

Tin Parachutes에 관한 연구

유영일
법학과

<요 약>

본 논문은 미국에서 M & A에 대한 방어수단으로 이용되고 있는 Tin Parachutes(종업원퇴직금계약)에 관하여 고찰한 것이다. 국내에서도 이의 일종이라고 할 수 있는 것이 최초로 이용되어 관심을 끌고 있다. 본 논문에서는 국내법상의 Tin Parachutes의 적법성 문제와 관련하여, 미국에서의 논의를 토대로 Tin Parachutes의 개념과 방어효과, 그리고 적법성에 관하여 고찰하였다.

A Study on the Tin Parachutes

You, Young-Ihl
Dept. of Law

<Abstract>

The purpose of this article is to examine the Tin Parachutes Plan(employee severance benefits contract) that is employed as defensive tactics against M & A in the U.S.A. The fact arouses our interest that recently a kind of Tin Parachutes Plan was also employed as defensive tactics in Korea for the first time. In connection with the legality of the Tin Parachutes Plan in Korean Commercial Law, this article examines the concept, defensive effects and legality of the Tin Parachutes Plan on the basis of discussions in the U.S.A.

I. 서 론

최근 국내기업간에도 적대적 M & A에 대한 방어수단이 많은 관심을 끌고 있는데,¹⁾ 국내에서도 최초로 M & A에 대한 방어수단으로 이른바 Tin Parachutes(종업원퇴직금계약)의 일종이라고 할 수 있는 것이 사용됨으로써 관심을 끌고 있다. 그 내용을 보면 다음과 같다. (주)한농이 동부그룹측에 넘어갈 당시 한농의 이사이자 계열사인 한정화학의 대표이사였던 K씨가 한정화학이 동부측에 M & A 당하지 않도록 하기 위해 노조와 합동으로 방어행위를 전개하였다. 당시 K씨가 사용했던 방어수단은 노조와 합심하여 단체협상과 임금인상을 노조에 일방적으로 유리하도록 체결하는 것이었다. 임단협 내용 중에는 노조 가입제한을 철폐하고 유니온숍 형태로 변경하여, 부장급까지 노조가입이 강제되도록 하는 조항이 들어 있었다. 또한 근로자에 대한 징계시 의결정족수를 2 / 3 이상으로 하고, 징계위원 9명 중 4명은 노조가 차지한다고 규정하여 노조의 동의없이 사실상 징계가 불가능하도록 만들어 놓았다. 나아가 퇴직금누진율 인상은 물론, 기본급인상과 휴가비 및 성과급신설, 각종 수당의 증액 및 신설, 상여금 100 % 증액, 학자금 확대 등에 합의했다. 또한 회사가 경영난으로 폐업할 경우 1년 이상의 평균임금에 해당하는 금액을 지급하도록 하는 규정도 신설하였다. 이 합의안에 따라 임금을 지급하고 노조활동을 보장할 경우 새 경영진은 적자폭이 눈덩이처럼 커지는 등 정상적인 경영이 불가능할 정도로 회사측에 불리한 내용이었다. 이에 대해 동부그룹측의 경영진은 위 임단협은 통모에 의한 것이므로 그 효력이 없다며 임단협무효 가치분신청을 법원에 냈다. 가치분신청에 대해 서울 민사지방법원 민사합의 50부는 임단협규정 위반을 이유로, '통상적으로 생각해 어려운 징계절차와 과도한 임금협상 등이 단기간에 체결된 것으로 미루어 보아 K씨가 노조와 통모해 단체협약을 체결한 사실이 인정된다'며 가치분신청을 받아 들였다.²⁾

위 사례에서 한정화학측이 채택한 방어수단의 내용은 미국에서 적대적 M & A에 대한 방어수단의 일환으로 이용되고 있는 Tin Parachutes보다 광범위한 내용을 담고 있으나, 주된 내용은 유사하다고 할 수 있다. 다만, 한정화학측이 방어행위시 임단협규정을 위반하여 아쉬움이 남지만, 이 사건을 계기로 이제 우리나라에서도 본격적으로 Tin Parachutes 등 M & A에 대한 개별적인 방어수단의 적법성이 법원의 심사를 받게 되기에 이르렀다고 할 수 있다. 이에 본고에서는 국내에서의 Tin Parachutes의 방어수단으로써의 적법성 문제와 관련하여, 미국에서의 논의를 중심으로 Tin Parachutes의 개념과 방어효과, 그리고 적법성 문제에 관하여 차례로 고찰하기로 한다.

II. 개념

Tin Parachutes란 적대적 M & A이후 일정기간 이내에 종업원이 정당한 이유없이 해고되거나, 강등이나 감봉 등을 이유로 사직하는 경우 일정금액의 퇴직금(severance benefits)을 지급하기로 약정하는 것이다.³⁾ 주요임원들에게 지급되는 Golden Parachutes

1) 최근 국내에서의 M & A 현황에 관하여는 안문택, 우리나라의 M & A의 현황과 문제점, M & A에 대한 방어대책, 한국상사법학회 1995년 하계세미나 발표자료, 1면 이하 참조.

2) 아직 본안소송은 미결상태이다(한국경제신문 1995년 7월 14일자).

3) 미국의 경우 1984년과 1985년 상반기중 약 550,000명에 달하는 종업원이 M & A와 관련된 회사조직재편(restructuring)으로 영향을 받았다. M & A 옹호론자들은 이와같은 결과를 적대적 M & A가 경제구조조정을 촉진한다고 하여 긍정적으로 평가하는 반면에, 부정론자들은 종업원해고와 공장폐쇄를 M & A가 사회에 끼치는 해악을 보여주는 부분적인 증거로써 간주한다. 그러나 어느 입장에 서든 1980년대

(임원퇴직금계약)에 대응하는 개념으로써, Silver Parachutes라고도 한다.⁴⁾ 퇴직금액은 각 종업원의 임금과 근무기간 등을 고려하여 산출되는데, 보통 2년치의 임금을 지급한다. Tin Parachutes는 적대적 M & A의 성공후 뒤따르는 해고 등으로부터 종업원을 보호하기 위하여 고안되었지만, 동시에 제한된 형태로 일종의 방어수단으로써 작용한다.

