

적대적 공개매수에 대한 방어행위와 그 적법성에 관한 연구 — 미국법을 중심으로 —

劉榮一
法學科

(요 약)

주식의 공개매수란 일반적으로 대상회사의 지배권획득을 목적으로 신문지상에 광고하는 등의 방법을 통해 불특정 다수인으로부터 현금 또는 주식과 교환하여 대상회사의 주식을 매수하는 것을 말한다. 우리나라의 경우 아직까지 공개매수가 행해진 경우는 1건도 없지만, 대기업의 소유지분이 점차 분산되어 가면, 머지않아 공개매수와 관련된 문제에 직면하게 될 것이 예상된다. 또한 올해부터는 제한적이긴 하지만 국내기업의 주식에 대한 외국인의 직접투자가 이루어지고 있으므로, 앞으로 공개매수를 통한 외국기업의 국내기업에 대한 지배권쟁탈이 충분히 예고된다고 할 수 있다. 그러므로 주식시장의 완전개방에 앞서 국내기업의 경영권을 보호하기 위한 방안을 마련하는 것이 시급한 과제라고 할 수 있다. 또한 적대적 공개매수를 통한 회사의 지배권쟁탈이 행해질 경우, 대상회사의 이사회는 방어수단을 강구하는 것이 보통이므로, 우리나라에서도 이사의 방어행위의 적법성 문제가 제기될 가능성이 크다고 할 수 있다. 즉, 적대적 공개매수가 행해지는 경우 대상회사의 경영진은 방어수단을 채택할 수 있는가, 또는 채택할 수 있다면 어떠한 범위내에서 방어수단을 채택할 수 있는가 하는 문제가 중요한 회사법상의 문제로써 제기될 것이다. 그러므로 특히 공개매수의 오랜 역사를 가지고 있는 미국에서의 예를 참고로 하여, 적대적 공개매수와 관련된 방어수단과 그 적법성에 관한 논의에 대하여 살펴보는 것은 우리나라에서의 대상회사의 경영진의 방어행위의 적법성 문제를 고찰함에 있어서 매우 유익하리라고 생각한다.

이에 본고에서는 미국법을 중심으로 공개매수의 경제적 효용에 관한 논의와, 다양한 방어수단, 그리고 이의 적법성에 대한 미국의 학설 및 판례의 변천을 고찰함으로써, 앞으로 우리나라에서 공개매수에 대한 회사법적 규제를 강구함에 있어서 참고자료로 할 수 있도록 하였다.

A STUDY ON THE DEFENSIVE TACTICS AGAINST HOSTILE TENDER OFFERS AND ITS LEGITIMACY

You, Young Ihl
Dept. of Law

(Abstract)

Tender Offer may be defined as an offer to acquire shares of a company addressed to the general body of shareholders, with a view to obtaining at least sufficient shares to give the offeror voting control of the company. In our country, there has been no case of Tender Offer so far. However, problems relating to Tender Offer would be suggested in this country soon, shareholdings of the largest company being dissipated.

It became also possible for foreigners to invest directly to the shares of the domestic company from this year. Accordingly it would be reasonably expected for foreign company to battle for the control of the domestic company by way of Tender Offer.

So it will be an urgent issue to prepare a method of protecting domestic company before the complete openness of the domestic securities market. And because it is usual for board of directors of the target company to adopt defensive tactics in case of hostile Tender Offer, the problem of legitimacy relating to defensive tactics, viz the problem whether and in which extent the board of directors of the target company could adopt a defensive tactics would be suggested as an important issue of corporation law soon.

Accordingly the writer think it would be useful to study on the defensive tactics against hostile Tender Offer and its legitimacy in USA, in examining the legitimacy of the defensive tactics in this country.

In this context, the writer suggests a useful materials in preparing a corporation law's regulation on Tender Offer in this country for the future, by studying on the economic function of the Tender Offer, various defensive tactics and its legitimacy in USA.

I. 서 론

기업이 영업활동을 확대, 다각화하는 방법의 하나로 다른 기업을 합병 또는 매수하는 방법 (M & A: Merger & Acquisition)이 있다. 이와 같은 기업매수 목적을 달성하기 위한 법적 형태에는 주식매수, 위임장쟁탈, 공개매수, 영업양도, 합병 등 여러 가지가 있으나, 합병이나 영업양도의 경우에는 이사회와 승인이 필요하므로 대상회사의 경영진이 협력하지 않는 경우에는 실행할 수 없게 된다. 주식매수의 방법도 상대기업이 공개회사 특히 상장회사인 경우에는 주식이 광범위하게 분산되어 있기 때문에 주주로부터 주식을 매수하는 것이 용이하지 않

