

미국에서의 M&A 규제의 최근 동향에 관한 연구(I)
-- Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. 판결을
중심으로

劉榮一
법학부

<요 약>

이 글에서는 1994년 델라웨어주 대법원의 Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. 판결을 자세히 소개하고, 아울러 이것이 가지는 의미와 효과에 대해서 고찰하였다. 이 판결은 이사의 충실의무와 관련하여 하나의 통합기준을 마련함으로써 이사의 행위에 대한 단일한 심사기준을 마련하였고, 또한 Revlon 의무를 둘러싼 종래의 논쟁도 불식시켰다는 점에서 중요한 의미를 갖는다. 이 판결은 우리에게도 방어행위의 적법성 판단 문제와 관련하여 해석상 참고가 될 수 있을 것으로 본다.

**A Study on the recent Trends in M&A Regulation in
USA**

-- With a Special Emphasis on the Paramount Communications, Inc.
v. QVC Network, Inc. Case

You, Young-Ihl
Professor of Law

<Abstract>

This article seeks to analyze the Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. Case(Del.1994), and study its implications. QVC has very important implications in that by adopting a new unified standard with respect to directors' fiduciary duties it

adopts a single standard of review, and it represents the end of so called 'Revlon duty'. The writer believes that QVC can be of help to us in reviewing the legality of the defensive tactics.

I. 서론

델라웨어주 회사법상 전통적인 충실의무(fiduciary duty) 개념에 따르면 이사의 행위는 다음 2개 영역 가운데 어느 하나에 속하게 된다. 이해관계 있는 이사에 의한 것과 이해관계 없는 이사에 의한 것이 그것이다. 그리고 전자는 '본질적 공정성기준(intrinsic fairness)'에 따라 심사를 받는 반면에, 후자에는 '경영판단의 원칙(business judgment rule)'이 적용된다. 그러나 1980년대 적대적 M&A의 증가는 이 2개 영역 가운데 어느 하나로 쉽게 분류할 수 없는 상황을 제공했다. 이에 델라웨어주 대법원은 이와 같은 상황에 대처하기 위해 몇 가지 특별한 기준을 개발해냈다.

첫째, Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 판결에서 법원은 M&A에 대한 모든 방어행위에는 강화된 심사기준(enhanced scrutiny)이 적용된다고 판시했다(Unocal 기준). 이 기준에서는 방어행위가 적법성을 인정받기 위해서는 이사가 당해 M&A로 인해 회사의 정책과 효율성에 대하여 위협이 존재한다고 믿은 것과, 방어행위가 이 위협과 관련하여 상당하다고 믿은 것에 대해 합리적인 근거를 입증하여야 한다. 둘째, Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 판결에서 법원은 일단 회사 매각이 불가피해진 경우에는 이사에게 새로운 의무가 발생한다고 하고, 새로운 의무는 회사를 경매함으로써 주주의 단기이익을 극대화하는 것이라고 판시했다(Revlon 기준). 일단 Revlon 기준이 적용되는 경우에는 이사는 최고가격을 제시하는 자에게 회사를 경매함으로써 주주의 단기이익을 극대화하여야 하므로 이사의 의무가 크게 바뀌게 된다. 문제는 언제 Revlon 의무가 발생하는가 하는 점인데, 종래에는 이것이 명확하지 않았기 때문에 이를 둘러싸고 많은 논쟁이 이루어졌다. 셋째, Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 판결에서 법원은 Revlon 의무가 발생하는 경우는, ① 회사를 매각하거나 회사 해체가 명백한 사업재편성(reorganization)을 실행하기 위하여 적극적으로 M&A를 개시하는 경우와 ② M&A에 대한 방어로써 회사의 장기전략을 포기하고 회사 해체를 포함한 대안을 모색하는 경우에 한정된다고 하고, M&A에 대한 이사회적 대응이 단순히 방어적인 대응이고 회사의 계속적인 존재를 포기하는 것이 아닌 경우에는 Unocal 기준만이 적용될 뿐이라고 판시했다.

이처럼 종래에는 M&A 상황에서 이사의 행위를 심사하는 기준이 여러 개가 있었고, 특히 언제 Revlon 의무가 발생하는가 하는 문제를 둘러싸고 많은 논란이 있었다. 그 결과 법원은 심사기준이 여럿 존재함에 따르는 법의 분열상태로 인해 어려움을 겪었고 1980년대 후반 들어 이를 통합하여야 한다는 압력에 직면하게 되었다. 이에 따라 법원은 이후 판결들에서 주의의무(duty of care) 위반과 충성의무(duty of loyalty) 위반에 대한 취급을 통합함으로써 단일한 충실의무 기준을 마련하기 위해 노력해 왔고, 적어도 M&A 상황에서는 주의의무와 충성의무를 충분한 정보를 기초로 합리적으로 행동하여야 한다는 단일한 통합의무의 일부로 간주하려는 경향을 보여주었다. 이와 같은 상황에서 마침내 1994년 델라웨어주 대법원은 Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. 판결에서 이사의

충실의무를 종전 판결에 비해 보다 넓고 일반적인 법원칙으로 표현함으로써 충실의무와 관련한 종래의 기준을 하나로 합친 통합기준을 마련하였다. 이로써 이사의 행위에 대한 단일한 심사기준이 마련되었을 뿐만 아니라, Revlon 의무를 둘러싼 논쟁도 사라지게 되었다. 그러므로 QVC 판결은 델라웨어주 충실의무법에서의 중대한 변화를 의미하는 아주 중요한 판결이다. 이 글에서는 이 판결을 자세히 소개하고, 아울러 이것이 가지는 의미와 효과에 대해서 고찰하기로 한다.

II. Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc. 판결¹⁾

1. 사실관계²⁾

Paramount는 본점을 New York시에 두고 있는 델라웨어주 회사이다. 보통주 약 118,000,000주가 사외주식으로 뉴욕증권거래소에서 거래되고 있으며, 일반투자자들이 다수 주식을 보유하고 있다. Paramount는 영화와 TV 스튜디오, 도서출판, 전문스포츠팀, 그리고 놀이동산 등 다양한 사업체를 소유, 운영하고 있다. 이사회는 임원을 겸하고 있는 4인을 포함해서 모두 15인의 이사로 구성되어 있다. 임원 가운데 Martin S. Davis는 1983년에 이사회회장이자 CEO이고, Donald Oresman은 부회장 겸 CAO이며, 동시에 General Counsel이다. 11인의 사외이사 모두는 공개회사 또는 금융기관의 전, 현직 임원들이었다. Viacom은 본점을 매사추세츠주에 두고 있는 델라웨어주 회사이다. 이사회회장이자 CEO인 Summer M. Redstone이 지배하고 있다.³⁾ Viacom은 MTV, Nickelodeon, Showtime, 그리고 The Movie Channel 등 잘 알려진 케이블 TV 채널을 포함하여 여러 개의 사업체를 가지고 있다. Paramount-Viacom 거래에서 Viacom과 공동투자하기로 한 기업에는 NYNEX Corporation과 Blockbuster Entertainment Corporation이 포함되어 있다. QVC는 본점을 펜실바니아주 West Chester에 두고 있는 델라웨어주 회사이다. 대주주는 Liberty Media Corporation, Comcast Corporation, Advance Publications, Inc. 그리고 Cox Enterprises Inc. 등이다. 이사회회장 겸 CEO인 Barry Diller도 대주주 가운데 한 사람이다. QVC는 TV쇼핑 채널을 통해서 다양한 상품을 판매하고 있다. Paramount - QVC 거래에서 QVC와 공동투자하기로 한 기업에는 BellSouth Corporation과 Comcast Corporation 등 여러 기업이 포함되어 있다.

Paramount는 1980년대 후반부터 연예, 미디어, 통신산업 등 분야에서 다른 회사와의 M&A 가능성을 검토해 왔다. 빠르게 변화하는 이들 산업 분야에서 경쟁력을 갖추기 위해서였다. 이에 따라 Paramount는 1989년 Time에 대해 공개매수를 실시했지만 실패하고 말았다. 그 후 1993년 4월 20일 Redstone과 Davis가 만나 Viacom과의 결합가능성을 본격적으로 검토하기 시작했다. Smith Barney Shearson Inc.의 회장인 Robert Greenhill이 이를 추천했다. 7월부터 협상이 상당히 진척되어 Davis가 결합기업의 CEO가 되고 Redstone이

1) 635 A.2d 1245(Del. Ch.1993), aff'd, 637 A.2d 34(Del.1994).

2) Cary & Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*, concise 7th ed.(1995), pp. 840-861 참조.

3) Redstone은 자신이 주식 91.7%를 소유하고 있는 National Amusement, Inc.를 통하여 간접적으로 Viacom의 의결권 Class A 주식 약 85.2%와 무의결권 Class B 주식 약 69.2 %를 소유하고 있었다.

지배주주가 되는 데에는 임시로 합의가 이루어졌지만, 합병가격과 Viacom에게 부여되는 Stock Option의 조건에 대해서는 합의에 이를 수가 없었다. 가격과 관련해서 Viacom은 주당 약 61불의 시장가치를 가지는 현금과 주식(주로 Viacom의 Class B 무의결권주식)을 제안했지만, Paramount는 적어도 주당 70불을 원했다. 7월 협상이 결렬된 직후 2개의 중요한 사건이 발생했다. 하나는 QVC가 Paramount에 대해 관심을 가지고 있다는 사실을 알고는 Davis가 7월 21일 Diller에게 Paramount를 매각하지 않을 것이라고 말했다는 점이고, 다른 하나는 Viacom의 Class B 주식 시장가격이 7월 6일 46.875불에서 8월 20일 57.25불로 상승했다는 점이다. QVC는 가격상승이 Redstone측에 의한 공개시장 매수 때문이라고 주장하고 있으나, Viacom은 이를 반박하고 있다. 8월 20일 Greenhill의 주선에 따라 양사간의 논의가 재개되어 양사는 재정고문인 Lazard Freres & Co.(Paramount측)와 Smith Barney(Viacom측)의 도움을 받아 진지하고 성실하게 협상에 임했다. 마침내 Paramount 이사회는 Lazard로부터 합병에 대한 분석자료 등의 정보를 제공받은 후 9월 12일 만장일치로 Viacom이 Paramount를 흡수합병하기로 하는 합병계약(Original Merger Agreement)을 승인했다. 합병조건은 Paramount 보통주 1주를 Viacom Class A 의결권주 0.10주, Class B 무의결권주 0.90주, 그리고 현금 9.10불과 교환하는 것이었다. 이사회는 'Poison Pill'을 수정해서 Viacom과의 합병을 면제하기로 하는 데에도 동의했다. 합병계약에는 또한 다음과 같은 방어수단이 담겨 있었다.

첫째, No-Shop 조항에서는, ① 제3자가 자금조달과 관련하여 중요한 조건을 달지 않은 성실한 제안을 서면으로 하는 경우와, ② 제3자와의 논의나 협상이 이사회에 충실의무 이행에 필요하다고 판단되는 경우가 아닌 한 Paramount는 어떠한 경쟁거래도 권유, 조장, 논의, 협상하거나 또는 승인하지 않기로 동의했다. 둘째, Termination Fee 조항에 따르면, Viacom은 ① Paramount가 경쟁거래 때문에 합병계약을 취소하는 경우, ② Paramount 주주가 합병을 승인하지 않는 경우 또는 ③ Paramount 이사회가 경쟁거래를 추천하는 경우에는 100,000,000불의 Termination Fee를 받게 된다. 셋째, Stock Option 계약은 가장 중요한 방어수단이었는데, Termination Fee 조항상의 촉발사건 가운데 어느 하나가 발생하는 경우 Viacom에게 주당 69.14불로 Paramount 주식 약 19.9%(23,699,000주)를 살 수 있는 Option을 부여하는 것이었다. Stock Option 계약에는 이례적으로 Viacom에게 지나치게 유리한 2개의 조항이 담겨 있었다. 하나는 Viacom이 주식대가로 현금 대신 시장성이 없는 상급 후순위 Note로 지급할 수 있었다는 점인데, 이로써 16억불에 달하는 매수자금을 조달할 필요가 없게 되었다(Note Feature). 다른 하나는 Viacom이 Paramount로 하여금 Paramount 주식의 매수가격과 시장가격과의 차액을 현금으로 자신에게 지급하도록 선택할 수 있었다는 점이다(Put Feature). 여기에는 상한선이 없었기 때문에 불합리한 결과가 될 가능성이 있었다.

