

■ 논 단

우리나라 경영권방어법제의 문제점과 개선방안*

- 신주인수선택권과 차등의결권주식을 소재로 -

권 중 호
건국대 법학전문대학원 교수

요 약 문

우리나라의 경우 1997년 IMF 외환위기 이후 공격방법에 대한 규제가 전면적으로 해제된 반면에 방어법제에 대한 조치가 강구되지 않음으로써 적대적 M&A가 남용적으로 이루어질 가능성이 매우 크다. 이러한 상황에서 방어수단으로서 효용이 큰 신주인수선택권을 이용한 포이즌필과 차등의결권주식을 도입하려는 것은 매우 고무적이다. 그런데 새로이 도입된 방어수단이 기업가치와 주주의 공동이익을 증진시키는데 기여하지 못하고 오히려 경영진의 지위보전의 수단으로 악용된다면 그것은 결코 바라는 바가 아니다. 그런 의미에서 방어수단이 남용적으로 이용되는 것을 막는 장치도 함께 강구되어야 할 것이다.

주제어 : 적대적 M&A, 방어수단, 포이즌필, 차등의결권주식, 방어수단지침, 주주보호, 변칙적 방어수단

* 이 논문은 2012학년도 건국대학교 학술진흥연구비 지원에 의한 논문임

〈目 次〉

I. 서 론	IV. 최근의 방어수단 도입 움직임
1. 연구목적	1. 서
2. 방어수단의 다양화에 관한 논의	2. 차등의결권주식
II. 방어수단의 필요성	3. 신주인수선택권제도
1. 적대적 M&A의 가능성	4. 소결
2. 남용적 M&A의 가능성	V. 방어수단의 남용방지
3. 소결	1. 방어수단지침의 제정
III. 적대적 M&A에 대한 규제방식	2. 거래소상장규정을 통한 규제
1. 외국의 규제방식	VI. 결 론
2. 우리나라의 규제방식	

I. 서 론

1. 연구목적

법무부는 2008년 4월 28일 우리나라 실정에 맞는 방어수단의 모색이라는 기치아래 「경영권 방어법제개선위원회」를 발족하여 약 1여년의 검토를 거쳐 방어수단으로 이용을 염두에 두고 ①신주인수권선택권제도, ②복수의결권주식, ③동의권부주식, ④이사선해임권부주식, ⑤주주총회결의요건가중제도에 관해 입법시안을 성안하였고, 이 중 ①신주인수선택권제도의 경우에는 2010년 3월 10일 입법예고까지 한 적이 있다.¹⁾ 그러나 재벌총수, 순환출자로 상징되는 우리나라의 후진적인 지배구조와 소유구조 하에서는 새로운 유형의 방어수단의 도입은 기업지배권시장의 작동을 제어함으로써 결국에는 경영권의 고착화와 사익추구의 만연으로 이어질 것이라는 지적에 따라 입법에 이르지 못한 경험에 있다. 그로부터 7여년이 경과한 2015년 8월 4일 정갑윤 의원은 대표발의를 통해 신주인수선택권제도와 차등의결권제도의 도입을 위한 상법개정안을 발의하였는데²⁾, 최근 삼성물산과 제일모직의 합병에 대해 외국 해지펀드인 엘리엇

1) 상세는 권중호, “적대적 M&A 방어수단의 필요성” 「적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정공청회」 (2009. 11) 3면 이하 참조.

이 반대하고, 이것이 경영권에 대한 위협으로 인식되면서 방어수단의 필요성에 대한 논의가 사회적으로 이슈화된 것이 주된 이유이다.

적대적 M&A의 방어수단에는 매우 다양한 유형이 있으나, 우리나라의 경우에는 법적, 제도적 제약으로 인하여 현재 방어수단으로 이용할 수 있는 제도는 자기주식 정도로 매우 제한적이다. 일부 기업에서는 초특별결의조항이나 시차임기제 등 정관규정을 통해 혹은 순환출자나 상호출자를 통해 적대적 M&A에 대응하고 있으나 이러한 것들은 원래 방어수단을 목적으로 도입된 제도가 아니기 때문에 그 유효성을 둘러싸고 논란의 여지가 있고 실효성이라는 측면에서도 효율적인 제도라고는 할 수 없다. 본고에서는 우리나라 방어법제의 특징에 관해 비교법적인 관점에서 먼저 살펴본 후, 우리나라 방어법제의 문제점과 개선방안에 관해 개정안을 시야에 넣어 검토하기로 한다. 본문에 들어가기 전에 먼저 방어수단의 다양화에 관한 논의에 대해 간단히 언급하기로 한다.

2. 방어수단의 다양화에 관한 논의

방어수단의 다양화에 관해서는 찬반양론이 팽팽히 맞서고 있는데,³⁾ 소극적인 입장에서는 대체로 우리나라에서는 진정한 의미의 적대적 M&A 사례가 없다는 인식을 바탕으로 방어수단의 도입 자체가 불필요하며, 이러한 상황에서 새로운 유형의 방어수단의 도입은 결국에는 경영권 고착화와 사익추구의 만연으로 이어지고 외국자본의 국내유치의 장애요인으로 기능하게 될 것이라는 것인데 반해, 적극적인 입장에서는 우리나라에서도 적대적 M&A의 가능성은 충분하며(실제로 적대적 M&A사례는 많다고 봄), 이러한 상황에서 방어수단의 부재는 무분별하고 부적절한 M&A의 증가로 인하여 오히려 우리나라 기업의 경쟁력 저하로 이어지고 경영권 방어를 위하여 투하되는 과도한 방어비용은 투자위축과 이에 따른 실업문제, 장기성장동력 상실 등 새로운 폐해를 낳을 것으로 본다.

적대적 M&A의 가능성에서부터 방어수단의 존재가 우리나라의 기업 환경이나 경제에 미칠 영향에 대해서까지 양쪽의 시각은 정반대이며, 실제 사례에 대한 인식에 있어서도 현저한 차이를 보이고 있다. 최근 삼성물산과 제일모직 합병에 대해 반대한 엘리엇의 행위에 대해 경영권에 대한 위협으로 인식하는 측이 있는가 하면 정당한 주주행동주의로 보는 시각이 대립한다.

그러나 동일한 사안에 대한 이러한 상반된 인식은 나름의 합리성을 갖지만 방어수단 도입의 찬반의 근거로 활용되어서는 곤란하다고 생각한다. 엘리엇의 적극적인 주주활동이 결국에는 삼성의 지배구조를 개선하고 주주이익을 증시하는 경영정책을 채택하도록 함으로써 우리나라 기업문화의 선진화에 크게 이바지 하였다고 하더라도 이것이 향후 우리나라에서 전개될 모든

2) 정갑윤의원 대표발의, 「상법일부개정법률안」 (의안번호 16309).

3) 상세는 권종호, 전개(주1) 논문, 5면 참조.

적대적 M&A가 긍정적인 기능만 할 것이라는 것을 담보하는 것은 아니기 때문이다.

그런 의미에서 방어수단의 다양화 문제는 방어수단을 인정하면 경영권을 고착화시킬 것이라는 식의 예단을 전제로 판단하거나 지금까지 우리나라에서는 적대적 M&A가 시도된 적이 없기 때문에 방어수단은 필요 없고, 방어수단은 반드시 남용되므로 도입해서는 안된다는 식의 지극히 주관적이고 감정적인 시각에서 판단할 문제는 아니라고 본다.

II. 방어수단의 필요성

방어수단의 필요성 내지 다양화 문제는 우리나라에서 적대적 M&A가 일어날 가능성이 존재하느냐, 만일 가능성이 존재한다고 하면 과연 어떠한 형태의 M&A가 시도될 것인가, 즉 남용적인 M&A가 시도될 가능성은 없는지, 그리고 만일 남용적인 M&A의 가능성이 있다면 현재 이를 효과적으로 저지할 수 있는 제도적 장치는 마련되어 있는가라는 관점에서 보아야 할 문제이다.

1. 적대적 M&A의 가능성

우리나라의 경우에는 IMF외환위기 이전에는 주식대량소유제한제도⁴⁾나 의무공개매수제도⁵⁾를 통해 적대적 M&A를 사실상 불가능하게 하거나 어렵게 하는 법제를 취하고 있었다. 그러나 IMF외환위기를 계기로 외자유치, 자본시장에 의한 규제강화 등을 이유로 적대적 M&A를 곤란하게 하였던 이러한 제도들을 모두 폐지하였다.

즉, 공격방법에 대한 규제를 통해 적대적 M&A를 제어하던 상황에서 IMF 외환위기라는 비상사태를 맞이하여 방어법제에 관해 아무런 조치를 취하지 않은 채 공격방법에 대한 규제를 없앴으로써 우리나라에서는 적대적 M&A가 구조적으로 용이한 체제로 바뀌었다. 바꾸어 말

4) 1997년 1월 구증권거래법 개정전에는 주식대량보유제한제도에 의하여 상장법인이 발행한 주식의 경우에는 상장당시 발행주식총수의 100분의 10이상을 소유한 주주는 그 소유비율, 그 이외의 지는 100분의 10을 초과하여 소유할 수 없었으므로(구증권거래법 제200조) 적대적 M&A 자체가 불가능하였다. 따라서 이때에는 방어수단이 라는 개념조차 불필요하였다.

5) 의무공개매수제도는 주식대량소유제한제도를 폐지하는 대신에 도입한 것이다. 새로이 25%이상의 주식을 취득하거나 이미 25%이상의 주식을 취득하고 있는 자가 추가로 주식을 취득하고자 할 때에는 반드시 공개매수를 통해 발행주식총수의 50%+1주 이상을 취득하도록 의무화한 것이 그것인데(구증권거래법 제21조 제2항), 동 제도는 EU 제도를 모델로 하여 공정한 M&A절차를 확립하고 경영권을 보호하며 소액주주에게도 M&A에 수반되는 프리미엄을 균점할 수 있는 기회를 제공하기 위해 도입한 것이다. 그러나 동 제도는 공개매수의 비용을 증가시켜 증권시장의 M&A기능을 위축시키고 기업구조조정을 저해한다는 지적과 함께 IMF로부터 적대적 M&A의 허용과 동제도의 폐지요구 등으로 1998년 2월에 폐지되었다(권종호, 적대적 M&A에 대한 방어수단의 구제비교와 시사점 「기업법연구」 제20권 제1호(2009) 99면).

