란드, 벨기에, 스페인, 포르투갈 등으로 총 11개 국가이며. 반면에 미국, 영국, 프랑스, 네덜란드, 스웨덴, 노르웨이 등 17개국은 이 제도를 법적으로 허용하고 있다.[628]

복수의결권제도는 특히 지배주주에 의한 경영자 통제의 효능이 큰 경우 가치가 있는 제도이고, 회사가 매우 동적인 '기업가적' 환경 아래에서 성장하는 경우가 그러한 경우이다. 따라서 구글(Google)과 같은 회사가 정관에 차등의결권 구조를 채택하고 있는 것은 놀라운 일이 아니다.[629]

---

625) 김지환, 앞의 논문(주 537), 51면.
626) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 110면.
627) 김두식, 앞의 논문(주 383), 51면.
628) 김효신, " 종류주식 다양화의 법적문제- 복수의결권주식 도입을 중심으로- ",「법학연구」, 제51권 제1호, 부산대학교, 2010. 168면.
629) Karl Hofstetter, "One Size Does Not Fit All: Corporate Governance For "Controlled Companies," 597 North Carolina Journal of International Law And Commercial Regulation, Spring 2006, p.648.

2) 복수의결권 배정방식

복수의결권주식은 주식별 차등의결권을 배정하는 방법이 매우 다양하다. 즉 특정의 주식에 대하여 다수의 의결권 배분방식, 보유기간별 의결권 차등화방식, 의결권수의 상한 설정방식, 주식의 일정 수를 1단원으로 1개의 의결권을 부여하는 방식 등이다.

또한 복수의결권주식은 주식회사가 2종류 이상의 주식을 발행하고, 발행된 주식 간 의결권 차등을 두는 것으로 1주에 2개 이상의 의결권을 부여하는 주식(복수의결권주식 : supervoting stock), 반대로 1개 미만의 의결권을 부여하는 주식(무의결권주식 : non-voting stock)으로 나누는 견해도 있고[630], 좁은 의미로 의결권 있는 보통주식을 2종류 이상으로 분류·발행하고 각 종류마다 다른 수의 의결권을 인정하는 제도로 보는 견해도 있다.[631] 새로운 종류의 주식을 만들지 않고 한 종류의 주식에 의결권수의 차등을 두는 방법으로 주식보유기간이나 보유주식 수에 따라 주주가 행사할 수 있는 의결권 수에 차등을 두는 경우이다. 예컨대 보유기간이 많을수록 의결권수가 많은 주식(time phased voting plan), 보유주식수가 일정한도 초과할 경우 의결권수를 제한할 수 있는 주식(capped voting plan, scaled voting plan)등이 이에 속한다.[632]

3) 입법초안의 내용

입법초안 상 방어기제의 활용이 가능한 복수의결권주식은 의결권보통주(1주 1의결권)에 비해 최고 3배까지 의결권이 부여되는 주식이다(제344조의5제2항). 차등의결권주식에는 그 외에도 소수의결권주식(예컨대 0.3의결권)과 일본 회사법에서 인정하는 단원주가 있는데, 이러한 주식의 경우에는 일정주식수를 채우지 못하는 경우 의결권이 전혀 없기 때문에 현금흐름과 지배권괴리가 더욱 크게 나타날 우려가 있어 복수의결권제도만 도입하기로 한 것이다.[633] 다만, 복수의결권주식은 원시정관 또는 총주주의 동의로 변경한 정관에 규정이 있을 때에만 도입할 수 있는데(제344조의5제1항 본문), 이는 직접적으로는 소수주주보호를 위한 것이지만 간접적으로는 상장회사가 방어수단으로 주식을 이용하는 것을 방지하기 위해서이다.[634]

---

630) 유영일, “차등의결권주에 관한 연구”,「상사판례연구」, 제21권 제4권, 2008, 96~97면.
631) 김화진·송옥렬, 앞의 책(주 425). 306면.
632) 김효신, 앞의 논문(주 628), 182-183면.
633) 권종호, 앞의 논문 (주 570), 274면.

일단 복수의결권주식을 도입한 경우에는 의결권배제·제한종류주식을 발행할 수 없고, 반대로 의결권배제·제한종류주식을 도입한 회사에서는 복수의결권주식을 발행할 수 없다(제344조의5제1항 단서). 이는 의결권배제·제한종류주식과 복수의결권주식을 병행을 금지함으로서 소액투자로 회사의 지배를 방지하기 위한 것이다. 그리고 입법초안은 예측가능성을 부여하기 위하여 복수의결권주식 발행 시에 상환에 관한 사항을 정관으로 미리 정하도록 하고 있다(제344조의5제3항제3호).

나. 특 징

복수의결권주식의 기능은 단순히 경영권 방어뿐만 아니라 기업공개, 신규투자자 유치, 전략적 제휴, 합작투자 등 기업의 다양한 상황에서 당사자들의 복잡한 이해관계를 유용하게 조절할 수 있다. 복수의결권제도는 나름대로 경영권 고착장치로 사용될 수 있지만, 순환출자나 피라미드 보다는 상대적으로 투명한 소유구조 발생을 일반적으로 인정하고 있다. 복수의결권주식의 주요한 특징으로는 다음과 같다.

(ⅰ) 주식이 발행되면 기업들로 하여금 자본조달이 보다 용이해지고, 경영진은 1주당 다수의 의결권을 가진 주식을 소유하게 되어, 회사의 지배권강화에 따른 경영권을 안정시킬 수 있다. 즉 이러한 주식의 도입으로 경영진은 자금조달 방법을 다양화 할 수 있을 것이고, 자본조달의 성공여부는 투자자들이 선택하게 될 것이다.[635]

(ⅱ) 1주1의결권인 보통주가 발행된 경우 현재의 경영진과 지배주주는 그 소유의 지분을 감소할 때 경영권이 위협받을 수 있다. 이러한 경우에 복수의결권주식을 이용한 자본재구성은 설계하는 방법에 따라 추가적 출자가 없어도 새로운 지배권을 창출할 수 있게 되고,[636] 기업의 재무구조에 직접적인 왜곡을 발생시키지 않는 저비용의 방어수단이 된다.

특히 복수의결권주식에 의한 경영권 방어수단의 도입은 적대적 M&A 방어뿐만 아니라 매수자들과의 교섭을 통일시킬 수 있어 회사가 지나치게 싼 가격에 매도되는 것을

634) 권종호, 앞의 논문 (주 570), 275면.
635) 박양균, “차등의결권제도의 경제학적 분석”, 「규제연구」, 제18권 제1호, 2009. 6, 155~156면.
636) Jeffrey N. Gordon, “Ties That Bond : Dual Class Common Stock and The Problem of Shareholder Choice”, 76 Cal. L. Rev. 1(1988), pp.40~42.

방지할 수 있다.[637] 또한 이러한 주식 인정으로 경영권안정의 유지수단을 법적으로 제공한다면 우량기업의 신규상장 등 자본시장 활성화에도 도움이 될 것이다.

(iii) 복수의결권주식 도입은 소유구조를 보다 명확히 할 수 있고, 자본시장에서 개별기업의 소유구조 평가가 용이해 질 수 있다. 즉 기업공개(IPO)를 통해 새로이 증권시장에 진출하는 기업들의 지배구조가 피라미드나 순환출자형으로의 변화를 방지해 주는 효과도 기대할 수 있다.

(iv) 복수의결권주식은 기업공개 시 공개기업으로 하여금 대주주나 벤처캐피탈, 종업원 등 이해관계인들이 지지하는 형태의 지배구조와 경영권방어가 가능하도록 기업공개촉진 효능도 가지고 있다.[638]

다. 제도도입 가능성

1) 현행규정

회사는 이익의 배당, 잔여재산의 분배, 주주총회에서의 의결권 행사, 상환 및 전환에 관하여 내용이 다른 종류의 주식(이하 "종류주식"이라 한다)을 발행할 수 있다(상법 제344조제1항). 우선주라 함은 이익을 배당하거나 잔여재산 분배에 있어서 보통주에 우선한 지위가 인정되는 주식을 말한다.[639]

미국의 우선주는 통상 비참가적으로서 미리 정해진 액수만큼의 배당만을 받을 뿐 보통주와 같이 이익배당에 전적으로 참가할 수 없다. 반면 한국의 우선주는 참가적으로서 보통주와 같이 이익배당에 전적으로 참가하며, 더 나아가 보통주보다 액면가의 1%에 해당하는 추가배당을 받는다. 또한 우선적인 청산배분권이 있다. 즉 현금흐름권한(cash flow right)에 있어 한국의 우선주는 보통주에 뒤지지 않는다. 한국의 우선주가 보통주에 비해 열등한 점은 의결권(voting right)에 있다. 보통주는 의결권이 있지만 우선주에는 특수한 상황을 제외하고 의결권이 주어지지 않는다.[640]그런데 실제 잔여재산 분배에 관한 우선주를 찾기가 어렵다.

---

637) 김화진, "글로벌 M&A시장 동향과 경영권 방어",「상장협연구」, 제53호 , 2006, 137-138면.
638) 김건식외,「 21세기 회사법 개정의 논리(제2판)」, 소화, 2008, 288면.
639) 양병찬, 앞의 논문(주 185), 108면.
640) 한봉희, "우선주 가격과 거래유동성", 대한경영학회지, 제23권 제1호, 2010. 2, 2면.

상환주식은 우선주의 일종으로 이익으로 상환할 수 있는 상환권을 부가한 것이며(상법 제345조), 전환주식은 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있는 전환권을 부가한 주식이다(상법 제346조). 이밖에 회사가 의결권이 없는 주식(무의결권주식)이나 의결권이 제한되는 종류주식을 발행하는 경우에는 정관에 의결권을 행사할 수 없는 사항과, 의결권 행사 또는 부활의 조건을 정한 경우에는 그 조건 등을 정하여야 한다(상법 제344조의3제1항). 이처럼 특수한 주식은 종류주식의 존재를 전제로 하여 이에 몇 가지 특성을 부가한 것에 지나지 아니한다.[641]

종류주식이 발행된 경우 정관에 다른 정함이 없는 경우에도 주식의 종류에 따라 신주의 인수, 주식의 병합·분할·소각 또는 회사의 합병·분할로 인한 주식의 배정에 관하여 특수하게 정할 수 있다(상법 제344조제3항). 그러나 그에 의하여 어느 종류의 주주에게 손해를 미치게 될 경우에는 주주총회의 결의 외에 그 종류의 주주만으로 이루어지는 종류주주총회의 결의를 얻도록 하고 있다(상법 제435조, 제436조).

2) 문제점

현행 상법상 의결권 유무에 따른 주식은 허용되지만, 복수의결권주식처럼 의결권 수가 다른 주식의 발행은 인정되지 아니한다. 이익배당우선주의 성격을 가진 무의결권주식은 발행예정주식총수의 4분의 1 이내로 제한하고 있다. 상환주식에서 상환은 반드시 회사의 이익으로써 소각할 수 있는 종류주식 발행(제345조제1항)과 주식의 취득대가로 현금외에 다른 종류주식을 제외한 유가증권이나 그 밖의 자산을 교부할 수 있다(제345조제4항). 우선주의 전환권은 주주에게만 인정되고 회사에는 인정되지 않는다. 전환대상주식도 그 발행회사의 주식에 한정된다(상법 제346조제1항).

현행 상법은 회사가 발행할 수 있는 내용과 조건이 다른 주식의 종류를 한정하고 있으므로, 회사의 자금조달 수단으로 적절한 기능을 못하고 있을 뿐만 아니라 더욱이 적대적 M&A의 대항수단으로는 원래 설계되지 않은 주식만 인정하고 있을 뿐이다.[642]

3) 도입가능성

641) 김병연·권재열·안성포, 앞의 보고서(주 239), 59면.
642) 김병연·권재열·안성포, 앞의 보고서(주 239), 72면.

한국 상법에서는 1주1의결권의 원칙을 규정하고 있다(제369조제1항). 1주1의결권의 원칙은 강행규정이므로 상법상 별다른 정함이 없는 한 정관으로서도 이에 대한 예외를 두지 못한다.[643] 현실적으로 복수의결권주식 도입에서 가장 큰 걸림돌은 기존 일반 주주들과의 형평성 문제다. 창업자 가문 등 특정 주주에게만 더 많은 의결권을 주는 것은 일반 주주들로부터 큰 반발이 야기될 수밖에 없을 것이다. 물론 비상장기업이나 신생기업의 경우에는 처음부터 복수의결권주식임을 알고 주주들이 선택하는 것이므로 크게 문제될 것이 없으나 상장 공개기업에서 새로운 복수의결권주식제도를 실시할 경우 기존의 주주들은 예상하지 못한 손실을 볼 수 있고 주주평등의 원칙과 정면으로 충돌할 수 있다.

이러한 문제해소 대안으로 '프랑스식 차등의결권제도'가 제안되고 있다. 1주1의결권을 원칙으로 하고, 보유기간 1년마다 1의결권을 추가하는 방식이다. 또한 차등주식은 보통주식을 2종류 이상으로 분류해서 발행하고 각 종류마다 다른 수의 의결권을 허용하는 주식이다.[644]

일반적으로 단기 매매차익이나 이익배당이 목적인 일반주주는 회사경영에 대하여 관심이 없고 주식을 1년 이상 장기간 보유하는 경우도 별로 없기 때문에 1의결권을 보유한다. 반면 지배주주나 경영진은 경영권 유지를 위하여 장기간 주식을 보유할 수밖에 없으므로 2이상의 의결권을 보유하게 된다. 따라서 장기간 회사의 사원지위를 유지한 자에게 그 기간에 비례하여 의결권을 부여하는 것이 다른 주주의 입장에서 특별히 불합리하지 않다.

그러나 지나치게 많은 의결권을 부여할 경우 소수의 주식으로 지배구조를 고착시키는 등 폐해가 우려되므로 스웨덴이나 핀란드의 경우처럼 10개 또는 20개의 의결권으로 제한할 필요가 있다.[645] 또한 복수의결권주식이 매매, 상속 등 이유로 타인에게 이전되는 경우에는 자동적으로 1의결권으로 되어야 할 것이다.

이러한 복수의결권주식 도입에는 제고할 다양한 문제들도 존재하게 된다. 즉 (ⅰ) 의결권에 차등을 두는 경우에 1주1의결권원칙에 위반한 주주평등의 원칙에 위배된다는 근본적인 문제, (ⅱ) 경제현실과 자본시장의 발전단계와 현황, 정책목표 등을 감

643) 최준선, 앞의 책(주 11), 327면.
644) 송옥렬, "주식제도", 「21세기 회사법 개정의 논리」, 2007, 287면.
645) 김효신, 앞의 논문(주 628), 178면 참조.

안하여 우리 자본시장에 차등주식을 도입하는 것이 자본시장 발전과 기업경쟁력 제고를 위해 과연 도움이 될 것인가의 문제, (iii) 차등주식의 도입에 따른 대상회사의 적용여부, 발행방법이나 상장회사에 대한 적용문제 등[646]이 존재한다.

라. 적용대상 회사

경영권수단위원회의 개정초안에서는 복수의결권주의 도입요건을 원시정관이나 총주주의 동의를 거쳐야 한다(제344조의5제1항)고 규정하고 있었는데, 이는 공개회사에서 차등주식의 이용을 제한하려는 취지로 보인다.

복수의결권주의 적용을 공개회사와 폐쇄회사를 구분하여 폐쇄회사에만 적용을 지지하는 견해[647]도 있다. 즉 경영권 분쟁이 있는 경우 회사가 저렴한 비용으로 이용할 수 있는 방어수단인 차등주식제도를 인정하더라도 공개회사의 경우에는 상법상 무의결권 보통주 및 차등의결권에 관한 규정을 적용하고, 이를 자본시장법에는 적용하지 않는 것이 필요하다는 것이다.

1) 상장기업

기존 상장회사에서 새로이 복수의결권주식을 도입하게 되면 주주평등의 원칙에 위배될 수 있지만(예컨대 상장하기 전에 계약당사자들이 주식을 원하지 않을 경우), 주식매수청구권을 인정함으로써 이러한 문제는 해결될 수 있을 것이다.[648] 또한 복수의결권주식은 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 작용할 수 있는데, 상장회사의 대다수가 대기업이나 기업집단에 속하는 기업일 경우에는 적대적 M&A의 위협이 거의 존재하지 않으므로 추가적인 경영권 방어수단이 불필요하다고 한다.

그러나 다음과 같은 경우에 이러한 주식이용에 대한 대응방안이 될 수 있다.

(ⅰ) 기존 주주의 의결권의 강력한 희석이나 제한은 상장회사의 경우 한국거래소의 상장규정 제한으로 이를 해결할 수 있다.[649] 또한 기업공개를 통하여 복수의결권주식

646) 김효신, 앞의 논문(주 628), 179-181면.
647) 유영일, 앞의 논문(주 630), 125면.: 김건식·송옥렬, 앞의 책(주 267), 289면.
648) 박양균, 앞의 논문(주 635), 162면.
649) 이선화, “의결권조정형 종류주삭의 도입에 따른 법적과제”, 성균관대학교 박사학위논문, 2010. 8,

을 발행하게 되면 의결권의 희석문제도 발생하지 않게 되므로, 이러한 주식의 도입사실이 주가에 반영되어서 주주의 이익에 미치는 영향은 거의 없을 것이다.[650]

(ii) 복수의결권주식이 대기업이나 기업집단 소속 기업에게 경영권의 방어수단으로 불필요하다고 하나, 이런 기업들을 제외한 기업들에게는 경우에 따라 필요할 수 있다고 본다. 따라서 이러한 복수의결권주식을 상장회사에 도입할 경우, 그 도입요건을 주주총회의 특별결의로 완화한다면 공개회사인 상장회사도 이용가능하다고 본다.

2) 폐쇄기업

지배구조에 대한 사회적 문제가 발생할 가능성이 적은 폐쇄회사에 대하여 차등주식의 도입에 대하여는 대체로 긍정적인 견해들이 많다.[651] 또한 폐쇄회사에 차등주식의 도입을 반대할 근거가 취약하며, 경영권의 방어수단으로 도입할 경우에 폐해가 발생하지 않는다면 그 효용가치는 크다고 본다. 또한 벤처기업가나 창업주들이 경영권을 유지하기 위해 회사에 과도하게 자본을 투자하여 개인적인 경영자원을 소진하게 하거나, 무리한 경영권 방어수단을 도입하여 오히려 회사의 가치를 낮추는 부작용은 상당부분에서 해소될 수 있을 것이다.

자본시장을 통한 자본조달의 필요성을 가장 많이 느끼는 벤처기업이나 성장유망 중소기업들이 경영권 상실에 대한 불안 때문에 IPO를 하지 못하는 것이 현실이고, 차등주식은 이러한 문제해결을 위한 유리한 방안일 수 있다.[652]

따라서 복수의결권주식을 도입하더라도 1주1의결권원칙의 예외를 인정하는 회사 및 주주의 범위를 어떻게 정할 것인가, 복수의결권주식의 장내 유통에 제한을 둘 것인가, 유효기간과 소멸시효를 정할 것인가 또는 의결권 개수를 어느 정도까지 인정할 것인가[653] 등 구체적인 사항에 대한 합의가 우선 된다면 복수의결권주식의 발행이 가능하다고 판단된다. 즉 폐쇄회사나 벤처기업에서 주주간 계약을 회사법적으로 효력을 갖도록 하는 수단으로서 복수의결권주식이 유용하게 사용될 수 있을 것이다.

134-135면.

650) 김화진 · 송옥렬, 앞의 책(주 425). 368면.

651) 유영일, 앞의 논문(주 630), 125면 참조; Martha Steward 社의 경우 Martha Steward는 1주에 10 의결권을 다른 주주는 1주에 1의결권을 갖게 함으로써 창업자의 경영권유지가 용이하였다.

652) 김두식, 앞의 논문(주 383), 52-53면.

653) 유영일, 앞의 논문(주 630), 125면.

마. 적대적 M&A 방어수단으로서 도입효과

의결권의 차등화는 기업의 지배주주에게 보통주의 수 십 배에서 수 백 배에 달하는 의결권을 부여하여 자신의 경영권을 공고히 하면서 외부로부터 적대적 M&A 시도를 방어하는 가장 강력한 보호 장치이다.[654]

복수의결권 주식은 배당 및 잔여재산의 분배에서는 회사의 통상적인 보통주 보다 열후하며, 양도금지조항 및 보통주 전환의 용이 취지의 조항이 첨부되어 있는 것이 대부분이다. 따라서 의결권 차등화 주식이 인정되면 회사의 지배주주는 상대적으로 적은 자본을 투입하더라도 안정적 경영권을 행사할 수 있는 반면, 일반투자자들은 회사자본의 대부분을 조달하면서 사실상 배당 또는 자본수익만을 향유할 수 있다.[655]

또한 복수의결권주식은 회사에 대한 지배권유지와 자본조달 효과를 발휘할 수 있지만, 무엇보다 효과적인 경영권의 방어수단으로서 경영자 측에서 이사선임에 필요한 충분한 수의 의결권을 보유하는 경우에는 적대적 M&A는 사실상 어렵게 된다.[656]

한국에서는 경영권의 강력한 방어수단이라는 점만 부각시켜 그 남용을 우려하여 도입을 반대하는 것 보다는 차등주식 도입에 따른 구체적 내용들을 기업의 재량에 맡기고, 상법상 규정은 두지 않는 것이 타당하다고 본다. 또한 차등주식을 도입할 경우에는 주주의사가 반영되도록 실효성이 있는 주주총회의 특별결의를 거치게 하고, 주식의 보유기간에 따라 구분하는 방안도 고려할 수 있다고 본다.

3. 동의권부주식

가. 의의 및 연혁

동의권부주식은 2008년 상법개정안에서 폐지된 것이지만 2006년 상법개정안에서 거

654) 김두식, 앞의 논문(주 383), 52면.
655) 김병연·권재열·안성포, 앞의 보고서(주 239), 71면.
656) Jeffrey N. Gordon, supra note 486, p.4.