9월 12일 Paramount와 Viacom은 합병을 발표했다. Redstone은 이 합병은 결코 '깨지지 않을 결혼'이며, '핵공격'만이 이를 깰 수 있을 것이라고 말하는 등 양사는 공개석상에서 합병이 사실상 확정적임을 시사했다. Redstone은 또한 QVC의 이사회회장 겸 CEO인 Diller와 주요주주인 Tele-Communications Inc.의 John Malone에게 경쟁거래를 하지 말도록 설득했다. 그럼에도 불구하고 Diller는 9월 20일 Davis에게 주당 약 80불로(QVC 보통주 0.893주와 현금 30불) QVC가 Paramount를 흡수합병할 것을 제안함과 동시에 상세한 협의의 위해 Paramount측과 만나고 싶다는 뜻을 전했다. 9월 27일 이사회에서 Davis는 합병계약에서는 일정 조건이 충족되지 않을 경우 Paramount가 QVC는 물론 어느 누구와도

논의하는 것을 금지하고 있다는 사실을 지적했다. 특히 QVC는 자신의 제안에 자금조달과 관련한 조건(financing contingencies)이 붙어 있지 않다는 증거를 제시해야만 했다. Paramount 이사회는 또한 Lazard로부터 QVC의 제안을 분석한 정보를 제공받았다.

10월 5일 QVC는 Paramount에게 자금조달과 관련한 증거를 제공했고, 10월 11일 Paramount 이사회는 경영진에게 QVC와 만날 수 있는 권한을 주기로 결정했다. Davis는 이사회에 컨설팅회사인 Booz-Allen & Hamilton이 Paramount-Viacom 합병과 Paramount-QVC 합병으로부터의 수익 가능성을 평가하기 위해 고용되었다는 사실을 알려주었다. 10월 20일 QVC는 Paramount의 정보 요청에 따라 바인더 2개 분량의 문서를 제공했다. 10월 21일 QVC는 본 소송을 제기함과 동시에 Paramount 사외주식 51%에 대해 주당 80불의 현금공개매수를 발표했다. 잔여주식은 2단계 합병에서 QVC 보통주 1.42857주와 교환하기로 되어 있었고, 공개매수는 당시 2억불 이상의 가치를 가지는 Stock Option 계약의 무효를 조건으로 하고 있었다.

주당 10불 이상 높은 QVC의 공개매수에 직면하여 가격인상 필요성을 느낀 Viacom은 곧 Paramount와 합병계약의 전반적인 수정 논의에 들어갔다. QVC가 더 높은 가격을 제시함에 따라 Viacom과의 거래에서 협상력(leverage)이 강화된 Paramount 이사회는 10월 24일 합병계약 및 Stock Option 계약에 대한 수정을 승인했다. 수정된 합병계약은 몇개의 새로운 조항을 담고 있었는데, 하나는 Viacom이 주당 80불로 Paramount 주식 51%를 현금공개매수하는 것이었고 다른 하나는 합병대가를 변경해서 Paramount 주식 1주를 Viacom의 Class A 주식 0.20408주, Class B 주식 1.08317주, 그리고 새로운 시리즈의 전환우선주 0.20408주와 교환하도록 하는 것이었다. 또한 Paramount 이사회는 Viacom과의 거래에 대한 추천을 철회하거나 경쟁거래를 추천하는 경우에는 수정합병계약을 취소할 수 있는 권한을 갖게 되었다. 수정합병계약은 원합병계약보다 Paramount 주주와 이사회에게 더 많은 대가와 더 넓은 재량권을 주었지만 앞에서 본 방어수단은 폐지되거나 수정되지 않았다.

10월 25일과 27일 Viacom과 QVC의 공개매수가 각각 시작되었다. QVC는 공정한 경쟁을 보장할 것을 요청했지만, Paramount는 경매절차는 부적절하며 또한 Viacom에 대한 계약상의 의무에 반한다는 이유로 이를 거절하였다. 11월 6일 Viacom은 일방적으로 공개매수가격을 주당 85불로 인상하고 2단계 합병에서 제공되는 증권의 가치도 이에 상응해서 인상했으며, 당일 Paramount 이사회는 Viacom의 공개매수를 주주에게 추천하기로 했다. QVC도 11월 12일 공개매수가격을 주당 90불로 인상하고 2단계 합병에서 제공되는 증권의 가치도 동액만큼 인상했으나, 11월 15일 Paramount 이사회는 QVC의 새로운 공개매수가 지나치게 조건부라는 점을 들어 주주에게 최선의 이익이 되지 않는다고 결론을 내렸다. 사전에 Paramount의 부회장 겸 CAO인 Oresman은 이사들에게 QVC의 공개매수 조건을 요약한 문서를 보냈는데, 한 이사는 이것이 QVC 공개매수에 대해 매우 부정적인 인상을 주었다고 증언했다. Paramount 이사회는 공개매수 조건과 관련하여 QVC와 상의하지 않았는데, 이는 확실한 자금조달 계획이 없는 경우 No-Shop 조항이 그것을 금지하고 있다고 믿었기 때문이다. 많은 이사가 또한 Viacom이 QVC보다 Paramount의 장래 사업전망에 더 유리할 것이라고 믿었다고 증언했다. Viacom 및 QVC와의 거래를 분석한 많은 자료가 이사회에 제공되었지만, 각 거래에서 주주에게 제공되는 대가에 대한 분석은 대가 수령시의 증권의 예상가치가 아니고 증권의 당시 시장가격에 근거를 두고 있었다. 11월 19일 Diller는 Paramount 이사회에 QVC가 공개매수를 위한 자금지원 약속(financing commitment)을 얻어냈다는 것과, QVC의 공개매수에는 독점금지법상의 장애가 존재하지 않는다는 사실을

알려 주었다.

QVC와 Paramount의 일부주주는 Paramount의 방어수단에 대하여 예비적 유지명령을 구하는 소송을 제기하였다.

2. 형평법원(Chancery Court) 판결⁴⁾

당사자들은 본 사건에서의 쟁점이 Paramount 이사회가 Viacom과의 거래에 동의함으로써 Revlon 의무가 발생했는가, 그리고 이로 인해 이사회가 주주의 단기이익을 극대화할 의무를 부담하게 되었는가가 될 것으로 생각했다. 원고는 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 판결⁵⁾ 및 Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 판결⁶⁾ 인용하여 Revlon 의무는 지배권 변경시에(Viacom과의 거래는 이에 해당) 발생한다고 주장한 반면, 피고는 Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. 판결⁷⁾ 인용하여 Revlon 의무는 회사가 경매나 회사 해체(break-up)를 가져오는 거래를 실행하는 경우(Viacom과의 거래는 이에 해당하지 않음)에만 발생한다고 주장하고 여기서는 기껏해야 Unocal 기준이 적용될 뿐이라고 주장했다.

Jacobs 판사는 Revlon 의무를 발생시키는 일반적인 상황에 대해서는 언급하지 않았으나, 이 사건에서는 사실관계에 비추어 Revlon 의무가 발생한다고 판시했다. 이 사건에서의 특별한 사실관계라고 하는 것은 Paramount의 지배권이 일반주주에게서 Redstone에게로 이전되었다는 사실이다. 이는 회사에 있어서 가장 중요한 사건 가운데 하나이고 주주가 프리미엄을 얻을 수 있는 유일한 기회였음에도 불구하고, Paramount 이사회는 주주의 결정권을 빼앗고 방어수단을 이용해서 자신이 지배권 매각을 결정하였다. 델라웨어주법상 이사회는 그와 같은 권한을 갖지만, 여기에는 주주가 자신을 위하여 하였을 것을 해야 할 - 당시 상황에서 프리미엄을 가장 많이 제공하는 거래를 찾아야 할 - 의무가 따른다. 많은 사람이 Jacobs 판사의 결정을 Revlon 의무의 적용으로 이해했지만, Jacobs 판사는 Unocal 의무와 Revlon 의무는 본래의 충실의무로부터의 어떠한 이탈도 의미하지 않는다고 판시함으로써 아주 다른 접근방법을 택했다.

Jacobs 판사는 Cede & Co. v. Technicolor, Inc. 판결을 인용하여,⁸⁾ Revlon 의무는 단주주의무의 특수한 적용에 불과하며 이사회에게 자신의 결정이 충분한 정보에 기초하고 있다는 사실을 입증할 것을 요구할 뿐이라는 사실을 지적했다. 결과적으로 Revlon 의무는 이사회에 대하여 무조건 경매를 실시하거나 어떠한 특수한 행위를 할 것을 요구하지는 않는다는 것이다. 요컨대, 중요한 것은 이사회는 여기에 적용된 '강화된 심사기준(enhanced scrutiny)'에 따라⁹⁾ 자신의 경영상의 결정이 합리적이고 충분한 정보에 기초하고 있다는 사실을 입증할 수 있어야 한다는 것이다. 그리고 Revlon 의무와 충분한 정보를 가지고 있어야 한다는 기본적인 주의의무가 수렴하는 것은 이와 같은 의미에서라고 판시했다. 형평

4) QVC Network, Inc. v. Paramount Communications., Inc., Del. Ch., 635 A.2d 1245(1993). Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, Delaware Fiduciary Duty Law After QVC And Technicolor: A Unified Standard(and the End of Revlon Duties?), 49 *Bus.Law.* 1593(Aug. 1994), pp. 1603-1604 참조.

5) 506 A.2d 173(Del.1986).

6) 559 A.2d 1261(Del.1989).

7) 571 A.2d 1140(Del.1989).

8) 634 A.2d 345(Del.1993).

9) 이는 경영판단의 원칙보다는 엄격하지만, 본질적 공정성기준보다는 덜 엄격한 기준이다.

법원은 Paramount 이사회가 방어수단을 채택하기 이전에 QVC의 공개매수에 관하여 충분한 정보를 가지는데 실패했다는 이유로 Paramount의 방어수단을 유지시켰다.

3. 대법원 판결¹⁰⁾

대법원도 형편법원의 판결을 지지했다. 대법원은 Paramount 이사회 결정에는 Revlon 기준 대신 '강화된 심사기준'이 적용되어야 한다고 판시하였다.¹¹⁾ 대법원 판결은, (1) 지배권 매각과 델라웨어주 법원칙 (2) Paramount 이사회 충실의무위반 (3) Viacom의 계약상의 권리주장, 그리고 (4) 결론의 4부분으로 구성되어 있다.