하면 1997년 IMF외환위기를 계기로 우리나라는 적대적 M&A를 곤란하게 하는 유럽형 법제에서 적대적 M&A를 전면적으로 허용하는 미국형 법제로 바뀌게 된 것이다. 그러나 이렇게 상황이 변했음에도 방어수단에 대해서는 아무런 조치를 취하지 않음으로써 결국에는 방어수단으로 활용할 수 있는 제도가 매우 제한적인 세계적으로 유례가 드문 법제가 되어 버렸다. 그 결과 지분구조가 취약한 우량기업을 대상으로 한 외국자본에 의한 적대적 M&A의 가능성에 대한 우려가 적지 않았고, 실제로 외국자본에 의한 적대적 M&A가 빈번하게 시도되었으며, 최근에는 국내 자본에 의한 적대적 M&A도 심심찮게 시도되고 있다.

2. 남용적 M&A의 가능성

우리나라에서 일어난 적대적 M&A가 가치 파괴적이고 남용적인 것이었느냐에 대해 부정적인 견해가 있다.⁸⁾ 그러나 이 견해도 우리나라에서 남용적인 M&A가 시도될 가능성이 있다는 사실에 대해서는 부정할 수 없을 것이다. 적대적 M&A가 매수자의 이익을 위해 이루어지는 이상은 수익을 극대화하기 위해 적대적 M&A 과정에서 주주의 이익을 침해하거나 종업원 등 이해관계자의 이익과 상충되는 행위를 할 가능성은 매우 크기 때문이다.

적대적 M&A의 유형 중에는 ①주주에게 강압성의 문제를 일으키는 2단계매수, ②지배주식 취득 후 자산매각을 통해 수익을 창출하는 bust-up takeover, ③주주에게 응모여부에 대한 판단기회를 주지 않고 부당한 대가로 행하는 bear hug,⁹⁾ ④적대적 M&A의 가능성으로 위협하면서 매매차익을 노리는 그린메일 등이 있고, 이러한 유형의 M&A는 주주의 이익을 침해하거나

6) 대표적인 사례를 소개하면, ①1999년 4월 미국의 타이거펀드는 SK텔레콤 지분 6.6%를 매입하였고 이에 대해 SK그룹은 동 지분을 전량 계열사를 통해 매입하였다(일종의 그린메일, 방어비용 2조원 상당 지출), ②2003년 4월 소비린은 자회사 크레스트 시큐리티즈를 통해 SK(주) 지분 14.99%(당시 SK의 내부지분율은 13.46%)를 매입하여 최대주주로 부상하였고 이에 대해 SK그룹은 2003년 말까지 기존 계열사(SK C&C, 케미칼, 건설: 13.26%)의 지분 2.04%를 추가 매입하는 외에 SK생명, SK증권에서 1.04%를 신규 매입하였다(일종의 그린메일, 방어비용으로 신규순환출자발생 및 2조원 상당 지출), ③2006년 2월 칼아이칸 연합(아이칸-스틸파트너스 6.83%, 프랭크린 뮤추얼 8.32%)은 5% 공시 후 사외이사선임, 고배당 및 인삼공사 상장 등을 요구하였고 이에 대해 KT&G는 위임장경쟁(52 대 48)을 통해 경영권방어에는 성공하였으나(단 사외이사 1명은 칼아이칸 측 선임) 1500만주의 자기주식취득 및 소각으로 8569억원을 지출하였다. 상세는 산업자원부 산업정책팀, 「적대적 M&A에 대한 방어수단 확충검토」 (2007.9) 14면 참조.

7) 현대엘리베이터(수원지법 여주지원 2003. 12. 12. 2003카합369 결정), 한화사건(서울고법 1997. 5. 13. 97라36 결정) 등이 대표적이다. 상세는 김대규, 「적대적 M&A에 대한 방어행위의 허용기준」 「원광법학」 제27권 제1호 (2010) 595면~598면.

8) 예를 들면 김우찬, 「적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정 공청회 토론회」 「전계(주1)자료집」 24면.

9) 우리나라의 경우에도 실제로 시도된 적이 있다. 코스닥상장법인인 세니콘의 제2대 주주인 토건업체 길성산업개발이 이 방식(bear hug), 즉 부적절한 대가로 매수제안을 하면서 대상회사 경영진으로 하여금 다른 대안을 제시할 시간적 여유를 주지 않는 방식으로 적대적 M&A를 시도한 적이 있다. 그러나 실제에 있어서는 채무구조의 악화로 적대적 M&A를 포기함으로써 미완으로 끝났다(권재열, 「적대적 M&A의 방어방법에 관한 연구」 (코협연구보고서 05-1, 2005) 18면 참조).

종업원, 지역사회 등 이해관계자의 이익을 훼손하는 것으로서 일반적으로 남용적인 M&A로 인식되고 있다.

또한 단기간에 절대수익을 추구하는 헤지펀드의 성행과 금융공학을 이용한 다양한 투자수법은 남용적인 M&A의 가능성을 증가시키고 있으며, 특히 1980년대 미국에서 성행하였고 2000년대 들어 일본과 우리나라에서도 적지 않게 등장하였던 단기수익추구형의 투기펀드인 arbitrage펀드¹⁰⁾의 경우에는 회사의 장기이익이나 다른 주주의 이익을 희생으로 수익을 추구한다는 점에서 문제가 있는 것으로 보는 시각이 적지 않다.

3. 소결

이처럼 우리나라의 경우 적대적 M&A의 가능성은 매우 높으며, 특히 지금까지의 경험에 의하면 적대적 M&A가 남용적으로 이루어질 가능성도 매우 크다. 그럼에도 불구하고 유감스럽게도 남용적인 M&A를 효과적으로 저지할 수 있는 방어수단은 없다.

전술한 바와 같이 방어수단의 도입 내지 다양화에 대해서는 비판적인 시각이 적지 않다. 방어수단은 주주가 회사 지배권의 소재에 관해 판단하는 것을 방해할 수 있기 때문이라는 것이다. 이른바 주주주권론에 반하기 때문이라는 것인데¹¹⁾, 회사법적인 관점에서 보면 남용적인 M&A에 대해 경영자가 반대 입장을 취하고 주주도 이에 동의하였다면 이를 저지할 수 있도록 하는 것, 즉 방어수단을 제공하는 것이야 말로 주주주권론에 부합하는 것이 아닐까? 남용적인 M&A를 효과적으로 저지할 수 있는 방어수단의 부재는 원래 방어수단을 목적으로 도입되지 않은 제도를 방어수단으로 이용하게 함으로써 후술하는 바와 같이 “얻는 것만큼 잃어야 하는” 비효율적인 방어수단¹²⁾을 양산하고 있다.

10) 주식의 시장가치와 회사의 실질가치의 괴리가 큰, 내부유보잉여자금이 많은 회사를 대상으로 주가를 집중적으로 매집하여 경영진에게 압력을 가해 고액의 배당을 이끌어 내고, 이를 통해 주가를 상승시킨 다음 보유주식을 매각하여 투자수익을 얻는 것을 목적으로 하는 펀드를 말한다. 2006년 KT&G 주식을 대량 매집하여 고배당 등을 요구한 후 거액의 매매차익을 남기고 지분을 매각한 아이칸 - 스틸파트너스 연합은 이러한 유형의 펀드로 유명하다.

11) 이런 입장의 대표적인 것으로서는 Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev.1161, 1184(1981).

12) 원래 자금조달을 목적으로 도입된 신주의 제3자배정 증자를 원래의 목적이 아니라 방어수단으로 이용하게 되면 경영권방어라는 득을 얻는 대신에 주주는 지분비율감소, 이익배당율의 저하, 경영자는 배당압력이라는 실을 감수하여야 한다.

III. 적대적 M&A에 대한 규제방식

적대적 M&A는 그 적대성으로 인하여 어떠한 유형의 것이든 가능성만으로 경영자에 대해서는 효율적인 경영을 위한 강한 유인을 제공한다. 따라서 적대적 M&A에 대한 규제, 즉 방어수단의 도입은 적대적 M&A 자체를 불가능하게 하는 형태로 이루어지기보다는 적대적 M&A 자체는 허용하되 그 과정에서 주주나 회사의 이익을 침해하는 상황이 전개되지 않도록 하는 것이 중요하다. 그런 의미에서 예컨대 2단계공개매수의 경우 그것을 아예 불허하는 것보다는 허용은 하되 단계별로 매수가격에 차별을 두는 것을 불허함으로써 적대적 M&A가 갖는 경영자에 대한 징계 기능 등의 장점은 활용하고 주주이익의 침해와 같은 단점은 제거하는 것이 바람직하다.¹³⁾

1. 외국의 규제방식

적대적 M&A의 규제방식은 크게 3유형으로 나눌 수 있다. 즉 ①영국형으로서 공격방법에 대해 엄격히 규제하는 대신에 방어수단의 채택을 엄격히 제한하는 방법(공격규제+방어제한형), ②미국형으로서 공격방법에 대해 규제를 하지 않는 대신에 방어수단의 채택에 대해서도 규제하지 않은 방법(공격자유+방어자유형), ③일본형으로서 공격방법에 대해 규제하면서 방어수단의 채택에 대해서는 규제하지 않은 방법(공격규제+방어자유형)으로 대별할 수 있다.

가. 공격규제+방어제한형 (영국형)

강제공개매수제도를 도입하여 공개매수를 통해 의결권주식의 30%이상을 취득하고자 하는 경우에는 전주식을 대상으로 공개매수청약을 하여야 하며, 이때 응모한 모든 주식을 매수하여야 한다(City Code Rule §9(a)).¹⁴⁾ 매수가격은 매수자가 지난 12개월 동안 대상회사 주식을 매수한 가격 중 최고가이어야 하고(City Code Rule §9.5), 그리고 공개매수청약기간이 종료하기 전에 90%이상의 주식이 응모한 경우에는 잔여주주는 매수자에 대해 자기주식의 매입을 청구할 수 있다(Companies Act 2006 §983).

13) 2단계매수에서 강압성 문제를 완벽하게 해결하기 위해서는 매수자에게 전주식에 대한 공개매수를 의무화하고 응모주식에 대해 전부 매수하도록 하는 한편 대가를 규제하여 적정한 대가가 주주에게 지급되도록 하는 것이다. 그러나 이렇게 하면 비용부담으로 적대적 M&A시도 자체가 어려울 수 있다. 그리하여 그 대안으로 생각할 수 있는 것 중의 하나가 2단계 매수는 허용하되 매수가격에 차등을 두는 것을 허용하지 않거나 부당한 대가가 지급되면 사후에 정당한 대가와 차액을 지급받을 수 있는 구제장치를 마련하는 것이다.

14) 이미 의결권주식의 30% 이상 50% 이하를 갖는 자가 의결권주식을 추가로 매집하려는 때에도 전 주식을 대상으로 공개매수를 하여야한다(City Code Rule §9(b)).