부권부주식이라는 이름으로 도입된 적이 있다. 일본은 회사법에 동의권부주식을 도입하였고(제108조제1항제8호, 제2항제3호), 미국은 모범회사법에서 동의권이 주어진 주식의 발행을 허용하였으며, 영국도 공기업의 민영화 과정에서 동의권부주식이 이용되고 있다.

동의권부주식이란 주주총회결의 사항 중 정관에서 정하는 사항에 관해 당해결의 외에 특정종류주주총회의 결의가 필요한 점에 있어서 다른 주식과 내용이 다른 주식을 말한다(개정안 344조의5). 즉 주주총회의 결의사항 중 정관에서 정한 사항에 관해 특정종류주주총회의 종류주주에게 동의권이 있는 주식을 말한다.[657]

동의권의 대상은 반드시 주주총회의 법정결의사항일 필요는 없고, 고문변호사의 선임과 같이 법정결의사항이 아니더라도 정관으로 주주총회의 결의사항으로 정하면(임의 결의사항) 대상으로 할 수 있다(제3항제1호).[658] 동의권부주식의 도입은 원시정관이나 총주주의 동의에 의한 정관변경으로만 가능하며(제2항), 상장회사의 경우에는 도입자체를 금지하고 있다(제5항). 즉 상장기업에서 동의권부주식을 방어수단으로 이용하는 것을 방지하는 한편 동의권부주식을 발행하고 있던 비상장회사가 상장을 하려면 동 주식을 소멸시키도록 하기 위해서이다.

감사의 선임과 해임의 경우 동의권의 대상에서 제외(제1항)하는 그 이유는 특정주주가 감사의 선·해임에 관해 의결권을 제한하는 등 상법규정의 취지와 다르다고 보기 때문이다. 그 외에도 정관규정에 의해 일정한 사유발생시 언제든지 폐지할 수 있도록 하고(제3항제2호), 정관변경 등으로 동의권부주식의 주주가 손해를 입을 경우 정관에 달리 정함이 없는 한 주주총회의 일반결의요건에 따르도록 하고 있다(제4항). 이는 종류주주총회 결의요건을 일률적 규정보다는 회사의 재량으로 맡기기 위함이다.

나. 도입찬반 학설

657) 권종호, 앞의 논문(주 570), 277면.

658) 종류주주총회의 결의사항(즉 동의권의 대상)에 관해 법정하지 않고 정관으로 정할 수 있도록 한 것은 경영에 지장을 초래하는 사항과 그렇지 않은 사항을 구별하는 것이 곤란할 분만 아니라 무엇을 종류주주총회의 결의사항으로 할 것인가는 기본적으로 회사가 판단할 문제라고 생각했기 때문이다.; 권종호, 앞의 논문(주 570), 277면.

1) 찬성론

동의권부주식은 단순히 적대적 M&A에 대한 방어수단의 차우너뿐 아니라 기업에 다양한 자금조달방식과 지배구조의 유연성을 제공하는 차우너에서 필요하다고 한다. 재계에서도 동의구너부주식이 실질적으로 활용될 수 있도록 그 발행요건을 우너시정관이나 총주주의 동의에 의한 정관변경이 아니라 주주총회의 특별결의에 의하여 가능하도록 요구하였다.[659]

국가안보, 공공성 등이 중시되는 공공적 법인 도는 국가 기간산업계의 경우에는 특히 외국인에 으한 적대적 M&A로부터 경영권을 보호할 정당성이 있으므로 동의권부주식 발행의 사회적 요청이 강하다. 폐쇄회사에 대해서는 사적 자치를 최대한 인정하여 기업경영의 유연성을 제공할 필요가 있다. 회사의 자본조달과 지배권 분배에 관한 필요에 의해 주주간 계약의 방법으로 적법하게 행하여 지는 것을 상법이 부인할 이유가 없다고 한다.[660]

2) 반대론

반대론자는 우선 유럽법원이 동의권부주식에 대하여 EC조약상 자본이동의 자유와 회사설립의 자유를 침해하는 이유로 위법이라고 판결함에 따라 유럽에서도 동의권부주식을 폐지하는 경향이라고 주장한다. 동의권부주식은 회사의 중요사항의 결정이 소수 종류주주의 의사에 의하여 좌초되거나 경영진이 우호적인 제3자에게 발행하면 경영권의 과잉보호수단으로 남용될 수 있다. 소수종류주주에 의하여 다수주주의 의사결정을 부정할 수 있도록 함으로써 지배관계상 이익을 침해한다. 주식회사는 다수의 이해관계인이 관계하는 단체이므로 개인적인 계약관계보다 단체법적인 법리를 중시하여야 하며, 자본다수결원리를 제한하는 입법은 자제해야한다는 것이다.[661]

다. 기 능

659) 전국경제인연합회, “상법개정 입법예고(안)에 대한 의견”, 2006.11, 38면.
660) 박철영, 앞의 논문(주 140). 65면.
661) 이형규, “상법개정안상 거부권부주식의 도입에 관한 검토”, 「상사법연구」, 제25권 제4호, 134-135면. 2005.

동의권부주식은 입법초안에서 상장회사의 경우에는 발행할 수 없도록 함으로써 상장회사와는 무관하여 경영권 방어수단으로서의 가치도 거의 없다고 할 수 있다. 그러나 비상장의 중소기업이나 폐쇄회사의 경우에는 회사의 사정에 따라서는 다양한 용도로 사용이 가능하다. 유연한 주주간 계약을 인정할 필요성이 상대적으로 큰 합작회사나 벤처기업의 경우에는 '출자는 하되 경영에는 참가하지 않는' 동업자나 사업파트너가 회사의 중요한 의사결정에 자신의 의사를 반영하고자 하는 경우에 동의권부주식은 매우 유용한 수단이 된다.

또한 중소기업 등에서 매우 최근 중요과제로 부상하고 있는 사업승계에 있어서도 동의권부주식은 활용의 여지가 많다. 즉 후계자가 동의권부주식 하나로 회사의 중요 의사결정에 영향력을 행사할 수 있다. 또한 현 경영자가 동의권부주식을 소유하고 후계자에게 지배주식을 양도하는 경우로 현 경영자가 사업승계 후에도 영향력을 그대로 유지할 수 있으므로 사업승계에 대해 적극적으로 나설 유인을 가질 수 있다.[662]

그리고 특정사업부문의 경영실적과 연동하는 경우로 트랙킹스톡의 연동대상인 특정사업부문을 양도할 때 당해 트랙킹스톡의 주주들로 구성된 종류주주총회의 승인을 받도록 하는 것이다. 미국에서는 이러한 때에는 발행회사의 선택에 의해 보통주로서의 전환이나 소각이 가능하다.[663]

라. 도입방안과 범위

동의권부종류주식의 발행은 원시정관 또는 제434조의 절차에 의하여 변경된 정관에 의하도록 하고 있는데, 상장기업은 사실상 발행이 불가능한 기업현실을 고려하여 법무부의 입법예고안의 해당요건에서 총주주의 동의를 요하는 규정을 삭제하였다. 따라서 동의권의 대상을 주주총회의 법정결의로 할 필요는 없고 정관으로 정하면 된다. 감사의 선임과 해임의 경우에는 동의권의 대상에서 제외하였다.[664]

동의권부주식은 일종의 종류주주총회를 활용하여 지배권을 행사하는 하나의 수단이다. 현행상법은 이익배당에 관한 우선주만 인정하고 있는데 동의권이라는 특별한 권

662) ぁずさ監査法人, "種類株式のかィドック "2007, 100面. ; 권종호, 앞의 논문(주 570), 278면.
663) 권종호, 앞의 논문(주 570), 278면.
664) 권종호, 앞의 논문(주 570), 277면.

리이외에 우선배당권까지 부여하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 즉 종류주주에게 동의권을 부여하기 위한 목적이라면 2종류 이상의 종류주식을 발행하여 그 중 한 종류에게만 동의권을 부여하는 방식을 고려할 수 있다. 예를 들면 우선주, 후배주 등과 함께 발행하되 후배주에게만 동의권을 부여하는 방법으로 동의권을 부여할 경우 배당에 있어서는 후순위로 받게 하는 것 등이다.[665] 결과적으로 법무부의 입법예고안이 그 발행가능성을 엄격하게 규정하고 있는 것으로 여겨지므로 그 발행요건 완화가 적절한 지 여부에 대한 신중한 검토가 필요하다고 본다.

2) 도입범위

동의권부주식의 도입은 폐쇄회사에 한정하고, 국가기간산업에 종사하는 회사의 경우에는 해당 특별법에서 규정하는 것이 바람직하다고 하면서, 동의권부주식의 도입요건을 원시정관이나 초다수결의(출석의결권주식수의 3분의 2이상과 발행주식총수의 과반수)에 의할 것을 제안하는 주장도 있다.[666]

또한 폐쇄회사와 공공적 법인의 경우에는 국가가 개입하여 이들 기업의 경영권을 안정적으로 보호할 사회경제적 요청이 있는데, 이는 회사법 체계의 개편(즉, 회사법을 폐쇄회사법과 공개회사법으로 분리)과 함께 특별법의 개정작업을 통하여 동의권부주식과 임원임·면권부주식을 도입하여야 한다는 견해도 있다.[667]

마. 소 결

동의권부주식은 회사법의 ekscp법으로서의 성격보다는 주주간 계약을 중시하는 입장에서 허용되고 있다. 그러나 황금주는 경영자의 경영권을 영구화하는 수단으로서 활용하는 등 남용가능성이 높은 만큼 제한적인 허용이 바람직하다고 본다. 특히 국가기간산업의 경우 외국인의 적대적 M&A에 대한 방어수단이 충분하지 않은 점을 고려하여 동의권부주식의 도입을 허용할 필요가 있다고 본다. 도입하는 경우에도 이를 특별

665) 최준선, 앞의 책(주 11). 444면.
666) 김순석, “주식제도의개선”,「상사법연구」, 제8권 제3호, 2009, 163면.
667) 송종준, “방어적 주식제도의 국제적 입법동향과 도입과제”,「경영법률」, 제7권 제2호, 2007, 118면.

법 또는 상법상 규정할 것인지에 대한 문제가 있다. 국가기간산업에 대해서는 해당 특별법에서 개별적으로 규정하는 것이 바람직하다고 본다. 그러나 벤처기업이나 합자회사 등에서 동의권부주식이 활용되기 위해서는 상법에 그 근거를 두면서 이를 도입할 수 있는 회사의 범위를 비상장회사로 제한하는 것이 타당하다고 본다.

4. 이사선·해임권부주식

가. 의의 및 취지

이사선·해임권부주식이란 종류주주총회에서 선·해임할 수 있는 이사의 수에 있어서 내용이 다른 주식을 말한다(개정안 제344조의6). 이 주식이 발행되면 원칙적으로 이사의 선·해임은 각 종류주주총회 단위로 행하여지며, 전체 주주총회는 개최되지 않는다. 다만, 정관의 정함이 있으면 이사의 전부 또는 일부를 종류주주총회가 공동으로 선·해임할 수 있다(제3항제2호). 이사의 임기만료 전에 그를 선임한 종류주주총회에서 의결권을 행사할 자가 없게 된 경우에는 그 이사 또는 감사의 해임은 보통 주주총회의 해임결의에 의한다(제3항).

이사선·해임권부주식은 동의권부주식과 같이 원시정관이나 주주전원의 동의에 의하여 변경된 정관에서 정하는 경우에 한하여 도입할 수 있으며(제2항), 상장회사의 경우에는 도입자체가 금지된다(제7항). 그 이유는 동의권부주식과 마찬가지로 공개회사에 이를 인정하면 경영자지배나 경영권강화 수단으로 남용될 우려가 있기 때문이다.[668] 그 외에 이사선·해임권부주식의 종류주주총회에서 의결권을 행사할 주주가 없게 된 경우에는 정관에서 달리 정하지 않는 한 당해 종류주식은 폐지된 것으로 보고(제5항), 이사선·해임권부주식에 관한 정관규정을 폐지한 경우 당해 규정에 따라 선임된 이사의 임기는 그 정관변경의 효력이 발생한 때에 만료하는 것으로 본다(제6항).

668) 권종호, 앞의 논문(주 570), 279면.

나 기 능

이사선·해임권부주식 역시 동의권부주식과 마찬가지로 상장회사에서는 도입자체가 금지되므로 상장회사에서 방어수단으로서의 효용은 전무하다. 그러나 비상장·폐쇄회사의 경우 경영기재로서의 효용은 매우 높다.

종류주주총회 단위로 이사를 선·해임하는 방법은 미국의 경우 합작회사나 벤처기업 등에서 "주주간 계약"에서 합의한 수의 이사를 각 파가 선임하는 것을 보장하기 위한 방안으로 널리 이용되고 있다. 예를 들면 A가 90%의 주식(90주)을 소유하고, B가 10%의 주식(10주)을 소유한 회사에서 3명의 이사를 선임하면서 B가 1명의 선임권을 갖는 것으로 A와 B가 약정한 경우 이사선·해임권부주식 이용으로 간단히 그 약정을 실현할 수 있다. 즉 먼저 정관으로 A소유주식은 A종류주식으로 하고 B소유주식은 B종류주식으로 한 다음 A종류주식에는 이사 2명의 선임권을, B종류주식에는 이사 1명의 선임권을 각각 부여하고, 각 종류주주총회에서 해당이사를 선임하도록 하면 된다.[669]

이사선·해임권부주식은 기본적으로 특정종류 주주에게 자신을 대표할 수 있는 임원의 선임권을 인정하는 제도인데, 특정주주나 특정주식 소지인에게 이러한 권한을 인정하는 제도는 미국, 독일 및 프랑스에서도 일찍부터 이용되어 왔다. 특히 주주간 계약이 관대한 미국에서는 우선주를 발행한 회사가 무배당결의를 한 때 우선주주에게 이사선임권을 부여하는 취지의 규정을 두는 경우도 많은 것으로 알려지고 있다.[670]

이처럼 이사선·해임권부주식제도는 국제적으로 보편화되었으며 이용 회사에 대한 제한이 없다. 다만, 일본은 폐쇄회사에 국한하고 있으며, 한국 개정안에서도 폐쇄회사로 그 범위를 제한하고 있다.

그러나 대규모 공개회사의 경우 수요가 있으면 인정하는 것이 바람직하며 오히려

---

669) 이 경우 의결권 행사사항에 관해 제한을 두는 "의결권배제·제한종류주식" 이용을 생각해 볼 수 있을 것이다. 예컨대 A종류주식에 대해서는 이사후보3명(A,B,C 3명중 2명(A,B)에 대해서만 의결권 행사를 할 수 있도록 하고, B종류주식에 대해서는 1명(C)에 대해서만 의결권행사를 할 수 있도록 제한하는 것이 그것이다. 그런데 그 결과 발행주식 전부가 의결권배제·제한종류주식이 되기 때문에 의결권배제·제한종류주식은 발행주식의 2분의1을 초과하지 못하도록 하는 개정안 제344조의3 제2항에 반한다. 그리고 집중투표제도에 의하더라도 소기의 목적을 달성할 수 없다. 왜냐하면 A는 B가 1명의 이사후보에게 행사할 수 있는 의결권수(3명×10주=30개)보다 3후보자 각자에게 더 많은 의결권(3명×90주÷3=90개)을 행사할 수 있기 때문이다.; 권종호, 앞의 논문(주 570), 주43)재인용. 280면.

670) 권종호, 앞의 논문(주 570), 280면.

이사선·해임권부주식의 이용을 허용하는 것이 종류주주 보호차원에서 바람직하다는 비판적인 견해도 적지 않다.[671] 예를 들면 우선주식이 무배당인 경우 우선주주를 보호하는 방법으로서 또한 트랙킹스톡의 경우에는 일반주주와의 이해상충 문제의 해결을 위해 트랙킹스톡의 대표자를 이사회에 파견하는 방법으로서 이사선·해임권부주식을 통해 자신을 대표할 이사를 선임해 두면 그렇지 않은 주주에 비해 특히 합병이나 영업양도 등의 회사 조직재편 시 거래대가의 분배에 있어서 매우 유리하다는 것이다.

이사선·해임권부주식은 특정주주에게 일정 수의 이사선임권을 부여하는 것이므로 이를 우호적인 제3자에게 발행하면 적대적 M&A에 강력한 방어수단이 됨은 물론이다. 이 점을 고려하면 이사선·해임권부주식의 방어수단 이용을 엄격히 제한할 필요가 있으나 한편으로 경영기재로서의 효용을 고려하면 상장회사에 대해 도입자체를 금지한 것은 재고의 여지가 있다.[672]

다. 시차이사임기조항(Staggered Boards Provisions)과 관계

한국의 경우 상법 제433조제1항의 규정에 의하여 주주총회의 보통결의에 의한 정관변경으로 시차임기제의 채택이 가능하다. 다만, 이 경우에도 공개매수자가 공개매수 후 이사의 해임결의를 통하여 종래의 이사를 해임하고 이를 자신의 지지자로 교체하여 즉시 이사회를 지배할 수 있다면 해당 정관은 무용지물일 것이다.

그러므로 상법에서는 언제든지 주주총회의 특별결의로 이사를 해임할 수 있도록 하면서도 정당한 사유 없이 그 임기만료 전에 해임한 경우에는 해임으로 인한 이사의 손해에 대한 배상을 하도록 규정하고 있다(제285조제1항). 따라서 공개매수자는 손해배상을 감수하지 않는 한 정당한 사유 없이 임기만료 전 이사해임을 할 수 없다. 또한 공개매수자는 정관상의 이사정원을 증원하여 그 자리에 자신의 인물을 선임함으로써 현 경영진의 이사회 지배를 희석시키고 이사회에 대한 지배권을 강화할 수도 있다. 그러므로 이를 방지하기 위해서는 이사회의 정원증원을 금지하는 취지의 조항을 두어야 한다.[673] 이는 이사회를 3개 그룹 정도로 나누어 매년 1개 그룹만의 이사로

671) 宍戸善一, “種類柱式, ストツク·オプシヨン等の自由化”, 「ジュリスト」1206号, 2001, 44面.
672) 권종호, 앞의 논문(주 570), 281면.

선임되게 하여 각 이사의 임기에 시차를 두는 조항이다.

이러한 회사지배권의 이전이 공개매수자의 의도와 달리 지체되는 경우 다음과 같은 문제가 제기될 수 있다.

(ⅰ) 비용의 감소를 통한 시너지 효과를 위하여 대상회사를 인수하고자 한 경우에는 그러한 시너지 효과가 도출되기까지 시간이 지연될 것이며,

(ⅱ) 비효율적인 경영진 교체가 목적인 인수였다면 매수자의 투자 예상이익 창출의 지체는 물론 비효율적인 현 경영진으로 인한 손실발생의 가능성이 증가할 것이며.

(ⅲ) 매수자가 높은 이자비용을 지급하면서 인수를 시도한 경우 지배권 이전의 지체는 인수비용의 증가를 초래하게 될 것이다.[674]

그런데 M&A는 성격상 단기간에 대상회사를 인수한 후 즉시 대상회사의 이사진을 교체해 사업부문의 매각 등 기업 재구축이나 경영 정상화를 꾀해 인수대금으로 빌린 차입금을 상환해야 한다.

5. 주주총회특별결의요건 가중

가. 의의 및 취지

주주총회특별결의요건 가중제도이란 주주총회 특별결의사항에 관해 결의요건을 정관을 통해 가중하고, 가중한 결의요건을 변경할 때에는 그 가중된 결의요건으로 정관변경을 하여야 하는 것을 말한다.[675]

즉 입법초안에서는 현행상법 제434조를 개정하여 (ⅰ) 주주총회 특별결의요건을 정관으로 가중하는 것을 허용하고(개정안 제434조), (ⅱ) 가중한 결의요건을 변경하는 정관변경의 경우에는 그 가중된 결의요건에 따르도록 하는 규정(제434조의2)을 신설하였다. (ⅰ)은 주주총회 특별결의사항에 관해 정관으로 가중된 요건을 정할 수 있음

673) 이철수, 앞의 논문(주 360), 6면.
674) 김홍식, 앞의 책(주 9), 194면-195면.
675) 권종호, 앞의 논문(주 570), 272면.

을 명시함으로써 특별결의사항에 관해 요건가중이 가능한지 여부에 대한 불확실성[676]을 제거하기 위한 것이고, (ii)는 특정사안에 관해 결의요건을 가중하는 정관을 두게 되면 그 후 당해정관을 변경하는 경우에도 그 가중된 결의요건에 의하도록 함으로써 결의요건을 가중하는데 신중을 기하도록 하였다.

현재 주주총회특별결의사항인 이사의 해임을 예로 설명하면, 개정안 제434조에 의하면 이사의 해임에 관해 현행의 특별결의요건을 예컨대 "출석주주 의결권의 90%와 발행주식총수의 70%"로 가중하는 것이 가능하지만, 이 정관규정을 변경하려면 개정안 제434조의2에 의해 현행 특별결의요건(출석주주의결권의 3분의2와 발행주식수의 3분의1)이 아니라 가중된 요건(출석주주 의결권의 90%와 발행주식총수의 70%)에 따라야 한다는 것이다.

외국의 경우에는 정관으로 결의요건을 가중할 수 있는 제도가 보편화되어 있고,[677] 한국의 경우에도 유가증권상장회사나 코스닥상장회사의 일부가 도입하고 있는 것으로 알려지고 있다.[678]

나. 기 능

본 제도의 기능으로서는 첫째 방어수단이다. 예컨대 정관에서 정한 이사의 수를 모두 선임한 회사에서 이사의 임기가 3년이고 이사의 잔여임기가 많이 남아 있는 상황에서 회사가 이사의 해임요건을 가중하게 되면 인수기업이 지배주식을 취득하였다고 하더라도 회사의 경영권 장악에 많은 시간이 소요되며 가중된 요건이 높을 경우에는 경영권 장악이 불가능할 수도 있다.