(1) 지배권 매각과 델라웨어주 법원칙

대법원은 우선 델라웨어주 회사법과 판례는 회사 사업과 업무운영은 주주에 의해 정당하게 선출된 이사에 맡겨져 있다는 기본원칙을 선언해 왔으며, 정상적인 상황에서는 경영판단의 원칙이 적용되어 법원이나 주주는 이사의 경영상의 결정에 간섭해서는 안 된다는 사실을 지적했다. 그리고 드문 경우이긴 하지만 법원이 보다 직접적이고 적극적으로 이사의 결정을 심사하는 경우가 있음을 지적하고, 이와 같은 경우 법원은 이사의 결정에 대해 '강화된 심사기준'을 적용한다고 판시했다. 그리고 법원은 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 판결,¹²⁾ Moran v. Household International, Inc. 판결,¹³⁾ Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 판결,¹⁴⁾ Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 판결,¹⁵⁾ 그리고 Gilbert v. El Paso Co. 판결¹⁶⁾ 등에서 '강화된 심사기준'이 적용되어야 할 상황을 명확하게 확립해 왔으며, 이 사건에서 '강화된 심사기준'을 발생시키는 상황은, ① 지배권 매각을 가져오는 거래의 승인과 ② 지배권 위협에 대한 방어수단의 채택이라고 하는 2가지 상황이라고 판시했다.¹⁷⁾

다음 대법원은 지배권 매각이 갖는 중요성을 설명했다. 대법원은 우선 회사법상 기본정관의 변경, 합병, 회사재산의 전부 또는 중요한 일부의 양도 등 중요 사항을 결정하기 위해서는 다수결에 의한 주주의 승인이 필요하다는 사실과, 단일 주주나 그룹이 다수의결권을 취득하는 때에는 소수주주는 이제 더 이상 의결권행사를 통하여 의사결정에 영향을 미칠 수 없기 때문에 소수주주의 지위가 매우 약화된다는 사실을 지적했다. 대법원은 또한 의결권의 중요성을 감안하여 일관되게 의결권에 대한 부당한 간섭으로부터 주주를 보호해 왔음을 지적하고, 보호장치가 없다면 소수주주는 현금추출합병(cash-out merger)에 의해

10) Cary & Eisenberg, *op.cit.*, p. 848 이하 참조.

11) 대법원의 판결에서 'Revlon 의무'라는 문구는 완전히 빠졌다.

12) 493 A.2d 946(Del.1985).

13) 500 A.2d 1346(Del.1985).

14) 506 A.2d 173(Del.1986).

15) 559 A.2d 1261(Del.1989).

16) 575 A.2d 1131(Del.1990).

17) 이처럼 2개 상황을 나란히 놓는 것은(juxtaposition) 대단히 흥미 있는 일이다. 왜냐하면 지배권 매각은 일반적으로 Revlon 의무를 발생시키는 것으로 간주된 반면에, 방어수단의 채택은 Unocal 의무를 발생시키는 대표적인 행위였기 때문이다. 이는 대법원이 회사 지배권에 중대한 영향을 미치는 이사의 모든 행위에 대해 강화된 심사기준을 채택했으며, Unocal 의무와 Revlon 의무의 구별을 없애고 단일한 통합 기준을 채택했다는 사실을 보여주는 중요한 증거라고 할 수 있다(Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1605).

회사에서 쫓겨날 수도 있는 등 소수주주의 의결권은 단순히 형식적인 것에 불과하게 되며,¹⁸⁾ 또한 보호장치가 없다면 소수주주는 오로지 이사와 대주주가 그들에게 부담하는 충실의무에 의존하는 수밖에 없음을 지적했다. 대법원은 계속해서 그러므로 대주주의 지위를 취득하기 위해서는 대가를 치뤄야 하며, 여기서 대가란 바로 지배주식의 가치를 인정함과 동시에 소수주주의 의결권 상실을 보상해주는 지배권 프리미엄이라고 판시했다.

대법원은 이 사건에서 현재는 일반주주가 Paramount의 지배권을 보유하고 있으나 Viacom과의 합병이 이루어지는 경우에는 지배주주에게 지배권이 이전된다는 것과, 새로운 지배주주는 Paramount 이사회가 Viacom과의 합병에 대해 가지고 있는 비전을 변경할 수 있는 권한을 갖게 된다는 사실을 지적했다. 그리고 Viacom과의 합병은 지배권이 매각된다는 점에서 Paramount 주주에게 매우 중요한 결과를 가져오므로 주주는 지배권 프리미엄을 받아야만 하는데, Viacom과의 합병에는 그와 같은 보호장치가 존재하지 않으므로 Paramount 이사회는 주주에 대하여 충실의무를 부담한다고 판시했다.

다음 대법원은 지배권이 매각되는 경우 이사는 주주에게 최대이익을 제공하는 거래를 찾아야 할 특별한 의무를 부담한다고 판시했다.¹⁹⁾ 그리고 이 경우 이사의 행위에는 '강화된 심사기준'이 적용되며, 이사의 의무와 강화된 심사기준은 판례에 의해 잘 확립되어 있음을 지적했다. 요컨대, 이사는 기본적인 주의의무와 충성의무에 따라 행동하여야만 한다고 판시했다.²⁰⁾ 그리고 대법원은 Macmillan 판결에서, 법원이 '이사회가 회사 사업과 업무 운영에 대해 최종적인 책임을 부담한다는 것이 우리 법의 기본원리이다. 이와 같은 역할을 수행함에 있어서 이사는 회사와 주주에 대하여 충실의무(주주의무 및 충성의무)를 부담한다. 이와 같은 끈질긴(unremitting) 의무는 이사회는 지배권 매각행위에도 확대된다'²¹⁾ 판시했음을 지적했다. 그리고 지배권 매각 상황에서 이사는 주주에게 최대이익을 제공하는 거래를 찾는다고 하는 목적에 초점을 맞추어야만 하며, 이와 같은 목적을 달성하기 위해 충실의무를 부담한다고 판시했다. 그리고 판례는 일관되게 이와 같은 목적을 강조해 왔다는 것과,²²⁾ 목적을 추구함에 있어서 이사는 특별히 적극적이고 직접적인 역할을 떠맡아야 한다는 것, 특히 지배권 매각을 협상함에 있어서 이사회는 충분한 정보를 가지고 있어야 한다는 사실을 지적했다.²³⁾ 그리고 이는 이사는 경영상의 결정을 내리기 이전에 모든 중요한 정보를 알아야 할 의무를 부담한다는 일반원칙과 일치한다는 것과,²⁴⁾ 지배권 매각 거래의 중요성과 불공정 가능성 때문에 사외, 독립이사의 역할이 특히 중요하게 된다는 사실을 지적했다. 대법원은 이와 관련하여 Barkan 판결이 이사회가 위 의무를 충족할 수 있는 몇 가지 방법을 보여 주고 있다고 하고,²⁵⁾ 여기에는 경매실시, 시장조사(canvassing the market) 등

18) 보호장치의 예로는 초다수결 조항(supermajority voting provisions)이나 소수파 주주의 다수결 요건 등을 들 수 있다.

19) 여기서 최대이익이란 주주에게 합리적으로 가능한 범위 내에서의 그것을(the best value reasonably available to the stockholders) 말한다.

20) Barkan v. Amsted Indus., Inc., 567 A.2d 1279, 1286(Del.1989).

21) Macmillan, 559 A.2d 1280.

22) Revlon, 506 A.2d 182('이사회는 -- 주주 이익을 위하여 매각시 회사 가치를 극대화하는 것이다'); Macmillan, 559 A.2d 1288('지배권 매각시 이사의 책임은 주주를 위하여 합리적으로 얻을 수 있는 최대 이익을 얻는 것이다'); Barkan, 567 A.2d 1286('이사회는 주주를 위하여 가능한 최대가격을 얻기 위하여 중립적으로 행동하여야만 한다').

23) 충분한 정보보유는 강화된 심사기준의 핵심적인 요소이다. Barkan, 567 A.2d 1287.

24) Aronson, 473 A.2d 812. 다음도 참고할 것. Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345, 367(Del.1993); Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 872(Del.1985).

25) Barkan, 567 A.2d 1286-87.

이 포함되지만 이사가 따라야 하는 '단일한 행위모형(single blueprint)'은 존재하지 않는다는 사실을 인정했다. 그리고 어떠한 거래가 주주에게 최대이익을 제공하는가를 결정함에 있어서 이사회는 금액만을 고려하거나 거래의 장래가치에 대한 자신의 견해를 완전히 무시할 것이 요구되지는 않으며, 이사회는 전체적인 상황과 대가를 면밀히 분석하여야 하며 금전 이외의 대가가 포함된 경우에는 객관적인 비교를 위하여 가능한 그 가치를 정량화하여야 한다고 판시했다. 대법원은 이사회는 또한 각 거래의 여러 가지 상황, 예컨대 거래의 공정성과 실현가능성, 자금조달 및 자금조달의 결과, 불법성 문제, 실패위험, 공개매수자의 신원, 종전 배경과 기타 사업경험, 그리고 공개매수자의 사업계획과 주주의 이익에 대한 효과 등을 고려할 수 있다고 판시했다. 또한 이들 요소를 평가함에 있어서 이사회의 목표는 단순해야 하며, 그것은 모든 중요한 정보를 가진 상태에서 어떠한 거래가 주주에게 최대이익을 제공할 것인지를 결정하는 일이라고 판시했다.

대법원은 이 사건에서 이사회의 행위에는 '강화된 심사기준'이 적용된다고 하고, 이는, ① 현주주의 의결권감소 위협, ② 일반주주에게 속하는 '자산(지배권 프리미엄)'이 매각되고 다시는 회복할 수 없으리라는 사실, 그리고 ③ 주주의 의결권 침해행위에 대한 법원의 전통적인 염려 때문이라고 판시했다. 그리고 대법원은 Macmillan 판결에서 법원이 이사회에게 Revlon-의무가 부과되는 경우에도 Unocal 판결에서와 같이 경영판단의 원칙을 적용하기 이전에 '강화된 심사기준'을 적용할 것이라고 판시했다는 것과, Macmillan 판결에서는 경쟁관계에 있는 2개의 공개매수가 불평등한 취급을 받은 경우 이사회의 행위를 심사하기 위한 특별한 기준에 관해 상세하게 설명하고 있다는 점을 지적했다.²⁶⁾ 이에 의하면 법원은 우선 이사가 주주의 이익이 향상되었다고 믿은 것이 합리적이었는지를 심사하여야만 하며, 다음 어떤 경우든 이사회의 행위는 달성하려고 하는 목적과 관련하여 또는 반대로 특정 공개매수가 주주의 이익에 가하는 위협과 관련하여 상당한 것이어야만 한다. 그리고 대법원은 강화된 심사기준의 주요 특성은, 법원이 ① 정보보유 등 이사회 의사결정 과정의 적절성과 ② 당시 상황에 비추어 이사회 행위의 합리성에 대해 심사한다는 점이라는 사실을 지적하고, 이사는 이들 사실에 대해 입증책임을 부담한다고 판시했다. 그리고 대법원은 '강화된 심사기준'에서는 법원이 이사회 행위의 합리성에 대해 심사하지만 법원은 심사시 지배권 매각 업무의 복잡성을 고려하여야만 한다고 하고, 이사회는 이들 판단을 내리는 데 있어서 가장 적임의 의사결정기구이기 때문에 법원은 이사가 완벽한(perfect) 결정을 했는가 아니라 합리적인(reasonable) 결정을 했는가를 판단하여야 한다고 판시했다. 그리고 이사회가 여러 방안 가운데 하나를 선택했다면, 법원은 자신이라면 다르게 결정했다거나 이후 사건에 비추어 이사회의 결정에 의문이 있다 하더라도 이사회의 선택을 재심사(second guess)해서는 안 된다고 판시했다. 따라서 법원은 이사의 경영판단을 자신의 그것으로 대체해서는 안 되지만, 이사의 결정이 합리성의 범위(range of reasonableness) 내인지는 심사하여야 한다고 판시했다.

끝으로 이 사건에서는 회사 해체가 일어나지 않았기 때문에 '강화된 심사기준'이 적용되지 않는다는 Paramount와 Viacom의 주장에 대해, 대법원은 이는 Revlon 판결 및 Time 판결을 잘못 해석한 것이라고 지적했다. 대법원은 Revlon 판결에서 법원이 사실관계에 기초하여, '이사의 역할은 회사라고 하는 요새의 방어인에서 회사 매각시 주주를 위하여 최고가격을 얻어야 할 책임을 지는 경매인으로 변경되었다'고 하고, 나아가 이사회가 정당한

26) Macmillan, 559 A.2d 1288.