다. 또한 시장을 통하여 주식을 매수하는 경우에는 주가상승으로 말미암아 매수비용이 과다하게 들게 될 뿐만 아니라, 증권거래법상의 주식의 대량소유제한 규정(동법 제200조)으로 말미암아 10% 이상의 주식취득이 엄격하게 금지된다. 그러므로 기업매수에 대하여 대상회사의 경영진이 반대하는 이른바 적대적 기업매수의 경우에는, 위임장쟁탈전이나 공개매수에 의하는 수밖에 없게 된다. 그러나 위임장권유의 방법은 시간과 비용이 많이 들고, 또한 이 경우 취득한 위임장은 1회 밖에 사용할 수 없다는 등의 단점이 있기 때문에 많이 이용되지 않는다. 그러므로 특히 적대적 기업매수에 있어서는 유가증권시장을 통하지 않고 주주로부터 직접 주식을 매수하는 공개매수 방법이 선호되고 있다. 공개매수제도는 영국에서 18세기에 처음 개발된 이래, 현재까지 미국에서 가장 활발하게 행해졌으며, 미국에서는 현재까지 공개매수(tender offer)가 기업매수의 가장 보편적인 제도로서 이용되었다. 다만 최근에는 공개매수의 폐해와 관련하여 공개매수제도에 대한 근본적인 재검토가 진행되고 있는 실정이다.

한편, 적대적 공개매수의 경우 대상회사의 이사회는 자신의 지배권을 유지하거나 또는 회사 및 주주의 이익을 보호하기 위하여 여러 가지 다양한 방어수단을 구사하게 된다. 오늘날 미국에서는 이와 같이 다양한 방어수단의 적법성에 대한 연구가 이사의 의무와 관련하여 활발하게 이루어지고 있으며, 미국의 판례 및 입법 특히 주회사법 개정의 동향은 이렇게 점차 등장한 방어수단과의 관련하여서 전개되어 왔다.

우리나라에서도 1976년 증권거래법 개정을 통하여 공개매수제도를 도입하였다. 당시 이를 도입한 것은 자본자유화와 경제활동의 국제화에 따라 구미에서 일반화되어 있는 공개매수제도가 우리나라에서도 머지않아 실현되리라는 예상 때문이었다.

그러나 우리나라에서는 폐쇄적인 주식소유 구조로 말미암아¹⁾ 지금까지 공개매수제도가 이용된 경우는 1건도 없는 실정이다.²⁾

그러나 공개매수제도는 모든 자유시장경제 제도하에서의 기본적인 문제이기 때문에 우리나라의 경우에도 대기업의 소유지분이 점차 분산되어 가면 공개매수가 활발하여 질 것이고, 머지않아 공개매수와 관련된 문제에 직면하게 될 것이 예상된다.³⁾

더우기 나날이 확대되어 가고 있는 경제활동의 국제화를 고려한다면, 우리나라의 경우 도 불원간 공개매수가 급박한 법률문제로서 등장할 날이 멀지 않았음을 쉽게 예상할 수 있다.

우리나라는 그동안 계속하여 자본시장개방 노력을 계속하여 왔으며, 올해부터는 제한적이긴 하지만 국내기업의 주식에 대한 외국인의 직접투자가 이루어지고 있다.

1) 공정거래위원회가 발표한 「대규모 기업집단 타회사출자현황」에 의하면, 1992년 4월 1일 현재 기준으로 국내 78대 대기업집단의 주식지분 가운데 동일인 및 특수관계인, 계열회사의 소유지분비율을 나타내는 내부지분율은 46.4%에 이르는 것으로 나타났다. 특히 5대 재벌의 내부지분율은 51.9%, 10대 재벌은 47.1%, 30대 재벌은 46.1%로 각각 나타나 규모가 큰 재벌기업일수록 소유집중도가 심한 것으로 나타나고 있다. 조선일보 1992. 7. 3, 7면.

2) 일본의 사정도 우리와 크게 다르지 않다. 현재까지 일본에서 공개매수가 행해진 경우는 3건에 불과하고, 그것도 적대적 공개매수는 1건도 없는 실정이다. 이는 주로 일본에서의 주식보유구조의 폐쇄성, 특히 기업계열 및 그룹구조에 기인하는 것으로 해석되고 있다. 그러나 일본은 공개매수의 실시곤란에 따른 외국으로부터 터의 비판을 의식하여, 1990년 공개매수제도에 관하여 중요한 개정을 하였다. 주된 개정내용은 (1) 일정한 예외적인 경우를 제외하고 증권시장 밖에서의 주식취득에 대한 공개매수의 의무화 (2) 공개매수대리인 제도의 폐지 (3) 사전신고 제도의 폐지 (4) 주권동의 대량보유 공시규정의 신설 등이다. 並木俊守, 公開買受と株券登の大量保有開示, 日本法學 56卷 2號(1990. 9), 1면 이하 참조.