---

676) 정관에 의한 요건가중 가능성에 관하여 학설은 불가능성설, 무제한적 가능설, 제한적 가능설로 나누어져 있으며, 법원은 무효라는 입장이다(2008.6.2.서울중앙지법 50민사부 가처분결정),;권종호, 앞의 논문(주 570), 272면.

677) 일본 회사법 제309조 2항, MBCA §7.27(a). 캘리포니아의 경우에는 발행주식총수의 3분의 2를 넘는 초다수결은 요구할 수 없다고 규정(Cal.Corp.Code §710), 독일주식회사법 제133조 1항, 영국회사법 제281조 등.; 권종호, 앞의 논문(주 570), 273면.

678) 2007년 4월 1일 현재 679개 상장회사 중 38개사(5.6%)가 이사선임 및 해임에 관하여 초다수결의제(최고 출석주주 의결권의 90%이상과 발행주식총수의 70%이상까지 가중)를 채택하고 있으며, 코스닥상장회사의 경우에는 2008년 12월 결산회사 968사중 166사(17.15%)가 초다수결의제를 채택하고 있다.; 권종호, 앞의 논문(주 570), 273면.

주주간 계약은 회사법적으로도 유효수단으로서 이용될 수 있다. 예를 들면 벤처기업에서 1대주주와 2대주주간 계약으로 지분비율 20%의 2대주주에게 이사나 감사의 해임에 관해 동의권(동의권)을 부여한 경우 본 제도를 이용하여 이사나 감사의 해임요건을 총지분의 81%이상으로 정하게 되면 2대주주에게 이사나 감사의 해임에 관한 실질적인 동의권 부여와 동일한 효과를 얻을 수 있다.

또한 합작회사의 경우에는 주요경영사항(합병, 영업양도, 경영위임 등)에 관하여 소수당사자의 veto권 보장 방안으로 본 제도의 이용이 가능할 것이다.[679] 그리고 보통결의의 경우 총회의 결의는 상법 또는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는 출석한 주주의 의결권의 과반수와 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로 하도록 규정(상법 제368조제1항)되어 이사 선임의 경우에도 정관으로 요건을 가중할 수 있는데, 가중정도에 따라서는 이사 선임에 관하여 소수주주에게 동의권을 부여한 것과 동일한 효과를 기대할 수 있다.[680]

다. 현행 특별다수결의와 관계

특별다수결의제란 현행 상법상 이사의 선임·해임 때 필요한 '출석주주의 3분의 2이상과 발행주식총수의 3분의 1 이상'의 특별결의요건보다 더 가중된 결의요건을 정관에 담아 경영진의 퇴출을 어렵게 만들어 적대적 M&A를 적극적으로 방어하는 제도를 말한다. 특별다수결의제를 채택하고 있는 기업들은 결의 대상으로 이사와 감사 해임, 이사선임, 정관변경, 이사회 교체 등을 선택하고 있다. 회사가 특별다수결의제를 정관에 규정하여 시행할 경우 M&A자가 적대적 M&A를 성공하여도 대상회사의 이사들을 교체하기 어렵기 때문에 회사의 경영권을 바로 장악하기가 어려워진다.[681]

그러나 M&A자가 적대적 M&A로 회사의 지배권을 획득한 후 정관변경의 절차를 통하여 특별다수결 조항을 원래 상법상의 특별결의요건으로 변경할 경우 동 방법은 소용이 없을 수 있다. 특별다수결의(supermajority amendments)란 적대적 M&A로 인한 이사진의 교체 등 지배권 변동에 관한 사항의 경우 특별결의보다 더 높은 정족수(예를

679) 권종호, 앞의 논문(주 570), 274면.
680) 이철송, 앞의 책(주 143). 454면
681) 특별다수결을 '초다수결'로 표현하기도 한다.; 이철수, 앞의 논문(주 360), 5면.

들면 출석주주의 90%) 찬성을 정관에 규정하는 것이다. 경영자지배가 일반적인 외국에서는 이사진의 변동이 곧 지배권의 변동을 의미하므로 이러한 조항을 두기도 한다. 통상 지배권 변동에 관한 것이라도 특별다수결조항의 적용 결정은 이사진에게 위임하는 경우가 많다.

그러나 특별다수결조항은 2단계 공개매수를 전제로 하므로, 처음부터 2단계 거래를 예정하지 않고 지배권 취득에만 만족하는 공개매수자에 대해서는 방어효과가 없다. 또한 특별다수결조항은 공개매수비용을 증가시키지만 비용증가를 감당할 수 있는 공개매수자의 공개매수는 방어할 수 없다. 경영진이 2단계 거래를 저지하는 데 충분한 수의 주식을 보유하고 있는 경우에도 투자의 유동성이 박탈되기 때문에 절대적인 방어효과를 가지지 못한다.[682]

682) 김홍식, 앞의 책(주 9), 196면-197면.

제 3 절 그 이외 다양한 방어수단 도입검토

1. 조건부자본증권(contingent capital instruments)[683] 도입

가. 의 의

조건부자본증권이란 자본시장법개정안(2013. 4. 30. 국회 본회의 통과)에서 '해당 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생하는 경우 주식으로 전환되거나 그 사채의 상환과 이자지급 의무가 감면된다는 조건이 붙은 것으로서 제165조의11제1항에 따라 주권상장법인이 발행하는 사채'를 말한다(개정안 제4조제7항제3호).

금융위원회가 2011년 자본시장법 개정법률안(금융위공고 제2100-119호)을 입법예고한 개정안에서는 국내 투자은행의 활성화, 자산운용업 규제체계의 선진화, 자본시장 인프라의 개혁, 상장기업의 직접금융 및 주주총회의 내실화, 불공정거래 공시 등 규제의 실효성 제고 등을 위하여 새로운 제도를 도입하거나 기존 규제를 개편하는 등 대대적인 개정사항을 담고 있다.[684]

2008년 글로벌 금융위기 이후 자본건전성 강화수단으로 전환사채(CB)는 그 구조를 유사하게 활용한 금융시장의 안정수단으로 검토되고 있다. 즉 은행이 만일 국제결제은행(BIS)기준 자기자본비율이 일정수준 밑으로 떨어지는 등 자본건전성 악화, 경영의 부실 또는 금융시장이 급격하게 경색됐을 때 증권발행 시 정한 사유가 발생하면 주식으로 자동전환 되는 채권이 자동적으로 `주식'으로 전환돼 해당회사의 건전성을

683) 조건부자본증권은 전환기간 중 사채권자의 전환권 행사가 있는 때에만 주식으로 전환되는 전환사채(상법 제513조)와는 다르다. 그리하여 이 조건부자본증권을 역전환사채(reverse convertible bond)라고 부르기도 한다.; 송종준, "조건부자본증권 도입에 관한 소고",「기업법연구」, 제25집 제3호, 2011, 243면.

684) 국회정무위원장, 앞의 자료(주 222), 2-7면 참조.: 금융위원회는 2011.7.27. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률의 일부 개정법률안(금융위 공고 제2100-119호)은 입법예고하여 국회 상정되었으나 18대 국회 폐회로 자동폐기 되고, 2012. 6월 다시 국회에 제출되어 2013.4.30 일부 수정 후 국회 본회의(의안번호 4747)를 통과하였다.

보완하는 장치로 기능할 전망이다.

최근의 전 세계적인 금융위기에서 대형은행 등 금융기관의 자본건전성 규제를 목적으로 유럽의 대형 은행에서 발행에 성공한 예가 있다.[685] 원래 조건부 자본제도는 G20 정상회의에서 금융위기 대응책의 하나로서 조건부 자본과 이에 상응하는 증권 검토를 특별히 언급한 바 있고, 은행감독에 관한 2011년 7월 바젤위원회는 글로벌 금융위기 때 대형은행의 자본 확충이 용이하고 채권자의 추가손실비용(은행회생비용) 분담의 효과가 있도록 세계주요 대형 금융기관에 대한 규제기준의 하나로서 이를 도입할 것을 고려하고 있다.[686]

나. 조건부자본증권의 법적성격

1) 법적성격

자본시장법 개정안은 조건부자본증권의 성격에 대하여 파생결합증권이 아님을 명시하고 있다(개정안 제4조제7항 단서, 동항제3호). 이와 관련하여 조건부자본증권은 은행의 신용위험에 대비한 것이라는 점에서 이를 신용연계증권으로 파악하여 파생결합증권적 성격을 가진다고 풀이하기도 한다.[687]

자본시장법은 파생결합증권을 기초자산의 가격, 이자율, 지표, 단위 또는 이를 기초로 하는 지수 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 지급금액 또는 회수금액이 결정되는 권리가 표시된 것이라 하여(자본시장법 제4조제7항) 차액정산형 또는 현금결제형만을 파생결합증권이라고 명시적으로 정의하고 있다. 이에 따르면 전환으로 발행회사의 신주가 배정되는 조건부자본증권은 파생결합증권에 해당되지는 않는다.[688]

개정안에서 조건부자본증권은 파생결합증권이 아님을 명시하고 있으므로 조건부자

---

685) 예컨대 2011.2 크레디트 스위스의 30년 만기 후순위 형태의 조건부자본증권(금리 7.1875%)이다.; 장정모, “조건부자본의 역할에 대한 전망”,「자본시장 Weekly」, 2011-32호, 자본시장연구원, 2011.8.9, 1면.

686) 송종준, 앞의 논문(주 683), 231면.

687) 정순섭, “금융회사의 자본규제-조건부 자본의 상법상 문제”, 「한국상사법학회 2010년 추계학술대회 발표자료」, 2010.10.29, 11면.

688) 송종준, 앞의 논문(주 683), 233면.

본증권의 전환조건에 파생결합증권적 요소가 존재하는 것은 논리적으로 모순이다. 따라서 전환조건에서 전환시점의 시가를 기준으로 신주를 인수할 것을 정한 경우에야 비로소 기초자산의 가격 변동과의 연계성도 존재하지 아니하고 전환 이후에 조건부자본증권의 가치와 전환 후의 주식의 가치가 동일하게 유지되므로 이러한 조건의 조건부자본증권은 파생결합증권에 해당할 수 없게 되는 것이다.[689]

그리고 조건부자본증권은 사채로서 채무증권이다. 또한 이 증권은 장래 주식으로 전환이 전제인 점에서 전환사채와 같이 잠재적 주식의 특성이 있으며, 전환사채와는 전환사유의 내용과 전환권의 귀속 주체에 차이가 있을 뿐이다. 조건부자본증권은 일정한 전환사유가 발생할 경우에 자동적으로 주식으로 전환되는 점에서 전환권이 발행회사에 귀속되는 강제 또는 의무전환사채(mandatory convertible bond)와 매우 유사하다고 할 수 있다. 이 의무전환사채는 상법상으로는 인정되지 않지만 유럽 회사법에서는 허용된다는 것이 일반적인 해석이다. 요컨대 자본시장법 개정안은 조건부자본증권을 파생결합증권의 개념에서 제외한 취지를 명확히 하고 파생결합적 요소를 배제하기 위해서는 전환조건의 설정에 대한 합리적인 제한이 따를 필요가 있을 것이다.[690]

2) 조건부 발행증권의 전자등록시 법적성격

전자등록제도는 사채권을 전자등록부라는 법적 장부에 등록함으로써 사채권을 발행하지 않는 제도이고, 이러한 전자등록의 요체는 계좌부기록이다. 전자등록제도 도입에서는 전통적인 유가증권법리 하에서 이러한 전자등록의 법률적 구성방안이 문제인데, 이는 곧 채권의 기능을 대신하는 계좌부기록의 법적 성질을 어떻게 정의할 것인가의 문제가 된다.[691]

그동안 유가증권의 무권화 내지 전자화(전자등록)에 관한 논의에 있어서는 계좌부기록의 형태로 탈증권화한 권리를 순수한 채권적 권리로 취급할 수는 없으므로 종이매체 유가증권에 관하여 형성된 유가증권법리를 계좌부기록으로 승계할 필요가 있다는 입장이 유지되어 왔다. 계좌부기록, 즉 전자등록된 권리의 법적 성질을 새로운 형

689) 박준, “기업금융활성화와 신종증권에 관한 자본시장법의 개정, 자본시장법개정의 주요내용과 과제”, 「2011년 한국상사판례학회 및 한국기업법학회 하계공동학술대회 발표자료」, 2011.8.19-20, 12면.
690) 송종준, 앞의 논문(주 683), 233면.
691) 박철영, 앞의 논문(주 140), 162면.

태의 유가증권으로 보든, 권리 그 자체로 보든 기존의 유가증권법리의 이점을 살리고 기존제도와의 조화를 도모하였던 것이다.

전자등록제도를 처음 법제화한 프랑스 및 한국과 유사한 유가증권 법제 하에서 주식, 사채 등의 전자등록에 관하여 새로운 대체법을 완성한 일본에서도 다양한 견해가 제기되고 있으나, 계좌부기록을 종이매체인 유가증권을 대신하는 권리 그 자체의 새로운 존재형식(권리의 객체)으로 파악하여 권리의 추정, 이전 및 선의취득 등을 기존 유가증권법리로써 설명하는 입장이 주류를 이루고 있다.[692]

그런데 기존의 유가증권법리는 기본적으로 종이매체인 유가증권을 전제로 한 것이기 때문에 계좌부기록이라는 전자데이터에 유가증권상의 권리가 화체되더라도 종이매체인 유가증권과 동일한 유체물로 인정하기는 어렵다. 따라서 유가증권이 완전히 불발행(paperless)화 된 상태에서는 계좌부기록을 유가증권과 동일한 것으로 볼 수는 없고, 이에 표시될 권리 그 자체로 볼 수밖에 없다. 개정 상법상 사채의 전자등록도 '채권을 발행하는 대신 사채권을 등록' 하는 것이다. 다만, 유가증권인 채권과 사채권에 관한 계좌부기록이 비록 법률적으로는 서로 다르나, 기능면에서는 동일하기 때문에 권리의 귀속, 이전 등에 관하여 기존 유가증권법리를 계승·확장하여 새로운 구성을 하는 것으로 보아야 할 것이다.[693]

다. 조건부자본증권과 사채

상법상 사채는 사채권자를 지정하는 방식, 즉 사채권 및 사채원부에 사채권자의 성명이 기재되는지 여부에 따라 기명사채와 무기명사채로 구분되고, 이에 따라 사채의 권리이전 방법, 사채권자의 권리행사 방법 및 발행회사의 사채관리 방식 등이 달라진다. 이러한 기명사채와 무기명사채는 사채권의 발행, 즉 증권화를 전제로 하는 것인데, 개정 상법은 사채의 전자등록을 규정하면서 이에 관해서는 별도의 규정이 없다. 따라서 전자등록사채의 기명·무기명의 구분이 필요 하는지 문제가 제기된다.[694]

전자등록제도에서는 사채권이라는 유가증권을 발행하는 것은 아니지만 그 기능을

692) 森田宏樹,「有價證券のペ-パーレス化の基礎理論」, 日本銀行金融硏究會, 2006, 15面 이하 참조.
693) 박철영, 앞의 논문(주 140), 163면.
694) 박철영, 앞의 논문(주 140), 166면.

전자등록부가 대신하여 권리이전에 있어서도 사채권의 점유 및 교부요건이 전자등록부상 등록에 의하여 그대로 충족된다. 그러므로 사채의 발행결의, 전자등록부에의 등록, 사채원부의 작성 등에 있어 현재의 채권등록제도에서와 마찬가지로 기명·무기명의 구분을 그대로 적용할 수 있다고 추정될 수 있다. 사채권이 발행되는 경우를 예상하면 적용법리가 달라지지 않는다는 이점도 있다.

상법에서는 "채권은 사채전액의 납입이 완료한 후가 아니면 이를 발행하지 못한다"고 규정(제478조제1항)하여 사채권의 성립과 채권의 발행을 명확히 구별하고 있다. 한편, 사채는 주식과 달리 확정이자를 받는 권리로서 시세차익을 목적으로 보유하기 보다는 만기까지 계속 보유하는 것이 일반적이기 때문에 상대적으로 그 유통성을 확보할 필요가 크지 않다. 반면에 채권을 발행하는 경우에는 그 증서의 작성과 보관 및 원리금 지급 등 권리행사에 있어 많은 사무와 그에 따른 비용 및 분실·도난 등의 위험이 수반된다. 또한 증권의 예탁결제제도의 발전에 따라 사채에 있어서도 그 유통 면에서는 장부(계좌부)상 기록이 채권의 기능을 대신하게 되었다.[695]

라. 자본조달과 적대적 M&A 방어수단의 기능

상장기업의 직접금융을 활성화하기 위하여 조건부자본증권, 독립신주인수권증권을 도입하기로 한 것은 핵심적인 개정 내용 중의 하나로서 이들은 자금조달 등 기업의 다양한 활동에 적지 않은 영향을 미칠 수 있는 새로운 제도들이다. 이 제도는 광의의 전환자본(convertible capital)으로 상장기업에 대해 상법상 사채(단순사채, 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 이익참가부사채(PB), 교환사채(EB) 등) 외에 조건부자본증권 발행을 추가로 허용키로 했다.[696]

조건부자본증권(contingent capital instruments)은 부채자본과 주식자본이 연계된 혼합증권(hybrid capital and equity linked instruments)으로서 EU 자본건전성규제지침(EU Capital Requirement Directive)의 개정 이후 범 유럽 차원에서는 일반적으로 인식되어 온 제도이다. 그러나 이 증권의 도입으로 해당 금융기관

695) 박철영, 앞의 논문(주 140), 157면.
696) 금융위원회, 앞의 자료(주 242), 11면.

의 자본구조재편(recapitalization)을 방해해서는 아니 된다는 요건에 따라서 이 혼합자본(hybridcapital)은 위기 시에는 자동적으로 상각(written down)되거나 또는 주식으로 전환(conversion)되어야 한다.[697]

전통적인 주식 및 사채와 달리, 전환사채와 신주인수권부사채를 비롯하여 1980년대 이후 자본시장이 글로벌화 되고 외연이 심화됨에 따라 다양한 자본조달수단의 필요가 발생하였고 이에 부응하여 다양한 금융상품이 출현하였다. 이러한 세계적 추세에 따라 개정상법은 하이브리드 증권의 발행에 의하여 자기자본과 타인자본을 조달할 근거를 확충하였다.[698]

개정상법상 도입 또는 확충 예정인 다양한 종류주식 또는 종류사채는 일의적으로 부채 또는 자본으로 분류하기 곤란한 경우가 적지 않다. 예컨대 부채와 자본의 중간적 성격을 갖는 상환우선주, 전환사채나 신주인수권부사채와 같이 부채와 자본의 성격을 동시에 갖는 수개의 금융상품 요소로 이루어진 복합금융상품, 파생상품으로서 발행주체의 자본으로 인식해야 할 상품 등이 본격적으로 등장하였다.[699]

또한 부채 내지 타인자본에 의한 자금조달 수단에 대해서도 개정상법은 사채발행에 관한 현행상법의 규정을 확충하여 주식회사가 발행할 수 있는 사채로서 (ⅰ) 이익배당에 참가할 수 있는 사채, (ⅱ) 주식이나 그 밖의 다른 유가증권으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채, (ⅲ) 유가증권이나 통화 또는 그 밖에 대통령령으로 정하는 자산이나 지표 등의 변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 상환 또는 지급금액이 결정되는 사채를 도입하고 있다(제469조제2항).

조건부자본증권의 도입에서는 기업재무개선을 주된 목적으로 하면서 아울러 기업의 자본조달 목적도 함께 충족시킬 수 있는 합리적인 입법방안이 설계되어야 할 것이며, 아울러 이러한 증권의 발행에는 주주의 지분권 희석 등 주주의 이익이 침해되는 문제가 수반[700]될 수 있으며, 동시에 적대적 M&A에 대한 효과적 방어수단이 될 수 있다. 그러나 금융기관이 위험상황에 처했을 때에 정부의 공적지원 없이 자생적으로 손실을 흡수하는 추가손실부담 수단(additional loss absorbency requirement)으로 고안된

697) 송종준, 앞의 논문(주 683), 232면.
698) 양기진, “개정상법과 K-IFRS의 조화 모색”, 「한국상사법학회 하계학술대회」, 2011, 83면.
699) 양기진, 위의 논문(주 698), 84면.
700) 송종준, 앞의 논문(주 683), 230면.

조건부자본증권은 각국의 이해관계 때문에 개별국가의 독자적인 도입일 경우 자국의 금융기관이 글로벌 경쟁에서 불리해지는 역효과도 있어서 그 도입 전망이 그리 밝지 않다고 예측하기도 한다.[701]

마. 조건부자본증권 발행 도입의 입법적 검토

한국은 2009년 2월 자본시장법 시행으로 우리 자본시장과 금융투자업의 업그레이드를 위한 제도적 기반을 마련하였다. 그러나 투자권유 제도의 확립 등 그간의 성과에도 불구하고, 지난 2년 동안은 투자은행을 추진할만한 여력이 있었던 국내 금융투자회사들이 움츠러들었고, 정부도 금융 안정에 정책우선 순위를 둔 결과 글로벌 금융위기의 여파 속에서 법제정 당시 기대했던 선진 투자은행의 출현 등 혁신적인 변화는 미흡한 상황이었다.[702]

특히, 금융만을 위한 금융기능보다는 금융의 실물지원기능이 강조되는 등 금융의 패러다임이 변화(Back to the Basics)로 자본시장의 위험성을 제어하기 위한 금융규제 강화 및 국제공조 논의가 진행되어 이의 국내 수용이 필요하였다.

따라서 자본시장 인프라 개혁, 상장기업의 직접금융 및 주주총회의 내실화 등 법제정 당시 충분히 논의되지 않은 정책과제를 점검하고 일부 미비점을 합리적으로 보완할 필요하고 급변하는 금융환경 하에서 공정한 시장질서 확립과 투자자 보호를 위하여 규제의 실효성을 확보도 중요하였다.