영국의 법제는 지배주식을 취득하려고 하는 자에 대해 그 주식을 반드시 공개매수를 통해 취득하도록 강제한다는 점(지배권취득시의 공개매수의무화)과 전주식을 대상으로 매수권유를 하도록 하고(전주식권유의무), 응모한 주식에 대해서는 전부 매수하도록 하며(전주식매수의무), 대가에 대해서도 최고가가 지급되도록 하고 있다는 점(최고가가격규제), 그러면서도 응모하지 않은 소수의 잔여주주에게는 주식매입청구권(sell-out right)을 인정하고 있다는 점이 주요 특징인데, 이러한 법제 하에서는 적대적 M&A 과정에서 주주의 보호차원에 문제가 되는 이른바 강압성 문제는 발생가능성이 거의 없다. 그리하여 방어수단 채택과 관련해서는 주주총회의 승인을 원칙으로 하여 주주가 판단하도록 하고¹⁵⁾, 경영진에게는 엄격한 중립의무를 부과(City Code Rule §21.25)하고 있다.¹⁶⁾

나. 공격자유+방어자유형 (미국형)

원하는 만큼 대상회사의 주식을 취득할 수 있는 부분 매수(partial bid)를 원칙으로 하고,¹⁷⁾ 안분비례매수원칙(1934년 증권거래소법 § 14d(6); SEC 규칙 14d-7 · 14-8) 등 주주에게 공평한 응모기회를 제공하는데 규제의 초점을 맞추고 있다.

특히 공개매수기간¹⁸⁾ 중에 매수가격을 인상한 경우에는 매수가격 인상 전에 응모한 주식에 대해서도 인상한 가격으로 매수하도록 하고(최고가가격규제)(SEC 규칙14d-10(a)(1)), 공개매수기간 중에는 매수자는 공개매수에 의하지 아니하고는 대상회사의 주식을 취득하지 못하도록 하는(별도매수금지)(SEC 규칙 14e-5) 등 주주의 강압성문제를 해소하기 위한 노력은 하고 있으나 영국처럼 공개매수 자체에 대한 규제는 그다지 엄하지 않다.

미국법제는 이처럼 공격에 대한 규제는 엄하지 않으나 그 대신에 방어수단에 대해서는 거의 무제한 인정하고 있다. 포이즌필, 차등의결권주식, 자사주취득, 신주·주식관련사채의 제3자배

15) 차등의결권주식이나 의결권제한주식 등 정관변경을 요하는 방어수단도 채택은 할 수 있으나(Companies Act 2006 §284(4)) 반드시 주주총회의 엄격한 결의요건(총주주의 75%이상 승인)을 충족하여야 한다. 상세는 정혜련, “차등의결권에 관한 소고” 「기업법연구」 제60호(2015) 87면.

16) 2004년에 채택한 EU공개매수지침도 ①전주식을 대상으로 한 강제공개매수제도, ②매수가격은 일정기간 동안 지급한 가격 중 최고가격이어야 한다는 최고가규제, ③경영진의 중립의무, ④공개매수 기간 중에는 특정 방어수단(복수의결권주식, 의결권제한주식, 주식양도제한)의 효력이 상실되고, 매수자가 75% 이상의 주식을 취득한 때에는 그 외의 방어수단도 효력을 상실한다는 효력상실원칙(break-through rule)을 채택하여 공격을 어렵게 하면서 동시에 방어수단의 채택도 엄격히 제한하려고 하는 점에서는 영국형에 가깝다. 상세는 권종호, 전계(주) 논문, 108면 참조.

17) 안분비례원칙에 따라 부분매수를 하는 것은 허용되나 매수권유는 반드시 모든 주주를 대상으로 하여야 한다(전주식권유)(SEC 규칙 14d-10(a)(2)).

18) 공개매수기간은 최단 20영업일로 하고, 매수가격이나 매수예정주식수를 변경한 경우에는 공개매수기간을 추가로 10영업일 동안 연장하도록 하고 있는데(SEC 규칙 14e-1(a)(b)), 이 공개매수기간은 대상회사에게는 방어수단을 강구할 시간을, 경쟁적 매수자에게는 공개매수를 개시할 시간을 부여하기 위한 것이다. 그런 의미에서 매수기간의 설정은 오히려 공개매수를 장려하는 측면까지 있다.

정 등 이사회 결의로 이용 가능한 방어수단은 물론이고, 주회사법 차원에서는 반기업매수법(anti-takeover statutes)을 제정하여 정관규정을 통한 방어수단(shark repellent)(예를 들면 초특별결의규정, 사업결합제한규정, 공정가격규정, 지배주식취득제한규정 등)도 매우 다양하게 허용하고 있다.¹⁹⁾

다. 공격규제+방어자유형

(1) 일본

부분매수를 인정하고 매수기간의 확보와 함께 주주에게 공평한 응모기회(안분비례매수원칙)를 제공하는데 규제의 초점을 맞추고 있다는 점에서는 미국과 유사하다.²⁰⁾ 그러나 공개매수가 의무화되는 경우가 많고²¹⁾, 특히 매수후 주권소유비율이 3분의2을 초과하는 경우에는 응모주식 전부를 매수하여야 하는 전부매수의무가 적용된다는 점에서는 오히려 영국에 가깝다.

일본법제는 공격방법에 대해 영국적 요소를 수용하면서도 방어수단에 대해서는 매우 엄격한 영국과는 달리 2005년 회사법제정을 계기로 미국에서 허용하는 거의 모든 유형의 방어수단을 인정하고 있다. 즉 신주예약권제도를 활용한 포이즌필, 다양한 종류주식(거부권부주식, 임원선해임권부주식 등), 단원주제도²²⁾를 활용한 차등의결권주식, 자사주취득 등이 허용되고 있

19) 미국에서 일반적으로 이용되고 있는 방어수단의 유형에 대해서는 고동수, 「적대적 M&A와 경영권방어」(산업연구원 연구자료 2008-7) 33면 이하 참조.

20) 공개매수기간은 20영업일이상 60영업일이내이며(제27조의2 제2항) 매수가격은 균일한 조건이어야 하고(제27조의2 제3항) 매수가격을 인상하는 경우에는 응모주식 전부를 인상 후 가격으로 매수하여야 하며(제27조의6), 부분매수를 원칙으로 하고 응모주식에 대해서는 안분비례로 매수를 하여야 하며(제27조의13 제5항), 매수자는 공개매수 이외의 방법으로 매수(별도매수)하는 것이 금지된다(제27조의5).

21) 일본은 다음의 4경우에는 공개매수를 하도록 의무화하고 있다. ①첫째, 60일간 11명 이상의 자로부터 시장 외에서 주권등을 매수하고 매수 후 주권등소유비율이 5%를 초과하게 되는 경우(금융상품거래법 제27조의2 제1항 제1호), ②60일간 10명 이내의 자로부터 시장의 혹은 시간외시장에서 주권등을 매수하고 매수후 주권등소유비율이 3분의 1을 넘게 되는 경우(3분의1률)(동조항 제2호, 제3호), 다만 이미 대상회사의 주권 등 보유비율이 50%를 넘는 자가 시장의 혹은 시간외시장에서 주식등을 매입하는 경우에는 3분의1률은 적용하지 않는다. 지배권의 변동이 없기 때문이다. 그러나 매수후의 주권등소유비율이 3분의2를 초과하는 경우에는 전부매수의무에 의해 공개매수가 강제된다(제27조의13 제4항). 이 경우는 상장폐지의 위험이 발생하는 등 소수주주가 불안정한 지위에 놓이게 되기 때문이다. ③3개월 동안 시장내외의 거래를 합하여 또는 시장외거래와 제3자배정에 의한 신주취득을 합하여 10%를 초과하는 주권등을 매수하고, 매수 후에 주권등소유비율이 3분의1을 초과하게 되는 경우로서 그 중 시장외거래가 5%를 초과하는 때(동조항 4호), ④공개매수가 이루어지고 있는 기간 중에 주권등소유비율이 이미 3분의1을 초과하는 자가 대상회사의 주식을 취득하는 경우. 일본의 경우는 이처럼 공개매수가 의무화되는 경우가 매우 다양한데, 그 이유는 ①의 경우는 공개매수는 매출의 정반대거래이므로 주주에게 매도압력이 발생하기 때문에, ②의 경우는 주주가 시장의 혹은 시간외시장에서 이루어지는 지배권거래에 공평하게 프리미엄을 향유할 수 있도록 하기 위하여, ③의 경우는 시장내거래와 시장외거래를 교묘히 결합하여 ②의 규제를 잠탈하는 것을 방지하기 위하여, ④는 공개매수자가 공개매수기간 중에 별도 매매가 금지되는 것과 형평성을 유지하고 3분의1을 초과하는 주식을 보유하고 있는 자에 대한 정보는 주주에게 중요하다는 점에서 각각 공개매수를 하도록 의무화한 것이다.

을 뿐만 아니라 미국의 주회사법상의 반기업매수법에서 인정하고 있는 각종 정관규정상의 방어수단도 정관변경을 통해 결의요건을 가중하거나 의결권행사에 조건을 붙임으로써 가능하다.

일본법제는 공격에 대한 규제에 있어서는 엄격한 입장의 영국적 요소를 일부 수용하면서 방어수단에 대해서는 전폭적으로 허용하는 미국형을 따름으로써 총체적으로는 방어법제에 무게를 두는 유형이라고 할 수 있다.

(2) 독일

영국형을 기본으로 다양한 방어수단을 인정하고 있는 독일이나 프랑스 등도 일본형(공격규제+방어자유형)에 가까운 유형이다.

독일의 경우에는 영국처럼 의무공개매수제도를 도입하고 있다. 즉 공개매수를 통해 의결권의 30%이상을 취득하고자 하는 경우 또는 매수 후의 보유의결권이 30%이상에 달하는 경우에는 전주식을 대상으로 매수청약을 하여야 한다(공개매수 및 기업인수법 동법 제35조). 그러나 방어수단의 경우에는 경영진이 통상적인 사업활동의 일환으로 취할 수 있는 조치나 우호적인 제3자를 물색하는 행위, 감사회가 동의한 조치에 관해서는 이사회가 재량권을 가지고 방어수단을 취할 수 있다(제33조 제1항). 적대적 M&A개시 이전에 주주총회가 특별결의(총주식의 4분의3 이상 출석, 출석주식의 과반수동의)로써 경영진에게 방어조치를 취할 수 있는 권한을 부여한 경우(평상시도입 유사시발동형)에는 경영진은 감사회의 동의를 얻어 방어조치를 취할 수 있다(제33조 제2항). 다만 1998년 기업통제법(KonTraG) 제정과 함께 1주1의결권 원칙을 채택함으로써 차등의결권제도와 기타 모든 의결권제한제도는 엄격히 금지된다.²³⁾

2. 우리나라의 규제방식

우리나라의 경우에는 공격방법에 대해 규제를 하지 않으면서도 방어수단에 대해서는 엄격히 규제하는 “공격자유+방어제한형”으로 비교법적으로 매우 이례적이다.