3) 우리나라의 경우 창업 3세대 정도가 되면 공개매수와 관련된 문제가 대두될 것으로 예상하는 견해가 있다. 좌담회, 증권거래에 관한 제문제, 인권과 정의 제184호(1991.12), 31면 참조.

자본시장의 개방은 필연적으로 외국자본에 의한 국내기업의 지배 내지 공개매수를 통한 외국인의 국내기업에 대한 지배권쟁탈을 충분히 예고한다고 할 수 있다. 그러므로 주식시장의 완전개방에 앞서 국내 기업의 경영권을 보호하기 위한 방안을 마련하는 것이 시급한 과제라고 할 수 있다. 또한 장차 공개매수를 통한 회사의 지배권쟁탈이 행해질 경우, 이에 대한 이사의 방어행위의 적법성 문제가 제기될 가능성이 크다고 할 수 있다. 이에 특히 미국에서의 예를 참고로 하여 적대적 공개매수와 관련된 방어수단과 그 적법성에 관한 논의에 대하여 살펴보는 것은, 우리나라에서의 대상회사의 경영진의 방어행위의 적법성을 고찰함에 있어서 매우 유의하리라고 생각한다.

II. 개 념

1. 의 의

주식의 공개매수란 일반적으로 지배권취득을 목적으로 신문지상에 광고하는 등의 방법을 통해 불특정 다수인으로부터 현금 또는 주식과 교환하여 대상회사의 주식을 매수하는 것을 말한다. 한편 우리나라의 경우에는 증권거래법에서 공개매수에 관한 정의규정을 두고 있다. 동법에 의하면, 유가증권의 공개매수란 불특정 다수인을 상대로 대통령령이 정하는 유가증권을 유가증권시장외에서 매수의 청약을 하거나, 매도의 청약을 권유하여 유가증권을 매수하는 것을 말한다(증권거래법 제21조). 법문상으로는 대상회사의 지배권취득이 공개매수의 요건으로 되어 있지 않지만, 위 대통령령이 정하는 유가증권은 상장법인 또는 등록법인이 발행한 주권, 신주인수권을 표시하는 증서 및 전환사채권 등 지배권과 관련되는 증권에 한정된다는 점(동법시행령 제10조)과 동법에 의해 요구되는 공개매수신고는 매수자가 대상회사의 발행주식총수의 10% 이상의 소유자가 되는 경우에 한정된다는 점(동법시행령 제12조 참조) 등에 비추어 보면, 지배권취득을 목적으로 하지 않는 공개매수는 증권거래법의 규제대상이 되지 않는다고 할 수 있다.⁴⁾

공개매수는 다른 기업을 매수하는 효과적인 방법으로 이용된다. 공개매수가 기업매수 방법으로써 가지는 이점은, (1)단기간내에 대량의 주식을 취득할 수 있고, (2)일정 주식수의 매수를 조건으로 하므로, 매수수량의 미달로 말미암아 기업매수가 실패한 경우에도 손해를 입지 않고, (3)증권시장에서 조금씩 매수하는 경우보다 결과적으로 낮은 가격으로 대량의 주식을 취득할 수 있으며, (4)기업매수의 의도를 대상회사에 숨기기 쉽다는 점 등이다.⁵⁾

2. 종 류

공개매수는 관련 양사 이사회간의 협력정도에 따라 우호적 공개매수, 중립적 공개매수, 적대적 공개매수, 그리고 경쟁적 공개매수로 나누어 진다.⁶⁾

4) 이에 반하여 미국 증권거래법에서는 공개매수의 개념을 정의하고 있지 않다. 미국에서의 공개매수의 성립범위에 관한 논의에 대해서는 송종준, '주식공개매수에 관한 연구', 고려대 법학박사학위논문(1990, 7), 27면 이하 참조.

5) 鈴木俊守, 『企業買収の防衛と第3者割當』(中央經濟社, 1989), 112면.

6) Weinberg and Blank, TAKE OVERS AND MERGERS(I), (London, Sweet & Maxwell, 1989), at 1005.

(1)우호적 공개매수(agreed or friendly tender offer)

대상회사의 이사들이 공개매수에 동의하여 자신들의 보유주식을 공개매수자에게 제공할 뿐만 아니라, 주주들에게도 공개매수에 응하도록 권유하는 경우를 말한다. 대상회사의 이사들은 공개매수의 개시와 동시에 동의하거나, 공개매수자와의 사전협상 후 동의할 수도 있다. 또한 공개매수에 대한 공식적인 반대의견의 표명 이후에 동의함으로써 공개매수조건의 개선을 도모할 수도 있다. 경우에 따라서는 대상회사의 이사들 자신이 공개매수자에게 접근하여 공개매수를 권유하는 경우도 있다. 우호적 공개매수의 경우 대상회사의 이사들은 공개매수자에게 공개매수에 필요한 정보를 제공하는 등 공개매수자에게 협력하게 된다.