자본시장법 개정안은 조건부자본증권 발행을 허용하고, 증권의 발행에 따른 주주의 이익과 자본조달의 이익을 고려하여 그 발행과 배정에 관한 특례규정을 두고, 그밖에 사채의 내용, 발행사항 및 유통 등의 방법, 전환조건의 세부내용 등 필요한 사항은 대통령령에 정하도록 위임하고 있다(개정안 제165조의6).

이하에서는 조건부자본증권의 발행에 있어서 몇 가지 쟁점을 중심으로 개정안의 입법태도에 대하여 검토하고자 한다.

---

701) 장정모, “조건부자본의 역할에 대한 전망”,「자본시장 Weekly」, 2011-32호, 자본시장연구원, 2011. 2면.

702) 금융위원회, “한국 금융의 미래를 위한자본시장법 개정 추진방안”,「보도자료」, 2011. 7, 1-2면 참조.

1) 발행회사 범위

자본시장법 개정안에서는 조건부자본증권의 발행회사를 주권상장법인으로 규정하고 있다(개정안 제165조의6제1항). 개정안의 규정에 대하여 일부에서는 조건부자본증권은 은행감독에 관한 바젤 위원회 제시와 같이 대형은행 등 금융기관에 대하여 그 발행 허용이 바람직하다거나[703] 은행법상 조건부자본증권과 같은 사채는 발행근거가 없으므로 자본시장법에 그 법적 근거를 두기 보다는 은행법 등 금융기관규제법에서 그 근거를 두는 것이 바람직하다는 견해[704]로 나뉜다.

개정안은 자본건전성 규제 보다는 다양한 자본조달의 수단 공급이라는 점을 중시하여 모든 주권상장회사에 조건부자본증권의 발행을 허용하고자 한 것으로 추정된다. 법제상으로는 발행회사의 범위를 제한하지 아니하고 실제의 발행 여부는 해당 기업에 맡기는 방식의 입법이 바람직하다고 본다. 은행법상으로 조건부자본증권의 발행근거가 없다고 하여 자본시장법에서 그 발행을 허용할 수 없는 것은 아니라고 본다. 자본시장법은 증권의 공모 또는 상장 요소에 의하여 관여할 수 있으므로 입법체계상으로 주권상장법인의 하나로서 상장은행에 조건부자본증권의 발행허용이 문제될 수는 없을 것이다. 비상장은행에의 발행 허용 문제는 은행법 등 금융기관규제법에서 따로 정하여 해결할 수 있을 것이다.[705]

2) 전환범위

자본시장법개정안은 해당 사채의 발행 당시 객관적이고 합리적인 기준에 따라 미리 정하는 사유가 발생할 경우에 주식으로 전환된다는 조건(이하 '전환조건'이라 함)이 붙은 사채를 조건부자본증권이라 정의하고 있다. 개정안상의 객관적이고 합리적인 기준은 추상적이고 모호하여 이를 자본건전성이 악화된 경우에 조건부자본증권을 발행할 수 있는 것으로 해석하기는 어렵다. 따라서 경영권 방어 또는 경영권 승계의 목적을 위해서도 이 증권의 발행이 이용될 우려도 제기될 수 있을 것이다.[706]

---

703) 정순섭, "적대적 M&A와 기업방어전략-포이즌필의 현행법상 가능성과 타당성을 중심으로-",「기업법연구」. 2005, 11, 한국개발연구원, 10면.
704) 박준, 앞의 자료(689), 2011.15면.
705) 송종준, 앞의 논문(주 683), 241면.

따라서 그 구체적인 기준은 대통령령에서 정하겠지만 그 기준은 조건부자본증권의 도입취지를 바탕으로 구체화되어야 할 것이다. 그 도입취지를 감안하면 조건부자본증권의 전환사유를 결정하는 기준은 자본건전성이 악화된 경우에 사채를 주식으로 전환함으로써 부채를 감소시켜 재무구조의 개선 효과(자본건전성)를 기하고자 하는 것이므로 이러한 의미가 읽힐 수 있는 '객관적이고 합리적인 기준'이 정해져야 할 것이다.[707]

미리 정하는 사유는 조건부자본증권의 발행에 있어서 결정적인 요소이다. 이에 관한 내용은 대통령령으로 구체화되겠으나 조건부자본증권은 재무상황의 악화로 회생이 어려운 사정에서 해당 기업의 회생에 주된 목적이 있다는 점이 고려되어야 할 것이다. 그 주된 목적에 부합하는 기준이 어느 정도의 수준이면 합리적인지를 판단하기란 용이한 일은 아니다. 그 수준의 결정에는 은행과 비은행 기업으로 나누어 법정책적인 목적이 고려될 수밖에 없을 것이다. 먼저 은행의 경우에는 실제 발행된 조건부자본증권은 만기를 대부분 장기채 또는 영구채로 발행되고, 발행회사의 총자산 대비 보통주 자본비율이 5-8%에 이르게 되는 것을 전환사유로 정하고 있는 유럽 은행들의 사례를 참고할 수 있다.[708]

한국의 개정상법(2011.4.14)이 도입한 교환사채의 교환권이나 상환사채의 상환권은 시행령에서는 모두 사채권자에게만 부여되어 있다. 즉 교환사채를 발행하는 주권상장법인은 사채권자의 교환청구가 있는 때 또는 그 사채의 교환청구기간이 만료하는 때까지 교환에 필요한 주식이나 증권을 예탁결제원에 예탁하여야 한다. 이 경우 예탁결제원은 그 주식이나 증권이 신탁재산임을 표시하여 관리할 수 있다(개정상법 제469조, 자본시장법 제165조의11, 동시행령 제176조의13제3항). 그러므로 개정상법과 자본시장법에 의하더라도 전환권이 발행회사에 부여되도록 하는 강제전환조건을 붙인 사채의 발행은 허용되지 아니한다. 따라서 조건부자본증권은 법상 허용되는 사채 범위를 확대하는 효과가 있다.[709]

---

706) 박준, 앞의 자료(주 689), 15면.
707) 송종준, 앞의 논문(주 683), 242면.
708) 장정모, 앞의 논문(주 701), 3면.
709) 송종준, 앞의 논문(주 683), 243면.

조건부자본증권의 본질이 자본건전성이 악화되는 사정이 전환사유가 되어 타인자본을 자기자본으로 전환하는 데에 있다는 점에서 자본으로 전환되는 자본증권의 가치와 발행하는 신주의 가치가 일치하는 것이 중요하다. 따라서 전환가격은 조건부자본증권의 발행가액 기준이 아니라 전환사유 발생당시의 주식의 시가기준이 합당하다.

독일의 경우 강제전환사채를 발행한 경우 실무상으로 전환가격(conversion price)을 장래 주식가격 조건과의 유연한 조정을 위하여 발행회사의 주주총회 결의를 거쳐 조건부자본증권 발행 당시의 현재 시장가격의 일정 비율에 기초하여 산정되는 최저가격을 발행가액 방식(minimum price mechanisms)으로 이용해 왔다. 그러나 최근에 연방대법원과 입법기관은 그 최저가격방식은 적법하고 당사자에 효력이 있음을 명확히 함으로써 이 문제를 둘러싼 법적 불확실성을 종식시킨 바 있다. 이에 따라 주주총회에서 전환가격의 산정기준을 일정기간 동안의 기초주식(underlying share)의 거래량 가중 평균 시장가격(volume-weighted average market price)으로 결의하고, 그 구체적인 내용은 발행회사의 이사회 결의로 특정할 수 있도록 유보하는 것이 가능하게 되었다고 한다.[710]

3) 발행 및 배정

조건부자본증권은 이사회 결의로서 주식의 발행 및 배정 등에 관한 특례규정(개정안 제165조의3제1항,제2항및제4항)에 따라 각각 발행하여야 한다(개정안 165조의6제2항). 개정안은 주주배정, 특정한 제3자배정, 불특정한 제3자배정으로 구분하여 조건부자본증권의 발행과 배정을 각각 규제하고 그 발행 시 실권주 처리에 관한 규정을 준용하며, 불특정한 제3자에게 이 증권을 배정하는 경우에는 상법상 제418조제1항 및 제2항의 적용을 배제하고 있는 점이 특징이다.

조건부자본증권은 주주에게 그가 가진 주식 수에 따라서 배정하기 위하여 주주에게 인수의 청약 기회를 부여하는 방식, 즉 주주배정방식으로 발행할 수 있다(개정안 제165조의6제2항, 제165조의3제1항제1호). 이 방식에서는 주주에게 조건부자본증권에 대한 우선적 인수권을 부여하는 것이다. 조건부자본증권은 잠재적 주식으로서 주주 외의 자에게 발행될 경우에는 기존주주의 지분권이 희석(dilution)될 우려가 있으므

710) Chris Bates, op. cit., p.671.

로 이를 방지하기 위한 것이다. 상법상 이익참가부사채, 교환사채, 상환사채(개정상법 제469조제2항), 전환사채(상법 제513조), 신주인수권부사채(상법 제516조의2)를 발행하는 경우에도 마찬가지이다.[711]

조건부자본증권은 특정한 자(해당 법인의 주식을 소유한 자를 포함)에게 배정하여 그 인수의 청약기회를 부여하는 방식, 즉 사모에 의한 제3자배정방식으로 발행할 수 있다(개정안 제165조의6제2항, 165조의3제1항제2호). 개정안이 달리 규정하고 있지 아니하나 조건부자본증권을 특정한 제3자에게 배정하기 위해서는 신주의 제3자 배정과 마찬가지로 상법 제418조제2항을 유추 적용하여야 할 것이다.

독일의 경우에는 조건부자본증권의 전환으로 배정하는 신주의 명목가치(nominal value)는 그 증권 발행 당시의 자본금의 10%를 초과할 수 없어야 하고, 또한 조건부자본증권의 명목적 발행가격(nominal issue price)이 일반적으로 인정된 가격산정원칙에 따라 결정되는 발행 당시의 가치에 미달해서는 안 된다. 그러나 상법은 신주의 제3자배정 시에 그 한도 제한에 관하여 달리 규정하지 아니하고, 정관 또는 주주총회의 특별결의에서 정할 사항으로 예정하는 것으로 보아야 하므로 조건부자본증권이라 하여 특별한 규정을 둘 것이 아니라 현행법의 틀에 따르는 것이 합당하다.[712]

개정안은 조건부자본증권을 배정하는 경우 그 기일까지 인수청약을 하지 아니하거나 그 가액을 납입하지 아니한 증권(이하 '실권증권' 이라 한다)이 발생하는 경우 실권주의 처리에 관한 규정(개정안 제165조의3제2항)을 준용하고 있다(개정안 제165조의6제2항). 이것은 유리한 가격으로 조건부자본증권을 발행하는 경우에는 실권증권이 발생할 경우에 조건부자본증권의 발행을 철회할 의무를 도입하여 실권된 부분에 대하여 일반공모방식 등 새로운 증권발행절차를 거치도록 유도하기 위한 것이다.

개정안은 신주를 특정한 3자 및 불특정 다수에게 배정할 경우에는 이와 같은 통지 또는 공고의무의 적용을 배제함을 명시하고 있지만(개정안 165조의3제5항), 조건부자본증권을 주주이외의 자에게 배정하는 경우 적용배제 규정을 준용한다는 규정을 두고 있지 않다. 그러나 신주의 제3자배정에 있어서 사전 통지 또는 공고의무의 적용을 배제한 것은 위법하거나 불공정한 기존주주의 제3자 배정에 대한 권리행사를 어렵게 하

711) 송종준, 앞의 논문(주 683), 245면.
712) 송종준, 앞의 논문(주 683), 245면.

는 문제가 있다.[713] 따라서 조건부자본증권의 발행 및 배정을 위한 법체제가 신주의 발행 및 배정의 경우를 준용하는 형식으로 구성되어 있으므로 지분권의 희석에 대하여 이해관계 주주에게 사전에 알려야 할 의무가 있다.

2. 한국형 엑슨 플로리오법 제정

국가안보차원에서 외국인투자에 대한 포괄적인 규제의 필요성이 2004년 소버린과 SK 간 경영권 분쟁이 계기가 되었다고 할 수 있다. 사모펀드의 소버린의 SK 주식매집과 경영권 위협이 이슈화 되면서 적대적 M&A의 위협으로부터 국내 기업의 경영권보호 취약이 제기되고 특히 기간산업분야에서 국가안보 차원에서 국내기업 경영권보호가 다루어져야 한다는 주장이 제기되었다. 2006년 하반기 론스타 사건과 칼아이칸의 KT&G에 대한 적대적 M&A 위협으로 외환위기 이후 전면적인 자본시장 개방에 따른 투기자본 유입, 국부유출 및 외국자본의 국내경제 교란의 문제가 포괄적으로 제기되었다. 마침내 2008년 외촉법 시행령의 개정을 통해 외국인직접투자의 제한적 규제에 접근하였다.

가. 의 의

단기 투자수익이 목적인 헤지펀드(hedge fund)들은 투자차익만을 얻는 것을 목적으로 하므로, 이러한 자본들의 유입은 제한되어야 한다는 주장 근거로 오리온전기의 경우[714]와 론스타에 의한 외환은행의 인수[715]나 뉴브리지캐피탈에 의한 제일은행 인수

713) 박준, 앞의 논문(주 689), 22면.

714) 비판론자들은 대표적 사례로 오리온전기를 헤지펀드가 인수한 부정적 운용으로 든다. 이 사례는 그린 필드 투자가 아니라, 기업인수형의 경우에 외국투자자들은 세금, 공장부지 등에 대하여 특혜만을 얻고 배당, 청산 등을 통하여 이익을 얻고 철수한다는 것이 비판의 요지이다. 오리온 전기 기업구조조정기구(CRV)의 최대주주인 서울보증보험이 인수당시 반대를 하자 인수되면 3년 동안 고용보장과 하청업체까지 2000명 이상 인력이 계속 직장유지를 할 수있다는 점을 들어 매틀린 페터슨에 매각되도록 정부의 조정 역할이 있었다고 한다. 이 과정에서 정부는 공적자금을 투여하였고, 실제 약속과 달리 매틀린 페터슨은 기업분할 후

등을 예로 든다. 반면에 외국자본을 차별적으로 취급할 이유가 없으며, 1997년 경제위기 당시에는 외국자본에 의한 해외직접투자(Foreign Direct Investment)만이 유일한 국내 경제의 생존방식이라고 주장되다가 이제 경제가 회복기에 접어들었다고 하니 갑자기 외국자본이 모든 악의 근원인 것처럼 주장하는 것은 이해할 수 없는 주장이라는 논의가 있다고 생각된다.[716]

이러한 논의 스펙트럼에서 절충하여 외국자본에 대한 산업정책적인 관점에서의 통제 내지 국가안보를 위한 합리적인 통제는 우리 경제 전체의 관점에서 매우 중요한 사안 중의 하나라고 판단되기 때문이다. 이러한 절충안 중의 하나가 미국의 엑슨 플로리오 조항(Exon-Florio Provision)과 같은 국가기간산업에 대한 외국자본의 기업인수 시에 이를 심사할 수 있는 근거법령 제정과 기관 통합적 기구인 미국 연방해외투자위원회(Committee on Foreign Investment in the United States)와 같은 정부기구간 조율기구의 설치 필요성 검토가 요구된다고 할 것이다.

나. 입법적 쟁점과 규제방식

1) 입법적 쟁점

국가보안심사의 법제화 있어 근거법령 방식과 관련하여 (ⅰ) 외국인의 투자를 규율하는 기본법의 일부로 규정하는 방식, (ⅱ) 적대적 M&A를 위하여 증권시장에서 이뤄지는 상장회사의 지분 매입에 대하여 국가안보심사 규정을 자본시장법에 명시하는 방식, (ⅲ) 별도의 법령 신설로 국가안보심사를 규정하는 방식으로 나눌 수 있다.

2007년에 체결된 한미FTA협정과 관련하여 본 협정에 포함된 ISD규정(투자간-국가간 분쟁해결절차[717])을 고려한다면 한국에 대한 미국인 투자규제에 있어서 외국인투자에

청산을 하였다.

715) 론스타가 외환은행을 인수하는 과정에서 불법적인 방법으로 인수를 하였고 이후 론스타는 실질적으로 단기 매각을 통한 투자이익 창출이 목적이지 어떤 선진적인 금융기법의 도입이 있었는지 좀 더 근본적으로 외환은행이 은행운용 경험도 없는 론스타와 같은 헤지펀드에 매각되는 것이 옳았는지에 대한 의문제기라고 할 것이다.

716) 최승재, 앞의 논문(주 319), 314면.

717) 투자자-국가간 분쟁절차는(Investor-State Dispute Settlement)기업이 상대방 국가의 정책으로 이익을 침해당하였을 때 해당 국가를 세계은행 산하 국제투자분쟁중재센터(ICSID)에 제소할 수 있는 제도이다. 부당한 차별대우에 따른 해외 투자자의 피해를 막기 위하여 도입됐지만 국가의 주권과 공공정책을 무력화할

관한 규제법이 잘못 적용된다면 한미FTA협정상 국제투자분쟁을 유발할 위험도 존재한다. 그러므로 외국인투자에 관한 규제는 법제도의 강력한 규제측면과 제도운영상 탄력성을 참작하여 상대국가의 제도운영을 감안한 최적화된 균형점에서 이루어져야 할 것이다.

2) 외국인투자 규제방식

외촉법에서 외국인은 대한민국국민 또는 대한민국법인이 경영하는 기업이 이미 발행한 주식 또는 지분의 취득에 의하여 외국인투자를 하려는 경우에는 산업통상자원부령으로 정하는 바에 따라 미리 산업통산자원부장관에게 신고하여야 한다.(제6조제1항)신고한 내용중 외국인투자금액, 외국인투자비율 등 대통령령으로 정하는 사항을 변경할 때에도 또한 같다. 다만, 공공적 법인 및 개별법상 주식취득이 제한되는 기업은 제외한 자본시장법에 따른 주권상장법인이 발행한 기존주식 등을 취득하는 경우에는 취득한 후 30일 이내에 신고 또는 변경신고를 할 수 있다.

그러나 외국인은 대통령령으로 정하는 방위산업체를 경영하는 기업의 기존주식 등의 취득에 의한 외국인투자를 하려는 경우에는 산업통산자원부령으로 정하는 바에 따라 미리 산업자원통산부장관의 허가를 받아야 한다. 허가받은 내용 중 외국인투자금액, 외국인투자비율 등 대통령령으로 정하는 사항을 변경할 때에도 또한 같다(제6조제3항). 산업자원통산부장관은 제4항에 따른 허가를 할 때 필요하다고 인정되면 조건을 달 수 있으며, 제6조제3항 및 제6항을 위반하여 기존주식 등을 취득한 자에 대하여는 대통령령으로 정하는 바에 따라 그 기존주식 등의 양도를 명할 수 있다(제6조제7항). 또한 법 제6조를 위반하여 기존주식 등을 취득한 자는 그 기존주식 등에 따른 의결권을 행사할 수 없다.

신주취득의 경우와 기존주식의 취득, 그리고 반드시 주식의 취득에 국한하지 않고 외국정부(외국인)가 국내회사의 지배권을 취득하게 되는 경우에는 제4조제2항에 해당하여 외국인투자가 제한되는 업종과 제한내용은 대통령령으로 정하도록 수 있도록 규정(제4조제3항)하여 업종별 및 업체별 규제를 합하여 외국인투자심의위원회의 심사의

수 있다는 비판도 있다. 2007년 한마FTA협정문에서는" 제11장 투자 제2절 투자자와 국가간 분쟁해결"에서 제11.15조부터 제11.28조까지 ISD내용을 규정하고 있다.

대상이 될 수 있도록[718] 개정(시행령 제5조제1항)되었다.

다. 외촉법과 조약 정합성

외촉법의 구체적 내용 및 그에 따른 하위법령이 위의 국제규범들과의 합성을 유지할 수 있는 범위이어야 한다. 특히 양허 관련 사항은 조약의 자기집행력 문제의 여지가 있을 수 있다.

외촉법 제4조제2항 각호에 해당하는 경우 산업통상지원부장관은 주무부장관의 검토요청이 있는 날로부터 90일 이내 해당 외국인투자가 국가안보위해에 해당하는지 여부를 외국인투자위원의 심의에 따라 결정하여야 한다(시행령 제5조제7항).또한 산업통상부장관은 국가안보위해에 해당하는 외국인투자에 대하여 필요하다고 인정하면 외국인투자위원회의심의에 따라 특정사업 부분의 분리매각이나 보안유지 준수 등의 조건을 붙여 외국인투자를 허용할 수 있다. 외촉법의 목적이 외국인투자 자유화 약속을 후퇴시켜 외국인투자를 제한하기 위한 것이라기보다는 주로 외국인투자자의 실체 규명과 투자 자체의 건전성 제고라고 할 것이어서 이러한 내용의 외촉법 및 그 하위법령이 WTO협정에 위배될 가능성은 낮아 보인다.[719]

라. 한국형 엑슨 플로리오법 제정 필요성

황금주 제도의 도입 등 외국인 투자에 대한 기간산업과 관련된 규제 가능 법제는 민영화 관련 법제에서 발전되어 왔던 하나의 조류와 미국방식의 규제의 방향으로 대별이 가능하지만 세분화시키면 각국의 산업정책과 외국인 직접 투자에 대한 관점 등 다양한 요소들이 고려되어 입법화되고 있다.

한국의 경우에도 현재 정보통신법제를 중심으로 하여 외국인 투자 규제 논의가 있는 바, 외국인 투자에 대한 적정한 규제가 매우 긴요한 사항이다. 양적인 관점에서의 외국인 직접투자의 총량 이상으로 중요한 것은 외국인 직접 투자의 질에 대한 판단과

718) 최승재, 앞의 논문(주 319), 348면.
719) 최승재, 앞의 논문(주 319), 353면.