22) 정관으로 일정수의 주식을 1단위로 정하고 1단위의 주식에 대해 1의결권을 부여하는 제도로서(제308조 제1항 단서) 최고 1000주까지를 1단위로 묶을 수 있다(회사법 시행규칙 제34조). 예를 들면 10주를 1단위로 하면 10주에 의결권은 1개만 인정되게 된다. 따라서 이 경우에는 1주의 의결권은 0.1개가 된다.

23) 상से는 이성웅, “기업지배권시장의 변화와 규제방향-독일을 중심으로.” 「법조」 제590호(2005. 11)159면~167면. 그리고 독일주식법(Aktiengesetz) 제12조 제2항에서도 차등의결권을 명문으로 금지하고 있다. 다만 비상장회사의 경우에는 정관으로 의결권을 제한할 수 있으므로(제134조 제1항 제2문) 정관으로 정하면 차등의결권주식을 발행할 수 있다(조동관, 「경영권방어 중 차등의결권에 관한 외국의 입법례와 시사점」 (입법현안 법률정보 제45호2015.9) 15면).

가. 공격자유+방어제한형

부분매수가 허용되고(자본시장법 제141조 제1항), 일정한 매수기간의 확보와 함께 안분비례 매수를 요구하고(법 제134조 제3항, 제141조 제1항 단서), 별도매수를 금지하는(법 제140조) 등 공격을 용이하게 하고 주주의 응모기회 확보(주주평등취급)에 초점을 맞추고 있다는 점에서는 미국형에 유사하다.

그러나 방어수단에 대해서는 미국에서 허용되고 있는 것 중 우리나라에서 방어수단으로서 유용하게 활용되고 있는 것은 자사주처분 정도이고, 특히 저비용 고효율의 방어수단으로 알려진 포이즌 필이나 종류주식을 활용한 각종 방어수단(차등의결권주식, 거부권부주식, 임원선택 임권부주식 등)은 허용하고 있지 않다.

나. 변칙적인 방어수단

(1) 의의 및 종류

우리나라 법제는 이처럼 공격에 대한 규제는 사실상 없으면서 방어에 대해서는 강력하게 규제를 한다는 점에서 공격과 수비에 있어서 법제의 불균형이 매우 심한 나라이다. 그 결과 변칙적인 방어수단이 널리 이용되고 있다.

변칙적인 방어수단이란 원래 방어수단을 목적으로 도입된 제도가 아닌데도 방어수단으로 이용되고 있는 제도인데, 현재 우리나라에서 이용되고 있는 것으로는 <표>와 같이 ①초특별결 의조항, ②최대주주 및 특수관계인을 대상으로 하는, 주식 또는 주식연계채권의 제3자배정 혹은 사모발행, ③이사의 시차임기제, ④황금낙하산(거액의 퇴직금제도)이 있으며,²⁴⁾ 그 외에도 ⑤순환출자나 상호출자도 방어수단으로서 이용되고 있다. 이러한 변칙적인 방어수단은 법률이 방어수단으로서 활용되는 것을 예상한 제도가 아니므로 그 유효성에 관해서는 법리적으로 논란의 여지가 있으며, 실제 효용에 있어서도 부수적인 비용을 수반하므로²⁵⁾ 고비용의 제도라고 할 수 있다.

24) 엄수진, “국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황” 『CSR 현황 II』 (2013) 70면 이하

25) 신주의 3자배정은 원래 자금조달을 목적으로 도입된 제도인데 이것을 방어수단으로 이용하게 되면 회사로서는 전술한 바(주12)와 같이 경영권방어에는 성공할 수 있을지 모르지만 제3자배정에 따른 비용, 즉 기존주주의 지분비율감소, 이익배당율저하라는 문제는 피할 수 없다. 특히 당해회사가 잉여이익이 많아 신주를 발행할 필요가 없는 상황이었다면 이러한 비용은 더욱 크게 다가올 것이고, 경영자는 안받아도 될 배당압력까지 받게 될 것이다. 상제는 송옥렬, “포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점” 『상사법연구』 제27권 제2호(2008) 96면 참조.

〈2013년 국내 상장사 M&A 방어 수단 도입 현황〉²⁶⁾

M&A 방어 수단	유가 (693사)	코스닥 (908사)	전체 (1601사)
(1) 임원해임 요건 가중	2.5%	11.8%	7.7%
(2) 합병 특별결의 요건 가중	1.3%	5.1%	3.4%
(3) 이사 시차임기제 도입	87.9%	86.6%	87.1%
(4) 황금낙하산 도입	2.0%	12.6%	8.0%
(5) 주식 연계 채권의 무제한적 발행 허용	5.3%	3.5%	4.3%
(6) 최대주주 및 특수관계인에게 제3자 배정 또는 사모 방식 유상 증자 실시	2.3%	1.9%	2.1%
(7) 최대주주 및 특수관계인에게 주식연계채권의 사모 발행	0.6%	5.2%	3.2%
(8) 발행즉시 의결권 있는 주식으로 전환 가능한 종류주식 사모 발행	8.7%	11.7%	10.4%
(9) 유상증자시 신주인수권 증서의 매매를 불허용	4.6%	6.5%	5.7%
(10) 최대주주 및 특수관계인에게 실권주 배정	0.6%	1.1%	0.9%

(2) 유효성

(i) 초특별결의조항(supermajority voting)은 임원의 해임, 합병, 영업양수도 등에 관한 방법의 결의요건(특별결의, 제434조)보다 더 높은 결의요건을 정한 정관규정으로서 임원의 해임이나 합병 등을 어렵게 하는 것을 목적으로 하는 방어수단이다. 그런데 특별결의요건을 정관으로 더 강화할 수 있도록 하는 명문규정이 없는 상황²⁷⁾에서 초특별결의조항은 해석상 논란의 여지가 있을 뿐만 아니라 소수주주에게 실질적으로 거부권을 부여하는 효과가 있고, 나아가서는 주주유한책임의 회사법적 전제에도 어긋난다는 점에서 그 유효성이 의문시된다.²⁸⁾ 하급심 중에는 초특별결의조항의 효력을 부인한 것도 있다.²⁹⁾

(ii) 주식 또는 주식연계채권의 제3자배정 혹은 사모발행은 적대적 M&A에 직면하여 유사시에 활용할 수 있는 방어수단이라는 장점이 있으나, 현행상법에서는 제3자배정을 위해서는 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 경영상의 정당한 목적이 필요하고(상법 제418조 제2항, 513조 제3항, 제516조의2 제4항), 판례는 경영권방어는 경영상의 목적에 해당하지 않는다는 입장을 취함으로써³⁰⁾ 방어수단으로 주식이나 주식연계채권(전환사채, 신주인수권부사채)의 제3

26) 엄수진, 전개(주24)논문, 82면 이하

27) 일본의 경우에는 회사법 제309조 제2항에서 정관으로 특별결의요건을 가중할 수 있음을 규정하고 있다.

28) 이철송, 「회사법강의」(제22판·2014) 544면

29) 서울중앙지법 2008. 6. 2. 2008카합1167.

30) 대판 2009. 1. 30. 2008다50776; 서울고법 1997. 5. 13. 97라36.

자배정은 이용할 수 없다.

(iii) 이사 시차임기제(classified board)는 이사별로 임기를 달리하여 이사 전체를 일시에 교체하는 것을 어렵게 하는 방어수단이다. 적대적 매수자가 이미 회사지배권을 장악한 상황에서 이 규정이 방어수단으로서 갖는 효과는 그다지 크지 않을 뿐만 아니라 우리나라의 경우에는 이사는 손해배상만 하면 정당한 사유가 없더라도 언제든지 해임할 수 있으므로(상법 제385조 제1항) 그 효용은 거의 없다.

(iv) 황금낙하산(golden parachute)은 대상회사 임원이 적대적 매수자에 의해 임기 중에 해임될 경우 거액의 퇴직금 또는 저가로 주식을 매입할 수 있는 콜 옵션을 부여한 고용계약이나 정관규정을 말한다. 경영자의 보수는 업무와 합리적인 비례관계를 유지하는 것이 원칙이므로 특별한 보수를 지급하는 정관규정은 무효일 가능성이 높고,³¹⁾ 한편으로는 거액의 퇴직금을 노린 대상회사 경영자의 기회주의적인 행동을 조장할 우려도 있다.

(v) 순환출자나 상호출자는 실제 경제적 지분보다 훨씬 큰 지배력을 누리도록 함으로써 방어수단으로는 강력한 효과를 가지지만, 계열사간 출자를 통해 가공자산을 형성하고, 지배력을 확장하는 재벌구조를 낳았고, 이로 인하여 소유·지배구조의 왜곡, 경제력 집중, 동반부실화의 위험, 시장의 독과점화 등 다양한 폐해를 초래하였다. 이러한 문제로 인하여 대기업집단에서의 계열사간 상호출자는 금지되고 있으며, 순환출자는 2013년 공정거래법개정으로 기존의 것은 인정되지만 신규순환출자는 금지된다.

다. 방어수단에 대한 규제 움직임

(1) 자사주의 처분제한

이상에서 살펴본 바와 같이 우리나라에서 현재 사용되고 있는 방어수단 중 유사시에 사용될 수 있는 수단은 신주나 자사주를 우호적인 세력에게 제3자배정의 방식으로 발행하거나 처분하는 것이다. 그런데 신주의 제3자배정은 경영상 목적을 달성하는데 필요한 경우에만 가능하고(상법 제418조 제2항), 판례는 방어목적은 경영상 목적에 해당하지 않는 것으로 보기 때문에³²⁾ 방어수단으로 활용할 수 없다.

이에 반해 자사주를 특정 제3자에게 처분하는 것은 정관에 규정이 없으면 이사회가 결정하는 것이 가능하고(상법 제342조), 판례도 자사주의 처분은 회사의 개인법적 거래로 보고 있으므로³³⁾ 방어수단으로 활용하는 데에는 법리적으로 특별히 문제가 없다.³⁴⁾

31) 이철송, 전제(주28)서, 462면

32) 대판 2009. 1. 30. 2008다50776; 서울고법 1997. 5. 13. 97라36.

33) 대판 1980. 12. 13. 79누370.

34) 다만 하급심판례는 자사주의 처분에 신주발행에 관한 법리를 적용할 수 있음 전제로 불공정한 자기주식처분은

그런데 자사주의 제3자에 대한 처분에도 신주의 제3자배정과 같이 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 경영상의 목적을 달성하기 위해 필요한 경우에만 가능하도록 하는 상법개정안이 박영선 의원에 의해 발의되어³⁵⁾ 현재 국회에 계류중이다. 이 개정안이 국회를 통과하게 되면 자사주의 제3자 처분의 경우에도 신주의 제3자배정에 관한 법리가 그대로 적용될 것이므로 방어수단으로 활용할 수 없게 된다.