(2)중립적 공개매수(unopposed or neutral tender offer)

대상회사의 이사들이 공개매수자와 협상하거나 반대의사를 표명하지도 않고, 또한 주주들에게 공개매수에 응하지 않도록 권유하지도 않는 등 중립을 지키는 경우이다.

(3)적대적 공개매수(defended or hostile tender offer)

대상회사의 이사들이 공개매수에 반대하기로 결정함과 동시에, 주주들에게 공개매수에 응하지 않도록 권유할 뿐만 아니라, 공개매수에 대하여 여러 가지 다양한 방어수단을 채택하는 경우를 말한다. 방어수단을 채택하는 동기로는 회사가 독립회사로 존속하는 것이 회사에 이익이 된다고 믿거나 자신의 지위를 지키기 위한 경우, 기타 공개매수의 조건을 개선하기 위한 경우 등이 있다. 적대적 공개매수는 회사법적으로 가장 많은 문제를 내포하고 있는 공개매수이다.

(4)경쟁적 공개매수(competitive tender offer)

제2, 제3의 공개매수자가 경쟁적으로 공개매수에 참여하는 경우를 말한다. 경쟁공개매수자의 참여는 자발적인 경우도 있지만, 대상회사의 이사회가 참여를 권유하는 경우도 있다. 후자는 대상회사 이사들의 입장에서 볼 때 공개매수가 불가피한 이상, 회사를 제1의 공개매수자보다는 자신들이 선택한 공개매수자의 지배하에 두기를 원하는 경우에 이루어진다.

3. 경제적 효용⁷⁾

공개매수는 내부자거래 및 주주의 유한책임과 더불어 법경제학(economics of law)에 의한 분석이 활발히 이루어지고 있는 테마 가운데 하나로서, 공개매수의 경제적 효용에 대해서는 이를 긍정적으로 보는 견해와 부정적으로 보는 견해가 대립하고 있다. 공개매수의 경제적 효용에 관한 논의는 적대적 공개매수에 대한 대상회사 경영진의 방어행위의 적법성 문제와 밀접한 관련을 맺고 있다.

(1)긍정적인 견해

공개매수는 주주의富力를 증대하는 기능과 사회적인富力 증대하는 기능이 있으므로 유용하다는 견해이다. 주주의富力 증대하는 기능이란 경영진으로 하여금 보다 효율적인 경영을 하도록 자극하는 것과, 주주에 대하여 시장가격을 초과하는 프리미엄이 지급된다고 하는 것을

7) 中東正文, 『アメリカにおける縮出め合併しとテイク オフ』(二), 『日本法學』 56卷 1號(1991), 179면-183면 참조.

말한다. 반면 사회적 富를 증대하는 기능이란 공개매수에 의하여 자원이 보다 효율적인 경영진에게로 이전한다고 하는 기능을 의미한다.

1) 주주의 富

법경제학에서는 전통적으로 적대적 공개매수는 비효율적인 경영진을 교체하는 바람직한 징계기능(disciplinary function)을 가진다고 생각하여 왔다. 예컨대 Manne에 의하면, 어떤 회사가 비효율적으로 경영되고 있는 경우에는 주가가 동업종의 타회사나 또는 시장 전체의 주가에 비하여 하락하게 되는데, 이와 같은 경우 자기라면 그 회사를 보다 효율적으로 경영할 수 있다고 믿는 자에게는 주가가 하락하면 할수록 공개매수가 보다 매력적인 것이 된다. 그리고, 이와 같은 형태로 회사경영자간에 효율성 경쟁이 확보됨으로써 주주의 이익이 일층 강력하게 보호되게 된다. Manne에 의하여 제기된 회사지배시장(market for corporate control)의 기능에 관한 분석은 Easterbrook과 Fischel, 그리고 Gilson에 의해 다시 진전되었다. Easterbrook과 Fischel에 의하면, 회사경영진은 자신들이 창출해 낸 이익을 전부 가질 수 있는 것은 아니기 때문에, 자신의 이익을 극대화한다고 하는 측면에 있어서는 새로운 사업을 시작하거나 종전사업을 확대하거나 하는 일은 노력만 많이 들 뿐이고 이익은 적다고 생각할 수 있게 된다. 이로 인하여 경영자 중에는 직무를 태만히 하거나 부정한 이익을 얻거나 하는 자가 나타나게 된다. 이에 수반되는 비용을 대리비용(agency cost)이라고 하는데, 이 비용 때문에 당해회사의 주가는 낮아지게 된다. 공개매수를 하려고 하는 자는 회사의 잠재적 가치와 주가에 반영된 현경영자 하에서의 회사가치를 비교하여 매수대상 회사를 결정함으로써 경영진을 감독하는 결과가 된다. 그 이유는 양가치 사이의 격차가 크면 클수록 공개매수자는 회사를 매수하여 경영을 개선함으로써 큰 이익을 얻을 수 있으므로, 경영진은 공개매수를 염려하여 대리비용을 삭감하기 위하여 노력하기 때문이다.⁸⁾ Easterbrook과 Fischel은 이와 같은 주장에 근거하여 회사지배시장의 기능을 확보하기 위해서는, 대상회사의 경영진은 주주에 대하여 현경영진을 지지할 것을 호소하는 것 이외의 방어수단을 채택해서는 안된다고 하는 수동성이론(rule of passivity)을 지지하고 있다.⁹⁾