우리 산업정책과의 정합성을 구축할 수 있는 외국인 직접투자의 유도라는 점에서 입법요청은 의미가 있다.[720]

국가안보와 국민경제상 중요한 국가기간산업 등에 대한 외국인의 적대적 M&A 문제는 다른 관점에서 접근할 필요가 있다. OECD 자본이동자유화규약에서도 안보, 공익 등을 위하여 외국인의 직접투자를 내국인과 차별할 수 있도록 명시하고 있으므로 이 문제는 국제적으로 공통된 공감대가 형성되어 있다고 볼 수 있다. 미국의 1988년 엑슨-플로리오법의 제정 이후 오늘날 대부분의 국가에서는 국내법에 안보, 기간산업, 국가 핵심산업 등의 보호를 위하여 외국인 경영권 인수를 금지하거나 국가의 관여를 명시하는 것이 일반적인 추세이고, 일본의 경우 일본공정무역위원회(FTC)는 일본의 반트러스트법에 저촉되는 외국자본 투자를 저지하고 있다.

한국은 일부 방위산업에서 외국인의 직접투자에 대한 정부의 허가제를 시행하고 있으나, 안보의 개념을 지나치게 협소하게 군사적 방위로 파악하는데 문제가 있다. 즉 외국인의 안보관련 산업에 대한 적대적 M&A로부터 경영권 보호 범위가 외국에 비하여 상대적으로 좁다. 따라서 상법 보다는 자본시장법 또는 개별 산업법에서 공공적 법인의 개념을 확장하는 방법으로 보완할 필요가 있다고 본다.

3. 징벌적 손해배상제도

가. 의의 및 연혁

1) 의 의

현대사회는 과거와 달리 하나의 행위로 인하여 다수의 피해가 발생하고 정보 및 산업의 급격한 발달로 인하여 새롭게 등장하는 불법행위의 유형들도 날로 다양해지고

720) 최승재, 앞의 논문(주 319), 359면.

있다. 특히 증권거래 등에서 기업의 악의적이고 의도적인 불법행위로 인하여 다수의 피해자가 발생하고, 그 형태는 공권력의 남용에 의한 신체적 자유 또는 프라이버시의 침해와 같이 실제 손해의 배상만으로는 피해자의 구제가 충분하지 못한 경우가 나타날 수 있다.[721]

징벌적 손해배상은 피해자의 손해 보상을 목적으로 하는 것이 아니라 가해자의 악의적 또는 의도적 고의에 대하여 징벌을 함으로써 가해자 및 제3자가 동일하거나. 유사한 행위를 반복하지 않도록 예방하는 것을 목적으로 한다.[722]

징벌적 손해배상은 가해자가 손해배상금을 국가에 지급하는 것이 아니라 피해자에게 지급하는 것이며, 그 지급절차는 민사소송법에 의하기 때문에 가해자가 동일한 행위로 형벌을 받았다 할지라도 징벌적 손해배상의 인정여부에는 아무런 영향을 미치지 않는다. 다만, 손해배상액의 산정에 있어서 참작사유가 될 뿐이다. 또한 징벌적손해배상이 부과되었다고 하더라도 형벌이 면제되는 것도 아니다.[723]

2) 연 혁

2013년 국회를 통과한 경제민주화추진에 따른 하도급법개정은 재벌의 소유·지배괴리를 축소하여 적대적 M&A 위협에 최대한 노출시킴으로써 오너를 통제하려는 재벌정책의 큰 방향이 오히려 하도급 업체에 대한 지나친 단가인하 요구로 이어질 수 있다. 회사의 단기이익에 주목하며 주가상승을 통한 차익과 배당에 주로 관심을 가지는 외국인 투자자들이 상당한 주식을 보유하고 있는 상황에서 적대적 M&A 위협에 그대로 노출시킬 경우 이들의 요구에 부응하기 위해 협력 하도급 업체에게 단가인하를 강요할 유인이 커질 것이다. 즉 주주 민주주의를 지향하는 재벌정책이 오히려 대·중소기업간 상생을 위한 경제민주주의에 역행할 수 있다.[724]

---

721) 김상찬·이충은, “징벌적 손해배상제도의 도입을 위한 비교법적 고찰”, 「법학연구」, Vol 35, 한국법학회, 2009, 164면.

722) 정해상, “손해배상의 법리와 징벌적 손해배상의 관계”, 「중앙법학」, 제6집 제4호, 중앙법학회, 2004, 246면.

723) 김도형, “징벌적 손해배상제도 도입에 관한 소고”, 「경성법학」, 제17집 제1호, 경성대학교 법학연구소, 2008.7, 185면.

724) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 16면.

3) 사개추위 도입 배경

사개추위[725]는 2005년 12월 제출된 용역보고서를 토대로 2006년 5월 30일 징벌적 배상법안을 작성한 바 있다. 이 법안은 현행 손해배상제도가 현실적으로 발생한 구체적 손해를 금전배상의 방법으로 전보하는 것을 원칙으로 하고 있어 산업사회의 진전에 따른 각종 환경, 식품, 위생 침해 관련 사건이나 제조물책임, 소비자 피해, 대규모 불법행위, 기업의 사기행위, 불법적인 증권거래 등과 같이 공동체에 중대한 영향을 미치고 다수 피해자가 발생하는 대규모 불법행위와 악의적인 범죄행위에 대하여는 효과적으로 대처할 수 없는 문제점 개선에 그 목적을 두고 있다.

또한 그 방법으로 고의 또는 악의적인 불법행위에 한하여서라도 가해자에게 징벌적 배상책임 제도를 도입함으로써 이를 민사적으로 징벌하고 유사한 불법행위의 재발을 방지하며, 징벌적인 배상청구 소송에 관하여 민사소송법에 대한 특례를 규정함으로써 다수 피해자의 권리구제를 신속하고 효율적으로 도모하고자 제안된 바 있다.

나. 도입 문제점

1) 현행법상 문제

한국은 민사법과 형사법을 명확히 구별하고 있다. 이로 인해 민사책임에 형사적인 성격이 부가되는 징벌적 손해배상제도의 도입은 우리의 법체계를 혼란에 빠지게 한다. 또한 '징벌'은 그 집행이 보장되어야 하나, 징벌적 손해배상의 경우 가해자가 무자력인 경우에 배상액이 결정되어도 현실적으로 집행이 불가능하다.[726]

가해자가 자력이 충분하지만 자발적 배상기피나 강제집행을 회피하는 경우도 마찬

---

725) 대법원 산하 사법개혁위원회가 건의한 사법개혁의 종합·체계적 추진을 위해 설치됐던 대통령 자문기구. 2003년 8월 22일 대통령과 대법원장이 사법개혁에 공동으로 합의함에 따라 같은 해 10월 28일 사법개혁위원회가 대법원에 설치되었다. 2004년 11월 2일 사법개혁위원회 후속기구 설치를 대법원장이 대통령에게 건의함에 따라 2004년 12월 5일 사법제도개혁추진위원회 규정이 제정·공포되었다. 법학전문대학원 도입, 국민의 형사재판 참여제도 실시방안, 재판기록 공개 개선, 집단소송제도 도입, 노동분쟁 해결 제도의 개선 등에 대한 제안을 해 일정 부분 현실화시켰다. 그러나 대법관 구성 다양화 등은 끝내 추진하지 못했다. 2006년 12월 폐지되었다.

726) 양세영, "징벌적 손해배상제도 도입의 문제점", 「징벌적 배상제도 참고자료」, 사법제도개혁추진위원회 기획추진단, 2006.7, 66면.

가지이다. 뿐만 아니라 징벌적 손해배상 요건인 악의나 의도는 불명확한 개념으로 어떠한 행위 내지 정황에 의한 판단작용이 필요하게 된다. 특히 영미법계에서는 이 개념에 대해 배심원들이 판단을 하게 되지만, 한국은 배심원제도의 유아단계를 감안하면 적용상의 한계가 따를 수밖에 없다. 따라서 징벌적 손해배상제도가 도입되기 위해서는 징벌적 손해배상 적용의 한계에 관한 규정을 법제화할 필요가 있다.[727]

2) 과잉배상의 문제점

징벌적 손해배상제도가 가장 활발히 운영되는 미국에서는 과다한 손해배상액의 부과가 문제되고 있다. 특히 일부 미연방대법원에서는 일정한 경우 징벌적 손해배상의 부과는 위헌이라고 판결하고 있다.[728] 즉, 형벌인 벌금과 과료, 행정벌인 과태료와 과징금 등은 모두 국고로 귀속되는 반면, 실제 손해액보다 훨씬 더 많은 배상을 하는 징벌적 손해배상금은 피해자 개인에게 배상을 한다. 이와 같이 피해자 개인에게 징벌적 배상을 명하는 것은 법정의의 관념에 부합되지 않고, 한국의 헌법상 과잉금지의 원칙과 적법절차에 반하여 위헌의 소지가 있다고 지적한다.[729]

3) 일사부재리원칙의 문제

징벌적 손해배상제도는 공법기능을 사법영역으로 끌어들여 민사법과 형사법의 동일한 목적달성을 위한 것으로 이를 일사부재리원칙으로 이해하여 이중처벌 금지위반에 해당한다고 한다.[730] 미국의 경우 4개의 주에서 징벌적 손해배상을 인정하지 않고 있으며, 특히 인디아나 주에서는 형사처분을 받은 경우에는 징벌적 손해배상을 인정하지 않고 있다.[731]

그러나 징벌적 손해배상제도는 피고에 대한 감금이 인정되지 않는 점에서 형벌과 다르기 때문에 일사부재리원칙을 근거로 한 징벌적 손해배상제도의 위헌성 주장은 논

---

727) 김상찬·이충은, 앞의 논문(주 721), 177면.

728) Juzwin v. Amtorg Trading Corp., 704 F. Supp. 1053, D. N. J. 1989; BMW of North America, Inc. v. Gore, 64 U.S.L., W. 4335, U.S. May 20, 1996.: 김상찬·이충은, 앞의 논문(주 718), 177면.

729) 윤정환, “징벌적 손해배상의 합헌성”,「사회과학연구」, 제1권, 창원대학교 사회과학연구소, 1995.3, 119면.

730) 박종렬, “징벌적 손해배상에 관한 연구”,「법학연구」제26집, 한국법학회, 2007. 159-160면.

731) Sedgwick, op. cit.,§ 386; McCormick, op. cit.,§ 82; Morris, op. cit., pp. 1195-1198.; 김재국, 앞의 논문(주 455), 86면.

리의 비약으로 가해자에게 지나치게 부당하고 가혹한 결과가 되지 않도록 양자를 조정할 필요가 있다고 본다.

다. 도입방향

징벌적 손해배상제도의 도입과 관련하여 민법의 해석에 의한 도입, 민법개정을 통한 도입과 특별법을 통한 도입논란이 적지 아니하다.[732] 그 중 특별법에 의한 도입방법론은 한국소비자원이 제안한 제조물책임법시안에서 구체적으로 제기되었고, 언론피해구제법안, 독점규제 및 공정거래에관한법률, 증권거래법(현행 자본시장법), 제조물책임법, 집단소송법안 등에서 도입의 시도가 있었다. 2004년 7월 19일 제17차 사법개혁위원회 회의에서 증권거래 피해, 제조물책임, 노동법분야, 지적재산권분야 등에서는 개별적인 규정 신설이 가능하다고 하였다. 이와 같이 특별법의 제정을 통한 도입은 민법개정이나 해석론에 의한 도입보다는 현실적으로 저항이 크지 않다고 한다.[733]

1) 입법목적

사개추위의 징벌적 배상법시안에서 정한 입법목적은 "고의 또는 악의에 의한 불법행위"를 응징하여 재발을 방지하는 예방적 기능에 근본 목적을 두고 있다. 그러나 이 규정은 미국과는 달리 과실책임주의 원칙 하에서 단순 고의도 징벌적 배상의 대상인 점에서 지나치게 징벌배상이 일반화될 수 있다는 우려를 낳고 있다.[734] 따라서 징벌적 배상제도의 입법화가 절대적으로 필요하다면, 미국처럼 악의적 불법행위에 대하여 징벌적 배상이 부과될 수 있도록 "고의"를 제외하는 것이 타당할 것이다.

2) 대상행위

---

732) 자세한 내용은 김상찬·이충은, 앞의 논문(주 721), 179-181면.

733) 이덕환, "징벌적 손해배상제도에 관한 고찰", 「법학논총」, 제24집 제3호, 한양대학교 법학연구소, 2007.5, 583면.

734) 미국판례에서는 중대한 과실이 있는 불법행위도 원인행위로 인정하고 징벌적 배상을 인정한다는 주장이 있을 수 있으나, 이는 용어적 표현에 불과하고 실질적으로는 "악의적 부작위"로 해석되고 있는 점을 고려하여 볼 때, 법시안에서 "고의가 있는 불법행위"도 원인행위로 명시한 것은 악의적 소송을 유발하는 요인이 될 수 있다.

징벌적 배상법안 제6조제1호에서는 허위공시, 시세조종, 내부자거래 등과 같이 증권거래법 위반행위자에 대하여 징벌적 배상을 인정하고 있는 반면, 미국에서는 증권집단소송으로 인한 손해배상을 부과함에 있어 징벌적 배상까지 부과한 판례를 찾아볼 수 없다. 그 이유는 미국의 경우 증권사기 행위에 대하여는 주가손실이라는 실손해배상원칙을 집단소송을 통해 실현하고 있기 때문이라고 본다. 따라서 대상행위 중에서 증권집단소송법 위반행위는 삭제하거나 적대적 M&A와 관련한 허위공시, 내부자거래, 시세조종 등의 행위에 대하여는 징벌적 배상법 적용과 자본시장법상 책임규정의 우열을 검토할 필요가 있다고 하겠다.

3) 피고의 범위

법시안 제7조제3항에서는 피고적격이 있는 자로 "법인 또는 회사의 이사나 감사 또는 상법 제401조의2제1항 각호에 해당하는 자[735](이하 "이사 등"이라 함)가 그 임무에 관하여 제6조의 규정에 의한 징벌적 배상책임을 지는 경우, 그 법인 또는 회사도 징벌적 배상을 할 책임이 있다. 다만, 이 경우 징벌적 배상액은 그 법인 또는 회사가 제1항의 사용자나 제2항의 도급인으로서 징벌적 배상책임을 지는 경우가 아닌 한 이사 등의 불법행위로부터 그 법인 또는 회사가 취득한 재산상 이익을 한도로 한다."고 규정하고 있다.

그러나 이 규정은 징벌적 배상액의 정도를 책임주체에 따라 달리 규정하는 논리적 모순을 안고 있는 규정이라고 해석된다. 즉 법시안에서는 회사의 기관과 피용자를 구분하고 회사의 기관이 한 행위에 대하여는 회사가 취득한 이익을 한도로 징벌적 배상액을 제한하는 반면, 대리권을 행사하는 피용자의 행위에 대하여는 금액상 무한책임을 규정하고 있다. 따라서 회사의 피용자가 행한 악의적 불법행위에 대하여도 회사는 취득한 이익을 한도로 징벌적 배상을 부과하는 규정 신설이 필요하다고 본다.

---

735) 제401조의2 (업무집행지시자 등의 책임) (ⅰ) 다음 각 호의 1에 해당하는 자는 그 지시하거나 집행한 업무에 관하여 제399조(회사에 대한 책임)·제401조(제삼자에 대한 책임) 및 제403조(주주의 대표소송)의 적용에 있어서 이를 이사로 본다.
1. 회사에 대한 자신의 영향력을 이용하여 이사에게 업무집행을 지시한 자
2. 이사의 이름으로 직접 업무를 집행한 자
3. 이사가 아니면서 명예회장·회장·사장·부사장·전무·상무·이사 기타 회사의 업무를 집행할 권한이 있는 것으로 인정될 만한 명칭을 사용하여 회사의 업무를 집행한 자.

4) 배상액과 입증책임

징벌적 손해배상제도에서 배상액 산정은 가장 중요한 문제이다.[736] 미국에서는 배상액 산정에 관한 일반기준은 없으나, 행위상태, 행위동기, 실손해에 한정하지 않고 당사자의 관계, 피해자·가해자의 각 재산상태 등 사정을 종합적으로 고려하여 배심원이 피고에게 징벌적 손해배상 부과여부를 결정하고, 평결절차 후 그 평결이 과대 또는 과소하다고 인정되는 경우에는 재판장에 의하여 수정될 수 있다.[737]

사개추위가 마련한 징벌적 배상법시안에서는 징벌적 배상액 산정 시 고려 사안들을 설시만 하고 있을 뿐 배상액에 관한 명백한 기준을 제시하지 못하고 있다. 따라서 미국의 각 주가 채택하는 배상한도액제도를 도입하여 실 손해액의 3배 정도로 상한선을 설정하는 것이 필요하다고 본다. 또한 징벌적 배상의 부과여부에 대한 판단은 배심원에게 맡기되 금액의 결정은 법관이 관장하는 것이 필요하다고 본다.

중소기업이 대기업의 불공정행위에 대한 입증책임을 손쉽게 하도록 하고 제재를 강화하기 위해 지금까지 법이 지속적으로 개정 또는 제정되어 왔고, 현재 이를 더욱 강화하려고 한다. 대·중소기업간 수직적 거래관계(계약관계)에서 대기업의 계약상 우월적 지위남용행위를 규제하는 것은 원칙적으로 민법이 담당할 역할이다.

한국에서는 이러한 민법만으로는 부족하다고 판단해 다른 나라들과는 달리 하도급법 등을 통해 대기업을 규제하고 중소기업을 보호하고 있다.

대기업의 우월적 지위남용행위를 과징금, 형벌, 징벌적 손해배상 등의 강력한 제재수단으로 규제하고 있고 점점 강화하고 있다. 그러면서도 대기업이 우월적 지위를 남용했다는 사실을 국가가 엄격한 기준 하에서 입증하도록 하는 것이 아니라 외형적으로 우월적 지위남용처럼 보이는 행위가 있으면 일단 제재를 가할 수 있도록 하고 이를 벗어나고자 하는 대기업이 스스로 정당성을 입증하도록 규제법이 진화되고 있다.[738] 규제당국이 기업행위의 부당성을 입증해야 하는 '합리의 원칙' 대신 특정 행위유형에 대해 부당성을 간주해 버리는 '당연위법의 원칙'을 확대하고 있다.

미국에서는 일반적 민사소송에서의 입증보다 더욱 확실한 입증이 있어야만 징벌적

---

736) 류근홍, "징벌적 손해배상제도에 관한 연구-도입 필요성과 그 적용한계를 중심으로-", 청주대학교 박사학위논문, 2006. 204면.

737) Model Punitive Damages Acts § 8.

738) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 18면.

손해배상 부과하는데 우리는 민사소송 수준의 입증책임을 그대로 유지한 게 아니라 아예 입증책임을 바꿔 버려 헌법상법치주의 원칙과 적법절차 원칙에 위반될 가능성이 있다.[739]

라. 소 결

현대사회의 급속한 정보화와 복잡화로 불법행위의 유형도 다양화되어 피해자가 위협을 받거나 권리침해를 받는 경우에 공적기관이 이를 전부 확인하여 가해자에게 제재를 가한다는 것은 현실적으로 많은 어려움이 따르고 설령 가능하더라도 엄청난 비용이 지출된다.[740] 영국에서 시작된 보통법(Common Law)상의 제도, 즉 판례법에 의해 형성된 징벌적 배상제도는 미국에서 그 적용영역이 급속도로 확대되었으며, 최근에는 2배 내지 3배 배상규정을 두는 주법이 제정되고 있는 실정이다. 그 이외 노르웨이·브라질·러시아·오스트레일리아·캐나다·뉴질랜드 등 영미법계 국가에서 판례법과 제정법을 통해 규율하고 있으나, 한국을 비롯한 대륙법계국가에서는 존재하지 않는 제도다.

이러한 징벌적 배상제도는 과도한 민사책임 부과라는 점에서 많은 논란이 있으나 최근 정부는 하도급법 등 경제민주화 관련법 개정과 주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책 발표(2013.4.18)를 통하여 주가조작으로 부당이득시 벌금 · 몰수 · 추징을 자본시장법 개정을 추진하는 등 개별법에 징벌적 배상제도를 도입하는 추세이다. 따라서 적대적 M&A 과정에서 M&A자가 고의 또는 악의적 과실로 대상회사의 이해관계자에게 손해를 끼친 경우 징벌적 배상책임의 부과로 대상회사 입장에서는 경영권방어의 수단 활용의 가능성이 있어 이에 대한 도입을 신중히 검토해 볼 필요가 있다고 본다.

4. 기업의 사회적책임(CSR)

739) 신석훈, 앞의 자료(주 223), 20면.
740) 박완기, “징벌적 손해배상제 토론문”,「징벌적 배상제도 참고자료」, 사법제도개혁추진위원회 기획추진단, 2006.7, 61면.

가. 의 의

기업의 사회적책임(CSR: Corporate Social Responsibility)이라는 용어는 매우 다의적으로 사용되고 있고, 법적 명제로서 거론된 것은 최근의 일로서 그 개념이 아직 명확히 정립되지 않고 있다. 그러나 이 말은 보통 엄청난 경제력을 축적하여 사회경제적으로 중요한 존재가 된 대규모 주식회사에 대하여 기업이 극단적인 이윤추구에만 전념할 것이 아니라 정책 결정에 있어서 종업원, 소비자 나아가 국민전체의 이익을 균형있게 고려하지 않으면 안되고, 축적된 부의 일부를 사회에 환원하게 하는 등 스스로 사회적 존재가치를 추구하게 해야 한다는 취지로 다소 추상적인 의미로 많이 쓰이고 있다.[741]

또한 기업의 사회적 책임이라는 말은 다양한 내용을 포함하고 있어서 법률상의 개념으로는 명확하지 못한 흠이 있으나 회사법의 지도이념 내지 해석원리로서 인정하는 것은 전혀 무의미하지는 않다. 그것은 구체적으로 (ⅰ) 회사의 행위가 정관상의 목적범위 내인가를 판단함에 있어서 사회적 책임이 고려되고, (ⅱ) 이사등 회사의 경영진이 사회적 책임에 반하는 행위를 하였을 때에 선관의무 내지 충실의무의 위반이 문제로 되고, (ⅲ) 주주의 대표소송의 강화, 사외이사 및 사외감사 등 회사의 지배구조의 문제도 사회적 책임을 다하기 위한 노력이며, (ⅳ) 주식회사의 의사결정에 주주 이외의 집단, 즉 근로자를 참가 시키는 공동결정(Mitbestimmung; codetermination) 또는 고객집단 참가(client-group participation) 등도 사회적 책임을 다하는데 이바지하는 제도이다.