Tin Parachutes는 M & A의 위험이 있는 회사가 사전 방어수단으로써 채택하는 것이 보통이다. 또한 주주총회의 승인절차 없이 이사회에 결의만으로 채택하는 것이 일반적이거나, 이사회는 사후에 주주총회에 대하여 주인(ratification)을 요구할 수도 있다. 방어수단으로 Tin Parachutes를 채택하는 경우, 적대적 M & A로 인하여 종업원이 실제로 해고되기까지는 퇴직금을 지급할 필요가 없으므로 채택시 회사부담이 적고, 또한 회계기준이나 정부규제상으로도 예상지급액에 대하여 적립금계정을 둘 것을 요구하지 않는 등 다른 방어수단과 달리 비교적 저렴한 비용으로 설정할 수 있다는 잇점이 있다. 그리고 Tin Parachutes는 공시가 요구되는 Golden Parachutes와 달리,⁵⁾ 적어도 M & A가 개시되기 이전까지는 비밀리에 이루어지는 것이 보통이다.⁶⁾

Tin Parachutes 계획의 전형적인 것으로는 미시간주 Zeeland에 본점을 둔 사무용가구 제조회사인 Herman Miller, Inc.사(종업원수 4,800명)가 채택한 것을 들 수 있다. 동계획에 의하면, 근무기간이 2년 이상인 종업원 전원에게 고용계약 종료일로부터 10일 이내에 일시퇴직금을 전액 지급하고, 지급액은 근무기간이 2년 이상인 자에게는 1년치 보수 상당액을, 5년 이상인 자에게는 2년 6개월치의 보수 상당액을 지급한다. 또한 매수자에 대하여 위의 보수에 대한 권리를 실행함에 있어서 부수되는 변호사비용 등도 전액 지급된다. 그리고 계획의 유효기간은 M & A 이후 2년간이다.⁷⁾ 여타 회사들의 Tin Parachutes 내용도 이와 유사하나, 다만 일시지급액을 회사재직기간에 연결시키거나, 최소재직기간 요건을 단축함으로써 보상액을 조정한다. 그 가운데에서도 Mobil사의 Tin Parachutes가 가장 흥미로운 것이라고 할 수 있는데, 동사의 Tin Parachutes는 적용대상이 되는 종업원의 범위가 가장 넓을 뿐만 아니라(총 37,000명), 적대적 M & A에 의해 실직한 경우 종업원에게 통상퇴직금의 2배를 지급하도록 하여 가장 단순한 방법을 채택하고 있기 때문이다.

III. 방어효과

회사가 적대적 M & A에 대한 방어수단으로써 Tin Parachutes를 채택하는 목적은, ① M & A에 성공한 후 조직재편(restructuring) 계획의 일환으로 종업원의 대량해고를 예정하고 있는 매수자에 대하여 다액의 퇴직금지급 부담을 지움으로써 M & A 비용을 증가시

매우 활발했던 회사지배권시장과 종업원에 대한 부정적인 영향간에는 밀접한 관련이 존재한다. 이로 인해 M & A가 종업원에게 미치는 영향이 적대적 M & A의 경제적 효용을 평가함에 있어서 또 하나의 논쟁거리가 되고 있다(Patrick J. Ryan, "Corporate Directors and the "Social Costs" of Takeovers - Reflections on the Tin Parachute," 64 *Tulane L.Rev.* 3(Nov.1989), 5-7 ; Alan E. Garfield, "Helping the Casualties of Creative Destruction : Corporate Takeovers and the Politics of Worker Dislocation," 16 *J.Corp.L.* 249(Win.1991), 252-258).

4) Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 10-12, 18-19.

5) 17 C.F.R. 229.402(e)(1988).

6) Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 32-33 n.80.

7) 그 밖에 The Mobil Corporation, the Accuracy Corporation, America West Airlines, the Diamond Shamrock Corporation 등이 Tin Parachutes를 방어수단으로 채택하고 있다(Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers, Acquisitions, And Reorganizations* (West Publishing Company, 1991), 242). 구체적인 채택현황은 Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 68-70 참조.

켜 M & A에 대한 억제효과(deterrent effect)를 가질 수 있고⁸⁾ ② M & A 기간중 종업원의 충성심과 생산성을 향상시킬 수 있기 때문이다.⁹⁾ M & A 이후에 해고되는 경우에는 보상을 받을 수 있다는 사실을 아는 경우, 종업원들은 더욱 회사에 남으려고 하고 또한 열심히 일할 것이기 때문이다.