Bebchuk도 이들과 마찬가지로 경영진에 대한 회사지배시장의 징계기능을 적극적으로 평가하고 있으나, 다만 대상회사의 경영진은 경합하는 공개매수를 권유하는 것은 허용되어야 한다고 하는 경매이론(auction rule)을 주장하고 있다.¹⁰⁾ 즉, 그는 이로 인해 공개매수의 가능성이 증가함으로써 대상회사의 주주는 경영진이 이익을 극대화하기 위하여 힘껏 일하게 되고, 또한 공개매수시 지급되는 프리미엄을 보다 많이 취득할 수 있게 된다는 2가지 이익을 얻을 수 있게 된다고 한다. 그리고, 경매이론하에서는 수동성이론에 있어서 보다도 주주에게 지급되는 프리미엄이 증가하는 한편, 경영진에 대한 통제가 보다 적절하게 행해지게 된다고 한다. 이에 대하여 Coffee는 공개매수의 징계기능은 상당히 크지만, 다음과 같은 한계를 가지고 있다고 주장한다.¹¹⁾

(1) 비효율적인 경영에 최초로 반응하여 이를 방지할 수 있는 지위에 있는 자는 적대적인 매

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

9) *ibid.*, at 1174-80.

10) Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L.Rev., 1028(1982), at 1034.

11) Coffee, Regulating the market for Corporate Control : A Critical Assessment of the Tender Offers's Role in Corporate Governance, Colum. L.Rev., 1145(1983).

수자가 아니다. 오히려 내부통제가 회사기밀에의 용이한 접근이나 신속성, 비용면에서 외부통제보다도 유리하다. (2) 지나치게 비효율적인 회사는 공개매수자의 위협이 너무 크기 때문에 공개매수의 대상이 되지 않는다. 회사지배시장에 의한 징계는 지배권취득에 필요한 프리미엄을 대상회사의 주주에게 지급할 수 있을 정도로 비효율적이면서, 동시에 공개매수자가 기피할 정도까지는 비효율적이지 않은 경우에만 가능하다. (3) 외부통제는 내부통제보다도 실수의 가능성이 크다. 뿐만 아니라 적대적 공개매수의 빈도가 증가하면 경영자의 노동시장에 악영향이 발생하고, 또한 공개매수가 지나치게 위협적인 것이 된다. 이에 따라 Coffee는 공개매수의 위협이 너무 크지 않도록 회사지배시장에 관한 제도를 설계하려고 한다. 또한 Coffee는 경매이론은 대상회사 주주의 싹을 증대시킨다고 평가하고 있다.¹²⁾

2) 사회적인 싹

공개매수시에는 대상회사의 주주에 대하여 상당액의 프리미엄이 지급되는 것이 일반적이다. 시장이 효율적이라고 가정하는 경우, 시장가격은 현경영진하에 있어서의 회사의 경제적 가치를 표시하고 있다. 그러므로 제3자가 시장가격을 초과하여 회사를 취득하려고 하는 것은, 그 자가 회사를 현경영진보다도 효율적으로 경영할 수 있다고 생각하기 때문이라고 할 수 있다. 그러므로 공개매수에 의하여 회사라고 하는 자원이 보다 효율적으로 이용되게 되어, 사회적인 싹가 증대하게 된다. 이와 같은 회사지배권의 효율적 이전 문제도 무저항이론과 경매이론간의 논쟁이 되고 있다. Bebchuk는 공개매수에 의하여 발생하는 이익은 매수자가 누구인가에 크게 의존한다는 점을 지적한 다음, 경매이론하에서는 대상회사의 자산이 이를 가장 효율적으로 이용할 수 있는 자에 의하여 매수될 가능성이 증가한다고 한다.¹³⁾ 이에 대하여 Easterbrook과 Fischel은 무저항이론하에서는 대상회사의 자산이 가장 효율적으로 이용될 수 있는 자에게 이전될 때까지 지배권이전이 계속될 뿐이라고 한다.¹⁴⁾ 반면, Coffee는 경매가 없는 경우에도 자산이 가장 효율적으로 이용될 수 있는 자에게 이전하는가는 알 수 없지만, 수동성이론 하에서는 보다 큰 거래비용과 지연이 발생한다고 한다.¹⁵⁾

(2) 부정적인 견해

공개매수는 비효율적이고 쓸데없는 것이라고 하여 공개매수의 경제적 효용을 부정하는 견해이다. 예컨대 Reich는 적대적 공개매수는 실체가 수반되지 않는 이익을 발생시킬 뿐이고, 또한 공개매수의 위협으로 말미암아 회사경영진이 단기이익의 극대화에만 몰두하게 되어 오히려 경영의 효율성이 떨어진다고 주장한다.