근거 없이 격렬한 공개매수 경쟁을 끝내는 때에는 Unocal 기준상의 강화된 심사기준을 충족할 수 없다고 판시했음을 지적하고,²⁷⁾ 위와 같은 상황 가운데 하나가 회사 해체가 현실화된 것이라는 점은 옳지만 그렇다고 '강화된 심사기준'이 적용되기 위해서는 회사 해체가 현존하고, 또한 불가피한 것이어야만 하는 것은 아니라고 판시했다. 대법원은 Revlon 판결에서 공개매수자들이 비교적 대등한 청약을 하거나 또는 회사 해체가 불가피해진 경우에는 이사는 어느 한쪽을 편애해서는 Unocal 의무를 충족할 수 없다고 판시했을 뿐임을 지적하고, 해산이나 해체의 불가피성이 필요한 것은 아니라고 판시했다. 그리고 Revlon 판결 이후 법원이 지배권 매각이 불가피한 경우에는 회사 해체 여부와 관계없이 강화된 심사기준이 적용된다는 점과, 이사는 주주의 최대이익을 모색해야 할 의무를 부담한다는 점을 강조해 왔음을 지적했다. 대법원은 특히 Macmillan 판결과 Barkan 판결에서 지배권 변경은 이사에게 주주의 최대이익을 모색해야 할 의무를 부과한다고 분명히 판시하고 있음을 지적했다. 즉, Macmillan 판결에서 법원이, '우리는 Revlon 판결에서, 그리고 이 사건에서 다시 반복해서 지배권 매각시 이사의 책임은 주주를 위하여 최대이익을 얻는 것이라고 판시한다'고 한 점과,²⁸⁾ 나아가 Barkan 판결에서 법원이 Revlon 판결, Unocal 판결, 그리고 Moran 판결에서 선언된 일반원칙들이 이 사건과 회사 지배권에 중대한 변경이 일어나거나 예상되는 모든 사건을 지배한다고 판시한 사실을²⁹⁾ 지적했다. 그리고 Paramount는 Time 판결을 들어 그와 같은 의무가 발생하기 위해서는 회사 해체가 요구된다고 주장하고 있으나, 대법원은 Time 판결의 사실관계는 이 사건의 그것과는 아주 다르다는 사실을 지적했다. 즉, Time 판결에서는 합병 전후를 통하여 일반주주가 Time을 소유하기 때문에, Time과 Warner간의 합병에서는 지배권 변경이 일어나지 않는다는 것이다. 그리고 판단기준이 지배권 변경 여부라고 한다면 대답은 거래를 둘러싼 특별한 상황에서 찾아야만 한다는 사실을 강조하고, 확실히 어떤 상황에서는 합병이 지배권 변경을 가져올 수도 있으나 Time 판결에서와 같이 양사의 주식이 널리 분산 보유되어 있는 경우에는 합병에 의해 지배권은 영향을 받지 않는다고 하고, 그 이유는 양사의 지배권이 합병 이전이나 이후 계속해서 유동적이고 가변적인 시장에 놓여 있기 때문이라고 판시했다. 그러므로 합병은 Time의 주주를 소수주주의 위협에 놓이게 하지 않는다는 것이다. 대법원은 Time 주주는 물론 주식가치가 회복화되는 불이익을 입었지만 이와 같은 일은 신주를 공모발행하는 경우에도 발생한다고 하고, 더욱이 양사간에 실제로 완성된 거래는 당초에 계획된 합병이 아니고 주식양도라는 사실을 지적했다. 또한 Paramount가 Time 판결에서의 특정 구절에 초점을 맞추어 이 사건에서 회사 해체가 요건이라고 주장한 것에 대해서는,³⁰⁾ 대법원은 Time 판결에서 법원이 위 특정 구절에서 인용한 2개의 일반적인 상황은 Revlon 의무가 발생할 수 있는 유일한 예가 아니라는 사실을 분명히 하고 있음을 지적했다. 즉, Paramount는 전적으로 '다른 가능성을 배제하지 않은 채'라는 문구를 무시하고 있다는 것이다. 더욱이 Paramount 이사회는 의도적은 아니지만 QVC가 공개매수에 똑같이 관심을 보이는 상황에

27) 506 A.2d, 182-184.

28) 559 A.2d, 1288.

29) 567 A.2d, 1286.

30) 특정 구절은 다음 부분을 말한다. '델라웨어주법 아래에서는 일반적으로, 그리고 다른 가능성을 배제하지 않은 채, Revlon 의무를 발생시키는 2가지 상황이 존재한다. 첫번째는 보다 명백한 경우로, 회사가 자신을 매각하거나 회사 해체를 포함하는 사업재편성(business reorganization)을 실현하기 위하여 적극적으로 공개매수경쟁 절차를 시작하는 때이다. Revlon 의무는 또한 공개매수에 대응해서 대상회사가 장기전략을 포기하고 회사 해체를 포함한 대안을 모색하는 경우에도 발생할 수 있다.' 571 A.2d 1150.

서 회사 지배권을 Viacom에게 매각하는데 동의함으로써 자신을 매각하기 위하여 적극적으로 공개매수경쟁 절차를 시작했기 때문에, 이는 명백히 첫번째 상황에 해당한다고 판시했다. 그리고 대법원은 지배권 변경과 회사 해체 모두가 요구된다는 Paramount의 주장은 Revlon 기준의 적용을 부당하게 제한하고, Barkan 판결 및 Macmillan 판결과도 일치하지 않으며, 또한 정책상 아무 근거도 없다고 판시했다. 그리고 지배권 매각이나 회사 해체는 회사 성격에 중대한 변화를 가져오기 때문에 이보다 주주에게 중요한 영향을 미치는 사건은 없으며, 바로 이들 사건이 갖는 중요성 때문에, ① 주주의 최대이익을 모색할 이사의 의무가 강조되고, ② 주주의 이익에 반할 수 있는 이사회회의 행위에 대한 엄격한 심사가 정당화되는 것이라고 판시했다. 따라서 대법원은 회사가 ① 지배권 변경이나 또는 ② 회사 해체를 가져올 수 있는 거래를 체결하는 경우 이사의 의무는 주주의 최대이익을 모색하는 것이라고 하고, 이 사건에서 Viacom과의 합병이 이루어지는 경우에는 Paramount의 지배권이 일반주주에게서 지배주주인 Redstone에게로 이전되기 때문에 이와 같은 의무가 발생한다고 판시했다.

(2) Paramount 이사회회의 충실의무 위반

대법원은 우선 Paramount 이사회회의 의무와 관련하여 Paramount 이사회는, ① Paramount-Viacom 거래와 QVC의 공개매수를 주의 깊게 심사하여야 하며, ② 성실하게 행동하고, ③ 모든 중요한 정보를 얻은 상태에서 주주에게 최대이익을 제공하는 거래를 찾아야 하며, ④ 이를 위해 Viacom 및 QVC 모두와 적극적으로 성실하게 협상할 의무를 부담한다고 판시했다. 대법원은 이 사건에서는 회사지배권을 매각하기로 결정했으므로 Paramount 이사회는 Paramount-Viacom 거래의 주요 내용이 개별적이고 종합적인 관점에서 합리적이고 또한 당시 상황에 비추어³¹⁾ 주주에게 최대이익이 되는가 여부를 검토하여야 한다고 하고, 이에는 필연적으로 방어수단의 내용이 개별적이고 종합적인 관점에서, ① 주주에게 제공된 이익에 불리한 영향을 미쳤는지, ② 제3의 거래를 금지 또는 조장했는지, ③ 이사의 충실의무에 비추어 실행 가능한 계약상의 의무였는지, ④ 당시 상황에서 주주의 최대이익을 모색해야 할 이사의 의무를 조장 또는 방해할 것인지 여부에 관한 문제 등이 포함된다고 판시했다. 그리고 No-Shop 조항으로 말미암아 QVC와 협상하거나 다른 대안을 모색할 수 없었다는 Paramount의 주장에 대해서는, 이들 조항은 델라웨어주법상 이사의 충실의무를 제한할 수 없으며 충실의무와 모순되는 한도 내에서 무효라고 판시했다. 그리고 Paramount 이사회는 이미 지배권 매각을 결정했기 때문에 주주에게 최대이익을 제공하는 거래를 찾아야 할 의무를 부담하며, 이와 같은 의무에는 10월 24일자 및 그 이후 이사회에서, ① QVC 공개매수가 조건부인지 또는 계속해서 조건부일 것인지, ② QVC 공개매수조건이 개선될 수 있는 것인지, ③ Viacom 공개매수 또는 Paramount-Viacom 거래의 내용이 개선될 수 있는 것인지, ④ 각 개별 청약이 종료될 것인지 어떠한 상황에서 종료될 것인지, ⑤ 이사들이 중요한 정보에 접근할 수 있었는지, ⑥ 유효한 제3의 행위가 현실적으로 존재했는지, ⑦ 이사에게 충분한 시간이 주어졌는지 여부를 판단하기 위하여 QVC 공개매수와 Paramount-Viacom 거래 모두를 검토하여야 할 책임이 포함된다고 판시했다.

다음 Paramount 이사회회의 충실의무 위반과 관련하여, 대법원은 1993년 9월 12일 Paramount 이

31) 이에 는 지배권 프리미엄, Stock Option 계약, Termination Fee, Viacom과 QVC 공개매수의 위압적인 성격, No-Shop 조항, 그리고 Viacom과 QVC 공개매수 각각에 대한 Rights Agreement의 차등사용 제한 등이 포함된다.

사회는 Viacom과의 합병이 회사와 주주 모두에게 최선의 이익이며 또한 Viacom이 요구한 일정한 방어수단(Stock Option 계약, Termination Fee, No-Shop 조항)도 적절하다고 판단했음을 지적했다. 그리고 대법원은 이들 방어수단에는 지배권 매각 및 경쟁자에 대한 불평등 취급과 함께 Unocal 판결, Revlon 판결, Macmillan 판결 등에서의 심사기준이 적용된다는 사실을 지적하고, Paramount 이사회는 과정과 결과는 당시 상황에 비추어 합리성을 결여했다고 판시했다. 이사회는 합병계약 체결시는 물론 그 이후에도 위 방어수단의 잠재적인 효과에 대해 주의를 충분히 기울이지 못했다는 것이다. 대법원은 이와 관련하여 Stock Option 계약은 Note Feature 및 Put Feature 등 이례적이고 가혹한(draconian) 조항을 많이 담고 있었고, Termination Fee는 Stock Option 계약과 함께 Paramount의 매력을 크게 감소시켰으며, No-Shop 조항도 이사회가 다른 잠재적인 경쟁자, 특히 이미 관심을 표시했던 QVC와 협상할 수 있는 능력을 제한했음을 지적했다. 그리고 Paramount에 대한 QVC의 관심은 이사회로 하여금 Viacom 보다 훨씬 많은 이익을 주주에게 제공할 수 있는 대안을 찾을 수 있는 기회를 제공했으며, QVC는 Viacom 보다 높은 가격을 제시하겠다는 것과 추후 인상 가능성에 관해서도 협상할 의사가 있음을 여러 차례 표시했음을 지적했다. 또한 이사회는 처음의 합병계약이 수정된 10월 23일과 24일에도 방어수단을 수정하고 Viacom과의 합병조건을 개선할 수 있는 기회를 가졌다는 것과, 당시 상황에 비추어볼 때 이사회는 방어수단이 주주의 최대이익 실현을 방해하고 있다는 사실을 분명히 알고 있었음에도 불구하고 이를 폐지하거나 수정하려는 아무 노력도 하지 않았음을 지적했다. 더욱이 대법원은 이사회가 QVC의 공개매수를 '조건부'로 간주했으며, No-Shop 조항으로 인해 QVC로부터 보다 많은 정보를 얻거나 QVC와 협상하는 것이 금지된다고 주장했음을 지적했다. 그리고 11월 12일까지 QVC가 제시한 가격은 Viacom의 그것보다 10억불 이상 높았다는 사실과, 이처럼 큰 가격 차이는 양사의 결합에 대한 이사회는 비전으로도 정당화될 수 없음을 지적했다. 그 이유는 지배권 변경으로 말미암아 이사회가 비전을 실현할 수 있는 권한을 잃게 되기 때문이다. 더욱이 이사회는 결정은 충분한 정보에 기초하지 않았기 때문에 비전의 신뢰성도 많이 약화되었다. 또한 대법원은 11월 15일 QVC의 공개매수를 다시 논의하기 위해 이사회가 개최되었을 때에도 문제를 시정할 수 있는 기회를 놓쳤다는 것과, 당시 상황은 방어수단에 문제가 있음을 분명히 하고 있었음을 지적했다. 대법원은 그럼에도 불구하고 Paramount 이사회는 QVC의 공개매수가 '환영(illusory)'이라는 그릇된 믿음에 사로잡혀 있었고, 이로 인해 주주의 최대이익을 모색하여야 할 의무를 이행할 수 있는 마지막 기회는 달아나 버렸다고 판시했다.