Tin Parachutes의 방어효과는 대상회사와 매수자에게 특수한 여러가지 요소에 의해 좌우된다. 예컨대, 대상회사의 종업원의 수와 보수구조는 M & A 비용과 관련하여 Tin Parachutes의 방어효과를 평가함에 있어서 중요한 의미를 갖는다. 또한 Tin Parachutes는 대상회사에 대한 지배권 취득후의 계획의 일환으로써 종업원의 대량해고를 의도하고 있는 매수자에 대해서만 억제효과를 갖는다. Tin Parachutes의 방어효과를 앞에서 본 Herman Miller사의 예를 들어 설명해 보면 다음과 같다. Herman Miller사의 주식은 장외시장에서(over the counter) 거래되고 있는데, 주가는 1986년의 경우 최저 19 달러 50 센트, 최고 31 달러였다. 동사의 사외보통주식 2,600만주는 약 9,000명의 주주가 보유하고 있고, 50%의 주식을 기관투자자들이 보유하고 있다. Herman Miller사의 현재 주식의 시가가 25 달러라고 가정하는 경우, 주당 30 달러의 공개매수청약이 이루어지는 경우 주가는 20% 정도 상승할 것이다. 매수자가 공개매수 이전에 공개시장에서 5,000만 달러를 들여 200만주를 취득하고, 잔여사외주식 1,400만주에 대하여 부분공개매수를 개시하는데 추가로 4억 2,000만 달러가 든다고 가정하는 경우, 매수자에게는 총 4억 7,000만 달러의 금액이 필요할 것이다. 이 경우 Herman Millers사가 채택한 Tin Parachutes의 방어효과는 대략 다음과 같이 평가할 수 있다. 예컨대 총 4,800명의 종업원 가운데 1,000명의 재직기간이 2년에서 5년 사이이고, 평균임금 및 기타 소득이 연간 15,000 달러라고 가정하면, 이들 종업원에게는 1년치의 보수상당액을 일시퇴직금으로 지급하여야 하므로, Tin Parachutes로 인하여 이들 모두를 해고하는데 드는 비용은 1,500만 달러가 된다. 또한 3,000명의 종업원은 6년 이상 근무했고 평균임금 및 보수가 연간 20,000 달러라고 가정하는 경우, 적대적 M & A 이후 이들 종업원을 모두 해고하는데 드는 비용은 1억 5,000만 달러가 된다. 나머지 종업원 800명은 근무기간이 2년 이하이기 때문에 Tin Parachutes의 적용대상에서 제외된다고 가정하자. 결과적으로 매수자가 Herman Miller사의 지배권을 취득하기를 바라고, 그 후 공장을 폐쇄하여 종업원 전원을 해고하고자 한다면, 매수자는 Herman Miller사가 채택한 방어수단인 Tin Parachutes로 인해 1억 6,500만 달러를 지급하지 않으면 안된다. 이 금액은 매수자가 Herman Miller사의 지배권을 취득하기 위하여 이미 투자한 4억 7,000만 달러에 추가하여 M & A 이후에 지급되어야 한다. 만일 매수자가 자신의 투자에 대하여 100%의 수익을 기대한다면, Herman Miller사가 방어수단으로 채택한 Tin Parachutes는 매수자의 수익을 66%까지 낮출 수 있다. 보다 낮은 수익을 기대했던 매수자라면 Tin Parachutes로 인하여 이보다 훨씬 수익이 적어질 것이다. 그러므로 Tin Parachutes는 M & A에 대하여 상당한 억제효과를 가질 수 있다. 물론 위에서 든 예는 매수자가 M & A 이후 대상회사의 종업원을 전원 해고하는 경우를 가정한 것으로 비현실적이라고 할 수 있다. 실제로는 Tin Parachutes로 인해 그렇게까지 심각한 억제효과는 발생하지 않는다. 대상회사의 종업원은 회사가 완전히 폐쇄되기 보다는, 오히려 재벌이(conglomerate) 부분사업체로 나뉘거나 대상회사의 사업부문이 매수자의 사업부문과 중복됨에 따라 적대적 M & A 이후 제한적으로 이루어지는 해고나 공장폐쇄에 의하여 영향을 받는 경우가 대부분

8) 종업원의 수를 고려할 때, Tin Parachutes는 매수자에 대하여 엄청난 비용부담이 될 수도 있다. 예컨대, Mobil사의 Tin Parachutes는 37,000명의 종업원들에게 적용되고, 또한 America West사의 Tin Parachutes에서는 매수자가 장기근속자에게 일시퇴직금(lump sum payment)을 지급할 뿐만 아니라, 종업원의 소송비용을 100만 달러까지 지급하도록 하고 있다(*ibid.* ; Alan E. Garfield, *op.cit.*, 276).

9) Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 12, 19-25, 39-48.

이다.¹⁰⁾ 그러므로 Tin Parachutes의 방어효과는 종업원에 대한 일부해고의 경우에서 보다 합리적으로 평가될 수 있을 것이다. 따라서 종업원의 10 %만이 해고된다고 가정하는 경우에는 Herman Miller사의 예에서 Tin Parachutes로 인한 비용은 1,650만 달러로써 매수자의 투자액의 약 3.5 %가 될 것이다. 이 정도의 불이익으로는 모든 적대적 M & A를 저지할 수는 없다. 따라서 Tin Parachutes는 일정한 상황하에서만 M & A에 대한 방어효과를 기대할 수 있음을 알 수 있다. 즉, Tin Parachutes는 대상회사를 효율적으로 경영할 수 있다고 잘못 판단한 적대적 매수자에게 M & A 비용을 증가시킴으로써, 이들에 대해서만 방어효과를 갖는다. 이에 따라 M & A를 통하여 대상회사의 지배권을 취득한 후 종업원을 대량 해고함으로써 이익을 얻고자 하는 시도는 Tin Parachutes로 인하여 감소하게 된다. 잠재적인 매수자는 방어수단으로 Tin Parachutes를 채택하고 있는 대상회사를 평가함에 있어서 이와같은 불이익을 추가로 고려하여야 하기 때문에, 결국 Tin Parachutes는 적대적 M & A에 대하여 방어효과를 갖게 된다. 반면 Tin Parachutes는 대상회사를 매수한 이후의 경영전략이 1차적으로 종업원에 대한 해고에 크게 의존하지 않는 매수자에 대해서는 전혀 방어효과를 가지지 못한다. 결국 Tin Parachutes는 비효율적인 매수자가 종업원을 해고함으로써 대상회사의 수익을 향상시킬 수 있다는 잘못된 판단하에서 M & A를 시도하는 것을 억제함으로써, M & A의 전반적인 효율성을 향상시킬 수 있게 된다.

Tin Parachutes의 효용에 대한 이와같은 긍정적인 평가에 대해서는, 종업원을 상당수 감원하는 것만으로도 효율성이 증가하거나, 유사부문을 통합하여 중복되는 종업원을 감원함으로써 시너지 이익이 발생할 수 있는 회사가 방어수단으로 Tin Parachutes를 채택할 가능성이 있다는 비판이 있을 수 있다. 그러나 그와 같은 회사가 실제로 존재한다고 해서 Tin Parachutes의 금지가 정당화되지는 않는다. 매수자가 대상회사를 M & A한 후 단순히 종업원을 해고하거나 회사의 조직재편에 착수하는 것만으로도 달성할 수 있는 효율성은 대상회사의 현경영진에 의해서도 언제든지 가능한 것이다. 실제로도 상황이 어려운 회사는 통상 M & A의 대상이 되지 않는다는 사실이 입증되고 있다.¹¹⁾

Tin Parachutes는 다른 방어수단과 함께 이용되는 경우 그 방어효과가 더욱 커질 수 있다. 기존의 방어수단과 함께 Tin Parachutes를 채택하고 있는 회사에 대한 M & A시에는 종업원의 해고에 따르는 추가비용 부담으로 말미암아 매수자는 매수가격을 인하하지 않으면 안된다. 이처럼 Tin Parachutes의 존재가 M & A시 매수가격을 낮추는 요인으로 작용한다는 사실은, 결국 Tin Parachutes가 채택된 경우 대상회사의 주주들이 적대적 M & A로 인한 이익의 일부를 상실한다는 것을 의미한다. 앞에서 본 바와 같이 Tin Parachutes는 단순히 잠재적인 매수자가 직면하는 불확실성을 증가시키는 것만으로도 M & A에 대한 하나의 억제책으로써 작용할 수 있다. Tin Parachutes로 인해 추가되는 이와같은 불확실성은 우호적인 M & A만이 가능하도록 보증할 수 있게 된다. 우호적인 M & A는 일반적으로 Tin Parachutes를 촉발시키지 않으며, 따라서 그에 따르는 비용을 절감할 수 있기 때문이다. 효율적인 매수자라고 하더라도 적대적 M & A를 고집하는 경우에는, Tin Parachutes의 존재가 매수가격의 인하를 강제함으로써 결국 대상회사의 주주들에게 낮은 가격이 제공될 것이므로 M & A가 성공하기 어려울 것이다. 이는 특히 경영진이 선호하는 우호적인 매수자(white knight)가 상당히 높은 가격을 제시하는 공개매수전(bidding war)에 있어서는 매우 큰 불이익이 될 수 있다.