또한 Lowenstein은 주식시장은 효율적이지 못하므로 공개매수는 열등한 경영진이 있는 회사를 목표로 하는 것이 아니라고 주장하면서, 긍정적 견해의 전제 자체를 비판하고 있다.¹⁶⁾ 즉, 적대적 공개매수의 대상이 되는 회사는 경영이 비효율적으로 행해지고 있는 기업이 아니고, 오히려 경영이 효율적으로 행해지고 있는 기업이라고 한다. Lipton도 공개매수자에는 arbitrageur 등 회사경영에 관심을 가지지 않는 자가 있는데, 이들을 위하여 회사제도 내지

12) *ibid.*, at 1175-83.

13) Bebchuck, *op.cit.*, at 1048-50.

14) Easterbrook & Fischel, Auctions and Sunk Costs In Tender Offer, 35 *Stan.L.Rev.* 1 (1982).

15) *offec*, *op.cit.*, at 1151.

16) Lowenstein, Pruning Deadwood in Hostile Takeover : A Proposal for Legislation, 83 *Col.L.Rev.* 249(1983), at 268 309.

경제성이라고 하는 장기적인 이익이 위협에 빠져서는 안되므로, 대상회사의 경영진은 공개매수에 대하여 방어수단을 채택하는 것이 허용되어야 한다고 주장한다.¹⁷⁾

또한 미연방 상원의 은행, 주택 및 도시문제위원회(Committee on Banking, Housing and Urban Affairs) 위원장인 William Proxmire는 적대적 공개매수는 미국경제를 압박하여 미국기업의 효율성과 경쟁력을 강화하지 못하고, 오히려 기업의 부담을 증가시켜 재무구조를 악화시키고 생산성을 저하시킴과 동시에 고용을 줄이고 장기적인 관점에서 미국기업의 국제경쟁력을 약화시킨다고 주장한다. 그의 주장을 살펴 보기로 한다.¹⁸⁾

(1) 적대적 공개매수가 비효율적인 기업을 제거한다고 하는 생각은 신화(myth)에 불과하다. 즉, 공개매수후 1-2년 간은 피매수회사의 영업실적에 변함이 없지만, 3-4년이 지나면 영업실적이 악화된다. 이는 공개매수자가 피매수회사의 시험연구비, 개발비의 지출을 줄이고, 인재개발투자와 설비투자를 증시하여 장래의 회사발전을 저해하는 정책을 채택하기 때문이다. 적대적 공개매수자는 우선 매수자금을 확보하기 위하여 다액을 차입하고 매수에 성공하면 다시 피매수회사의 자산을 담보로 다액을 차입하여 이를 가지고 매수자금의 차입금 변제에 충당하고, 나아가 시험연구비, 개발비, 인재 및 설비에 대한 투자 등의 지출을 줄여서 차입금의 이자지급에 충당하게 된다. 피매수회사는 종래 영업실적이 양호했기 때문에, 지출을 줄이면 바로 이익이 증가한다. 그러면 공개매수자는 주주에 대한 배당금을 증액하고, 이로 인해 주가가 상승하면 소유하는 주식을 매각하여 다시 이익을 얻게 된다. 그러므로 매수후 1-2년 간은 피매수회사의 이익이 증가하여 주가가 상승하지만, 3-4년이 지나면 이익이 감소하여 주가는 다시 하락한다. 그동안에 공개매수자는 피매수회사의 주식을 공개매수가격보다 높은 가격으로 매각하여 이익을 얻는다. 그러므로 이것이 가능하기 위해서는 경영이 효율적으로 행해지고 있고 영업실적이 양호한 회사가 대상회사로써 선택된다.

(2) 적대적 공개매수의 대상회사가 방어에 성공한다 해도 결과적으로 성공하는 것은 공개매수를 행한 회사이지 대상회사가 아니다. 즉, 대상회사는 공개매수에 대한 방어를 위하여 다액을 차입하여 차입금을 가지고 자기주식을 매수하게 된다. 이로 인해 대상회사의 재무구조는 점점 악화되게 된다. 차입금에 대한 막대한 이자지급으로 말미암아, 연구개발비, 종업원연수비 및 설비투자비가 삭감되고 그 결과 회사는 장래의 성장의 기초를 상실하고 쇠퇴하게 된다. 결국 대상회사는 공개매수되지는 않지만, 자살행위를 하는 것과 마찬가지가 된다. 반면 공개매수자는 매수한 주식을 시장에서 고가로 매각하든가, 대상회사에 다시 고가로 매도하여(greenmail) 막대한 이익을 얻는다. 그러므로 대상회사는 공개매수를 모면한 경우에도 결국 큰 손해를 입게 된다.