(3) Viacom의 계약상의 권리주장

대법원은 No-Shop 조항 및 Stock Option 계약에 근거해서 Viacom이 Paramount에 대해 계약상의 권리를 가진다는 주장은 옳지 않다고 판시했다. 대법원은 이 사건에서의 방어수단은 경쟁자를 방해하기 위해 부당하게 고안되었으며 합리성 기준에도 맞지 않기에, 결과적으로 무효이며 실행이 불가능한 것이라고 판시했다. 대법원은 각각의 방어수단에 대하여 다음과 같이 판시했다. 첫째, No-Shop 조항은 Paramount 이사의 충실의무를 제한할 수 없으며, 이사의 충실의무 이행을 제한하는 한도내에서 무효이다. 이처럼 No-Shop 조항이 무효이므로 Viacom은 어떠한 계약상의 권리도 가지지 않는다. 둘째, Stock Option 계약은 Note Feature와 Put feature 등 여러 가지 가혹한 내용을 담고 있다. 법원은 Lock-Up Option은 그 자체로는 불법이 아니라고 했지만, 이처럼 가혹한 성격을 갖

는 어떠한 Option도 법원에 의해 적법성이 인정된 적은 없다. 이 사건에서 Stock Option 계약은 무효임이 명백하므로 Viacom은 여기에서 어떠한 계약상의 권리도 가지지 않는다. 결론적으로 대법원은 충실의무에 위반한 이사회가 계약을 근거로 계약상의 권리를 주장하는 것은 받아들일 수 없다고 판시했다.

(4) 결론

대법원은 결론적으로 이 사건에서는 지배권이 매각되었으므로 Paramount 이사회의 첫 번째 의무는 주주의 최대이익을 모색하는 것이라고 하고, 이 사건에서는 그와 같은 의무가 충족되지 않았고 Paramount 이사회 과정에도 결함이 있었다고 판시했다. 그리고 상황이 크게 바뀌었음에도 이사회가 Viacom과의 합병에 대해 처음 가졌던 비전이 이사회 의사결정 과정을 지배함으로써 방어수단이 수정되거나 폐지되지 않은 사실을 강조했다. 또한 대법원은 QVC의 공개매수는 주주에게 훨씬 많은 이익을 줄 수 있는 기회를 제공함과 동시에 이사회의 협상권한도 강화했음에도 불구하고, Paramount의 이사회는 이 기회를 잡기보다 그릇된 정보에 따라 방어수단을 구실로 QVC와의 협상을 거절했으며, 합병에 대한 그들의 비전도 주주가 더 많은 이익을 얻을 수 있는 기회가 계속 주어짐에 따라 공허하게 되어 버렸다고 판시했다.

III. QVC 판결상의 통합기준(Unified Standard)

1. 통합기준의 내용

QVC 판결은 M&A 상황에서 이사의 충실의무는 Unocal 기준, Revlon 기준 등 서로 다른 기준에 따라 분석된다는 사실을 부인하고, 충실의무는 이사에게 '합리적이고 가능한 범위 내에서 주주의 최대이익(the best value reasonably available to the stockholders)'을 모색하기 위하여 정보에 기초한 판단(informed judgment)을 하는 것이라는 단일하고 일반적인 의무를 부과한 것으로 본다. 그리고 통합기준에서는 이사가 M&A 상황에서 충실의무를 위반했는가를 심사함에 있어서 강화된 심사기준을 적용한다. 통합기준에 의한 이사의 의무는 이사회가 어떤 특별한 행위를 할 것을 요구하지는 않으며, 이사회는 무엇이 주주에게 최대이익인가를 결정함에 있어서 상당한 재량권을 갖는다. 이사회가 고려할 수 있는 요소 가운데는 비금전적 요소에 대한 자신과 자문기구의 평가, 불법성 또는 실패위험, 공개매수자의 장래계획과 이것이 주주에게 미치는 효과, 그리고 합병의 장래가치 등이 포함된다. QVC 판결은 Revlon 기준이 경영진에게 경매를 하거나 오로지 주주의 단기이익만을 고려할 것을 요구한다는 사실을 부인하고, Revlon 기준상의 경매를 단지 이사가 주주의 최대이익을 얻기 위해 일반적인 충실의무를 이행함에 있어서 선택할 수 있는 하나의 방안으로 본다.³²⁾ 그러므로 통합기준이 갖는 하나의 중요한 의미는 이제 더 이상 델라웨어주법상 Revlon 의무는 존재하지 않는다는 사실이다. 즉, QVC 판결은 Revlon 의무의 종언을 선언한 것이라고 할 수 있다. 이는 동시에 Unocal 의무와 Revlon 의무간의 구분선(dividing line)을 찾으려는 법원의 노력의 끝을 의미하기도 한다. 그러므로 Revlon 기준보다는 덜 엄

32) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1595.

격하지만 Time 기준보다는 엄격한 통합기준의 채택은 언제 Revlon 의무가 발생하는가에 관한 논쟁을 무의미하게 만든다. 통합기준 아래에서는 주의의무(duty of care) 위반과 충성의무(duty of loyalty) 위반이 동일하게 취급된다. 뿐만 아니라 통합기준은 지배권 변경, 방어행위는 물론 그 밖에 주주의 이익에 중대한 영향을 미치는 이사의 모든 비상적인(extraordinary) 결정에 대해 적용될 수 있다.³³⁾

통합기준이 방어행위는 물론 그 밖에 주주의 이익에 중대한 영향을 미치는 이사의 모든 비상적인 결정에 대해서도 적용될 것이라고 보는 이유는 다음과 같다.³⁴⁾ 첫째, QVC 판결상의 표현 때문이다. Veasey 재판장은 '주주에게 합리적으로 가능한 최대이익을 얻어야 할 특별한 의무'는 '주의의무와 충성의무라는 기본적인 의무'에 기초를 두고 있음을 지적하고 있다. 그는 '강화된 심사기준'을 경영판단의 원칙과 본질적 공정성기준 사이에 위치한 중간 기준(intermediate standard)으로써, 그리고 Unocal 기준과 Revlon 기준을 모두 포함하는 것으로 정의하고 있다. Veasey 재판장은 주주의 의결권을 변경하거나 제한하는 이사회 결정에 대해 강화된 심사기준을 적용한 일련의 판례들을 인용함으로써, 지배권 매각시 강화된 심사기준이 적용된다는 사실을 확인하고 있다. 요컨대, QVC 판결상의 많은 표현이 주주의 이익을 중대하게 변경하거나 이에 영향을 주는 이사회 결정에 대해 강화된 심사기준을 적용하게 될 단일한 심사기준을 구상하고 있다. 둘째, 주주의 최대이익을 모색해야 할 의무는 Revlon 의무와 달리 이사회 결정에 일관되게 적용될 수 있다는 점이다. 일단 단기이익 극대화의 필요성이 포기되고 합리성이라는 개념이 추가되면, 이사회 결정의 많은 행위가 - 예컨대, Poison Pill의 채택, M&A에 대한 방어행위, 의결권 변경, 심지어는 자본재편성(recapitalizations)까지도 - 모두 주주에게 최대이익을 가져다 줄 수 있는 조치로서 정당화될 수 있다. 모든 사건에서 당해 결정이 충분한 정보에 기초했으며, 또한 당시 상황하에서 합리적이라는 사실을 입증하기 위하여 강화된 심사기준이 적용될 수 있다. QVC 기준은 광범위하게 적용될 경우 델라웨어주 회사법 판례의 특징이라고 할 수 있는 바로 그와 같은 유연하고 사실관계에 기초를 둔 사안별 심사를 가능하게 하며, 그것만으로 Revlon 기준보다 훨씬 더 광범위하게 적용될 수 있다. 이에 대해 Time 판결을 들어 이사회가 단순히 방어행위를 하는 경우에는 보다 완화된 기준이 적용될 것이라는 주장이 있을 수 있으나, QVC 판결에서도 QVC의 공개매수에 대한 Paramount의 방어행위를 다루고 있음을 기억할 필요가 있다. 물론 Paramount 이사회는 회사 독립성 보존이 아니라 Viacom과의 거래를 보존하기 위하여 방어행위를 했지만, 그 차이는 중요하지 않다. 다시 한번 QVC 기준에서는 경영진에게 큰 재량권을 부여하고 있으므로 Revlon 기준과 달리 잠재적으로 '거부전략(just say no)' 상황에 적용될 수 있다.³⁵⁾ 법원은 독립회사로 남기로 한 이사회 결정에 심사함에 있어서 QVC 기준을 적용할 것이다. 적대적 M&A를 방어하기 위해 Poison Pill을 채택하는 것은 명백히 Unocal 기준이 적용되는 경우이고, QVC 판결은 그와 같은 기준을 강화된 심사기준과 동일시하고 있다. 방어행위가 중장기적으로 주주에게 최대이익을 제공할 것이라고 믿은 데 대해 이사회가 합리적인 근거를 입증할 수 없는 경우에는, 법원은 독립회사로 남기로 한 이사회 결정에 대해 합리성을 인정하지 않을 것이

33) *Ibid.*, p.1596.

34) *Ibid.*, p.1607.

35) '거부전략(just say no)'이란 대상회사 경영진이 대안을 제공하기를 거부하면서도, 그러나 여전히 적대적 공개매수에 반대하는 것을 말한다. 용어 자체는 마약퇴치 운동에 앞장섰던 낸시 레이건의 슬로건 'just say No'에서 유래한다.

다. 법원은 특히 이사회가 회사실적과 주식가치를 향상시킬 계획을 가지고, 또한 이것이 충분한 정보에 기초하고 있는 경우에는 독립회사로 남기로 한 결정을 합리적인 것으로 보는 경향이 있다. 외부 전문가로부터의 자문이나 기타 많은 증거자료가 있는 경우 이와 같은 경향은 증가한다. 셋째, 법원은 이들 사건 모두에 대해 단일기준을 적용하는 것이 바람직하다는 것을 알게 될 것이다. 바로 그것이 M&A 사건에서의 Unocal 의무와 Revlon 의무에 관한 모든 논쟁을 종식시킬 것이기 때문이다.³⁶⁾

이처럼 통합기준은 지배권 매각에 관한 이사의 결정에 대해서 뿐만 아니라, 주주의 이익을 증대하게 변경시키는 이사의 모든 결정에 적용될 수 있다. 바로 이점에서 QVC 판결은 Revlon 의무라는 개념을 그대로 유지하면서 이를 확대하여 지배권 매각에 관한 이사의 모든 결정에 적용되도록 했으며, Revlon 의무를 '주주의 단기이익을 극대화하여야 할 의무'에서 '합리적으로 가능한 범위 내에서 최대이익을 얻어야 할 의무'로 약화시킨 것이라는 견해는 옳지 않다.