이와 달리, Tin Parachutes의 방어효과에 대해서는 경영진이 원하는 만큼 M & A에 대한 억제효과를 가지지 못하며, 채택되는 경우 오히려 현경영진에 대한 종업원들의 충성심

10) Alan E. Garfield, *op.cit.*, 256.

11) Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 22.

이 약화된다는 비판이 있다. 즉, 회사에 대한 충성심은 향상될 수 있으나, 특정한 지배그룹에 대한 충성심은 향상을 기대할 수 없다는 것이다.¹²⁾ 또한 Poison Pill은 이사회와의 협상에 의해 상환이 가능한 반면, Tin Parachutes는 철회가 어렵기 때문에 유연성이 부족하다는 등의 지적도 있다. 실제로도 미국의 경우 Golden Parachutes가 많은 회사에서 방어수단으로 이용되고 있는 것과 달리, Tin Parachutes는 많이 이용되고 있지 않다.¹³⁾

IV. 적법성

1. 방어행위와 경영판단의 원칙

연방법인 Williams 법이나 SEC 규칙에서는 일반적으로 M & A에 대한 방어행위에 대하여 규제하고 있지 않다. 그러므로 대상회사의 방어행위는 1차적으로 주법에 의한 규제대상이 된다. 그리고 주규제의 대부분은 주의회가 아니라, 주법원에서 이루어지고 있다. 방어행위에 대해서는 대상회사의 주주가 대표소송을 제기하여 그 적법성을 다투는 것이 일반적이다. 특히 공개매수의 경우에는 현재의 주가에 상당히 높은 프리미엄을 붙인 가격으로 이루어지는 것이 일반적이므로, 대상회사의 방어행위가 성공하는 경우 주주들은 프리미엄을 취득할 수 있는 기회를 잃게 되기 때문이다. 주주는 대표소송에서 당해 방어행위가 주회사법상 이사 및 임원이 회사와 주주에 대하여 부담하는 충실의무(fiduciary duty)를 위반했다고 주장한다. 그러나 종래 대부분의 주법원에서는 M & A에 대항하기 위하여 방어수단을 채택하기로 한 이사회에의 결정에 대하여 경영판단의 원칙을 적용하여 이를 보호하여 왔다. 경영판단의 원칙에 의하는 경우, 이사가 다음의 요건을 충족하는 경우에는 이사회에의 결정에 대하여 개인적인 책임이 면제된다.

- (1) 이사회에의 결정이 상당한(reasonable) 조사와 적당한 고려 이후에 이루어질 것
- (2) 결정에 관여한 이사들이 당해 거래에 이해관계가 없고, 또한 이익충돌이 없을 것
- (3) 당해 행위가 성실히(in good faith) 이루어질 것, 즉 회사의 최대이익이 되고 또한 합리적인 영업목적에 추진하는 것이 된다는 성실한 믿음을 가지고 이루어질 것

그러나 최근 미국에서의 M & A 붐은 M & A에 대한 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 주법원으로 하여금 자신의 역할을 재평가하는 계기를 가져 왔다. 즉, M & A에 의한 회사지배권 거래(corporate control transaction)의 경우에는 이사가 회사 및 주주와 잠재적인 이익충돌의 관계에 있기 때문에, 법원은 이사회에 의한 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 주주에 대한 보호자로서의 역할을 떠맡기 시작했다. 그 결과 법원은 이사에 대하여 주주의 이익을 충분히 보호할 것을 요구하게 되었고, 이를 위하여 방어행위와 관련된 이사회에의 결정을 훨씬 적극적으로 심사하게 되었다. 그리고 이와같은 법원의 적극적인 대응은 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 경영판단의 원칙의 적용을 수정하는 방식으로 나타나게 되었다. 이처럼 현재 미국의 각 주법원에서는 M & A에 대한 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서, 종래 경영판단의 원칙에 의하여 이사회에의 결정을 존중해 온 전통적인 입장에서 벗어나 새로운 기준을 적용하여 엄격한 심사를 행하고 있다. 이와

12) *Ibid.*, 48-50.

13) Crystal 教授는 Tin Parachutes는 '매우 비난할 만한(highly reprehensible)' 防禦手段이라고 한다(Dale A. Oesterle, *op.cit.*, 243).

같은 최근의 추세를 가장 잘 보여주는 판결을 델라웨어주에서 찾아볼 수 있다. 델라웨어주 대법원은 M & A에 대한 이사회와 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서, 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 위한 요건 이외에 다시 다음의 요건을 추가하고 있다. 즉, 이사회는, ① M & A로 인하여 회사의 정책 및 효율성에 대하여 위협이 존재한다고 믿은 합리적인 근거(reasonable grounds)와 ② 자신이 채택한 방어수단이 '가해진 위협과 관련하여 상당하다(reasonable)'는 사실에 대하여 1차적인 입증책임을 부담하여야 한다는 요건이다(Unocal 기준).¹⁴⁾ Unocal 기준상의 요건은 경영판단의 원칙의 통상적인 효과로부터의 일탈을 의미한다. 경영판단의 원칙하에서는 이사회와 결정에 최소한 무엇인가 합리적인 근거가 분명한 경우에는, 법원이 이사회와 결정에 대해 상당성 여부를 심사하지 않기 때문이다.¹⁵⁾ 델라웨어주 대법원의 입장에 따르는 경우, 이사는 특정한 방어행위가 경영판단의 원칙에 의해 보호받는다라는 사실에 대하여 1차적인 입증책임을 부담한다. 이사가 이를 입증하는 경우에는, 방어행위의 채택을 공격하는 원고가 이제 최종적인 입증책임을 부담하게 되어, 이사의 충실의무 위반을 입증하여야 한다.