(3) 적대적 공개매수는 미국기업의 부채와 이자부담을 증가시킴으로써, 기업의 연구비 및 개발비를 감소시키고 기업의 생산성을 저하시키며 실업률을 증가시킨다.

(4) 적대적 공개매수는 주주에게도 재산상의 불이익을 준다. 공개매수는 단기적으로는 대상회사의 주주에 대하여 주가상승에 의한 이익을 주지만, 장기적으로는 주가가 다시 큰 폭으로 하락하므로 주주에게 큰 손해를 입힌다. 그러므로 공개매수는 대상회사의 주주에 대하여 단기적이고 일시적인 주가상승에 의한 이익을 줄 뿐이고, 장기적이고 항구적으로는 주가를 하락시켜서 불이익을 준다.¹⁹⁾

17) Lipton, Takeover Bids in the Target's Boardroom, 35 Bus. Law, 101(1979)

18) William Proxmire, What's Right and Wrong about Hostile Takeover, Wisconsin L. Rev. (1988), at 353. 並木俊守, アメリカの企業買収と企業防衛, 商法學における論争と省察, 服部榮三先生 古稀紀念(商事法務研究會, 1990), 720면 이하에서 전개.

III. 적대적 공개매수와 대상회사의 방어

1. 대상회사 이사회의 지위

적대적 공개매수가 행해지는 경우 대상회사의 이사회는 회사의 독립성을 유지하거나, 자기의 지위를 보전하기 위하여 방어수단을 강구하는 것이 일반적이다. 이 경우 대상회사는 어떠한 방어수단을 채택할 수 있는가 하는 것은 매우 중요한 문제이다. 물론 사전적인 예방책으로써 공개매수가 용이하지 않도록 취약점을 극복하여 두는 것이 무엇보다 중요하다. 그러나 현실적으로 적대적 공개매수가 개시된 경우 이에 반대하는 대상회사는 방어수단을 채택하게 되는데, 방어수단을 채택함에 있어서는 당해 조치의 적법성이 문제될 수 있다. 이사는 공개매수가 회사 및 주주의 이익에 부합하는 경우에는 이를 수락하여야 하지만, 적대적 공개매수가 성공하는 경우 이사는 통상 자신의 지위를 상실하게 되므로, 자신의 지위를 보전하기 위하여 공개매수에 대하여 각종의 방어수단을 채택할 위험이 있게 된다. 그러므로 대상회사의 이사회는 적대적 공개매수에 대하여 방어수단을 채택함에 있어서, 자신의 지위유지라고 하는 개인적인 이익과 회사 및 주주의 최대이익을 고려하여야 하는 회사법상의 충실의무 사이에 이익충돌의 관계에 있게 된다. 그러므로 만일 방어수단이 위법한 것으로 인정되는 경우에는 이사는 주의의무 또는 충실의무 위반을 이유로 회사에 대하여 손해배상책임을 부담하게 된다. 따라서 적대적 공개매수가 행해지는 경우 대상회사의 경영진은 방어수단을 채택할 수 있는가, 또는 채택할 수 있다면 어떠한 범위에서 방어수단을 채택할 수 있는가 하는 문제가 제기된다.²⁰⁾ 미국에서의 논의를 간단히 살펴 보기로 한다.²¹⁾

1) 수동성이론(rule of passivity)

대상회사의 경영진은 주주에게 공개매수에 응하지 말도록 설득하는 이외에는 모든 방어수단이 금지된다는 주장이다.²²⁾ 즉, 경영진은 공개매수자에게 주식을 매각할 것인지 여부를 주주가 스스로 결정하도록 하여야 한다는 주장이다.²³⁾ 이 견해는 방어수단은 공개매수비용을 증가시키고 그 발생을 감소시키기 때문에, 결국 주주의 이익을 감소시킨다고 하는 이론에 근거를 두고

19) 미연방대법원은 1982년 *Edgar v. MITE Corp.* 사건(457 U.S. 624, 102 S.Ct. 2629, 73 L. Ed. 2d 269)에서, 공개매수에 중대한 제약이 가해지는 경우에는 주주는 프리미엄을 붙여 주식을 매각할 기회를 박탈당하게 되며, 경제자원이 가장 가치있게 사용되도록 재배분하는 것이 방해를 받게 되어 효율성과 경쟁의 촉진이 저해되고, 또한 공개매수로 인한 양질의 직무집행을 통한 고주가유지라고 하는 현경영진의 동기가 감소된다고 판시하여 Easterbrook과 Fischel의 견해를 지지했다. 그러나 그 후 1987년 *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America* 사건(481 U.S. 69, 107 S.Ct. 1637, 95 L. Ed. 2d 67)에서는 헌법은 주에 대하여 특정한 경제이론에 따른 것을 요구하고 있는 것은 아니라고 판시하고 중립적인 입장을 취하고 있다. Dale A. Oesterle, *THE LAW OF MERGERS, ACQUISITIONS, AND REORGANIZATIONS* (West Publishing Co., 1991), at 421, 432.