2. 델라웨어주 충실의무법의 분열과 통합노력

Unocal 기준은 M&A에 대한 방어행위라고 하는 특수한 문제를 해결하기 위한 델라웨어주 대법원의 첫번째 노력이었다. 대법원은 분명히 종래의 주요목적기준(primary purpose test)에서 벗어나려 했고, Unocal 기준을 이사의 주관적인 심리상태에 대한 심사를 피할 수 있는 객관적인 기준으로 간주했다.³⁷⁾ 대법원은 다시 Revlon 판결에서 Unocal 의무와는 별도로 새로운 의무가 발생하였음을 인정했다. 이는 회사가 매각상태에 놓인 경우에는 주주의 단기이익을 극대화하여야 한다는 Revlon 의무이다. 법원은 새로운 의무를 충족하기 위해서 이사회는 최고가격을 제시하는 자에게 회사를 경매하여야 한다고 했다. 그러나 Revlon 의무라는 새로운 의무의 인정은 그와 같은 결과에 도달하는 유일한 길은 아니었다. 법원은 Unocal 기준을 적용할 수도 있었고, Van Gorkom 기준으로 충분했을 수도 있다.³⁸⁾ 어쨌든 이후 M&A 상황에는 2개의 서로 다른 의무와 심사기준이 존재한다는 사실이 분명해졌고, 이는 델라웨어주 법에서의 분열을 심화시키는 계기가 되었다.

분열상태는 Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc. 판결에서 절정에 달했다. 이 판결에서 Moore 판사는 Unocal 기준, Revlon 기준 등 델라웨어주법상의 서로 다른 기준과 의무 모두를 구분해서 이에 일관성을 주려고 노력했으며, Moore 판사는 정확한 분석기준의 적용은 이사회가 결정과정을 심사하는데 필수적이라고 지적했다. 이 사건에서는 회사가 매각상태에 놓였다는 데에는 의문이 없었기 때문에, 정확한 분석기준을 적용하는 것은 어렵지 않아 보였다. 문제는 Revlon 기준에 따라 일단 경매인으로서의 역할이 주어진 경우 적

36) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op.cit.*, p.1608.

37) Unocal 사건 이전의 판례는 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 방어행위가 이사의 지배권유지를 주요목적으로 하고 있었는가 여부를 심사하는 이른바 주요목적기준을 채택하고 있었다. 주요목적기준 아래에서는 방어행위의 주요목적이 지배권유지임이 입증되는 경우에는 방어행위에 경영판단의 원칙이 적용될 수 없고 이사는 방어행위의 공정성에 대하여 입증책임을 부담하게 된다. 그러나 주요목적기준은 이사가 자신의 이익과 주주의 이익을 도모한 경우를 효과적으로 구별할 수 없으며, 또한 행위기준과 관련하여 이사회가 아무런 지침도 제공하지 못한다는 문제점이 지적되었다(Richard A. Booth, *The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law*, 38 *Southwestern L.J.* 853(Sept.1984), 860).

38) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858, 872(Del.1985). 이사회 결정시 충분한 정보를 가지고 있어야 한다는 기준을 말한다.

극적인 공개매수 경쟁에서의 이사회 책임범위였다.³⁹⁾ 법원은 Unocal 기준과 Revlon 기준의 관계를 설명함에 있어서, Revlon 기준 아래에서 이사회 의무는 회사의 매각기간 동안 크게 변경되고, Unocal 기준의 방어적인 측면은 더 이상 문제되지 않는다고 판시했다. 그리고 Revlon 의무는 주주의 이익을 위하여 공개매수 경쟁을 조장하는 것이지만, 그와 같은 의무를 이행함에 있어서 내려진 결정에 대해서는 Unocal 기준이 적용된다고 판시했다. 즉, 그것은 추구하는 목적과 관련하여 합리적이어야만 한다. Macmillan 판결에서 법원은 복잡한 M&A 상황을 해결하기 위하여 어떻게 Unocal 기준과 Revlon 기준이 서로 협조할 수 있는가를 보여주려고 노력했지만, 무엇이 Revlon 의무를 발생시키는 회사매각에 해당하는가 하는 중요한 문제를 해결하지 못했으며, 또 하나의 다른 분석기준을 보냈을 뿐이다. 그 결과 법원은 Unocal 판결, Revlon 판결, 그리고 Macmillan 판결 등에서 정립된 다양한 심사기준이 필연적으로 수반하는 법의 분열상태로 인해 어려움을 겪었고, 1980년대 후반 들어 이를 통합하여야 한다는 커다란 압력에 직면하게 되었다.⁴⁰⁾ 이에 따라 법원은 이들 기준 가운데 어느 것이 특정사건에서 이사의 행위를 심사하는데 적절한 것인가를 판단한 바로 그 사건에서, 동시에 이들 기준간에 중요한 차이는 없다고 판시했다. 법원은 이것을 가장 손쉽게 설명하는 방법은 Revlon 의무를 경매를 실행하거나 주주의 단기이익을 극대화하여야 하는 의무에서, 주주의 최대이익을 모색하기 위하여 합리적으로 행동하여야 하는 의무라고 하는 보다 일반적인 의무로 전환하는 것이라는 사실을 알고 있었다. 환언하면 법원은 정확히 QVC 판결의 통합기준(QVC 기준)을 향하여 나아가고 있었다.

Barkan v. Amsted Industries, Inc. 판결은⁴¹⁾ 통합기준을 향한 움직임을 보여주는 좋은 예라고 할 수 있다. 이 판결에서 델라웨어주 대법원은 Revlon 의무 위반이 입증되지 않았다고 하면서도, Unocal 기준과 Revlon 기준 아래에서 이사의 의무에는 중요한 차이가 없다고 하고, 그 대신 이사회가 의무이행을 위하여 따라야만 하는 단일한 행위모형(blueprint)은 없으며, 선례의 기본적인 가르침은 단지 이사는 기본적인 주의의무와 충성의무에 따라 행동하여야만 한다는 것이라고 판시했다. Gilbert v. El Paso Co. 판결에서도⁴²⁾ 법원은 전통적인 경영판단의 원칙과 Unocal 기준과 관련하여, 양자 모두 법원은 회사에 대한 위협에 대해 성실하고 정보에 기초해서 합리적으로 대응한 독립이사에게 법원의 판단을 강요해서는 안 된다는 사실을 인정했는 것이라고 판시함으로써 양자간의 차이를 좁혔다. 법원은 계속해서 비록 회사 해체가 불가피하다는 사실이 명백해지고 따라서 Revlon 의무가 발생했지만, 이와 같은 초점의 변화는 Unocal 기준상의 이사의 주의의무와 충성의무를 변경시키지 않는다고 함으로써 Unocal 의무와 Revlon 의무간의 차이도 좁혔다. City Capital Associates Ltd. Partnership v. Interco Inc. 판결에서도⁴³⁾ Allen 판사는, Revlon 기준이 이사회에 특수한 경매의무를 부과한 것으로 간주되어서는 안 된다고 다시 한번 강조함으로써 기본적인 충실의무, Unocal 의무, 그리고 Revlon 의무간에 존재하는 차이를 좁혔다. Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp. 판결에서,⁴⁴⁾ 델라웨어주 대법원은 다시 한번 Unocal 기준과 Revlon 기준상의 이사의 의무에 사실상의 차이가 있다는 사실을

39) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1610.

40) *Ibid.*, p.1611.

41) 567 A.2d 1279(Del.1989).

42) 575 A.2d 1131(Del.1990).

43) 551 A.2d 787(Del.Ch.1988).

44) 569 A.2d 53(Del.1989).

부정했다. 끝으로 *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.* 판결에서⁴⁵⁾ 대법원은 주의의무 위반은 충성의무 위반과 실질적으로 동일한 결과를 가진다는 사실을 명확히 했다. 이 판결에서는 이사의 의무 위반은 그것이 충성의무 위반으로 인정되든 주의의무 위반으로 인정되든 모두 마찬가지로 엄격한 '본질적 공정성 기준'이 적용된다고 하고 있다. *Technicolor* 판결에 함축된 것은 이사의 주의의무를 보다 넓은 충실의무의 한 요소로 파악하는 것이다. 이를 법원은 자신의 충실의무의 3요소(triads)로 - 성실(good faith), 충성(loyalty), 그리고 정당한 주의(due care) - 설명하고 있다. 이들 요소 가운데 어느 하나의 위반에 대한 입증에 있는 경우에는 동일한 결과 즉, 문제된 행위에 대한 엄격한 심사기준의 적용을 가져온다. 즉, 경영판단의 원칙이 아닌 본질적 공정성 기준이 적용된다. 이처럼 이사의 충실의무를 2개가 아닌 3개로 나눔으로써 법원은 나아가 주의의무에 대해서는 특별한 것이 없음을 암시한다. 법원의 견해는 이사는 단지 성실하게 행동하고 이익충돌을 피하기 위하여 가져야 하는 만큼의 합리적인 정보를 가져야 할 의무만 부담한다는 것이다. 이와 같은 충실의무에 대한 통합기준을 지지하기 위하여 *Horsey* 판사는 이른바 *Revlon* 의무는 일반적인 *Van Gorkom* 의무를 명확히 한 것에 지나지 않는다는 *Allen* 판사의 견해를 긍정적으로 받아들이고 있다. 요컨대, *Technicolor* 판결은 주의의무 위반책임과 다른 충실의무 위반책임간의 구별을 없애려는 델라웨어주 대법원의 노력을 보여주고 있다. 그러므로 *Technicolor* 판결도 주의의무 위반과 충성의무 위반에 대한 취급을 통합함으로써 단일한 충실의무 기준을 향한 하나의 노력으로 간주될 수 있을 것이다.

이 기간 동안의 다른 판결에서도 법원은 적어도 공개매수 상황에서는 주의의무와 충성의무를 충분한 정보를 기초로 합리적으로 행동하여야 한다는 단일한 통합의무의 일부로 간주하려는 경향을 강하게 보여주었다. *Smith v. Van Gorkom* 판결은⁴⁶⁾ 지배권 변경 상황에서 이사에게 주의의무를 부과한 것으로 이해되고 있는 반면, *Unocal* 판결은 강화된 충성의무를 부과한 것으로 널리 이해되고 있지만, *Revlon* 판결 이후 사건에서는 *Revlon* 의무는 그것이 무엇이든 주의의무와 충성의무 모두의 결과라고 판시하였다. 더욱이 *Revlon* 기준은 단지 *Unocal* 기준의 특별한 적용으로 설명되었기 때문에, *Unocal* 판결 이후 모든 지배권 사건에는 주의의무와 충성의무 양자를 포함하는 단일한 심사기준이 적용되리라는 결론을 내릴 수 있었다.⁴⁷⁾ 따라서 *QVC* 판결에서의 통합기준의 정립은 종전의 판례와 완전히 일치하는 것이며, 통합기준을 향한 판례의 완성을 의미한다고 할 수 있다.

3. 통합기준의 채택배경

1980년 후반 델라웨어주 판결에 나타난 법의 분열은 특정 사건을 *Revlon* 영역의 안과 밖으로 나누는 것을 자의적으로 보이게 했고, *Revlon* 영역 안에 들어가는 사건도 불명확한 상태로 남아 있었다. 보다 중요한 것은 판례법상 언제 엄격한 *Revlon* 의무가 적용되는가를 결정함에 있어서 일관된 이론이 없었다는 점이다. 이와 같은 상황에서 동일 사건이 *Revlon* 영역 안에 속하는가 여부에 따라 아주 다르게 취급되었기 때문에 형평에 반하는 결과가 되었다. 경제적으로 동일한 거래를 상이한 법형식으로 구성함으로써 적용되는 법기준을 달

45) 634 A.2d 345(Del.1993).

46) 488 A.2d 858(Del.1985).

47) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1613.

리 할 수도 있었고, 또한 회사법안에서 내적인 일관성을 해칠 위험성도 있었다.⁴⁸⁾ 그러면 델라웨어주 대법원이 통합기준을 채택한 주요 배경은 무엇일까 ?