(2) 실권주의 발행금지

일반공모나 주주배정 유상증자시에 배정된 신주의 인수를 포기하는 주주가 있을 경우 실권주가 발생하는데, 이러한 실권주는 이사회에서 임의로 제3자에게 배정할 수 있으므로 이를 효과적으로 이용하면 안정주주의 확보 등 방어수단으로서 활용이 가능하다. 그러나 일부 기업이 대량의 실권주를 의도적으로 유도하고 이를 대주주나 특수관계인에게 배정해 편법적인 지분 확보수단으로 악용하는 등 문제가 부각되면서 2013년 8월 자본시장법을 개정하여 상장법인의 경우 유상증자시 실권주가 발생하면 원칙적으로 그 발행을 철회하여야 한다(자본시장법 제165조의6 제2항).³⁶⁾ 그 결과 실권주를 방어수단으로 활용하는 것은 매우 어렵게 되었다.

(3) 소결

우리나라의 경우 적대적 M&A의 법제는 공수의 불균형이 매우 심각함에도 불구하고 최근의 움직임은 방어를 더욱 어렵게 하는 방향으로 입법이 이루어졌거나 추진되어 왔다. 적대적 M&A가 남용적으로 이루어질 가능성은 합리적이고 적절한 방어수단이 부재하는 상황에서 더욱 높아진다는 점을 생각하면 이러한 입법태도는 결코 바람직하다고는 할 수 없을 것이다.

신주발행무효의 소의 대상이 된다는 입장(서울서부지법 2006. 3. 24. 결정, 2006카합393)과 신주발행에 관한 법리는 유추적용할 수 없음을 전제로 자기주식처분무효의 소의 대상이 아니라는 입장(수원지법 성남지원 2007. 1. 30 결정, 2007카합30; 서울북부지법 2007. 10. 25 결정, 2007카합1082)이 대립하고 있다. 상세는 이철송, 전개(주28)서, 397면 참조.

35) 의안번호 1916300, 박영선 의원 대표발의 2015. 8. 3.

36) 다만, 예외적으로 다음의 경우, 즉 ①주간사회사가 실권주를 인수하는 경우(제165조의6 제2항 제1호), ②주주배정 증자를 하면서 실권주가 발생할 것에 대비해 주주들이 청약할 때 배정된 물량을 초과해 청약하는 경우(동조항 제2호), ③소액공모나 우리사주조합에 배정하는 경우와 같이 대주주가 지분확보를 위해 실권주를 남용할 여지가 없는 경우에는 실권주를 발행할 수 있다(동조항 제3호). 상세는 엄수진, 전개(주24)논문, 74면.

IV. 최근의 방어수단 도입 움직임

1. 서

가. 방어수단 도입의 기본방향

적대적 M&A에 대한 우리나라의 불합리한 공수불균형법제의 개선을 위하여 적대적 M&A에 대한 규제, 즉 방어수단을 생각할 때에는 크게 ①적대적 M&A 시도(공격)를 어렵게 하는 방법으로 방어수단을 대신하거나(영국방식), ②공격은 현재와 같이 쉽도록 하고 그 대신에 방어수단을 다양화하거나(미국방식), 또는 ③공격을 어렵게 하면서 동시에 방어수단도 다양화하는 방법(일본이나 독일 등 유럽방식)을 고려할 수 있을 것이다. ①은 주로 자본시장법상의 공개매수제도나 주식대량보유제도(이른바 5%룰)와 같은 공격방법과 공격자에 관한 정보공시에 대한 규제문제이고, ②는 상법상의 종류주식제도의 개선이나 신주인수선택권제도(포이즌필)의 도입 등 방어수단의 다양화에 대한 문제이며, ③은 ① 및 ②를 합친 문제라고 할 수 있다.

그런데 이 중 어느 방법을 선택할 것인지가 문제인데, 전술한 바와 같이 적대적 M&A는 어떠한 유형의 것이든지 그 적대성으로 인하여 경영자에 대해서는 징계기능과 효율적인 경영에 대한 강한 유인을 제공한다는 점에서 적대적 M&A는 가능하면 쉽게 시도할 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 특히 지배구조와 소유구조의 후진성이 문제되고 있고, 최근 롯데그룹의 형제의 난에서 보듯이 불투명한 소유구조와 불과 2.41%의 지분으로 순환출자를 통해 자산 83조원의 거대 그룹을 지배하고 있는 현실을 고려하면 적대적 M&A의 가능성은 크게 열어두는 것이 바람직함은 말할 필요가 없다. 그런 점에서 우리나라에서는 ②의 방식, 즉 공격방식에 대해서는 현행 방식을 유지하면서 방어법제의 경우에는 상법을 개정하여 새로운 유형의 방어수단을 도입하는 것이 합리적일 것이다.

나. 방어수단의 다양화 요청

방어수단이 정당화되기 위한 기준의 하나로 이른바 비례성원칙(proportionality test)이 종종 언급된다. 방어수단은 적대적 M&A가 대상회사의 정책이나 효율에 대해 가한 위협에 비례하여야 한다는 것으로 Unocal 판결에서 확립된 기준이다.³⁷⁾ 이 원칙에 의하면 방어수단은 적대

37) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 493 A. 2d 946(Del. 1985). 방어수단은 적대적 M&A의 위협에 비례하여야 한다는 Unocal기준은 방어수단은 적대적 M&A가 회사에 대해 가한 위협을 회피할 수 있는 최소한의 범위에서만 정당화되고, 위협에 비해 과도하게 적대적 M&A를 일반적으로 저지하는 등 과도한 방어수단은 정당화될 수 없다는 원칙으로 이해되고 있다(江頭憲治郎編, "敵對的企業買收の機能と理論" (松井秀征執筆) 「株式會社法大系」 (2013) 582면).

적 M&A의 위협에 비례(상응)하여야 하므로 적대적 M&A의 유형이 다양하고 그에 따른 위협이 다양하면 방어수단의 유형도 기본적으로 그에 상응하게 다양하여야 한다.

그러나 방어수단에 관한 입법 불비로 인하여 현재 이용할 수 있는 방어수단이 자사주처분 정도인 상황에서 일거에 방어수단을 획기적으로 다양화하는 것은 현실적으로 어려울 뿐만 아니라 방어수단의 다양화는 국가경제 정책과도 밀접한 관련이 있는 점을 고려하면 효용이 크고 상대적으로 남용가능성이 적은 방어수단부터 순차적으로 도입하는 것이 바람직할 수도 있다. 그런 점에서 2015년 8월 4일 정갑윤 의원이 대표발의를 통해 입법 제안한 신주인수선택권제도 및 차등의결권제도는 방어수단으로서 효용이 크면서 제도 설계에 따라서는 남용가능성도 크게 줄일 수 있다는 점에서 바람직한 제안이라고 할 수 있을 것이다. 이하 현재 국회에 계류 중인 차등의결권주식과 신주인수선택권에 관해 설명하기로 한다.

2. 차등의결권주식

대법원은 1주 1의결권 원칙에 반하는 의결권제한은 법률에서 예외를 인정하는 경우를 제외하고 무효라는 입장을 취하고 있다.³⁸⁾ 따라서 의결권의 수에 차등을 두는 차등의결권주식을 도입하기 위해서는 입법이 필요하다.

가. 복수의결권주식과 소수의결권주식

(1) 의의 및 장점

차등의결권주식은 종류주식의 한 유형으로서 의결권수에 있어서 내용이 다른 주식을 말한다. 즉 1주 1의결권을 기준으로, 1주에 대해 2개 이상의 의결권을 부여하는 복수의결권주식과 반대로 1개미만의 의결권을 부여하는 소수결권주식이 대표적이다.³⁹⁾ 차등의결권주식을 허용하고 있는 나라로는 미국, 캐나다, EU 중에는 덴마크, 프랑스, 아일랜드, 헝가리, 네덜란드, 핀란드, 스웨덴, 영국 등이 있고⁴⁰⁾ 일본의 경우에는 복수의결권주식은 인정하지 않고 단원주제도⁴¹⁾를 통해 소수의결권주식만 허용하고 있다.

차등의결권주식(이하 복수의결권주식을 전제로 설명한다)은 다음과 같은 다양한 효용 내지 장점이 있다. 복수의결권주식은 현금흐름(cash flow right)과 지배권(control right) 간의 괴리를

38) 대판 2009. 11. 26. 2009다51820.

39) 거부권주식은 차등의결권 특히 복수의결권주식의 극단적인 형태로 볼 수도 있다.

40) 다만 독일, 에스토니아, 그리스, 스페인, 이탈리아, 룩셈부르크, 폴란드는 인정하지 않는다. 송옥렬, “복수의결권 주식 도입의 이론적 검토” 「상사법연구」 제34권 제2호(2015) 256면.

41) 전게 (주22) 참조.

이용하여 실제 경제적 지분보다 훨씬 큰 지배력을 누릴 수 있으므로 ①경영권방어 비용을 감소시키고, ②벤처기업이나 start up기업의 경우에는 경영권에 대한 위협 없이 왕성한 자금수요를 충족할 수 있으며, ③복수의결권을 통한 지배권보장은 모험적인 창업자의 도전적인 경영을 촉진하고, ④성공한 중소·중견기업에 대해서는 IPO에 대한 강한 유인을 제공하여 일반투자자도 기업성장의 과실을 공유할 수 있도록 하고, ⑤주주간 계약, 특히 투자에 비례한 지배를 원하지 않는 주주 사이의 계약을 회사법적으로 유효하게 하는 수단으로도 활용이 가능하며, ⑥편법적인 방어수단으로서 많은 문제점이 지적되고 있는 순환출자나 피라미드형 지배구조의 대체재로서도 그 효용이 기대되는 등 다양한 장점이 있다.⁴²⁾ 그러나 복수의결권주식의 설계에 따라서는 현금흐름과 지배권간의 괴리로 인한 대리인 비용문제가 더욱 심화될 수 있고, 특히 방어목적으로 지배주주나 경영진에 대해 복수의결권주식을 발행하는 경우에는 기존주주의 의결권의 희석화는 피할 수 없다. 바로 그 점에서 방어수단으로 이용에는 한계가 있다.