2. Tin Parachutes의 적법성

Tin Parachutes의 적법성과 관련해서는 경영판단의 원칙하에서 일부 법원에서 상반되는 판결을 내린 바 있다.¹⁶⁾ 그러나 이들 판결에서 문제된 Tin Parachutes는 적대적 M & A가 개시된 이후에 채택된 것들이다. 그러므로 사전에 채택된 Tin Parachutes에 대한 경영판단의 원칙의 적용과 관련해서는 추측만이 가능한 실정이다. 그러나 보다 논란이 많은 Golden Parachutes에 대해서도 적법성을 인정하는 법원의 태도에 비추어 볼 때,¹⁷⁾ 이들 Tin Parachutes에 대해서도 경영판단의 원칙에 의한 보호가 인정될 것으로 보인다. 경영판단의 원칙상의 보호를 받기 위한 첫번째 요건, 즉 상당한 조사와 적당한 고려는 별로 문제될 것이 없다. 회사 경영진은 이사회와 결정이 이 요건을 위반하지 않도록 주의할 기을일 것이기 때문이다. 2번째 요건은 방어수단의 채택결정에 관여한 이사가 당해 거래에 이해관계가 없어야 한다는 것이다. Tin Parachutes는 이사가 아닌 종업원들에게 이익을 제공하는 것이므로, Tin Parachutes의 채택시 이사의 직접적인 이해관계는 존재하지 않는다. Tin Parachutes를 방어수단으로 채택하는 경우 경영진의 지위가 보전되는 효과가 있기는 하지만, 대부분의 법원은 다른 방어수단의 경우 이와같은 지위보전 이익이 그 자체로서 경영판단의 원칙상의 보호를 부정하는데 충분한 것으로 간주하지는 않는다. 3번째 요건, 즉 당해

14) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946(Del.1985); *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346(Del.1985).14). 자세한 내용은 拙稿, 株式公開買受에 관한 研究, 防禦行爲의 適法性에 관한 美國 會社法上の 論議를 중심으로, 法學博士學位論文(서울대, 1994), 104면 이하 참조.

15) 이에 따라 델라웨어주 대법원의 방어행위 심사기준을 중간기준(intermediate standard)이라고도 한다. 미국 회사법상 이사의 행위에 대한 법원의 심사기준으로는 종래 통상적인 경영활동에 대한 심사기준인 경영판단의 원칙과, 이사와 회사간의 이익충돌을 야기하는 거래에 대한 심사기준인 본질적 공정성기준이 있어 왔는데, 델라웨어주 대법원의 방어행위 심사기준은 이들 2기준의 중간에 위치하기 때문이다 (Ronald J. Gilson / Reinier Kraakman, "Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?," 44 *Bus.Law.* 247(Feb.1989), 249-251).

16) *Black & Decker Corp. v. American Standard Inc.*, 682 F.Supp. 772(D.Del. 1988)(Revlon의 무 위반을 이유로 적법성 부정); *GAF Corp. v. Union Carbide Corp.*, 624 F.Supp. 1016(S.D.N.Y. 1985)(적법성 인정); *Minstar Acquiring Corp. v. AMF, Inc.*, 621 F.Supp. 1252(S.D.N.Y.1985)(적법성 부정); *Tate & Lyle PLC v. Staley Continental, Inc.*, [1987-1988 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep.(CCH) ¶93, 764(Del.Ch.May 9, 1988)(적법성 인정). Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 28 n.69.

17) *Koenings v. Joseph Schlitz Brewing Co.*, 123 Wis. 2d 490, 368 N.W. 2d 690(Wis. Ct. App.1985), *rev'd*, 126 Wis. 2d 349, 377 N.W. 2d 593(1985); *International Ins. Co. v. Johns*, 685 F. Supp. 1230(S.D. Fla. 1988), *aff'd*, 874 F. 2d 1447(11th Cir. 1989).

행위가 회사의 최대이익이 되고 또한 합리적인 영업목적에 촉진하는 것이 된다는 성실한 믿음을 가지고 이루어질 것이라고 하는 요건은 Tin Parachutes가 가지는 종업원에 대한 복리후생적 성격에 의해 충족될 수 있다. 회사 경영진은 종업원에 대한 최선의 보상방법을 결정함에 있어서 전통적으로 많은 재량권을 가져 왔다. 또한 이사의 성실성은 Tin Parachutes가 가지는 방어효과에 의해 입증될 수 있다. 첫째 이사는 Tin Parachutes의 채택은 종업원의 충성심과 생산성을 보존하기 위한 성실한 시도라고 주장할 수 있고, 이는 성실성 요건을 충족시키는데 충분할 것이다. 둘째 이사는 Tin Parachutes의 채택이 Shark Repellent의 경우와 달리 바람직하지 않은 형태의 공개매수만을 저지할 것이라고 성실히 믿었다고 주장할 수 있다. Tin Parachutes가 갖는 이와같은 제한적인 방어효과도 이사의 성실성 요건을 충족할 수 있을 것이다.

그리고 텔라웨어주 대법원이 채택하고 있는 요건, 특히 방어행위가 가해진 위협과 관련하여 상당한 것이어야 한다는 요건은 상황에 의해 좌우되는 면이 크겠지만, Tin Parachutes의 채택시 대상회사의 경영진이 이 요건을 충족하는데는 큰 어려움이 없을 것으로 보인다. Tin Parachutes는 채택비용이 거의 들지 않기 때문에 회사 자산이 거의 유용되지 않는다. 더욱이 Tin Parachutes는 M & A 이후 대상회사의 종업원을 대량 해고함으로써 보수를 대폭 삭감하려고 하는 매수자에 대해서만 방어효과를 갖는다. 종업원에 대한 해고나 공장폐쇄가 대상회사의 효율성을 증가시킬 가능성이 있는 경우에도, Tin Parachutes는 불필요한 해고나 공장폐쇄를 감소시킨다. 특히 M & A가 개시되기 이전에 Tin Parachutes를 방어수단으로 채택한 회사는 이미 M & A가 개시되어 회사의 지배권이전이 불가피한 상황에 빠진 회사의 경우보다 훨씬 그 적법성을 인정받기가 용이할 것이다.