우선, 통합기준의 채택은 외부로부터의 압력의 결과는 아니었다. Revlon 판결 이후 학자들의 견해는 크게 2가지로 나눌 수 있는데, 누구도 법기준의 분열을 중요한 문제로 보지는 않았다. 첫째는 기술적인(descriptive) 견해로서, 이들은 Revlon 판결 이후 사건에서 정립된 여러 기준을 그대로 받아들이고 이를 상세히 설명하는 데 만족했다. 다수는 이사의 어떤 행위가 Revlon 의무를 발생시키는가 하는 문제에 매달렸으며, 그 결과 Revlon 기준은 Unocal 기준과는 아주 다른 취급을 받았다. 이들은 또한 Revlon 영역의 범위가 확정되지 않았다는 사실을 강조했다. 둘째는 규범적인(prescriptive) 견해로서, 이들도 법의 분열에 대해 어떤 비판도 하지 않았다. 오히려 이들은 델라웨어주법이 과도기에 있는 것으로 보고, 델라웨어주법이 나아가야 할 올바른 방향을 설명함으로써 변화를 유도하려고 했다.⁴⁹⁾ 예컨대, 주주권리 옹호자들은 Revlon 판결을 지배권 거래에서 이사의 의무는 주주의 단기 이익을 극대화하는 것이라는 기준의 선구자로 본 반면, 주주이외의 회사관계자의 이익을 중시하는 자들은 Time 판결을 이들의 이익을 보호하는 기준의 효시로 보았다. 단지 일부만이 델라웨어주법의 올바른 방향은 보다 일반적이고 완화된, 그러나 보다 통합된 기준이 될 것이라고 주장했을 뿐이다.⁵⁰⁾

다음 통합기준의 채택은 당시 회사 지배권시장의 변화나, M&A를 조장 또는 저해하려는 법원의 바람을 반영한 것이라고 보기도 어렵다. 특히, QVC 판결이 M&A를 보다 활성화하려는 법원의 바람을 반영했다고는 보기 어렵다. 그 이유는 다음과 같다.⁵¹⁾ 첫째, QVC 판결은 방어행위에 대한 제한을 강화하지는 않고 있다는 점이다. 이 판결은 적용범위를 이사가 이미 지배권 변경에 동의한 경우로 제한하고 있으며, Revlon 의무보다 애매하고 불확실한 기준을 채택하고 있다. 또한 이사가 합리성을 판단함에 있어서 보다 많은 재량권을 주고 있다. 법원이 QVC 기준을 Revlon 기준보다 이사의 행위에 훨씬 광범위하게 적용한다 해도, 이사에게는 M&A를 방어할 수 있는 많은 권한이 주어지고 있다. 요컨대, 법원이 M&A 활동을 조장하고 방어행위를 제한하려고 했다면 QVC 판결은 그 선택이 아니었을 것이다. 둘째, QVC 판결은 델라웨어주법의 변경을 의미하지는 않는다는 점이다. M&A에 관한 법 기준을 통합하려는 법원의 노력은 일찍이 1987년 이전에 시작되었기 때문에, QVC 판결을 1990년대 M&A 감소에 대한 대응으로 보기는 어렵다. 또한 현 경영진을 보다 강하게 보호하기 위하여 통합기준을 채택한 것도 아니다. 델라웨어주법이 경영진에게 우호적이라는 연구결과가 많이 있지만, Unocal 기준 및 Revlon 기준으로부터 QVC 기준으로의 전환이 이를 설명할 수 있을 것 같지는 않다. 통합기준이 특별히 현 경영진에게 유리한 것은 아니기 때문이다. Revlon 의무의 중언이 일부 경영자에게는 좋은 소식이 될지도 모르지만, 법원이 Revlon 의무를 보다 완화된 형태의 QVC 의무로 대체하려 할지는 의문이다. QVC 판결 이후 사건에서 보듯이 그와 같은 의무는 많은 경우 여전히 이사로 하여금 경매실행을 요구하고 있다. 끝으로, 대대적인 본점 이전을 막아야 할 필요성과 자본시장과 미국경제에서의 자신의 중요한 역할을 인식하여야 할 필요성은 델라웨어주법이 친경영진이나 친주주 일반

48) *Ibid.*, p.1614.

49) *Ibid.*, p.1615.

50) Robert A. Ragazzo, *Unifying the Law of Hostile Takeovers: Bridging the Unocal / Revlon Gap*, 35 *Ariz.L.Rev.* 989(Win. 1993).

51) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1616.

도로 지나치게 기울어지지 않도록 큰 압력을 가한다는 점이다. 델라웨어주 회사법은 일관되게 친경영진과 친주주 사이의 중간길을 모색하려는 경향을 보여주고 있다. 이와 같은 점에서 때로는 강하게 경영진을 보호했다가, 때로는 그렇지 않았던 1980년대 후반 분열된 기준은 전혀 변화가 필요 없는 완전하고 훌륭한 법기준이었다. 따라서 통합기준을 채택한 주요 배경은 정책적인 측면이나 경영진을 유리 또는 불리하게 하려는 바램보다는 오히려 다음에서 보는 바와 같이 델라웨어주 회사법상의 내적인 일관성을 위한 배려 때문이라고 할 수 있다.

델라웨어주 판사는 델라웨어주 회사법 변호사들이다. 대부분이 판사가 되기 전에 회사법 문제와 관련하여 폭넓게 자문이나 소송행위에 종사한 경험이 있다. 더욱이 형평법원이나 대법원의 판사가 된다는 것은 누구보다도 회사법의 계속적인 분석과 적용을 요구한다. 따라서 이들은 델라웨어주 회사법의 내적인 일관성과 조화, 그리고 정당성에 관심을 갖는다. 이와 같은 점에서 볼 때 Revlon 판결 이후 법기준의 분열이 얼마나 이들을 괴롭혔는지 쉽게 이해할 수 있다. 이들 판결은 상이한 사실관계가 상이한 의무를 낳는다는 사실을 인정했지만, 종국적으로 왜 어떤 의무가 일정한 상황에서는 요구되지만 다른 상황에서는 요구되지 않는가를 설명하는데 일관된 정당성이 결여되어 있었다. 예컨대 Revlon 의무는 회사 해체가 불가피한 상황에서 처음으로 적용되었지만, 만일 개별 부문의 매각이 주주를 위해 단기이익을 극대화할 의무를 발생시킨다면 제3자에 대한 회사 전체의 매각이 동일한 의무를 발생시키지 않는 이유는 무엇인가? 만일 모든 지배권 매각이 이와 같은 의무를 발생시킨다면, 외견상 이와 대등한 회사를 매각하지 않기로 하는 이사의 결정에 대해서는 덜 엄격한 심사기준이 적용되는 이유는 무엇인가? 그 차이에는 어떤 이론상 및 정책상의 근거도 결여되어 있었고, 그 차이는 종종 자의적이고 임시방편적인 것으로 보였다. 더욱이 그 차이는 매우 형식적인 것이었기 때문에 이를 조작할 가능성도 있었다. 만일 지배권 매각이 Revlon 의무를 발생시키는 것이라면, 합병이나 기업결합으로 보이지만 지배권 매각은 아닌, 그럼에도 불구하고 실질적으로는 주가치를 변경시키는 거래를 만들어낼 수 있었다. 또한 만일 Time 판결에서와 같이 특정 거래가 Revlon 의무를 발생시키지 않는다면, 향후 거래가 가능한 이와 같은 형태로 구성되리라는 것은 쉽게 예상할 수 있었다.

델라웨어주 법원은 회사법의 형식적인 성격이 탈법행위를 용이하게 한다는 폐단에 대해 효과적인 대응책을 가지고 있었다. 그것은 회사법 일부를 일반적이고 불확실한 것으로 남겨두는 것이었다. 따라서 QVC 판결에서의 Revlon 기준으로부터 통합기준으로의 이동은 델라웨어주법에서는 전형적인(standard) 것이었다.⁵²⁾ 오히려 이례적인 것은 종전 판례법상의 구별은 법적으로 중요한 것이 아니며, Unocal 판결, Revlon 판결, Van Gorkom 판결, 그리고 Macmillan 판결은 모두 동일한 법기준을 표현한 것이라는 법원의 주장이다. 여기서 이와 같은 주장이 어떻게 사건들간에 존재하는 불공평성, 조작가능성, 그리고 일관성 결여라고 하는 문제를 해결할 수 있는지를 유의해 볼 필요가 있다. 만일 Revlon 의무 자체가 법적으로 특별한 중요성을 가지지 않는다면, 유사한 상황에서 일부 이사에게 Revlon 의무를 지우면서 다른 이사에게는 이를 지우지 않는다 해도 불공평한 것은 아니다. 또 경매 의무는 일관된 기준 없이 이사에게 우연히 부과되는 특별한 의무라기보다는 단지 이사회가 델라웨어주법상 부담하는 일반적인 의무를 이행하기 위해 선택하는 하나의 수단에 불과하게 된다. 모든 거래는 구조가 어떻든 동일한 기준에 따라야 하기 때문에 회사법의 조

52) *Ibid.*, p.1619.

작가능성 또한 감소한다. QVC 판결에서 법원은 모든 지배권 매각에는 동일한 기준이 적용된다고 함으로써 일관성도 유지하고 있다. 더욱이 통합기준은 주주의 이익을 크게 변경하거나 이에 중대한 영향을 미치는 이사회의 모든 결정에까지 확대 적용될 수도 있다.

4. 통합기준 채택의 의미와 효과

QVC 판결에서의 통합기준의 채택은 델라웨어주법상 충실의무에서의 중대한 변화를 의미한다. 통합기준은 이사의 의무뿐만 아니라 이사회 회의절차에도 변화를 가져올 것이 확실하다. 그러나 이사에게는 좋은 소식도 나쁜 소식도 아니다. 우선 통합기준은 이사에게서 Revlon 의무상의 단기이익 극대화라는 부담을 없애주므로 나쁜 소식이 아니다. 통합기준에서도 이사가 M&A 상황에서 계속 재량권을 갖는다는 데에는 의문이 없다. 그렇다고 통합기준이 이사에게 반드시 좋은 소식인 것만은 아니다. 왜냐하면 통합기준에서는 또한 이사가 재량권을 행사함에 있어서 자신이 선택한 행위가 합리적이라는 사실을 입증할 것을 요구하기 때문이다. 그러므로 통합기준은 실제상 여러 가지 중요한 문제를 발생시킨다.

(1) 입증책임

이사는 일상적인 경영상의 결정에 대해서는 경영판단의 원칙에 의해 보호된다. 통합기준이 적용되는 경우 이사는 자신의 결정을 정당화하기 위해서 먼저 충분한 정보를 보유하고 있었음을 입증하여야만 한다. 이것이 입증되면 경영판단의 원칙이 적용되지만, 입증하지 못하면 이사의 결정은 충실의무 위반이 되며, 이는 다음 2가지 가운데 어느 하나의 결과를 가져온다. QVC 판결에서와 같이 유지청구가 이루어진 경우에는 유지청구가 인용된다. 반면, 손해배상청구가 이루어진 경우에는 심사기준이 경영판단의 원칙에서 본질적 공정성 기준으로 변경된다.⁵³⁾

(2) 촉발사건

지배권 매각만이 통합기준을 발생시키지는 않는다. 통합기준은 방어행위와 그 밖의 비상적인 거래에 대해서도 당연히 적용된다.⁵⁴⁾ 따라서 통합기준의 촉발사건은 이사회 결정이 주주의 이익을 크게 변경하거나 이에 영향을 미치는 경우가 될 것이다. 일상적인 결정과 그렇지 않은 결정을 구별하고, 후자의 경우 이사의 의무를 가중하는 것은 델라웨어주 회사법상 이사는 회사의 일상적인 업무와 운영에 대해서는 충분히 정보를 얻어야 할 일반적인 의무를 부담하지 않기 때문이다. 이사는 주주의 이익을 크게 변경하거나 이에 영향을 미치는 거래에 대해서만 이와 같은 의무를 부담한다. 따라서 통합기준은 실제적인 관점에서 회사사업 성격에 중요한 변화를 가져오는 모든 결정, 즉 지배권 매각에 대해서는 물론 방어행위와 그 밖의 비상적인 거래 등에 대해서도 적용될 수 있다.⁵⁵⁾ 통합기준이 회사를 매각하기로 하거나 독립회사로 남기로 하는 이사회의 결정 모두에 적용된다면, 델라웨어주법은 '거부전략(just say no)' 결정에 대해서도 통합기준을 적용할 것이다. 즉, 법원은 이사회가 당해 공개매수가 주주에게 최대이익을 제공하지 않는다고 판단한 것에 대해 합리적인 정

53) Cede & Co. v. Technicolor, Inc. 판결(634 A.2d 345, Del.1993) 참조. Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1620.