나. CSR 발전과 현대적 의미

미국에서는 1930년대에 Adolf A. Berle교수와. E Merrick Dodd교수 사이의 논쟁이 사회적 책임론의 출발점이 되었고, 이 논쟁에서 Dodd교수는 주식회사는 소유자인 주주의 이익만을 추구하는 것이 아니라 종업원, 소비자, 일반대중에 대한 사회적 책임을 느껴야 하며 이를 위하여 회사의 경영진인 이사에게 이러한 요청에 따라 행동할

741) 장덕조 ,“기업의사회적책임” ,「상사법연구」, 제9권 제2호, 한국상사법학회, 2010. 8, 93면.

수 있는 법적자유가 어느 정도 보장을 주창하였다.

1994년 미국법률협회가 제정한 회사의 지배구조의 원칙 제2.01조는 회사는 영업활동을 수행함에 있어서 회사의 이윤과 주주의 이익을 높이는 것을 목적으로 하여야 하고 동시에 회사의 이윤과 주주의 이익을 높이지 못하는 경우라도 영업의 책임 있는 수행에 필요하다고 인정되는 윤리적 고려를 할 수 있고 상당한 금액의 자원을 공공복지, 인도주의적・교육적・자선적 목적에 제공할 수 있다고 규정하고 있다.[742] 근래에 회사의 이사가 정책결정을 함에 있어서 주주이외에 종업원, 채권자, 소비자, 지역사회 등 비주주의 이익도 아울러 고려하는 회사법, 즉 비주주집단 이익고려법(constituency statutes)이 많은 주에서 제정되고 있는 것도 회사의 사회적 책임을 강조하는 것 이라고 할 수 있다.

한국에서도 최근에 이르러 회사의 사회적 책임에 관한 논의가 활발하여지고 있으나 그에 관한 입법은 아직까지 이루지 못 하였다.[743]

1998년 나이키는 글로벌 전략차원에서 인도네시아 도손사와의 위탁생산계약을 해지하자, 6,800명 공장근로자의 권한을 위임받은 NGO가 나이키를 상대로 생산계약 해지 및 열악한 작업환경 등에 대해 소송을 제기하였다. 이해관계자의 CSR에 대한 요구가 기업경영에 적지 않은 변화를 초래한 경우도 있다. 스타벅스가 성공적인 CSR 기업으로 자리매김하는 데는 스타벅스 불매운동을 주장한 Global Exchange(NGO) 와의 협력관계가 중요한 계기로 작용하였다.[744]

2000년을 전후하여 국제표준화기구(International Standards Organigation: ISO)가 CSR에 대한 국제표준 제정 및 이행을 위한 작업을 추진하였다. ISO 26000은 WTO, OECD 등 많은 국제기구들이 참여할 뿐 아니라 금융기관들의 투자 및 기업 평가 시 중요지표로 사용될 전망이다. 영국, 프랑스 등 유럽국가에서는 정부차원에서 CSR 추진 의지를 표명하고 있다.[745]

---

742) Choper. Coffee & Gilson, Cases and Materials on Corporations, (Little, Brown and Company, 1995), pp. 37-40; 양만식 "기업의 윤리경영과 사회적 책임" 「기업법연구」, 제24권제1호, 한국기업법학회, 2010. 3), 262면.; 장덕조, 위의 논문(주 738), 86-87면

743) 장덕조, 앞의 논문(주 741), 91면.

744) 2002년 2월 스타벅스의 주주총회에서 Global Exchange는 스타벅스가 농부들에게 커피원두를 싼 값에 구매하여 이익을 획득하고 있다고 주장하며 '공정한 거래(Fair Trade)' 준수를 촉구하였다.

745) 영국은 수정연금법을 2011년에 발효, 연기금은 사회책임투자(SRI;Socially Responsible Investing)펀드

다. CSR의 책임과 기능

1) 법 · 윤리 · 자선적 책임

통상 CSR은 경제 · 법 · 윤리 · 자선적 책임[746]을 수행하기 위한 활동으로 인식되나, 경제적 책임(이익추구)을 제외한 법 · 윤리 · 자선적 책임을 CSR의 3대분야로 지칭하는 것이 일반적이다. 경제적 책임은 기업경영 본연에 해당하는 항목으로 당연히 포함되며, 법적·윤리적·자선적 책임이 추가되는 추세이다. 법적 · 윤리적 책임은 환경경영과 정도경영을 통해 구현되며, 자선적 책임은 사회공헌으로 표출된다.

환경경영은 법적책임과 환경보호 및 관리 등 차원을 넘어 지속가능한 발전(Sustainable Development)이란 개념[747]을 포함한다. 또한 정도경영은 주주권한, 노사관계, 법령준수 등과 더불어 일상적인 경영활동 및 임직원의 윤리성까지 포함한다. 즉 기업정보를 공개하는 투명경영과 기업의 사회적책임까지 확대된 윤리경영 개념으로 확장된다.

CSR 활동을 잘하는 기업을 선정해 투자하는 '사회책임투자' 펀드의 규모가 지속적으로 확대됨은 CSR이 기업가치를 상승시킨다는 유추가 가능하다. SRI 투자펀드가 확대되면서 CSR평가 투자기법도 활성화하고 있다.

2) 기업성과와 사회적 기여 조화

CSR 활동의 추진에 있어서 경영진의 인식 차이, 비용부담 등 다양한 문제가 발생하는 것이 현실이지만, 가능하고 적정한 수준에서 CSR을 꾸준히 전개할 필요가 있다.

한국의 경우 CSR활동에 대해 '기업이 자선단체인가'라는 회의론적 시각이 존재하고, CSR에 대한 평가도 저조하다. 현재 기업은 "투자자에게 높은 수익을 주는 것뿐만 아니라 공공의 이익을 위해 기여한다."는 의견이 84%로 "투자자에게 최대의 수익을

에 투자할 것을 의무화하였다. 프랑스도 2001년 신경제규제법을 제정하여 상장기업의 연례보고서에 사회적, 환경적 영향에 관한 내용을 포함시킬 것을 명문화하였다.

746) Carol A. B., "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct".Business & Society, Vol. 38,Issue 3. 1999.

747) 1987년 '환경과 개발에 관한 세계위원회(WCED)'가 발표한' 우리의 미래(Our Common Future)'라는 보고서에서 공식화된 용어로서, 미래 세대 발전 가능성을 위한 무분별한 자원남용과 환경파괴를 가능한 억제하는 동시에 현재 세대의 필요성을 충족시킬 수 있는 개발을 추구하자는 개념.

남겨 주는 것”이란 의견(16%)보다 압도적이다.[748]

그러나 기업의 CSR 활동은 사회에 대한 ‘무한책임’이 아니며, ‘기업성과’와 ‘사회적 기여’의 조화를 의미한다. 기업의 CSR 활동은 기본적으로 기업성과가 뒷받침되어야 가능하고, 동시에 기업도 지속가능한 성장을 위해서는 사회적 투자가 필요하다. 또한 좋은 성과를 거둔 기업이 많은 사회적 기여를 하고, 또 다시 성과도 좋아지는 식의 성과와 CSR간 선순환 고리를 구축하는 것이 중요하다.

물론 CSR 추진에 과도한 기대감과 의무감이 작용할 경우, 기업의 다양한 이해관계자 중 희생을 요구할 가능성이 다분하다. 기업의 이해관계자는 주주, 임직원, 소비자, 지역사회 등 다양하고 기업이 초래한 부작용을 CSR을 통해 해결한다는 식의 인과적 책임 수준을 넘어 사회적 이슈의 해결까지 기대할 가능성도 배제할 수 없다.

3) CSR과 기본적 인권

국가로부터 인권을 침해당한 개인과 같이, 공권력에 해당하지 않는 사적 주체도 개인의 인권침해가 발생하는 경우도 있다. 기본적 인권의 제3자 효력의 개별적·구체적 적용설에 따라 기업도 사인에 대하여 당연히 인권보장의 책임을 인정할 수 있다.[749] 예컨대, 난민의 망명비호권이나 국적 부여권은 국가의 전속적 권리가 된다. 기업은 사업관계를 가지고 있는 행위자들의 행위를 감독하고 규제할 의도로 내부의 감독기구를 채택하지 않으면 안된다. 다수의 기업들이 자신들의 행위 안에서 다른 사인들의 인권을 보호할 책임을 인식한다. 기업이 준수 보장해야 하는 최소한의 기본적 인권의 내용은 인간의 존엄권과 기본적으로 육체적 및 정신적 기본권으로서 안전보호권(Security Right), 차별받지 않을 권리(non-discrimination), 그리고 노동기본권이 보장되어야 한다.[750]

---

748) 2005년 12월 “기업의 사회적책임”에 관해 전 세계 116개국 4,238명의 기업 임원을 대상으로 설문 조사한 결과(Mckinsey Quarterly, "The Mckinsey Global Survey of Business Executives : Business and Society" , Issue 2 , 2006).

749) 남아프리카공화국 헌법재판소는 사인간의 관계에서 수평적인 인권적용을 확인한다. *Foes v. Minister of Safety and Security*(CCT14/96) 1997; *Soobramoneyv. Minister of Health,* Judgment of Case CCT 32/97, 1997; *Minister of Healthv. Treatment Action Campaign*(CCT 8/02) 2002 etc.

750) 정영화. “기업의 사회적책임과 헌법의 기본권보호”,「헌법학연구」, 제17권 제3호, 2011.138-139면.

라. CSR의 적대적 M&A 방어수단 연관성

점진적 M&A와 글로벌 M&A에 대한 우호적 여론확보를 통한 인도의 타타그룹은 신탁사상(Trusteeship)[751]으로부터 출발해 인도 고유의 전통으로 이어져온 기업가들의 활발한 사회공헌활동이 인도사회에 친기업정서로 뿌리내리는데 일조하였다.[752]

CSR 추진체제가 정비된 대상회사는 대상회사에 대한 사회적 인지도를 선점하여 M&A를 수월하게 추진할 수 있으며, 특히 적대적 M&A에 따른 부작용을 선제적으로 융화시킬 사전적 수단이 될 수 있다.[753] CSR에 관한 사회적 요구가 증대됨에 따라 기업이 사회구성원으로서의 책임 부담에 대해서는 사회적 공감대가 이루어진 듯하다. 우리 경제에 있어 기업이 주변생태계의 사회·환경적 문제를 해결하면서 기업의 장기적 수익성과 지속가능성을 추구 확대차원에서 CSR은 기업의 장기적 영리성에 접근이 바람직하다고 본다.

따라서 CSR와 관련한 입법정책 및 법령해석은 기업의 영리성을 본질적으로 훼손하여서는 안 될 것이다. 미국의 경우 대상기업 경경진이 신인의무를 제대로 이행하지 못하면 회사 주가가 떨어져 경영자는 M&A에 의해 경영권을 박탈당해야 한다는 논리에 의해 적대적 M&A를 정당화하였다. 그러나 과도한 이익창출을 위한 적대적 M&A 결과 M&A자는 구조조정 과정에서 대량해고, 공장폐쇄 등 지역사회의 반감을 일으켰다. 미국 펜실베이니아 주 등 다수의 주에서 적대적 M&A 방어수단으로 일환으로 이해관계자 규정을 입법화한 사례를 한국에서도 검토할 필요가 있다고 본다.

---

751) 마하트마 간디는 "부유한 자들은 자신들이 소유한 부 중 필요한 최소한을 제외한 부분은 가난한 자들에게서 신탁(Trust)받은 것으로 생각하고 국가와 지역을 위해 사용하여야 한다."고 설파하였다. 이 신탁사상은 인도기업가들에게 많은 영향을 미쳤으며, 특히 타타그룹과 비를라그룹이 신탁사상을 충실히 이행하는 기업으로 알려져 있다; 삼성경제연구소, "글로벌 M&A시장의 보아뱀, 타타그룹", 「SERI경영노트」, 제15권, 2009.7.16. 8면.

752) 즉 1898년 타타그룹 창업자 잠세트지 타타는 전 재산의 절반을 기부하여 8명의 노벨 수상자를 배출해낸 인도과학원 설립을 주도하였다. 또한 타타 일가가 기부한 지주회사 타타손즈(Tata Sons)의 지분 66%로 자선재단을 만들어 그룹수익의 상당부분을 각종 연구·장학사업, 생활환경 개선 등에 사용하였다.;삼성경제연구소, 위의 자료(주 749). 7면.

753) 류희숙, "진화하는 글로벌기업의 사회적 공헌", 「POSERI보고서」, 포스코경영연구소. 2013. 3. 27. 6면 (Brick' 에서 'Click' 으로: 과거에는 벽돌로 건물을 크게 지음으로써 기업의 존재를 알렸다면, 이제는 웹사이트나 소셜 미디어를 통해 클릭을 유도함으로써 기업의 이미지를 확산).

5. 의결권신탁제도

가. 의의 및 연혁

의결권신탁계약이란 한 무리의 주주(a group of stockholders)와 수탁자(trustee) 간의 계약 또는 개별적인 주주와 수탁자간의 한 무리의 동일 내용의 계약들에 의하여, 일정기간 또는 일정조건의 성취 때 또는 계약종료 까지 수탁자에게 그 주식을 양도하고 수탁자는 특정 또는 모든 경우에 신탁계약의 내용에 따라서 주식상의 의결권 또는 기타의 권리를 행사하는 제도이다.[754]

의결권행사계약은 의결권의 공동행사 결과라는 점에서 의결권신탁(voting trust)과 비슷하다. 주주의 의결권은 주식의 소유권과 분리하여 양도할 수 없는 것이므로 예외적으로 주주 전원이 참가한 의결권 행사계약을 제외하고는 의결권 행사계약의 체결은 무효라고 보았다.[755] 그러나 20세기 이후 의결권 행사계약은 의결권이 행사되는 특정된 사안 또는 모든 사안에 대하여 약정이 허용되었으며, 지배주주에 의한 소수주주나 채권자에 대한 사기 기타 불법적인 목적이 아니고 정당한 목적이면 유효하다고 본다.[756]

의결권 행사계약의 종류에는 특정 사안의 구체적인 의결권 행사방법까지 미리 약정해 두는 통상의 의결권행사계약(specific agreement)과 모든 사안을 당사자 간의 합의 또는 중재인의 판정에 의하여 각자의 의결권을 하나의 단위로 합동 행사하는 약정방식인 의결권합동계약(stock pooling agreement)이 있다.

나. 의결권신탁 목적

754) William Meade Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations (2012), Chapter 14. Shareholder Voting and Control Agreements and Voting Trusts § 2075.

755) Henry W. Ballantine, Voting Trusts, Their Abuses and Regulation, 21Texas L. Rev. 139, 144 (1942); 상홍규, 앞의 논문(주 1), 352면.

756) Ringling Bros. Barnum & Bailey Combined Shows v. Ringling, 53 A.2d 441 (Del. 1947); 상홍규, 앞의 논문(주 1), 352면.

의결권신탁계약은 철회할 수 없는 위임장과는 달리 이익을 수반할 경우, 적법한 목적이나 동기가 있으면 일반적으로 취소할 수 없는 것으로 인정되고 일정기간 동안 계속적으로 의결권을 행사할 수 있기 때문에 그 실효성이 크다고 할 수 있다. 미국의 의결권 신탁제도는 의결권 신탁계약에 따라 주식 소유권을 수탁자에게 이전하고 주주명부에도 수탁자의 명의로 주식보유가 기재되며, 수탁자가 주식에 대한 의결권을 행사하고 이익배당 등 금액은 수탁자를 통하여 주식의 실질소유자인 신탁자가 받게 되는 회사법상의 제도이다. 수탁자는 실질주주의 권리를 표시하는 의결권신탁증서를 실질주주인 신탁자에게 교부하는데 의결권신탁증서는 실질주주의 권리를 양도하는 목적으로 유통될 수 있다.[757]

현재 적법한 목적에 관하여는 법원의 판단에 맡겨져 있다. 즉 (ⅰ) 파산 및 회사의 재정적 위기 때 채권자의 이해조정 및 회사갱생을 위한 경우 , (ⅱ) 회사의 재정보조 및 채권확보, 사채권자와 우선주주의 보호를 위한 경우, (ⅲ) 회사의 이익을 위한 일정한 계획 및 정책달성을 위하여 필요하거나, 그러한 목적을 위하여 회사경영의 안정성과 지속성을 보장하기 위한 경우, (ⅳ) 경쟁자의 간섭이나 회사경영권 탈취를 막기 위한 경우, (ⅴ) 균형 잡힌 경영권분배를 통하여 소수주주의 이사 및 종업원으로의 취임 등 소수주주의 이익보호를 위한 경우, (ⅵ) 소수파인 설립자 등이 합병이나 영업양수 등의 공세에 대비하기 위한 경우 등이 이에 속한다.[758]

신탁주식의 일괄 매각이나 만족스런 가격조건으로 주식매각을 위하여 의결권신탁이 이루어지는 경우에는 의결권신탁계약 때 수탁자가 주식을 매각하여 신탁증서 소지인에게 분배할 수 있다는 뜻과 최저매각가액을 정할 수 있다. 이는 최근의 기업의 M&A와 관련하여 기업의 지배권 유지차원이 아닌 기업매각 차원에서의 의결권신탁이기 때문에 중요한 기능이라 할 수 있다.

다. 도입검토

회사법에서 명문으로 의결권 신탁을 규정하지 않은 경우에는 채권적 효력을 갖는

757) 윤성승, 앞의 논문(주 191), 152면.
758) 상홍규, 앞의 논문(주 1), 362면.

불완전한 형태의 주주간 계약만 인정되고, 미국의 경우와 같이 회사에 대한 효력이 인정되는 의결권 신탁이 인정될 수 없게 된다. 이러한 점에서 향후 회사법이 개정될 경우 회사의 의사지배구조의 합리화라는 측면에서 의결권신탁을 회사법상 제도로 도입하는 것이 필요하다.[759]

특히 적대적 M&A와 관련된 제도로서 무엇이 우월한가에 대한 판단은 그 기준에 따라 달라진다. 주주의 입장에서 보면 의결권 행사계약과 철회할 수 없는 위임장제도가 의결권신탁보다 유리하다.

또한 의결권신탁은 그 과반수의 주식을 보유한 주주들이 이를 종료시킬 수 있다는 불안정성도 보유하고 있으며, 주주의 입장에서는 주식에 대한 법적 권리가 수탁인에 이전됨으로 인한 주주의 권리 상실의 우려성이 있다. 반면에 기타 계약의 경우에는 주식자체와 주권이 주주에게 귀속되고 단지 계약상의 의무로 의결권을 행사하기 때문에 주주의 입장에서는 일종의 자율권을 갖는 것과 같은 안정감을 누리는 것이다.[760]

그러나 계약이행의 실효성의 관점에서는 의결권신탁제도가 의결권행사계약이나 취소할 수 없는 위임장보다는 유효하다고 본다. 현행 우리 상법 아래에서도 적절한 해석에 따르면 의결권행사계약이나 취소할 수 없는 위임장제도의 도입은 가능하다고 본다. 그러나 중소형의 비상장주식회사가 적대적인 M&A에 관한 가장 효과적인 대응책이라고 할 수 있는 의결권신탁제도는 현행법에 의하면 가능하지 않다고 보인다.[761]

의결권부여가 목적인 주식의 신탁은 적법한 목적이기만 하면 의결권의 대리행사, 의결권이 없는 주식이 인정되는 현행 상법의 취지로 인정이 가능하다고 보며, 명의주주(수탁자)와 실질주주(신탁증서권 소지인)와 관련하여 양자 간의 권한의 범위에 관하여는 자본시장법상 명백한 규정이 필요하다고 본다. 다만, 의결권신탁제도를 허용하더라도 경영에 있어서의 소수자 또는 주주가 아닌 자에 의한 회사의 의결권 지배 왜곡 등 제도의 남용방지 장치에 관하여 심도 있는 연구가 필요하다. 의결권신탁제도 또한 현행 상법상 보완이 된다면 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 유용하다고 본다.

---

759) 윤성승, 앞의 논문(주 191), 175면
760) 상홍규, 앞의 논문(주 1), 365면.
761) 상홍규, 앞의 논문(주 1), 367면 이하 참조.

제 5 장 결 론

우리 국내기업들은 경영권방어를 위해서 기업의 R&D 및 시설투자 대신에 자기주식을 과도하게 매입하거나 무리한 배당을 확대하고 있는 현실이다. 현행 상법과 자본시장법 등은 경영권 탈취가 목적인 적대적 M&A에 대한 제도적 장치가 미흡하다는 인식에서 2006년부터 선진국의 방어수단 도입을 추진하였으나 2013년 상장기업의 자금조달의 다양화를 위한 조건부자본증권 발행이 채택되었다. 따라서 새로운 경영권 방어수단 도입여부에 대한 논의가 여전히 지속되고 있다.

본 논문에서 제기된 적대적 M&A의 방어수단 도입에 관하여 요약하면 다음과 같다.

신주인수선택권 도입을 주요내용으로 2010년 4월 10일 국회에 제출된 '상법개정안'에서는 회사의 주주가 자기소유 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액으로 일정한 기간 내에 회사에 신주발행을 청구할 수 있는 신주인수선택권을 회사로부터 무상으로 부여받을 수 있고, 신주인수선택권의 오남용을 방지하기 위해 회사가 적대적 M&A상황에서 기존 주주에게 신주인수선택권을 부여할 때에는 이사회 총수의 3분의 2 이상의 찬성을 얻도록 했다. 한국에서도 2005년 일본 회사법과 같이 포이즌필의 작동원리와 부합된 제도 논의를 통한 발전적 결과도출이 필요하다고 본다.