(2) 방어수단으로서의 한계

방어수단은 기본적으로 주주의 이익을 보호하기 위한 것이므로 주주의 이익을 침해하면서까지 인정할 수는 없다. 이런 관점에서 보면 상장회사⁴³⁾가 신규로 복수의결권주식을 발행하여 방어수단으로 이용하는 것은 허용되기 어렵다. 왜냐하면 복수의결권주식을 경영자나 지배주주에게 발행하게 되면 그 반대편에 있는 기존의 주주는 의결권가치의 희석화라는 손해를 입게 되기 때문이다.⁴⁴⁾ 그리하여 미국이나 일본에서는 상장회사가 신규로 복수의결권주식을 발행하는 것을 허용하지 않는다.⁴⁵⁾

42) 유영일, “차등의결권주에 관한 연구-도입필요성을 중심으로-” 「상사판례연구」 제21집 제4권(2008) 99면~103면; 고창현, “차등의결권제도의 도입과 상장” 「상사법분야의 최근의 관심법제와 그 해결방안」 (한국상사판례학회·한국기업법학회 2015년 하계공동학술대회자료집), 147면~148면.

43) 방어수단으로서 차등의결권주식은 기본적으로 상장회사를 전제로 한다. 비상장회사의 경우에는 주식의 유동성이 적고, 또한 주식양도제한제도(상법 제335조 단서)를 이용하면 적대적 M&A의 위협을 원천적으로 차단할 수 있기 때문이다.

44) 이와 유사한 문제는 제3자배정방식의 신주발행이나 주식연계채권의 발행의 경우에도 발생하며, 따라서 판례는 경영방어목적으로 이루어진 제3자배정증자에 대해서는 무효라는 입장을 취하고 있다(대판 2009. 1. 30. 2008다50776).

45) 미국의 뉴욕거래소의 경우 상장 이전에 이미 차등의결권주식을 발행한 경우에는 상장이나 차등의결권주식의 유지는 허용하나 이미 상장된 회사가 신규로 차등의결권제도를 채택하는 것은 허용하지 않는다(NYSE Listing Rules §313.00; Supplementary Material §10). 동경증권거래소의 경우도 마찬가지로 신규공개(IPO) 시에는 의결권제한주식이나 단원주제도를 이용한 차등의결권주식의 상장은 허용하나 이미 상장하고 있는 회사가 이러한 의결권제한주식이나 차등의결권주식을 발행하거나 상장하는 것에 대해서는 기존주주의 보호의 관점에서 허용하지 않는다. 다만 상장된 주식보다 의결권이 적은 주식을 발행 및 상장하는 것에 대해서는 주주의 권리를 부당하게 제한하지 않는 한 인정한다(戶嶋浩二, “種類株式の上場制度に関する検討事項” 「商事法務」 第1800号 (2007) 19면; 동경거래소 유가증권 상장규정 제601조 제1항 제17호, 동시행규칙 제601조 제14항 제3호). 상장된 주식보다 의결권이 적은 주식의 경우에는 발행 및 상장되어도 기존주주의 이익은 침해되지

그러나 이미 복수의결권주식을 발행하고 있던 회사가 상장하는 것은 이야기가 다르다. 이 경우에는 상장으로 인하여 기존주주의 의결권이 희석되는 것이 아니고⁴⁶⁾ 또한 복수의결권주식에 관한 사항은 상장과정에서 이미 주가에 반영되어 투자자에게 미치는 영향이 적을 뿐만 아니라 비상장기업의 자금조달 및 기업공개촉진이라는 측면에서도 상장허용이 바람직하기 때문이다.⁴⁷⁾

그리고 복수의결권주식의 양도를 허용할 것인지도 문제인데⁴⁸⁾, 복수의결권주식을 방어수단으로 이용하는 것을 전제로 하면 양도는 금지하여야 할 것이다.⁴⁹⁾ 양도를 허용하면 복수의결권주식이 적대적 매수자의 손에 들어갈 수도 있으며 이때에는 방어수단으로서 의미가 없을 뿐만 아니라 편법적인 경영권승계 등에도 악용될 소지가 있기 때문이다.

요컨대, 차등의결권주식제도가 도입되더라도 이미 상장한 회사의 경우에는 기존주주의 의결권희석화의 문제로 인하여 방어수단으로 활용할 수 없을 가능성이 매우 높다. 다만 비상장회사나 상장 이전에 차등의결권주식을 도입한 후 상장한 회사의 경우에는 방어수단으로서 효용은 클 것으로 예상된다.

나. 테뉴어 보팅주식

차등의결권주식과 유사한 것으로 테뉴어 보팅(tenured voting)제도가 있다. 주식보유기간에 따라 의결권을 행사할 수 있는 수에 있어서 차등을 두는 제도로써 2년 이상 보유한 상장회사 주식에 대해 2배의 의결권을 자동적으로 부여하는⁵⁰⁾ 프랑스의 2중의결권제도(double voting right)가 대표적이다.⁵¹⁾ 보유기간에 따라 의결권수에 차등을 두는 것이므로 주식을 양도를 하

않기 때문이다.

46) 기존주주의 의결권 희석화는 상장전에 이미 이루어졌다.

47) 고창현, 전계(주42)논문, 182면.

48) 이 문제는 결국에는 차등의결권주식 자체를 상장하는 것을 허용할 것인가의 문제이기도 하다. 상장된 주식보다 의결권이 적은 주식(소수의결권주식)의 경우에는 방어수단으로서의 의미도 없고 또한 발행되더라도 기존주주의 이익을 침해하지 않기 때문에 상장되어도 특별히 문제가 될 소지가 없으나(전술한 바와 같이 일본동경거래소는 소수의결권주식의 상장을 허용) 복수의결권주식의 경우는 상장허용은 곤란하다. 상장허용은 곧 복수의결권주식의 자유양도를 인정함을 의미하는데, 그렇게 되면 본문에서 언급한 바와 같이 복수의결권주식이 적대적 매수자의 손에 들어갈 수도 있으며 이때에는 방어수단으로서 의미가 없을 뿐만 아니라 편법적인 경영권승계 등에도 악용될 소지가 있기 때문이다.

49) 그 방법으로는 양도할 경우 복수의결권주식은 1주 1의결권의 보통주로 바뀌는 것으로 할 필요가 있다.

50) 테뉴어 보팅제도는 주식자체에 복수의 의결권이 부여되는 것이 아니라 보유기간에 따라 주주에게 부여되는 권리이므로 종류주식은 아니다(정혜련, “차등의결권에 관한 소고” 「기업법연구」 제60호(2015) 84면).

51) 2014년 Florange Law(법 제2014-384호, “Law to Recapture Real Economy)의 제정을 계기로 opt-in조항을 opt-out조항으로 변경함으로써 2년 이상 보유한 주식은 정관이나 주주총회의 특별결의로 배제하지 않는 한 자동적으로 2배의 의결권이 부여된다(프랑스 상법 제225-124조 제1항). 그리고 2년의 기간은 법시행일로부터 기산되어 2016. 4. 1.부터 2년 이상보유주식은 2배의 의결권을 행사할 수 있다(고창현, 전계(주42)논문 176면, 조동관, 전계(주23)서, 17면).

게 되면 이 권리는 상실되며 1주 1의결권의 보통주로 바뀌게 된다.⁵²⁾

이 제도는 모든 주주에게 일정한 보유기간에 따라 복수의 의결권을 인정한다는 점에서 주주 평등원칙위반이나 재산권 침해의 문제를 발생하지 않을 뿐만 아니라 주주에게는 장기투자를 유도할 수 있다는 점에서 장점이 있으나, 방어수단이라는 측면에서 보면 적대적 매수자가 보유하고 있는 주식에 대해서도 동일한 원칙(즉 2년이상 보유하면 자동적으로 2배의 의결권 부여)이 작동하므로 방어수단으로서 효용은 제한적일 수밖에 없다. 또한 동 주식은 양도시 1주 1의결권으로 바뀌므로 편법적인 경영권승계 등 경영권을 고착화시키는 문제는 발생할 소지가 없지만 지배주식을 양수한 자의 입장에서는 오히려 경영권을 위협받을 수 있다는 점⁵³⁾에서 치명적인 약점을 동시에 갖고 있다. 다만 테뉴어 보팅제도의 내용을 어떻게 구성할 것인지(예컨대 보유기간에 비례하여 의결권수가 증가⁵⁴⁾), 주주구성현황(장기보유주주인 우리사주조합이나 안정주주가 어느 정도 존재하는지)에 따라서는 방어수단으로서 효용은 매우 클 수도 있다.

3. 신주인수선택권제도

가. 의의

신주인수선택권이란 회사가 정관으로 정한 바에 따라 이사회 결의로 주주에게 부여한, 주주가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액으로 일정한 기간 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리를 말한다(법률안 제432조의2). 즉 회사가 주주에게 부여한, 확인된 가격으로 회사의 신주를 인수할 수 있는 권리(warrant)로서 회사가 권리자가 되어 부여하는 회사주식에 대한 일종의 콜 옵션이다. 신주인수선택권제도의 도입목적은 이른바 한국판 포이즌필의 도입을 위한 것이다.⁵⁵⁾

나. 포이즌필의 의의 및 장점

한국판 포이즌필이란 신주인수선택권을 이용한 방어수단을 말하는데, 법률안에 의하면 매수자 이외의 주주만이 행사할 수 있는 이른바 차별적 행사조건이 붙은 신주인수선택권을 이용한

52) 정혜련, 전제(주50)논문, 84면.

53) 양수받은 주식은 전부 1주 1의결권으로 바뀌는데 반해 다른 주주가 갖고 있는 주식의 경우에는 보유기간에 따라 2의결권이 인정되기 때문이다.

54) 의결권이 2년 보유는 2배, 3년 보유는 3배, 4년 보유는 4배식으로 하는 경우를 생각할 수 있을 것이다.

55) 신주인수선택권은 일본의 신주예약권을 모델로 한 것이나 일본의 경우에는 신주예약권을 회사법상의 일반제도로 도입한 결과 그 용도가 매우 다양하나(이사나 종업원을 대상으로 한 인센티브보수(스톡옵션), 자금조달수단(right offering), 주주우대수단, 방어수단)(神田秀樹, 「會社法」 (第17版·2015) 163면) 우리나라의 경우에는 방어수단으로 그 용도가 제한된 제도로 도입하고 있어 그 용도는 방어수단으로만 국한된다.