한편, 펜실바니아주에서는 1990년 회사법 개정을 통하여 Tin Parachutes를 회사법 자체에서 채택하였다. 이에 의하면 매수자는 대상회사의 지배권취득후 2년 이내에 해고된 종업원 전원에게 대하여 최대 26주 분의 해고수당을 지급하게 되어 있다.¹⁸⁾

3. 과도한 Tin Parachutes의 지급규제

경영진이 종업원에게 지나치게 과도한 퇴직금의 지급을 약정하는 Tin Parachutes를 채택함으로써, M & A에 대하여 과도한 억제책을 창설하는 것도 가능하다. 이 경우 법원은 M & A로 인하여 대상회사에 가해진 위협에 대한 Tin Parachutes의 상당성을 평가함에 있어서 Tin Parachutes로 인해 지급되는 퇴직금액을 평가할 수 있을 것이다. 그러나 현재 이에 관한 특별한 규제는 존재하지 않는다.¹⁹⁾ 다만, 과도한 Golden Parachutes의 지급을 규제하는 연방 세법규정에서 어느 정도의 기준을 발견할 수 있다. 회사의 주요임원에 대하여 지나치게 거액의 퇴직금지급을 약정하는 Golden Parachutes에 대한 일반의 비난이 높아짐에 따라,²⁰⁾ 미국 의회는 1984년 Deficit Reduction Act를 제정하여 합리적인 Golden Parachutes 지급에 대한 기준을 마련했다.²¹⁾ 동법에 의하면, Golden Parachutes로 인해 지

18) 15 PA.CON.S.TAT.ANN.§§2581-83(Purdon). 매사추세츠주와 로드 아일랜드주에서도 이를 채택하고 있다(MASS.GEN.LAWS ANN.ch.149, §183(West) ; R.I.GEN. LAWS §28-7 19.2).

19) 이는 현재 미국에서 Tin Parachutes가 Golden Parachutes와 달리 방어수단으로써 많이 이용되지 않고 있다는 점에서도 그 이유를 찾을 수 있을 것이다.

20) 가장 악명높은 예로는 Kohlberg Kravis Roberts & Co.사의 62억 달러의 공개매수시 Beatrice Companies사가 6인의 주.요.임원에게 2,350만 달러를 지급한 경우와, Pantry Pride사가 Revlon사의 주식 17억 4천만 달러 어치를 매수한 후 Revlon사의 최고경영자인 Michel Bergerac에게 3,500만 달러를 지급한 경우를 들 수 있다(Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 31 n.75).

21) Deficit Reduction Act of 1984, Pub.L.No.98-369, §67, 98 Stat.494(to be codified at I.R.C.§§280G, 4999) 26 U.S.C.§280G(a), (b)(2)(A)(ii), (b)(3), (d)(2), §4999(1982 & Supp.1987).

급되는 금액은 퇴임 임원의 과거 5년 동안의 연평균 총수입의 3배를 초과할 수 없게 되어 있다.²²⁾ 그리고 위 금액을 초과하는 Golden Parachutes 지급에 대해서는 2가지의 별책이 부과된다. 첫째 과도한 퇴직금을 지급한 회사는 기준을 초과하는 금액에 대해서는 법인세 법상의 과세소득 계산상 손금처리가 불가능하여 초과액을 손금으로 공제할 수 없다. 둘째 초과퇴직금을 수령한 임원에 대해서는 초과액에 대해 20%의 소비세(excise tax)가 부과된다.²³⁾

이에 따라 미국에서는 M & A에 대한 방어수단으로 채택한 Tin Parachutes가 주주로 부터 회사 자산의 낭비라고 공격을 받아 Tin Parachutes로 인한 퇴직금 지급액의 규모가 문제되는 경우, 하나의 합리적인 기준으로써 연방세법상의 이와같은 기준을 유추적용할 수 있을 것이라는 견해가 주장되고 있다.²⁴⁾ 그리고 실제로 미국내에서 Tin Parachutes를 방어수단으로 채택하고 있는 회사들의 경우에서도 이와같은 기준을 초과하여 퇴직금지급을 약정하는 Tin Parachutes는 존재하지 않는다.

4. M & A 기간중 주주 이외의 회사관계자에 대한 배려의 적법성

주회사법상의 Tin Parachutes의 적법성에 대한 평가를 위해서는 경영진이 주주 이외의 회사관계자(nonshareholder constituencies)의 이익을 어느 정도까지 고려할 수 있는가 하는 문제를 또한 검토하지 않으면 안된다. 이 문제에 관하여는 방어행위의 적법성에 관한 가장 오래된 판례 가운데 하나인 *Cheff v. Mathes* 판결이²⁵⁾ 참고가 될 수 있다. 위 사건에서 Maremont사는 M & A를 위하여 Holland Furnace사의 주식을 대량으로 취득했다. Holland사는 난방기구 판매를 위하여 소매판매인을 직접 고용하는 판매방식을 채택하고 있었다. 그러나 Maremont사는 M & A를 통하여 Holland사의 지배권을 취득한 후, 이와같은 종래의 판매방식을 변경하여 도매방식을 채택하려고 하였다. 이와같이 판매방식을 변경하는 경우에는 종래의 8,500명에 달하는 직접고용 판매인을 해고하고 6개 정도의 도매판매인을 두는 것이 가능했다. Holland사의 경영진은 Maremont사의 M & A를 방어하기 위하여 우선 Maremont사의 과거 사업관행을 조사하고, 다음 시장에서의 자기주식취득을 위한 회사자금의 사용권한을 부여받았다. 그리고 Maremont사가 보유하고 있는 Holland사의 주식을 매수하기 위하여 금융을 얻었다. 그 후 제기된 주주의 대표소송에서, Holland사의 경영진은 Maremont사의 M & A에 의해 야기된 '종업원의 동요'는 '회사정책과 효율성에 대한 위협'을 야기했다고 주장했다. 이에 대해 델라웨어주 대법원은 종업원의 동요는 회사의 장래 생산성에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문에, Holland사의 이사들이 Maremont사의 M & A가 자사의 종업원들에게 미치는 영향에 대하여 관심을 갖는 것은 적법하다고 인정하여 이사들의 주장을 받아들였다.²⁶⁾

그 후 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 판결에서²⁷⁾ 델라웨어주 대법원은 이사들은 특정 공개매수가 '회사의 정책과 효율성'에 위협을 가하는지 여부를 결

22) 26 U.S.C. 280G(b)(2)(A)(ii), (b)(3), (d)(2)(1982 & Supp. 1987).