54) 여기서 '비상적인 거래'라고 하는 것은 일상적이지 않은 거래를 의미한다.

55) Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1621.

보를 가질 것을 요구할 것이다. 제3자의 공개매수가 없는 가운데 협상거래(negotiated transaction)를 하기로 한 결정에 대해서도 마찬가지이다. 그러나 그와 같은 입증은 아주 예외적인 경우를 제외하고는 이사회에게 어려운 것은 아닐 것이다.

(3) 충분한 정보보유 의무

통합기준은 이사가 자신의 결정을 뒷받침할 수 있는 충분한 정보보유를 입증할 것을 요구한다. 이를 위해 이사회는 자문기구는 모든 관련정보를 수집하고 분석하여야 하며, 이사회가 충분한 정보에 기초해서 합리적인 결정을 내릴 수 있도록 의견을 제공하여야 한다. 이사가 충분한 정보보유 의무를 충족하기 위해서 무엇이 중요한 정보이며 얼마나 많은 시간이 필요한지 등은 상황에 따라 달라지게 될 것이다. 이는 수학공식과 같은 방식으로 표현될 수 없다. 통합기준이 갖는 가장 중요한 의미는 이사가 충실의무 이행을 위하여 보유해야 할 정보나 따라야 할 절차에 대한 모형이 있을 수 없다는 점이다. 예컨대, 회사에 대한 직접적인 위협과 관련없이 이사회가 시차이사회 규정이나 Poison Pill을 채택하는 경우에는 채택목적과 채택결과에 대한 이해만으로도 충분하겠지만, 이사회가 Lock-Up Option을 통해 다른 거래를 배제하는 경우에는 거의 언제나 의무위반이 될 것이다.⁵⁶⁾ 또한 이사회가 투자은행의 의견에 의존하는 것은 많은 경우 도움이 될 수 있겠지만 언제나 충분하지는 않을 것이다. 내부 또는 외부에서 여러 자문기구의 도움을 받아 가능한 많은 양의 관련정보를 보유하는 것이 중요할 것이다.⁵⁷⁾

(4) 주주이익의 회사관계자의 이익

델라웨어주법은 언제나 이사회는 첫번째 의무는 주주이익을 보호하는 것이라는 사실을 강조해 왔다. 이와 같은 주주 우선주의는 QVC 판결에서 다시 한번 확인되었다. 그러나 주주이익을 정의하는데 있어서 이것이 장기이익을 의미하는 것인지 아니면 단기이익을 의미하는 것인지가 다투어지고 있으며, 일부에서는 주주의 장기이익은 종종 단기적으로 종업원, 공급자 그리고 지역사회 등 주주이익의 회사관계자의 이익을 보호함으로써 커질 수 있다는 주장이 이루어지고 있다.⁵⁸⁾ Unocal 의무가 부과되는 이사회는 합리적인 범위내에서 주주이익의 회사관계자의 이익을 고려할 수 있는 반면, Revlon 의무가 부과되는 이사회는 주주의 단기이익을 극대화할 것이 요구되기 때문에 이를 고려할 수 없다. 통합기준은 Revlon 의무를 배척함과 동시에 이사는 단기적으로만 행동하여야 한다는 주장도 배척하고 있다. 오히려 통합기준에서는 이사회는 주주이익을 정의함에 있어서 장, 단기 문제를 포함하여 폭넓은 재량권을 갖는다. 따라서 이사회가 충분한 정보를 가지고 합리적으로 행동하는 한 법원은 이사회는 결정에 간섭하지 않을 것이다. 그러나 여기서 주의할 점은 주주이익의 회사관계자의 이익은 주주이익에 종속되므로, 이사회가 이들의 이익을 고려하기로 결정한 때에는 어떻게 이것이 주주이익을 동시에 조장하는가를 입증할 수 있어야만 한다는 점이다.

56) *Ibid*, p.1622.

57) 통합기준은 방어행위 관련사건과 사실상 모든 비상적인 상황에서 협상권한을 가지는 특별위원회의 설치나 언제나 도움이 되리라는 사실을 암시하고 있다(Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, *op. cit.*, p.1624).

58) *Ibid*, p.1623.

(5) 이사의 손해배상책임

델라웨어주 회사법 제102(b)(7)조는 정관변경을 통해 이사의 주의의무 위반책임을 제한할 수 있도록 하고 있다.⁵⁹⁾ 한편, 통합기준 아래에서 주의의무와 충성의무는 명확히 구별되지 않으며, 중대한 의무위반은 양자를 모두 포함하는 것으로 인정될 수 있다. 그 결과 이사회 정보수집이나 심사과정에서의 결함이 주의의무 위반인지, 충성의무 위반인지, 아니면 양의무 모두 위반인지 확실하지 않기 때문에 여기에 위 조문이 적용될 수 있는지가 문제된다. 통합기준은 이 문제에 대해 직접적으로 답하지는 않고 있지만, 다음과 같은 예측이 가능하다. 델라웨어주 회사법 제102(b)(7)조는 델라웨어주 대법원이 *Smith v. Van Gorkom* 판결에서 이사에게 주의의무 위반책임을 지우자, 이에 대한 대응으로 만들어진 것이다. 통합기준은 분명히 이 판결에서 정립된 충분한 정보보유 의무에 의존하고 있으며, QVC 판결은 이사의 의무를 일반적인 주의의무를 반영한 것으로 파악하고 있다. 그럼에도 불구하고 이들 사건 모두에는 충성의무 요소가 존재하며, QVC 판결에서는 주의의무와 충성의무간의 차이를 좁히고 있다. 따라서 동법 제102(b)(7)조는 계속해서 일상적으로 부주의한 이사를 보호할 것이지만, 위 사건들에서의 의무위반은 충성의무 위반으로 주장될 것이고 이 경우 이사는 충실의무 위반을 이유로 손해배상책임을 부담하게 될 것이다.

IV. 결론

이 글에서는 QVC 판결에 대한 검토를 통하여 방어행위의 적법성 판단문제와 관련한 델라웨어주 대법원의 최근 심사기준에 대하여 살펴보았다. QVC 판결은 M&A 상황에서 이사의 충실의무는 Unocal 기준, Revlon 기준 등 서로 다른 기준에 따라 분석된다는 사실을 부인하고, 충실의무는 이사에게 주주의 최대이익을 모색하기 위하여 정보에 기초한 판단을 하는 것이라는 단일하고 일반적인 의무를 부과한 것으로 본다. 그리고 통합기준에서는 이사가 M&A 상황에서 충실의무를 위반했는가를 심사함에 있어서 강화된 심사기준을 적용한다. QVC 판결은 Revlon 기준이 경영진에게 경매를 하거나 오로지 주주의 단기이익만을 고려할 것을 요구한다는 사실을 부인하고, Revlon 기준상의 경매를 단지 이사가 주주의 최대이익을 모색하기 위해 일반적인 충실의무를 이행함에 있어서 선택할 수 있는 하나의 방안으로 본다. 그러므로 통합기준의 채택은 이제 더 이상 델라웨어주법 상 Revlon 의무는 존재하지 않는다는 것을 의미하며, 이는 결과적으로 언제 Revlon 의무가 발생하는가에 관한 종래의 논쟁을 무의미하게 만든다. 통합기준 아래에서는 주의의무 위반과 충성의무 위반이 동일하게 취급된다. 그리고 통합기준은 지배권 변경과 방어행위에 대해서는 물론 그 밖에 주주의 이익에 중대한 영향을 미치는 이사의 모든 비상적인 결정에 대해서도 적용될 수 있다.

QVC 판결은 우리 나라에서도 방어행위의 적법성 판단문제와 관련하여 해석상 참고가 될 수 있을 것으로 본다. 상법과 증권거래법에서 자기주식의 취득 등 일정한 방어행위를 허용하고 있으나, 이사가 이를 가지고 적대적 M&A에 대해 무제한 방어행위를 할 수 있는 것은 아니라고 본다. 이사는 방어행위를 하는 경우에도 어디까지나 회사와 주주의 이익을 위하여 자신의 권한을 행사하지 않으면 안 된다. 이사가 방어행위를 함에 있어서 회사와 주주의 이익을 고려했는가 여부를 심사함에 있어서 QVC 판결이 도움이 될 수 있을 것이다.

59) 충성의무 위반은 제외된다.

참고문헌

- Cary & Eisenberg, *Cases and Materials on Corporations*(concise ed.), 7th ed., 1995
- Phillip J. Azzollini, The Wake of Paramount v. QVC: Can a Majority Shareholder avoid Triggering the Auction Duty During a Merger and Retain a Significant Equity Interest? Suggestion: A Pooling of Interests, 63 *Fordham L.Rev.*573(Nov. 1994)
- S. Todd Barfield, Directors or Auctioneers? Turning Back Time in Paramount v. QVC, 62 *UMKC L.Rev.* 893(Summ. 1994)
- Richard A. Booth, The Business Purpose Doctrine and the Limits of Equal Treatment in Corporation Law, 38 *Southwestern L.J.* 853(Sept.1984)
- Eric A. Chiappinelli, The Life and Adventures of Unocal - Part I: Moore the Marrier, 23 *Del.J.Corp.L.* 85(1998)
- Lawrence A. Cunningham / Charles M. Yablon, Delaware Fiduciary Duty Law After QVC And Technicolor: A Unified Standard(and the End of Revlon Duties?), 49 *Bus.Law.* 1593(Aug. 1994)
- Andrew M. Ferris, Jilted Suitor's Hostile Revenge Guarantees Control Premium In the Marriage of Paramount and Viacom: Paramount Communications v. QVC Network, 637 A.2d 34(Del.1994), 63 *U.Cin.L.Rev.* 941(Win. 1995)
- Steven J. Fink, The Rebirth of the Tender Offer? Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 20 *Del.J.Corp.L.* 133(1995)
- Thomas A. Gentile, Refining the Revlon Doctrine's Applicability to Changes of Control: Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 637 A.2d 34(Del.1993), 17 *Harv.J.L.& Pub.Pol'y* 895(Sum. 1994)
- T. Richard Giovannelli, Revisiting Revlon: The Rumors of Its Demise have been Greatly Exaggerated, 37 *Wm. & Mary L.Rev.* 1513(Sum.1996)
- Alexander B. Johnson, Is Revlon Only Cosmetic?: Structuring a Merger in the Mid-1990S, 63 *Fordham L. Rev.* 2271(May. 1995)
- Marcel Kahan, Paramount or Paradox: The Delaware Supreme Court's Takeover Jurisprudence, *The Journal of Corporation Law* 583(Spr. 1994)
- Janet E. Kerr, Delaware Goes Shopping for a "New" Interpretation of the Standard: The Effect of the QVC Decision on Strategic Mergers, 58 *Alb.L.Rev.* 609(1995)
- Robert D. Ming, Delaware's Duty to Auction after Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc., 22 *Pepp.L.Rev.* 1541(1995)
- Robert A. Ragazzo, Unifying the Law of Hostile Takeovers: The Impact of QVC and Its Progeny, 32 *Hous.L.Rev.* 945(Win. 1995)
- , Unifying the Law of Hostile Takeovers: Bridging the Unocal / Revlon Gap, 35 *Ariz.L.Rev.* 989(Win. 1993)
- Paul L. Regan, The Unimportance of Being Earnest: Paramount Rewrites the Rules for Enhanced Scrutiny in Corporate Takeovers, 46 *Hastings L.J.* 125(Nov.1994)
- Patricia A. Terian, "It's Not Polite to Ask Questions" In the Boardroom: Van Gorkom's Due Care Standard Minimized in Paramount v. QVC, 44 *Buff.L.Rev.* 887(Fall. 1996)