2009년 자본시장법 시행으로 주권상장법인은 정관으로 정하는 바에 따라 이사회 결의로써 대통령령으로 정하는 일반공모증자 방식으로 신주를 발행할 수 있다. 조건부자본증권 도입에 관하여 2011년 금융위원회의가 발의한 금융위기 발생의 예방수단으로 이해되는 자본시장법 개정안이 국회에서 채택되어 시행될 전망이다. 주권상장법인에 대한 자금조달수단의 다양화에 중점을 둔 것이나 전환사채 등 잠재적 주식과 마찬가지로 부채의 자본전환 과정에서 적대적 M&A에 대한 효과적인 방어수단 기능도 가능할 것으로 본다. 다만, 기존주주의 지분희석에 따른 부작용을 조건부자본증권의 발행규제의 설계에서 반영함이 필요하다.

2006년 상법개정안의 반영된 차등주식의 일종인 복수의결권주식을 도입하는 경우 의결권보통주보다 3배까지 의결권이 부여되는 주식이다. 최근 각국의 헤지펀드 주주

행동주의는 기업경영 전반에 실질적인 영향력을 행사하여 기업이 단기 실적주의의 희생양이 되는 것은 국민경제의 지속적인 성장과 안정에 부정적인 요소로 작용하고 있다. 회사가 무리한 방어수단을 도입하여 회사의 가치 하락을 방지할 효율적인 복수의결권주식의 다양한 이해관계 조정수단 기능을 고려할 때, 주식의 장기보유자에 대한 1주 2의결권 제도의 도입검토가 타당하다. 다만, 소액투자로 회사지배권 확보와 공고화 방지를 위하여 의결권제한주식 발행을 제한하여야 한다고 본다.

또한 2007년 한국 기간산업인 포스코의 프랑스 국영기업에 의한 적대적 M&A 시도로 촉발된 한국형 Exon-Florio법 제정안이 국회에 상정된 바 있다. 이는 "2007 Exon-Florio Act"을 시행하는 미국 등 세계 각국에서 제정되고 있는 외국인투자에 대한 입법적 경향에 부합된 것으로 볼 수 있다. 한국에서는 외촉법 및 시행령의 개정으로 외국인투자 제한 및 심사기준을 마련하였으나, 별도 법령의 신설과 미국식 해외투자심사위원회의 설치 운영에 관한 검토가 필요하다고 본다. 특히 국가기간산업의 경우 외국인의 적대적 M&A에 대한 방어수단이 충분하지 않은 점을 고려하여 동의권부주식의 도입을 허용할 필요가 있다고 본다. 도입하는 경우 이를 특별법보다는 상법상 규정함이 타당하다고 본다.

2013.4.18 정부의 주가조작 등 불공정거래 근절 종합대책발표에 의한 자본시장법개정 추이와 2013. 하도급법 즉 소위 경제민주화 관련 법률개정안의 국회통과 등 정부주도의 개별법 개정을 통한 징벌적손해배상제도 도입은 과도한 민사책임 부과라는 논란에 적지 않은 변화를 줄 수 있다고 본다. 따라서 적대적 M&A 과정에서 M&A자가 고의 또는 악의적 과실로 대상회사의 이해관계자에게 손해를 끼친 경우에는 징벌적 배상책임의 부과와 미국처럼 집단소송법을 통한 금전적 해결방안에 대한 신중한 논의가 더 필요할 것 같다.

기업의 사회적책임(CSR)의 평가지표는 국제표준화기구(ISO)가 국제상거래 표준으로 기업경영평가의 중요척도로 적용하는 추세로 2013년 약 일 만개 이상 단체가 ISO지침을 사용하고 있다. 국내에 있어서 이해관계자규정과 CSR의 중요지표가 반영된 ISO지침은 경영자가 적대적 M&A기업에 직면하여 인수조건 평가에 있어 금전적 요소 외에 이해관계자에 관련된 비금전적 요소를 고려함으로써 M&A 방어수단으로 활용 여지가 높다고 본다. 또한 SRI투자펀드의 확대로 CSR 평가투자기법의 활성화에 따른 방어수

단 활용기법의 변화에도 유의할 필요가 있다고 본다.

의결권신탁제도는 적대적 M&A방어수단으로 경쟁자의 간섭이나 경영권탈취 방지, 소수파인 설립자 등이 합병·영업양수 등의 공세대비에 유용한 방법이라 할 수 있다. 그러나 이를 허용하더라도 경영에 있어서의 소수자 또는 주주가 아닌 자에 의한 회사의 의결권 지배 왜곡 등 제도의 남용가능성이 존재하므로 이를 막기 위한 제도적 장치가 필요하다. 의결권신탁제도 현행 상법상 보완이 된다면 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 유용할 것으로 본다. 회사법에서 명문으로 의결권 신탁을 규정하지 않은 경우에는 채권적 효력을 갖는 불완전한 형태의 주주 간 계약만 인정되고, 회사에 대한 효력이 인정되는 의결권 신탁이 인정될 수 없게 된다. 향후 회사법이 개정될 경우 회사의 의사지배구조의 합리화라는 측면에서 의결권신탁을 회사법상 제도로 도입이 필요하다고 본다.

국내 주요기업의 주식소유 형태로 볼 때 정관개정을 통해 신주인수선택권 즉 포이즌필 등 경영권 보호장치를 도입하기가 쉽지 않다. 현재 한국 기업들의 소유구조와 법제도하에서 선진국의 경영권 방어수단 도입은 오히려 지배주주의 사적 이익의 보호막 강화로 이어져 기업가치 제고에 부정적인 영향을 초래할 수도 있다.

따라서 2013년 임시국회를 앞두고 부당내부거래, 순환출자, 금산분리, 금융회사의 대주주 적격성 등 기업집단에 적지 않은 파장을 가져올 주제들이 경제민주화 무대를 기다리고 있다. 부당내부거래와 같이 심지어 총수 없는 기업집단도 이해관계가 있는 문제는 말할 나위없으며 순환출자나 금산분리와 같이 일부 기업집단만 이해관계가 있는 쟁점도 있지만 그 그룹이 국가경제에서 차지하는 비중이 워낙 크기 때문에 그 결과에 귀추가 주목되고 있다.

또한 자본시장법상 글로벌경제의 불확실성을 대비하기 위한 조건부자본증권 발행허용도 자금조달이 주요목적이나 방어수단의 기능도 부가될 것이다. 그러나 논의되는 크라우드 펀드의 긍정적 기능에 유의하여 IMF후유증인 무차별 적대적 M&A시도에 부실한 중소기업의 무조건적 외부자본에 의존보다는 집합된 국내자본에 의한 기업지원도 절실히 필요하다고 본다.

결국 적대적M&A 방어수단과 밀접한 연관이 있는 외국인자본에 관한 규제는 법제도

의 강력한 규제측면과 제도운영상 탄력성을 참작하여 상대국가의 제도운영을 감안한 최적화된 균형점에서 이루어져야 할 것이다. 현재 한국에서는 주요 선진국에 비해 경영권 방어수단이 부족하다고 본다. 그러므로 기업가치를 훼손하거나 투기적 목적으로 진행되는 적대적 M&A에 대해 이사회의 판단에 의해 다양한 방어수단을 채택할 수 있도록 새로운 방어수단을 도입하여야 한다.

특히 포이즌 필 즉 신주인수선택권은 방어기재로서 저비용과 기업가치내지 주가에 미치는 영향이 다른 방어수단에 비해 적고 주주의 판단을 위한 시간확보의 장점이 있으므로 이를 상법에 도입한다면 기업의 경영효율성과 글로벌경제에 부합할 것이다. 또한 영국에서 태동하여 미국에서 발전된 징벌적손해배상제도는 우리법체계가 대륙법계에 가까우며 위헌의 개연성이 높으므로 도입에는 한계가 있다고 본다. 최근 대·중소기업간 양극화 해소정책의 기본틀은 중소기업을 보호하기 위해 이들의 거래상대방 또는 경쟁상대방인 대기업의 행위와 소유지배구조를 공법을 통해 사전에 직접적으로 규제하려는 것이 이와 관련이 있다고 본다.

CSR, 의결권신탁제도의 적대적 M&A의 방어수단 도입여부 역시 자본구조변경 등에 따른 우리 기업환경에 부합되고 실물 산업발전에 저해되지 않는 범위에서 경영권 방어수단이 되도록 지속적인 논의가 필요하다고 본다. 결국 적대적 M&A에 관한 선결대책은 비효율적인 의사결정을 견제하고 적극적인 IR활동과 기업의 사회적책임(CSR)에 기초한 경영의 투명성을 담보하여 지속적인 기업가치 향상으로 연결되어야 할 것이다.

< 참고 문헌 >

1. 국내문헌

<저서 단행본>

권기범,「현대회사법론 제3판」, 삼영사, 2009.
권재열,「경제법」, 법원사, 2005.
김정수,「자본시장법원론」, SFL그룹, 2011
김홍식,「M&A 개론」, 박영사, 2009.
김화진,「기업지배구조와 기업금융」, 박영사, 2009.
김화진·송옥렬,「기업M&A」, 박영사, 2008.
박상호,「블루오션 M&A 전략」, 두남, 2006.
선우석호,「M&A-기업합병・매수와 구조재편 제4판」, 율곡출판사, 2008.
송종준,「적대적M&A의 법리」, 충북대학교 출판부, 2009.
송옥렬,「상법강의」, 홍문사, 2011.
양동석,「한・중・일비교회사법」, 법영사, 2012.
이범찬· 임충희· 김지환,「한국회사법」, 삼영사, 2003.
이철송,「회사법강의(제17판)」, 박영사, 2009.
임재연,「미국증권법」, 박영사, 2009.
------,「자본시장법」, 박영사, 2010.
------,「미국기업법」, 박영사, 2009.
오승규,「프랑스 신경제규제법」, 한국법제연구원, 2008.
정동윤,「회사법」, 법문사, 2007.
------,「상법(상) 제5판」, 법문사, 2010.
정찬형,「상법강의(상) 제14판」, 박영사, 2011.
------,「상법강의(상) 제15판」, 박영사, 2012.
지호준・박용원,「M&A: 기업인수・합병」, 법문사, 2004.
최기원,「신회사법론(제13대정판)」, 박영사, 2009.

최준선,「제5판 회사법」, 삼영사, 2010.

<학위·학회 논문 등>

강선민, “경제력집중 규제: 일반집중의 추세를 중심으로”, 한국경제연구원, 2007.
강성훈, “자본시장 활성화를 위한 새로운 종류주식의 도입방안 연구”, 숭실대학교 박사학위논문, 2010.
강택신, “한국형 포이즌 필에 관한 법적 연구”, 경희대학교 박사학위논문, 2010,
강희주, “자기주식의 취득 또는 처분을 통한 적대적 M&A에 대한 방어전략", 「BFL총서」제3권, 서울대학교 금융법센터, 2007.
권상로, “ 적대적 M&A에 대한 방어수단에 관한 소고”,「법학논총」, 제18집 제2호, 2011.
권재열, “출총제의 대한 검토”,「외법논집」, 제33권 제3호, 한국외국어 대학교 법학연구소, 2009.
------, “일본에서의 적대적 M&A에 대한 방어수단의 합리성 판단,「증권법연구」, 제 10권 제2호, 2010.
------, “개정상법상 주식관련제도의 개선내용과 향후과제”「선진상사법률연구」, 제56호, 2011.
------, “워런트에 관한 서설적 고찰”, 증권법연구제163회 정기세미나, 2010. 10, 23.
------, “주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구〔Ⅳ〕-일본-, 한국법제연구원, 2008. 6.
------, “일본 적대적 M&A법제의 글로벌화의 시사점”, 전국경제인연합회, 2009.
권종호, “일본의 적대적 M&A현황과 방어수단에 관한 최근 동향," 「상장협」, 제52호, 한국상장회사협의회, 2005.
------, “주요국가의 기업규제 개혁법제에 관한 비교법적 연구〔Ⅳ〕-일본-”, 한국법제연구원, 2008. 6.
------, “발행시장규제-일본금융상품거래법 해설-”,「일감법학」, 제13호, 2008.
------, “종류주식제도의 개선방안”, 한국증권법학회, 2008, 8.
고동수, “적대적 M&A와 경영방어권제도”, 산업연구원, 2008.
곽관훈, “일본의 상법개정 동향과 신회사법의 성립”,「아시아법제연구」, 제5호, 한국법제연구원,

김갑래, “기업의 사회적책임에 관한 미국판례 분석: 한국에 대한 정책적 시사점”, 「증권법 연구」, 제13권 제1호, 한국증권법학회, 2012.
-----, “SPAC 제도도입의 기대효과 및 기업금융 활성화”, 자본시장연구원, 2009.5.
김관호, “국가안보 차원의 외국인의 직접투자 규제-한국과 미국의 관련 규제의 비교 고찰-”, 「규제연구」, 제18권 제1호, 한국경제연구원, 2009.
김광록, “상장회사를 위한 M&A제도의 보완 필요성과 과제”,「법학논총」, 제18집, 숭실대학교 법학연구소, 2007.
김대규, “적대적 M&A에 대한 방어행위의 허용기준 -자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 대한 논의를 포함하여- ”,「원광법학」, 제26권 제1호, 2010.
김도형, “징벌적 손해배상제도 도입에 관한 소고”,「경성법학」, 제17집 제1호, 경성대학교 법학연구소, 2008. 7.
김두식, “M&A 법제의 개선방향 연구”,「상장협」, 제50호, 한국상장회사협의회, 2004.
김두진, “공정거래법상 상호출자금지제도 및 출총제에 관한 고찰”,「경쟁법연구」, 제14권, 한국경쟁법학회, 2006.
김득갑, “확대되는 유럽M&A 기회와 기업 활용방안”,「SERI 경제포커스」, 제377호, 2012.
김병덕, “민간배드뱅크 설립과 향후 부실채권 시장전망”,「주간 금융브리프스」, 제18권 제12호, 한국금융연구원, 2009.
김병연 · 권재열 · 안성포, “ 적대적 M&A방어수단 관련 현행법상 문제점과 개선방안 (연구보고서)“, 전국경제인연합회, 2005.
김상찬·이충은, “징벌적 손해배상제도의 도입을 위한 비교법적 고찰”,「법학연구」, Vol 35, 한국법학회, 2009.
김성표, “글로벌 우량기업 M&A의 특징과 유형별 성공전략”,「Issue Paper」, 삼성경제연구소, 2010.
김순석, “주식제도의개선 -종류주식을 중심으로”,「상사법연구」, 제28호 제3호, 2009.
-----, “상법개정안상 자기주식 및 주식소각 제도의 검토”,「일감법학」, 제18호, 건국대학교 법학연구소, 2010.
김영곤, “적대적 M&A와 그 대응방안”,「법학연구」, 제33호, 한국법학회, 2009.
김용렬, “일본의 친기업정책과 제도변화”, 한국경제연구원, 2007.
김윤상, “2011년 상법개정의 입법과정과 향후과제”, 한국상사법학회(2011년 하계학

술대회) 발표자료. 2011.
김은경, “EU상사법의 개별입법화 동향”, 「기업법연구」, 제23권 제4호 (통권 제39호), 2009.
김인식, “중국 회사법상 외국기업의 상장기업 M&A제도”, 한국법제연구원, 2010-09호, 2010.
김재중, “대체형벌로서의 징벌적 손해배상제도”, 「형사법연구」, 제26호, 한국형사법학회, 2006.
김재형, “일본의 신주예약권에 관한 최근의 동향과 시사점”, 「법학논총」, 조선대학교 법학연구원, 2011.
김정호, “경영권 방어와 비례의 원칙-대판 2009.1.30.2008다50776 판결을 겸하여-”, 「경영법률」, 제21권 제3호, 한국경영법률학회, 2011.
김종태, “M&A포럼㈜ Specialist ACADEMY”, 한겨레 이코노미21. 2011.
김지환, “상법개정상 주식의 종류에 관한 고찰”, 「경남법학」, 제23집, 2008.
김태진 · 이동건, “미국 법제하에서의 적대적 M&A 방어방법의 한국법제하에서의 활용 가능성”, 「증권법연구」, 제8권 제2호, 2007.
------, "주주평등원칙에 관한 소고", 「기업법연구」, 제22권 제8호, 한국기업법학회, 2008.
김현종, “한국 기업집단 소유지배구조에 대한 역사적 영향요인 고찰 및 시사점 연구”, 「규제연구지」 12-2, 한국경제연구원, 2012.
김홍식, “적대적 M&A에 있어서 대상회사의 방어수단에 관한 법적연구”, 고려대학교 박사학위논문, 2006.
------, “근로자 기업인수(EBO)에 관한 법적 고찰”, 「기업법연구」, 제24권 제4호, 2010.
------, “개정상법상 소수주식의 강제매수제도에 관한 연구”, 「안암법학」, Vol 36, 2011.
김화진, “기업금융과 법률”, 「서울대학교 법학」, 제4호, 서울대학교 법학연구소, 2008.
------, “소수주주의 강제매수제도”, 「서울대학교 법학」, 제50권 제1호, 서울대학교 법학연구소, 2009.
김효신, “종류주식 다양화의 법적문제- 복수의결권주식 도입을 중심으로- ”, 「부산대학법학연구」, 제51권 제1호, 2010.

나미수, "영국의 방송산업과 방송법제", 「세계언론법 동향」, 제7호, 2000. 7.
남유선, “M&A 계약교섭단계에서의 법적책임에 관한 연구”, 2008.
류근홍, “징벌적 손해배상제도에 관한 연구-도입 필요성과 그 적용한계를 중심으로 -”, 청주대학교 박사학위논문, 2006.
맹수석, “일본 금융상품거래법의 주요 내용과 자본시장법의 과제”,「기업법연구」, 제22권 제4호, 2008.
문준우, “주식회사의 자금조달에 관한 연구-주식과 사채를 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문, 2010.
박미숙, “국민참여재판의 시행성과와 향후과제”,「형사정책연구」, 제21권 제2호, 한국형사정책연구원, 2010.
박양균, “차등의결권제도의 경제학적 분석”,「규제연구」, 제18권 제1호, 2009.
박용린 · 안유미, “세계 M&A 시장 전망과 시사점”, 자본시장연구원, 2011.
박정국, “의결권행사를 위한 주주간 계약의 고찰”,「외국법논집」, 제36권 제1호, 한국외국어대학교 법학연구소, 2012.
박종렬, “징벌적 손해배상에 관한 연구”,「법학연구」제26집, 한국법학회, 2007.
박 준, “기업금융활성화와 신종증권에 관한 자본시장법의 개정, 자본시장법개정의 주요내용과 과제”, 2011년 한국상사판례학회 및 한국기업법학회 하계공동학술대회발표자료, 2011.
박한성, “적대적 M&A 방어수단으로서 종류주식의 활용 방안에 관한 연구”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 2012.
박철영, “종류주식의 확대와 주주간의 이해조정”,「상사법연구」, 제24권 제2호, 2005.
박철영, “종류주식의 활용과 법적과제 -의결권배제·제한종류주식을 중심으로-”, 2011년 추계공동학술대회, 한국경영법률학회 · 한국기업법학회 발표자료. 2011.
사공목, “일본의 M&A관련대책과시사점”,「KIET 산업경제」, 2007-3, 산업연구원, 2007.
상홍규, “M&A규제와 의결권행사 및 신탁제도의 활성화 방안”,「상사판례연구」, 제25집 제2권, 2012.
서옥석, “출자총액제한 폐지 이후의 공정거래정책의 방향”,「산업과경영」, 제24권 제2호, 충북대학교, 2011.
서병호, “국내금융회사의 해외진출과제와 전략”,「주간금융브리프」, 16권 39호, 한국금융연구원, 2007.

성승제, “EU 집행위원회(EC: european commission)의 기업결합 시정조치 및 카르텔 및 우월적 지위남용행위에 대한 벌금 가이드라인 동향”, 한국법제연구원, 2009.
송옥렬, “2011년 개정 회사법의 해석상 주요쟁점 -Z기업 재무분야를 중심으로 -”, 2011년 한국법학원 발표자료, 2011.
------, “포이즌필의 도입가능성”,「SFL」, 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005.
송재형, “국내M&A관련 제도의 실태 및 보완과제”, 전국경제인연합회, 2005.
송종준, “조건부자본증권 도입에 관한 소고”,「기업법연구」, 제25집 제3호, 2011.
------, “방어적 주식제도의 국제적 입법동향과 법적 과제”,「경영법률 」, 제17권 제2호, 2007.
------, “M&A法制를 둘러싼 최근의 爭點과 課題”,「기업법연구」, 제20권 제3호(통권 제26호), 2006.
------, “M&A법제의 현황과 보완과제”, 한국상장회사협의회, 2005.
------, “포이즌 필의 도입과 경영권 방어의 적법기준 -008년 상법개정초안을 중심으로-”, 「저스티스」, 통권제109호, 2009.
------, “상법상 워런트 도입을 위한 입법 모델연구 - Equity Warrant를 중심으로 -”,「증권법연구」, 제11권 제3호, 한국증권법학회, 2010.
송종준·김윤정, “한국형 포이즌필의 법리해석과 몇 가지 입법과제 - 2010년 상법일부개정법률안상 신주인수선택권을 중심으로-”,「증권법연구」,제11권 제1호, 2010.
송종준·권재열, “워런트(warrant)의 상법 도입방안 연구(법무부 연구용역 보고서), 한국증권법학회, 2010.
심영일, “경영자 보수에 관한 법적 규제- 미국의 제도를 중심으로-”, 동국대학교 대학원 박사학위논문, 2005.
신석훈, “경제력집중 억제제도에 대한 평가 및 대안”, 한국경제연구원, 2007.
------, “경제민주화 어떻게 볼 것인가-법적측면에서 본 경제민주화의 한계”, 한국경제연구원 세미나자료, 2012
안성포. “자기주식취득의 허용에 따른 법적 쟁점”, 한국상사법학회 2011년 하계학술대회, 2011.
안유희, “중국 M&A 제도 분석(4)”,「중국금융시장 포커스」, 2009.
안효섭, “적대적 M&A에 있어서의 경영권 방어에 관한 법적 연구”, 경남대학교 박사학위논문, 2009.