23) 1984년 5월 21일 SEC가 연방의회에 제출한 공개매수 개정법안(Tender Offer Reform Act of 1984 ; Wirth 법안)에서도, 공개매수기간중에는 임원 및 이사의 현재 또는 장래의 보수를 증액하는 계약을 체결하는 것을 금지함으로써(권고 38a), Golden Parachutes를 제한하고 있다(Marc I. Steinberg, *TENDER OFFERS-DEVELOPMENTS AND COMMENTARIES*(Quorum Books, 1985), 27).

24) Patrick J. Ryan, *op.cit.*, 32.

25) 199 A. 2d 548(Del. Supp. 1964).

26) Dale A. Oesterle, *op.cit.*, 660-664.

27) 506 A. 2d 173(Del. 1986).

정함에 있어서 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려할 수 있다는 자신의 종래의 입장을 재확인했다. 그러나 법원은 공개매수가격이 대상회사의 해체가 불가피한 지점까지 인상된 때에는 이사들은 어떤 이유론든 공개매수에 대항할 수 없다고 판시했다. 회사의 해체가 불가피한 경우에는 모든 회사정책 또는 효율성의 지속이 비현실적인 것으로 되어 버리기 때문에, 종업원의 화합이나 기타 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려할 이유가 존재하지 않기 때문이라는 것이 그 이유였다.²⁸⁾ Revlon 판결에도 불구하고, Cheff 판결은 대부분의 M & A 상황에 있어서 그대로 유효하다. 위 2개의 판결은 모두 Tin Parachutes의 채택으로 종업원의 이익을 배려하는 것이 부적법한 것이 되지 않는다는 사실을 보여준다. 미국법률협회(American Law Institute : ALI)의 회사법 Project에서도 Tin Parachutes를 채택하기로 한 이사회에의 결정이 적법하다는 사실을 보여주고 있다.²⁹⁾ 동 Project 제2.01조에서는 회사의 목적을 '회사 및 주주의 이익을 증대'하는 것으로 규정하고 있지만, 동시에 이사들로 하여금 회사 및 주주의 이익증대와 관계없이 '책임있는 영업활동에 적절한 것으로 합리적으로 간주되는 윤리적인 고려를 참작할 수 있도록' 허용하고 있다.³⁰⁾ 그리고 '합리적인 금액범위 안에서 회사자원을 공공복지, 인도주의, 교육 및 박애목적에 충당'하는 것을 허용하고 있다.³¹⁾ 물론 ALI는 2.01조가 M & A에 대한 방어행위에 직접 적용되도록 의도한 것은 아니지만, 동조는 Tin Parachutes의 채택이 어떻게 회사 및 주주의 이익증대라고 하는 회사의 기본목적과 합치될 수 있는가를 입증하기 위하여 이용될 수 있다. 즉, Tin Parachutes를 이용하여 M & A 기간 동안 종업원의 생산성을 향상시키고, 회사가 비효율적인 경영진의 수증으로 넘어가는 것을 방지함으로써 회사의 이익을 보존할 수 있다. 나아가 Tin Parachutes는 해고 종업원들에 대한 보상으로써 '책임있는 영업활동에 적절한 것으로 합리적으로 간주될' 수 있다.

현재 미국의 많은 주에서는 M & A에 위협을 느낀 경영진의 적극적인 로비활동의 결과, 이사들이 합리적인 범위내에서 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려하는 것을 명시적으로 허용하는 입법을 채택하고 있다. 이들 주회사법에서는 일반적으로 이사는 회사의 최대이익을 고려함에 있어서 당해 행위가 주주, 종업원, 공급자, 고객 및 회사시설이 소재하는 지역사회에 대해 미치는 영향을 검토할 수 있다고 규정하고 있다.³²⁾ 예컨대 미네소타주 사업회사법에서는 이사가 의무이행시 회사의 최대이익을 추구함에 있어서 고려할 수 있는 요소로써, 종업원, 고객, 공급자 및 채권자의 이익, 주의 경제 및 지역적, 사회적 배려와 함께 회사 및 주주의 장단기적 이익을 열거하고 있다.³³⁾ 1983년 12월에 제정된 펜실바니아주 주주보호법에서도 이사회, 이사 그리고 임원은 의무이행시 회사의 최대이익을 추구함에 있어서 당해 행위가 종업원, 공급자, 고객, 회사의 영업소 기타 설비가 소재하는 지역사회 등에 미치는 영향과 기타 모든 관련요소를 고려할 수 있다고 규정하고 있다.³⁴⁾ 특히 펜실바니아주 법에서는 언제 그리고 어떠한 방법으로 이들 관계자의 이익을 주주의 이익보다 우선할 것인가에 대한 결정권을 이사에게 부여하고 있다. 그러므로 이사회는 M & A에 대한 대응을 결정함에 있어서 단순히 공개매수가격 등 주주의 경제적 이익 뿐만

28) Dale A. Oesterle, *op.cit.*, 545 - 553.

29) ALI, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations - Proposed Final Draft I*(Mar. 31, 1992), 69 *et seq.*

30) *Ibid.*, 2.01(b).

31) *Ibid.*, 2.01(c).

32) 이를 忠實義務修正法(Expanded Constituency Statutes ; Nonshareholder Constituency Statutes)이라고 한다. 자세한 내용은 拙稿, 앞의 논문, 190-192면 참조.

33) MINN.STAT.ANN.§302A.251(5)(West).

34) 15 PA.CON.S.TAT.ANN.§§511, 1721(Purdon).

아니라, 그 밖의 요소도 고려할 수 있게 된다. 즉, 이사회는 고용, 기부금, 세수입의 감소 등을 이유로 M & A에 반대할 수 있는 결과가 된다. 그러므로 이들 주에서는 이사들이 방어수단으로 채택한 Tin Parachutes의 적법성과 관련하여 가장 우호적인 법원의 판결을 기대할 수 있을 것이다.