방어수단을 말한다(법률안 제432조의2 제3항 제1호).⁵⁶⁾

포이즌필은 일정한 사유(예를 들면 이사회와 사전 협의 없이 이루어지는 공개매수나 20% 이상의 주식매수 등)가 발생하면 주주가 회사의 주식을 확인된 가격으로 인수할 수 있도록 설계한 주주 권리에 대한 플랜(shareholder's Rights Plan)인데, 미국의 표준적인 포이즌 필의 경우 일정한 사유(triggering event)가 발동하면 대량의 신주가 저가로 발행되어 공격자는 지분비율이 대폭 희석화되는 경제적 손실을 입게 되고 적대적 M&A에 필요한 지분 확보가 곤란하게 되며 인수비용이 크게 증가하게 된다. 따라서 ①포이즌 필은 적대적 M&A의 매수비용을 높여 적대적 M&A를 억제하는 효과가 있으며, ②포이즌 필의 상환 또는 소각은 통상 이사회만 결정할 수 있으므로 매수자와 이사회간의 협상을 강제하는 효과가 있고, 그리고 ③오로지 방어수단으로 이용만을 목적으로 한 제도이므로 변칙적인 방어수단과는 달리 방어수단으로서 이용될 경우 회사가 부담하여야 하는 부수비용이 발생하지 않는다.⁵⁷⁾ 이러한 특징으로 인해 미국에서는 1985년 Moran 판결⁵⁸⁾에서 “이사회는 포이즌 필을 채택할 권한이 있다”는 취지의 판시 이후 미국에서 방어수단으로 가장 널리 이용되고 있다.

4. 소결

차등의결권주식은 방어수단으로서의 기능뿐만 아니라 자금조달수단이나 주주간의 이해조정 수단 등으로서의 기능도 뛰어나고,⁵⁹⁾ 테뉴어보팅제도의 경우에도 설계하기 나름이지만 기본적인

56) 개정안에 의하면 모든 주주에게 신주인수선택권을 부여한 후에 적대적 매수자에 대해 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 그 행사내용을 다른 주주와 다르게 정하는 방법으로만 적대적 매수자를 차별적으로 취급하는 것이 가능하므로(법률안 제432조의2 제3항 제1호, 제432조의3 제1항 제1호 참조) 우리나라에서 신주인수선택권을 이용한 포이즌필은 적대적 매수자 이외의 주주만이 행사할 수 있는 소위 차별적 행사조건이 부여된 신주인수선택권을 발행하는 방법을 취할 수밖에 없다. 즉 적대적 매수자가 대상회사의 주식의 일정비율(예를 들어 20%) 이상을 취득하거나 혹은 공개매수를 시도하는 경우에 모든 주주에게 신주인수선택권을 부여하고, 이때 적대적 매수자는 차별적 행사조건으로 인하여 신주인수선택권을 행사하지 못하는 하는 방법이다. 이럴 경우에는 매수자의 지분비율이 감소하게 되어 적대적 매수가 어려워지는 것이다.

57) 포이즌필은 사전에 정한 사건(이사회가 반대하는 공개매수나 발행주식총수의 20%이상 취득 등)이 발생하여야만 발동되고 그 전에는 존재하지 않은 것과 마찬가지로, 발동이 된 경우에도 옵션행사에 따른 비용은 주주가 부담하므로 회사가 부담하는 비용은 없고, 포이즌필이 필요 없게 되어 소각하는 경우에도 무상으로 하는 것이 일반적이므로 이 역시 회사가 부담하는 비용은 없다(송옥렬, 전제(주25)논문, 96면~97면). 이에 반해 변칙적인 방어수단의 경우에는 부수비용이 발생한다((주25) 참조). 포이즌필의 효과로서는 ①평상시 기업가치나 주가에 영향이 없다, ②적대적 매수자와 경영진이 협상할 수 있는 시간과 기회를 확보한다, ③유사시에는 매수대가(프리미엄)를 인상시키고 기업가치를 보다 향상시킬 수 있는 매수제안을 실현한다는 점이 지적되고 있다(別冊商事法務編集部編「企業価値報告書・買収防衛策に関する指針」(別冊商事法 No.287. 2005) 64면).

58) Moran v. Household Intl. Inc., 500 A. 2d 1346(Del. 1985).

59) 복수의결권주식의 용도는 방어기제로서의 활용뿐만 아니라 중소기업이나 벤처기업의 경우에는 주주간의 계약을 회사법적으로 유효하게 하는 수단으로서의 활용도도 매우 크다. 창업자에게는 경영권을 보장해 주는 수단으로 활용이 가능하며, 출자에 비해 상대적으로 큰 영향력을 원하는 투자자에게는 투자를 촉진하는 촉매로서의 역할도 기대할 수 있다. 특히 아이디어나 기술을 바탕으로 한 벤처기업의 경우 창업자는 외부로부터 자금을

으로 주식 장기보유 주주에게 복수의 의결권을 인정하는 것이므로 차등의결권주식과 유사한 기능을 수행한다. 차등의결권주식이나 테뉴어보팅제도가 이러한 다양한 기능을 담고 있다는 사실은 그 도입의 필요성이 방어수단으로서의 기능 때문만이 아니라는 것을 의미하기도 한다. 다만 이러한 제도는 원래 자본조달을 주된 목적으로 하는 주식제도를 활용한 것이므로 방어수단으로 이용하는 데에는 부수비용이 수반하는 문제가 발생한다. 예컨대 복수의결권주식을 방어수단으로 이용하면 기존주주의 의결권희석화라는 문제가 부수적으로 발생하고, 테뉴어보팅 제도를 방어수단으로 이용하면 일정기간 주식양도를 포기하여야 하는 문제가 발생한다. 이에 반해 포이즌필은 오로지 방어수단으로 이용만을 유일한 목적으로 하므로 방어수단으로 이용되는데 따른 부수적인 비용이 발생하지 않는다.

전술한 바와 같이 2008년에 법무부는 방어수단으로 활용을 염두에 두고 복수의결권주식을 포함하여 총 5가지의 제도에 관한 법률안을 성안하였음에도 최종적으로는 신주인수선택권제도에 대해서만 입법화를 추진한 것은 이처럼 포이즌필이 갖는 방어수단으로서의 우월성 때문이었다. 하여튼 복수의결권주식의 도입은 방어수단으로서의 한계에도 불구하고 동주식이 갖고 있는 다양한 기능을 고려하면, 그리고 신주인수선택권제도의 도입은 저비용 고효율의 포이즌필의 방어수단으로서 우월성⁶⁰⁾을 고려하면 매우 바람직한 선택이라고 생각한다.

V. 방어수단의 남용방지

전술한 바와 같이 우리나라의 경우 1997년 IMF 외환위기 이후 공격방법에 대한 규제가 전면적으로 해제된 반면에 방어법제에 대한 조치가 강구되지 않음으로써 적대적 M&A가 남용적으로 이루어질 가능성이 매우 크다. 이러한 상황에서 방어수단으로서 효용이 큰 신주인수선택권을 이용한 포이즌필과 차등의결권주식을 도입하려는 것은 매우 고무적이다. 그런데 새로이 도입된 방어수단이 기업가치와 주주의 공동이익을 증진시키는데 기여하지 못하고 오히려 경영진의 지위보전의 수단으로 악용된다면 그것은 결코 바라는 바가 아니다. 그런 의미에서 방어수단이 남용적으로 이용되는 것을 막는 장치도 함께 강구되어야 할 것이다.⁶¹⁾

조달하면서 배당은 지분비율에 따르되 경영권은 유지하길 바라는 경우도 있을 수 있다. 이러한 때에는 복수의결권주식은 매우 의미있는 선택지가 될 수 있을 것이다. 바로 이러한 이유로 미국이나 일본의 경우 비상장 폐쇄회사에 대해서는 복수의결권의 이용을 제한하고 있지 않다(권종호, 전제(주)논문, 17면).

- 60) 포이즌필의 방어수단으로서 장점은 ①기업가치나 주가에 미치는 영향이 다른 방어수단에 비해 적고, ②비용이 저렴하며, ③매수자와 경영진간의 교섭기회를 강화하고 주주의 현명한 판단을 위한 시간을 확보할 수 있다는 점에 있다(박정구, “상법개정안상의 신주인수선택권 도입에 대한 고찰” 『한양법학』 제21권 제1집(2010) 359면).
- 61) 높은 곳에서 낮은 곳으로만 흐르는 물이 인간에게 이롭기 위해서는 치수(治水)가 필요한 것처럼, 적대적 M&A도 그것이 우리에게 유용한 것으로 기능하도록 하기 위해서는 주주의 이익을 침해하는 등 남용적으로 이용되지 못하도록 하는 조치, 즉 방어수단이 필요한 것이다.

1. 방어수단지침의 제정

우리나라에서는 지금까지 방어수단은 주로 적대적 M&A라는 위기상황이 발생하고 나서 취하는 사후적 방어수단(유사시도입 유사시발동형, 자사주나 신주의 제3자배정이 전형)이 주종이었고, 이에 대해서는 이미 판례와 많은 연구성과가 축적되어 있다. 그런데 이번에 도입하는 신주인수선택권을 이용한 포이즌필이나 차등의결권주식은 사전예방형의 이른바 평상시도입 유사시발동형의 방어수단으로 주로 이용이 예상되며, 이에 대해서는 경험이나 노하우가 많지 않다. 특히 신주인수선택권을 이용한 포이즌필과 차등의결권주식의 경우에는 방어수단으로서의 효용이나 외국의 경험을 볼 때 그 이용이 상당할 것으로 예상되는데, 이러한 점을 고려하면 국내외의 판례나 학설 등을 참고하여 당해 방어수단이 적법하고 합리적이기 위한 구체적인 기준을 마련하여 제시하는 것은 방어수단의 남용방지라는 측면에서는 물론이고 방어수단이 정당화되는 기준에 대한 예측가능성을 제고한다는 측면에서도 매우 바람직할 것이다. 그런 관점에서 보면 2006년 일본에서 당시 경제산업성과 법무부가 공동으로 발표한 방어수단지침⁶²⁾은 우리에게 시사하는 바가 크다. 동지침은 일본에서 가장 많이 이용될 것으로 예상되는 방어수단(신주예약권과 종류주식)을 염두에 두고 판례 및 학설을 참고하여 당해 방어수단이 적법하고 합리적이기 위한 구체적인 조건에 관해 제시한 것이다. 우리나라에서도 시행착오 없이 신주인수선택권을 이용한 포이즌필과 차등의결권주식이 방어수단으로서 남용되지 않고 기업가치와 주주의 공동이익의 증진에 기여할 수 있도록 하기 위해서는 판례를 통해 기준이 축적되기를 기다리기보다는 선제적으로 한국판 방어수단지침을 만드는 것이 필요하다.

일본의 방어수단지침에서는 방어수단이 정당화되기 위한 원칙으로서 ①기업가치·주주공동이익의 확보·향상의 원칙, ②사전공시·주주의사 확인의 원칙, ③필요성·상당성의 원칙의 3가지를 제시하고, 일본에서 많이 사용될 것으로 예상되는 신주인수권을 이용한 포이즌필과 종류주식을 이용한 방어수단을 구체적인 예로 하여 이 3가지 원칙에 입각하여 방어수단으로서 적법성과 합리성을 확보하는 방안에 관해 설명하고 있는데,⁶³⁾ 이에 의하면 방어수단을 생각할 때 고려하여야 하는 것은 (i) 첫째 방어수단은 기업가치나 주주의 공동이익의 향상을 위한 것이어야 한다는 것이다. 따라서 주주에게 심리적 압박감을 주거나 주주의 정보부족을 이용하거나 기업가치나 주주의 공동이익을 명확히 침해하는 적대적 M&A(예컨대 그린메일, busy-up takeover, 2단계매수, bear-hug)에 대해서만 작동하여야 한다.