양기진, “개정상법과 K-IFRS의 조화 모색”, 한국상사법학회 하계학술대회, 2011.
양동석, “출총제의 문제점과 대처방안”, 「기업법연구」, 제20권 제3호, 한국기업법학회, 2006.
양만식, “종류주식의 다양화가 기업지배에 미치는 영향”, 한국상사법학회 2011 하계학술대회. 2011.
-----, “일본 회사법에 있어서의 주식제도와 코포레이트 거버넌스-신주예약권제도의 활용을 중심으로-” 「경영법률」, 제19집 제2호, 한국경영법률학회, 2009.
-----, “일본의 신주예약권제도와 입법적 시사점”, 「기업법연구」, 제25권 제2호, 한국기업법학회, 2011.
양병찬, “외국자본 M&A의 법적규제에 관한 연구”, 전북대학교 박사학위논문, 2006.
이덕환, “징벌적 손해배상제도에 관한 고찰”, 「법학논총」, 제24집 제3호, 한양대학교 법학연구소, 2007.
이동규, “대규모 기업집단정책의 평가와 향우 정책방향”, 「공정거래법상 경제력집중 규제」, 한국법제연구원, 2006.
이문성, “M&A의 서론적 고찰”, 상사법 연구제9집, 한국상사법학회, 1991.
이병기, “부실기업의 경제적 파급효과와 구조조정시장의 활성화”, 한국경제연구원. 2011.
이상봉, “출총제의 변화요인연구 : 정책의 모호성과 성장전략을 중심으로”, 「정부학연구」, 제13권 제4호, 고려대학교 정부학연구소, 2007.
이선화, “의결권조정형 종류주삭의 도입에 따른 법적과제”, 성균관대학교 박사학위논문, 2010. 8.
이원흠, "출자총액 제한제도와 타법인출자의 장기효과에 관한 실증연구",「규제연구」, 제16권 제2호, 2007.
이준호, “미국 2007년 외국인투자와 국가안보에 관한 법률”, 「법제」, 한국법제연구원, 2007-7, 2007.
이철수, “경영권 방어수단 도입이 주주 부와 기업가치에 미치는 영향”, 전남대학교 박사학위논문. 2010.
이철송, "불공정한 자기주식거래의 효력",「증권법연구」, 제7권 제2호, 한국증권법학회, 2006.
이형규, “공정거래법상 출자총액제한제도와 그 문제점”, 「비교사법」, 제12권 제2호, 한국비교사법학회, 2005.

오창진, “지분공시제도 실무 해설-5% 룰과 공개매수제도를 중심으로”, 적대적 기업 인수와 경영권 방어, 「BFL 총서」, 제3권, 서울대학교 금융법센터, 9-10면.
와윤종, “EU의 M&A형 직접투자와 시사점”,「EU학연구」, 서울대학교, 2007.
유진희, “유럽연합의 기업인수 규제-공개매수 지침을 중심으로-,” 「기업법 연구」, 제9권 제3호, 한국기업법학회, 2005.
유석호, “자본시장법 개황 및 유통공시안내 “, 금융감독원 · 한국상장회사협의회,2009.
윤덕진, “지분공시 안내 “, 금융감독원 · 한국상장회사협의회. 2009.
원인성, “우리사주제 도입의 결정용인에 관한 연구”,「대한경영학회지」, 제24권 제6호, 2011.12.
원용수, "유럽연합의 공개매수제도에 관한 연구",「상사법연구」, 제23권 제3호. 2004.
유영일, “그린메일의 규제에 관한 연구”,「상사법연구」, 제20권 제1호, 2001.
-----, “일본 회사법상의 신주예약권에 관한 연구”,「상사판례연구」, 제19집 제4권, 한국상사판례학회, 2006.
-----, “차등의결권주에 관한 연구”,「상사판례연구」, 제21권 제4권, 2008.
유진희, “유럽연합의 기업인수 규제-공개매수 지침을 중심으로-”,「기업법연구」 제9권 제3호, 한국기업법학회, 2005.
윤성승, “의결권 신탁과 의결권 행사계약의 비교법적 고찰”,「상사판례연구」, 제24집 제2권, 2011.
윤영신, “1주1의결권 원칙과 차등의결권원칙에 대한 검토”,「상사법연구」, 제28권 제1호, 2009.5.
장덕조 ,“기업의사회적책임”,「상사법연구」, 제9권 제2호, 한국상사법학회, 2010.
장정모, “조건부자본의 역할에 대한 전망”,「자본시장 Weekly」, 2011-32호, 자본시장연구원, 2011.
장지혜, “외자기업의 중국기업 M&A현황 및 전망”,「중국학」, 제27집, 2006.
장주연, “Leegin 판결이후 주요입법 및 주별 법집행 동향 “,「해외경쟁정책동향」, 37호, 2013.2.공정거래위원회 블러그.
전승철 외 4인, "투기성 외국자본의 문제점과 정책방향",「금융경제연구」, 제213호, 한국은행 금융경제연구원, 2005.
전삼현, “M&A관련 역차별적인 규제의 개선방안”, 상장협 추계호, 한국상장회사협회, 2005.
정 대, “금융위기 이후 미국 금융법제의 동향”, 한국법제연구원, 2010.

정대익, “21세기 진입을 전후한 독일주식회사법의 주요 개정내용 (ⅱ): 2000년 이후”, 법학논고」, 제5집, 경북대학교 법학연구소, 2006.
정무섭, “신흥국기업의글로벌화연구”,「SERI연구보고서」, 삼성경제연구소, 2012.
정문호, "개정상법 및 상장회사표준정관 개정내용 해설“, 한국상장회사협의회, 2009.
정상근, “신 우리사주조합제도의 법적 쟁점과 개선방안”,「기업법연구」, 제15집, 2003.
정순섭, “금융회사의 자본규제 - 조건부 자본의 상법상 문제”, 한국상사법학회 2010년 추계학술대회 발표자료, 2010.10.29.
-----, “적대적 M&A와 기업방어전략-포이즌필의 현행법상 가능성과 타당성을 중심으로-”,「기업법연구」, 한국개발연구원. 2005.
정영화. “기업의 사회적책임과 헌법의 기본권보호”,「헌법학연구」, 제17권 제3호, 2011.
정윤모, “주요국의 M&A 규제 및 한국 제도의 발전방향”,「상장」11월호, 2006.
정해상, “손해배상의 법리와 징벌적 손해배상의 관계”,「중앙법학」, 제6집 제4호, 중앙법학회, 2004.
정찬형, “2007년 확정한 정부의 상법(회사법) 개정안에 대한 의견”,「고려법학」, 제50호, 2008.
조성봉·신석훈, “최근 회사기회유용 논의에 대한 비판적 검토”,「Keri 정책제언 10-14」, 한국경제연구원, 2010.
채재철, “다국적기업의 적대적 M&A의 방어전략에 관한 실증적 연구”, 목원대학교 박사학위논문, 2007.
천경훈, “개정상법상 회사기회유용 금지규정의 해석론 연구”, 한국상사법학회 2011년 하계학술대회. 2011.
최병규, “최근 독일의 회사법제 개혁과 규제완화”,「최신외국법제정보」, 2009.
------, “독일의 Squeeze-Out제도에 관한 연구”,「한독법학」, 제14집, 한독법률학회, 2003.
최문희, “독일의 주식회사 관련법 개정동향, 21세기회사법 개정의 논리”, 서울대학교 금융법센터, 소화, 2007.
최승재, “한국판 ‘엑슨-플로리오법’ 제정에 대한 연구-입법론을 중심으로-”,「증권법연구」, 제7권 제2호. 2006.
최유성, “현행 규제등록제도하의 규제분류체계의 문제점과 개선방안에 관한 연구”,

「규제연구」, 제21권 제1호, 한국경제연구원, 2012. 6.
최응용 · 배현정, “우리사주제도가 기업지배구조에 미치는 영향”,「관리회계연구」, 제8권 제2호, 2008.
최준선 · 김순석, “회사법 개정방향에 관한 연구”,「한국상장협의회」, 2004.
최충규, “출자총액규제의 근거와 소유지배괴리지표에 대한 비판적 고찰”, 「규제연구」, 제14권 제1호, 한국경제연구원, 2005,
최혁 · 우민철, “유동성공급자간 차이에 관한 실증분석-한국 주식워런트증권시장의 경우”, 한국증권학회, 2008년 제2차 정기학술발표회 발표논문, 2008.
한봉희, “우선주 가격과 거래유동성”, 대한경영학회지, 제23권 제1호, 2010.
한상호, “적대적 M&A와 경영권 방어행위에 관한 비교법적 고찰”, 한국외국어대학교 박사학위논문, 2012.
한석훈, “증권집단소송의 남소방지대책”,「기업소송연구」, 제16편, 2004.
함택동, “공정거래법상 출자규제에 관한 법적연구”, 숭실대학교 박사학위논문, 2013.
현혜정외 3인, “국경간 M&A를 통한 한국기업의 해외진출전략 연구”, 대외경제정책연구원, 08-10. 2008.

<정부기관 등 자료>

공정거래위원회,「2012년판 공정거래백서」, 2012. 2012. 8, 27.
기획재정부, “론스타 ICSID(국제투자분쟁해결센터) 중재 제기”,「보도자료」, 2012.11.22.
---------, “한국 M&A 및 Greenfield OFDI의 동향·특징 및 시사점”,「보도자료」, 2012.5.14. 2면
국회 법제사법위원회, “상법 일부 개정법률안 심사보고서”, 2011. 3. 10.
금융위원회, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」개정안 입법예고”「보도자료」, 2011.7.27.
---------, “한국 금융의 미래를 위한 자본시장법개정 추진방안”, 2011. 7.
금융감독원, “12년 외국인 증권투자 동향 분석”,「보도자료」, 2012.1.7
---------, “외국인 투자자 형태별 주식 순매수 현황”,「보도자료」, 2013.1,7.

---------, “증권시장 침체로 2012년 경영권 관련 공시 감소”,「보도자료」, 2013.3.17.
대한상공회의소, “최근 국내외 M&A 동향과 정책시사점”, 2005.
----------, “기업의 사회공헌활동 선진화를 위해 5대 실천과제”. 2007.
법무부, “2011년 개정상법(회사편)의 주요내용”,「선진상사법률」, 통권제54호 별책부록, 2011.
------, “적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정 공청회 자료집”, 2009. 11. 9.
전국경제인연합회, “2005 기업 및 기업재단 사회공헌백서”, 2006
전국경제인연합회(상장자료실), “차등의결권제도의 각국 사례와 검토과제”, 상장, 2008.5.
증권선물거래소, “유가증권시장 상장 12월 결산법인 정기주주총회관련기관투자자 의결권 행사 공시현황 분석”, 2007(a). 3. 19.
----------, “코스닥시장 2007년 기관투자자 등의 의결권 행사공시 현황 , 2007(b). 007. 3. 19.
산업통상자원부, “2013년1분기외국인직접투자(FDI)동향”,「보도자료」, 2013.4.11.
한국증권법학회, 「자본시장법 주석서Ⅰ」, 박영사, 2009.

2. 외국 문헌

<미국·독일 문헌>

Andrew R. Brownstein, Igor Kirman, “Can A Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding To Majority Vote Resolutions,” 60 Business Lawyer 23, November, 2004.

Balotti, Jesse A. Finkelstein, "The Delaware Law of Corporations & Business Organizations Statutory Deskbook", Aspen Publishers, 2011.

Bliss Burdett Pak, “National Markets and New Defenses; The case for an East Asian Opt-In Takeover Law,” Columbia Journal of Asian Law, Spring, 2007.

Brian M. McCall, “The Corporation as Imperfect Society,” 36 Del. J. Corp. L. 509, 563, 2011.

Bureau van Dijk Electronic Publishing, ZEPHYR: Comprehensive M&A data with integrated detailed company information, 2007.

Chris Bates, Contingent Capital-The New Hybrid Capital?, PLI Corporate and Practice Course Handbook Series, Ninth Annual Institute on Securities Regulation in Europe : A Contrast in EU & U.S. Provisions, 669, Jan. 25-26, 2010.

Dan Ikenson, "Trade Policy Analyst", CATO INSTITUTE-CNBC: Foreign Investment Analysis, March 21 2006.

Douglas G. Gruener, “Chilled To The Pill: The Japanese Judiciary’S Cool Reception of The Poison Pill And Potential Repercussions,” 67 University of Pittsburgh Law Review 871, Summer, 2006.

Eilis Ferran, Principles of Corporate Finance Law, New York: Oxford University Press, 2008.

Freshfields Bruckhaus Danger. *The Takeover Directive: implementation in Germany*, at 1. July 2006.

Gardner Carton & Douglas, "International Trade and Technology ansfer Update", Fall 2003.

Gordon Platter, "Heightened National Security Threaten Global M&A",Global

Finance, May 2006.
Harry G. Hutchison, R. SeanAlley, “Against Shareholder Participation: A Treatment For Mcconvill’S Psychonomicosis,” 2 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 41, Fall, 2007.
James A. Lewis, "New Objectives for CFIUS: Foreign Ownership, Critical Infrastructure, and Communications Interception", Federal Communications Law Journal Vol.57 No.3, 2005.
James D. Cox & Thomas Lee Hazen, Corporations Volume Ⅱ, Aspen Publisher, 2003.
J.D. Rosener & G. C. Dorris, "Uncle Sam Watches Nervously: Foreign Investment in U.S.Industries", The Journal of Corporate Accounting Lewis D. Solomaon & Alan R. Palmiter, Corporations, 4rd Ed. 2003.
James K.Jackson, Exon-Fiorio Foreign Investment Provision -Overview of H.R. 556, CRS Report for Congress, 2007.2.1.
James R. Walther, "Exon-Florio Update: Congress Considering Changes in CFIUS Review Process for Foreign Acquisitions of U.S. Businesses", Newsletter of the Committee on Negotiated Acquisitions Vol. XI Summer 2006.
Jeannette Gorzala, "The Art of HosGMBH, 2010, tile Takeover Defenc", IGRL, GMBH, 2010, P.10-13.
Julian Velasco, “The Fundamental Rights of the Shareholder,” 40 U.C. Davis L. Rev. 407, 445-448, 2006.
Kruse, D., J. Blasi, & R. Park, "Shared capitalism in the U.S. economy : Prevalence, characteristics, and employee views of financial articipation in enterprises," D. Kruse et al. (Eds.), Shared Capitalism at Work: Employee Ownership, Profit and Gain Sharing, and Broad-Based Stock Options, The University of Chicago Press(Chicago & London), 2010.
Len Sealy & Sarah Worthington, Cases and Materials in Company Law 8th Ed, New York: Oxford University Press, 2008.
Newsletter of the Committee on Negotiated Acquisitions Vol. XI, Summer 2006.
Network competence: Its impact on innovation succes and its antecedents.

Journal of Business Research, 56(9), Rothenbucher, J., et al, 2008.
OECD ROUNDTABLE "FREEDOM OF INVESTMENT NATIONAL SECURITY AND STRATEGIC INDUSTRIES, 21 June 2006.
Porter, Michael E., Creating Shared Value: Redefining Capitalism and the Role of the Corporation in Society , FSG CSV Leadership Summit, 2011.
Porter, Michael E.& Mark R. Kramer, “Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth,” Harv. Bus. Rev., Jan.- Feb. 2011.
Richardson, Benjamin J., “Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: A Multinational Perspective,” 48 Am. Bus. L. J. 597, 2011.
Richard Shelby,"Takeover Makeover", The Wall Street Journal Online, March 29, 2006.
Rüdiger von Rosen, "Corporate govermance in Germany", Journal of Financial of Financial Regulation and Compliance Volume 15, Issue 1, Emerald Group Publishing Limited, 2007.
Stephen Judge, Company Law 1st Ed, New York: Oxford University Press, 2008.
Susan W. Liebeler, William H. Lash III, "Exon-Florio, Harbinger of Economic Nationalism?", Cato Review of Business & Government 2006.
William Meade Fletcher, Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations, 2012.

<일본 문헌>

江頭憲治郎, “新會社法制定の意義”,「ジュリスト」, 第1295号, 2005. 8.
----------, 「株式會社法 第3版」, 有斐閣, 2009.
江頭憲治郎· 門口正人(編),「會社法大系 (ⅱ)」, 青林書院, 2008.
掘部政南·長谷部恭男, “放送會社に對する敵對的買收と防衛”,「メデイア判例百選」, 別冊 ジュリスト 第179号, 2005.
大塚和成, “買收防衛策と企業價値の意義- ニツポン放送事件およびニレコ事件題材にして”, 「金融法務事情」, 第1749号, 2005.
東京證券去來所, 議決權種類株式の上場制度に關する報告書, 2008.
藤本周・茂木美樹・谷野耕司・佐マ木愼吾, “敵對的買收防禦策の導入狀況”,「商事法務」, 弟1877号, 2009.

武井一浩,“企業買收防衛戰略”,「商事法務」, 2004.
仮屋広郷,“ライブドアvs　ニッポン放送事件,”野村修也/中東正文編「Ｍ＆Ａ判例の分析と展開」, 経済法令研究会, 2007.
浜田道代,“會計參與,監査役,監査役會,會計監査人”,「ジュリスト」,第1295号, 2005. 8.
宍戸善一,“持分會社”,「ジュリスト」第1295号, 2005. 8.
森本滋,“會社法における株主平等原則”,「商事法務」, 第1825号, 2008.
--------,“强制公開買付制度の適用範圍にっぃて”, 「商事法務」, 1739号, 2005.
森田宏樹,“有價證券のペ-パーレス化の基礎理論”, 日本銀行金融研究會, 2006.
相澤哲,“會社法制定の經緯と概要”,「ジュリスト」, 第1295号, 2005. 8.
-------,“立案担当者による新・會社法の解説”,　別冊商事法務295号,「商事法務」, 2006.
松本眞輔,“新會社法・新證取法下における敵對的買收と防衛策”,税務經理協會, 2005.
--------,“ 敵對的買收と防衛策”, 世務經理協會, 2005, 10.
松尾直彦,“金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題”,「商事法務」 No.1824, 2008. 2.
神田垂樹,“ M&A法制の國際比較とわが國の會社法”, 「商事法務」, 1731号, 2005.
岩井克人,“會社は乙れからどうなるのか”, 平凡社, 2003.
岩倉正和佐々木秀,“ブルドックソースによる敵対的買収に対する対抗措置(下その２)”, 「商事法務」, 第1825号, 2008.
鈴木克昌 外 3人,“ライツ・イシューの実務上の諸問題,”「商事法務」, No.1896(商事法務, 2010.
奥山健志,“ストック･Wオプションに關する實務の動向と諸問題”,「商事法務」, No.1892, 商事法務研究會, 2010,
日本 法務省 企業價値研究會,“敵對的買收防衛策(企業價値防衛策)の整備”, 2005.
日野正晴, “詳解金融商品取引法”, 中央經濟社, 2008.
中東正文編,「Ｍ＆Ａ判例の分析と展開」, 経済法令研究会, 2007
中山龍太郎,“米国におけるポイズンピルの進化とその最新実務”,「企業買収防衛戦略」, 商事法務, 2005.
仮屋広郷,“ライブドアvs ニッポン放送事件,”野村修也/中東正文,「Ｍ＆Ａ判例の分析と展開」,経済法令研究会, 2007.

川村正幸, 「金融商品取引法」, 中央經濟社, 2008.
黑沼悅郞, “일본 금융상품거래법의 개요와 시사”, 한국증권법학회 2006년 제1차 특별세미나, 2006.

감사의 글

제가 조선대학교에 봉직한지 32년, 그리고 대학원 박사과정을 입문한지 8년의 세월이 흘렀습니다. 석사과정을 마친지 28년 만에 종착역에 도달한 것은 존경하는 교수님들의 지도편달의 덕분이라고 생각합니다. 오늘이 있기에는 평소 훌륭한 교수님들의 연구력과 학문활동을 지켜볼 수 있었던 기회와 간단하지 않은 지난한 시간들 속에서 제가 못다 태운 남은 열정이 요인이었다고 봅니다. 이제는 또 다른 남은 길을 당돌하나마 의연히 걸어가는 원동력으로 삼고 싶습니다.

본 연구의 범위가 쉽지 아니하고 광범위하여 천학비재한 연구자로서는 감내하기 힘들었습니다. 그러나 징검다리의 돌들 중 하나라도 건너보려는 심정으로 시도하였으나 여전히 부끄럽고 두렵기 그지없습니다. 서투른 첫 걸음일지라도 이제 학문의 길을 출발하는 초년생으로 어여삐 여겨주시길 앙망할 따름입니다.

본 학위논문을 심사해 주신 조선대학교 김영곤 명예교수님, 목포대학교 문기호 교수님, 조선대학교 양동석 교수님, 김재형 교수님, 권상로 교수님께 심심한 감사를 드립니다. 특히 연구와 수업 그리고 학사행정에 분주함에도 불구하고 열정을 부어주신 김재형 교수님과 권상로 교수님의 지도에 사의를 표합니다. 그리고 본 연구가 있도록 격려해 주신 조선대학교 유진철 중앙도서관장님과 동료 선생님들, 그리고 대학원 선생님들께 감사를 표합니다. 여러분의 가을하늘 석양의 노을 같은 아름다운 인연들을 잊지 않겠습니다.

끝으로 학위과정을 무사히 마치도록 도와주신 부모님과 형제자매, 그리고 영원한 반려자로 어려운 여건에도 묵묵히 성원한 김미숙 여사와 분주한 영재교육과 이번 학기에 석사학위를 영득하면서 논문정리를 도와준 저의 딸 유리와 굳건히 학업에 정진하고 있는 아들 규연과 함께 이 순간의 의미를 나누고자 합니다. 성하의 계절에 푸른 바다 외딴 섬의 등대에서도 맑은 희망 한 톨이 꽃피우도록 여러분의 지도 편달을 부탁드립니다.

감사합니다.

2013년 8월 23일

김찬모 드림