V. 국내법상의 적법성

국내기업이 적대적 M & A에 대한 방어수단으로 Tin Parachutes를 채택한 경우, 그 적법성이 인정될 수 있을 것인가? 이와 유사한 성격의 Golden Parachutes를 채택하는 경우에는 우리 상법상으로도 이사의 보수가 정관 또는 주주총회의 결의사항이라는 제한이 있다(상법 제388조). 그러나 Tin Parachutes의 경우에는 일반 종업원의 퇴직금 문제이므로 상법상 특별한 제한은 존재하지 않는다. 우리 상법에서는 미국법상의 경영판단의 원칙을 명시적으로 인정하고 있지는 않으나, 해석에 의하여 동원칙을 인정할 수 있다고 본다. 그러므로 국내기업의 경우에도 이사회에서 회사와 주주의 이익에 전혀 도움이 되지 않는 M & A를 방어하기 위하여 성실히 판단한 후 이에 방어수단으로써 Tin Parachutes를 채택하는 경우, 그 채택절차가 적법하고 또한 채택시기가 시기적으로 촉박하지 않고 특정 M & A가 개시되기 이전인 경우에는 우리 상법상으로도 그 적법성이 인정될 수 있다고 본다. 다만, 그 금액이 지나치게 과도한 경우에는 회사의 재산을 감소시킴으로써 간접적으로 주주의 이익을 해칠 수 있으므로, 그 금액이 상당범위내인 경우에만 적법성이 인정될 수 있을 것이다. 이 경우 금액의 상당성을 판단함에 있어서는 미국에서 논의되고 있는 것과 마찬가지로 Golden Parachutes에 관한 미국 연방 세법상의 기준이 하나의 참고가 될 수 있을 것이다. M & A 상황하에서 이사가 회사와 주주의 이익 이외에 종업원의 이익을 고려할 수 있는가 하는 문제에 대해서도, 적어도 Tin Parachutes에 관한 한 그 금액이 과도하지 않은 경우에는 종업원의 보수결정은 일반적으로 이사의 경영판단에 속하는 사항으로써 존중되어야 할 것이다. 이와같이 볼 때에 한정화학측이 방어수단으로 채택한 내용은 전통적인 Tin Parachutes의 내용 이외에 이질적인 요소를 일부 포함하고 있으나(예컨대 노조가입 제한철폐, 종업원에 대한 징계요건 강화 등), 종업원 퇴직시의 퇴직금증액에 관한 내용은 그것이 임단협규정을 준수하는 등 그 채택절차가 적법하고, 또한 채택시기가 시기적으로 촉박하지 않았다면 우리 상법상으로도 그 적법성이 인정될 수 있을 것이다.

VI. 결 론

이상 미국에서의 논의를 중심으로 적대적 M & A에 대한 방어수단의 일종인 Tin Parachutes의 개념과 방어효과, 그리고 그 적법성 문제에 관하여 고찰하였다. 그리고 이와 관련하여 국내기업이 M & A에 대한 방어수단으로써 Tin Parachutes를 채택하는 경우 그 적법성 문제에 관하여 간단하게 살펴 보았다. Tin Parachutes는 미국내에서도 많이 이용되고 있는 방어수단은 아니며, 이용되는 경우에도 다른 방어수단과 함께 이용되는 경우가 대부분이다. Tin Parachutes의 방어효과는 M & A 이후의 매수자의 주요 전략이 종업원의 대량해고에 있는 경우에 한정되기 때문에, 대상회사의 주주들이 공개매수를 승낙할 수 있는 권리를 부당하게 침해하지 않는다. 또한 Tin Parachutes의 방어효과는 종업원 해고의 규모에 비례하기 때문에, 제한된 범위의 종업원 해고에 대해서는 방어효과가 거의 없

다. Tin Parachutes는 종업원의 보호라고 하는 공공정책에도 부합하는 측면이 있다. 미국에서는 특정 M & A가 개시되기 이전에 사전에 채택된 Tin Parachutes의 경우에는 주법상의 경영판단의 원칙과 Unocal 기준하에서 적법성이 일반적으로 인정되고 있다. Tin Parachutes의 채택으로 M & A 기간중 종업원의 이익을 배려하는 것도 회사 및 주주의 이익증대라고 하는 회사의 일반목적과 완전히 배치되는 것은 아니라고 해석되고 있다.

국내기업의 경우에도 적대적 M & A를 방어하기 위하여 Tin Parachutes를 채택하는 경우, 그 채택절차가 적법하고 채택시기가 시기적으로 촉박하지 않으며, 또한 그 금액이 상당범위내인 경우에는 우리 상법의 해석상으로도 그 적법성이 인정될 수 있다고 본다. 이 경우 금액의 상당성을 판단함에 있어서는 미국에서 논의되고 있는 것과 마찬가지로 Golden Parachutes에 관한 미국 연방 세법상의 기준이 하나의 참고가 될 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- Patrick J. Ryan, "Corporate Directors and the "Social Costs" of Takeovers-Reflections on the Tin Parachute," 64 *Tulane L.Rev.* 3(Nov.1989).
- Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers, Acquisitions, And Reorganizations* (West Publishing Company, 1991).
- Alan E. Garfield, "Helping the Casualties of Creative Destruction : Corporate Takeovers and the Politics of Worker Dislocation," 16 *J.Corp.L.* 249(Win.1991).
- ALI, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations - Proposed Final Draft I*(Mar. 31, 1992).
- Ronald J. Gilson / Reinier Kraakman, "Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics : Is There Substance to Proportionality Review ?," 44 *Bus.Law.* 247 (Feb.1989).
- Herbert S. Wander / Alain G. LeCoque, "Boardroom Jitters : Corporate Control Transaction and Today's Business Judgment Rule," 42 *Bus.Law.* 29(Nov.1986).
- Kenneth C. Johnsen, "Golden Parachutes and the Business Judgment Rule : Toward a Proper Standard of Review," 94 *Yale L.J.* 909(1985).
- Marc I. Steinberg, *TENDER OFFERS-DEVELOPMENTS AND COMMENTARIES*(Quorum Books, 1985).
- 안문택, 우리나라의 M & A의 현황과 문제점, M & A에 대한 방어대책, 한국상사법학회 1995년 하계세미나 발표자료.
- 김택주, 企業買受의 防禦에 관한 研究 - 美國法上の 論議를 중심으로, 法學博士學位論文(부산대, 1994).
- 유영일, 株式公開買受에 관한 研究, 防禦行爲의 適法性에 관한 美國 會社法上の 論議를 중심으로, 法學博士學位論文(서울대, 1994).
- 한국경제신문 1995년 7월 14일자.