(ii) 둘째, 방어수단은 사전공시의 원칙이 철저히 준수되는 상태에서 주주의 합리적인 의사에 기해 도입된 것이어야 한다. 따라서 방어수단은 주주총회의 승인을 얻어 도입하는 것을 원

62) 經濟産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005. 5. 27.)

63) 상세는 권중호, 전계(주5) 논문, 113면~117면 참조.

칙으로 하고, 이사회결의로 도입하는 경우에는 주주의 총체적 의사로 방어수단을 폐지할 수 있는 조치(예를 들면 주주총회의 재승인이 없으면 소멸하는 일몰제도, 방어수단폐지 자체를 불가능하게 하는 dead hand 조항의 불허)를 확보하여야 한다.

(iii) 셋째, 방어수단은 적대적 M&A가 대상회사에 가한 위협에 대한 합리적인 인식을 바탕으로 그 발동여부가 판단되어야 하고(방어수단의 필요성원칙), 방어수단을 발동함에 있어서도 가해진 위협에 비추어 과잉이 되지 않도록 하여야 한다(상당성의 원칙). 이는 위협의 판단에 있어서 외부전문가 등의 의견을 구하는 등 판단과정에 있어서 신중한 검토를 요하고, 이러한 신중한 검토는 경영자의 자의적인 판단을 배제함으로써 방어수단의 공정성을 제고하는데 유익할 것이다. 경영자의 자의적 판단을 배제하는 방법으로는 객관적 폐지기준을 마련하고 사외자판단중시시스템을 구축하는 것을 생각해 볼 수 있을 것이다.⁶⁴⁾

2. 거래소상장규정을 통한 규제

또한 이와 아울러 거래소 상장규정을 통하여 방어수단이 남용적으로 이용되는 것을 막는 조치도 강구할 필요가 있다. 방어수단은 기본적으로 상장회사를 전제로 하는 것이고, 특히 경영권을 고착화시키고 기업가치나 주주의 공동이익을 침해하는 방어수단은 적대적 M&A 시도 자체를 어렵게 하여 지배권시장(시장을 통한 감시)의 작동을 불가능하게 할 수도 있기 때문이다.

전술한 바와 같이 NYSE나 동경증권거래소는 주주이익을 침해할 소지가 있는 방어수단에 대해서는 엄격히 규제를 하고 있다. 특히 동경증권거래소는 상장회사가 상장된 주식보다 의결권이 적은 주식(소수의결권주식)을 발행하는 경우에도 규제를 하고 있다. 이 경우는 기존주주의 의결권이 강화되는 효과가 있어 기본적으로 기존주주의 이익을 침해할 소지가 없다. 그럼에도 불구하고 소수의결권주식의 발행이 적은 출자비율로 회사를 지배할 수 있는 상황을 만들게 되거나 이사의 지위보전을 목적으로 하는 경우 등에는 이러한 것을 해소할 수 있는 조치, 예컨대 극히 적은 비율로 회사를 지배하는 상황이 발생하거나 그 필요성이 소멸하면 소수의결권주식이 일몰하는 조치 등을 강구하지 않으면 상장을 허용하지 않는다.⁶⁵⁾ 이런 점을 생각하면 우리나라에서 차등의결권주식이나 신주인수선택권이 도입되어 상장회사에 의해 방어수단으로 활용될 경우 방어수단의 남용을 막는데 있어서 거래소 상장규정의 역할 내지 중요성은 매우 클 것으로 생각된다.

64) 객관적 폐지기준은 유사시에 내부이사만으로 방어수단폐지결정을 하는 것을 방지하기 위한 것이고, 사외자판단중시시스템은 객관적 폐지기준을 마련하지 않은 경우에 유효한 것으로서 예컨대 독립이사로 구성된 외부위원회가 방어수단의 폐지여부를 결정하는 것이 이에 해당한다.

65) 동경증권거래소 유가증권상장규정 제601조 제1항 제17호, 동시행규칙 제601조 제14호 제3호, 상장심사등에 관한 가이드라인 II. 6. (4). 미국나 일본의 상장규정의 상제는 고창현, 전계(주42)논문, 165면; 송옥렬, 전계(주40)논문, 261면; 조동관, 전계(주23)서, 10면 이하 참조.

VI. 결 론

이상에서 우리나라 적대적 M&A법제의 특이성과 방어수단의 다양화의 필요성에 관해 비교법적인 관점에서 살펴본 후, 최근 국회에 제출된 복수의결권주식과 신주인수선택권제도의 도입을 위한 법률안에 관해 검토하였다. 이 두 제도의 도입은 효율적인 방어수단이 거의 없는 우리나라의 현실을 고려하면 매우 바람직하다. 그러나 이러한 방어수단이 남용되어 가치창조적인 M&A마저 불가능하게 하는 것은 방지하여야 하고, 그러기 위해서는 방어수단의 남용을 막는 장치도 아울러 강구할 필요가 있다. 이러한 필자의 견해를 요약하면 다음과 같다.

적대적 M&A를 주주와 사회전체의 부를 증가시키는 좋은 M&A와 단순히 부의 이전효과밖에 없는 나쁜 M&A로 대별한다면, 가장 바람직한 것은 우리나라에서는 좋은 M&A만 시도되도록 하는 것일 것이다. 이론상으로는 이를 위해서는 ①나쁜 M&A는 불가능하게 하고, ②좋은 M&A에 대해서는 경영자가 이를 저지 못하도록 하여야 한다. ①을 위해서는 방어수단이 필요한 것이고, ②를 위해서는 경영자가 방어수단을 남용하는 것을 방지하는 장치가 필요한 것이다. 즉, 방어수단을 마련하고 그것이 남용되지 못하도록 하는 법제를 구축하는 것이야말로 우리나라에서 좋은 M&A만 일어나도록 할 것이다. 적절한 방어수단이 없으면 나쁜 M&A가 횡행할 것이고, 방어수단이 있더라도 그것의 남용을 막을 장치가 없으면 좋은 M&A는 시도조차 하기 어려울 것이다. ☐

(논문접수 : 2015. 10. 1. / 심사개시 : 2015. 10. 1. / 게재확정 : 2015. 10. 15.)

참 고 문 헌

- 고동수, “적대적 M&A와 경영권방어”, (산업연구원 연구자료 2008-7)
- 고창현, “차등의결권제도의 도입과 상징”, 「상사법분야의 최근의 관심법제와 그 해결방안」 (한국상사판례학회·한국기업법학회 2015년 하계공동학술대회자료집)
- 권종호, “적대적 M&A 방어수단의 필요성”, 「적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정공청회」 (공청회자료 2009. 11)
- _____, “적대적 M&A에 대한 방어수단의 국제비교와 시사점”, 「기업법연구」 제20권 제1호, 한국기업법학회, 2009.
- 김우찬, “적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정 공청회 토론문”, 「적대적 M&A 방어수단 도입을 위한 상법개정공청회」 (공청회자료 2009. 11)
- 박정구, “상법개정안상의 신주인수선택권 도입에 대한 고찰”, 「한양법학」 제21권 제1집, 한양법학회, 2010.
- 송옥렬, “포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점”, 「상사법연구」 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008.
- _____, “복수의결권주식 도입의 이론적 검토”, 「상사법연구」 제34권 제2호, 한국상사법학회, 2015.
- 엄수진, “국내 상장사의 다양한 M&A 방어수단 도입현황”, 「CSR 현황 II」, 한국기업지배구조원, 2013.
- 유영일, “차등의결권주에 관한 연구-도입필요성을 중심으로-”, 「상사판례연구」 제21집 제4권, 한국상사판례학회, 2008.
- 이성웅, “기업지배권시장의 변화와 규제방향-독일을 중심으로-”, 「법조」 제590호, 법조협회, 2005.
- 이철송, 「회사법강의」, 2014.
- 정혜련, “차등의결권에 관한 소고”, 「기업법연구」 제60호, 한국기업법학회, 2015.
- 조동관, 「경영권방어 중 차등의결권에 관한 외국의 입법례와 시사점」 (입법현안 법률정보 제45호. 2015.9)
- 산업자원부 산업정책팀, 「적대적 M&A에 대한 방어수단 확충검토」 (2007.9)
- 神田秀樹, 「會社法」 2015.
- 江頭憲治郎編, “敵對的企業買收の機能と理論” (松井秀征執筆) 「株式會社法大系」, 2013.
- 戶嶋浩二, “種類株式の上場制度に關する検討事項” 「商事法務」第1800号, 2007.

118 선진상사법률연구 통권 제72호 (2015.10.)

經濟産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005. 5. 27.)

別冊商事法務編集部編「企業価値報告書・買収防衛策に関する指針」(別冊商事法 No.287. 2005)

Burkart, Mike & Samuel Lee, *The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective*, ECGI Finance Working Paper No. 176 (May 2007)

Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Contract*, 89 Columbia Law Review 1416 (1989)

Frank Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 Harv. L. Rev. 1161, 1184 (1981)

Abstract

Problem and Improvement Measures in Relation with Legal System of Hostile Takeover Defensive Tactics in Korea - Upon poison pill and dual class voting stock -

Kwon, Jong-Ho

This thesis explains on peculiarity of the domestic hostile takeover legal system and necessity of defensive tactics diversification, then reviews on a legislative bill in order to introduce dual class voting stock and poison pill which has been recently submitted to National Assembly.

With introduction of these two defensive tactics are very desirable considering current situation which does not have an effective defensive tactics to hostile takeover in Korea. But, we need to be careful with abusing on such defensive measures which will be likely led to hinder valuable takeover, for doing that we need to come up with block measures of abuse these systems.

With summary of this thesis is as below. There are two types of hostile takeover which will increase social total amount of wealth, another is a bad one which is just transfer wealth from one side to the other side. The most desirable way is only occurring good one in Korea. In order to occur only good takeover, theoretically i) we must make impossible to be doing of a bad takeover which needs defensive measures, ii) the good one should be protected from management which comes up with measure of prevention on abusing bulker by management.

For us to achieve, we need to prepare defensive measures and set up legal system which prevents an abuse of ones, if so the good takeover will be occurred accordingly. If there is no appropriate defensive measures, the bad one will be occurred frequently. It is very difficult for someone who tries to takeover if there's no measures of blocking the misuse of defensive tactics.

Key Words : Hostile Takeover, Warrant, defensive tactics, poison pill, dual class voting stock