20) 미국에서의 공개매수에 관한 회사법상의 규제는 (1) 방어수단의 적법성에 관한 법원의 심사와 (2) 주내회사를 보호하기 위한 각주의 반공개매수 주법의 제정 등 2가지가 주류를 이루고 있다.

21) Robert C. Clark, *Corporate Law* (Little, Brown & Company, 1986), at 579-582.

22) Easterbrook & Fischel, *op.*, at 1161.

23) 주주는 공개매수에 응할 것인가 여부에 대하여 자유로이 판단할 수 있지만, 주주가 적절한 판단을 할 수 있기 위해서는 관련 정보가 완전히 공시될 필요가 있다. 또한 특정한 주주만이 유리한 취급을 받지 않도록 공개매수에 응한 주주 모두가 평등한 취급을 받지 않으면 안된다. 이와 같은 정보공시와 주주평등대우의 원칙이 공개매수규제에 공통되는 2대원칙이다.

있다. 또한 회사재산을 방어목적을 위하여 사용하는 경우 경영진은 중대한 이익충돌에 직면하게 된다는 점과, 실제 문제로서 적절한 방어수단과 그렇지 않은 방어수단을 구별하기가 쉽지 않다는 점 등을 이유로 든다.

2) 수정 수동성이론(rule of modified passivity)

대상회사의 경영진은 공개매수에 응하지 말도록 주주를 설득하는 것과, 경쟁적 공개매수를 권유하는 것만이 허용된다는 주장이다.²⁴⁾ 이들은 수동성이론의 경우와 달리 공개매수시 일정기간 이전에 그 실시를 공표시키는 입법조치를 채택할 것을 주장한다. 이 이론의 근거는 경매(auction)를 조장하는 데에 있다. 대상회사의 주주들은 자신들의 주식에 대하여 경쟁공개매수인 간의 경매가 조장되는 경우에는 공개매수가격의 상승으로 인하여 이익을 얻을 수 있기 때문이다. 그러나 수정 수동성이론에서도 대상회사의 경영진이 회사의 재산을 낭비하여 주주의 이익을 해치는 방어수단을 채택하는 것은 엄격하게 금지되어야 한다고 주장한다.

3) 차등규제이론(differential regulation)

방어수단의 종류에 따라 각기 상이한 원칙이 적용되어야 한다는 주장이다.²⁵⁾ 예컨대 greenmail²⁶⁾은 엄격하게 금지되어야 하지만, 방어소송을 제기하는 것은 경영판단의 원칙에 의해 보호되어야 하며, poison pill 계획도 예컨대 각 단계에서 주주의 평등취급을 확보하기 위한 것은 적법하다는 것이다. 즉, 개별적으로 대상회사의 경영진이 채택할 수 있는 방어수단을 결정하여야 한다고 하는 주장이다. 동 이론의 근거는 방어수단 가운데는 다른 방어수단에 비하여 주주의 이익에 대하여 훨씬 큰 위협이 되는 것이 있으므로, 엄격한 금지가 바람직한 방어수단과 허용가능한 방어수단을 구별할 수 있다는 데에 있다. 동원칙에서는 새로운 방어수단이 계속 생겨나고 또한 기존의 방어수단도 항상 발전하고 있음에도 불구하고, 비교적 명확한 원칙을 요구한다. 결국, 동이론에서는 방어행위의 적법성 문제는 법에서 상세하게 규제하거나, 법원의 판결에 의하기 보다는 SEC와 같은 감독기관이 규제하는 것이 타당하다고 한다.

4) 주요목적기준(primary purpose test)

대상회사의 주주가 대표소송을 제기하여 방어행위의 적법성에 관하여 다투는 경우, 대상회사의 경영진은 방어행위가 자신의 지배유지라고 하는 이기적인 목적에서가 아니라, 회사의 사업목적 수행을 주요목적으로 성실하게(bona fide) 채택되었다는 사실에 대하여 입증책임을 부담한다는 주장이다.

동원칙은 경영진은 수탁자(fiduciaries)이며, 방어행위는 통상 경영진의 이익충돌을 가져온다는 사실을 인정한 것으로서, 종래의 법원의 전통적인 입장을 반영한 것이라고 할 수 있다. 예컨대, 자기거래에 대해 다툼이 있는 경우, 수탁자가 당해거래가 회사에게 있어서 전적으로 공정하다는 사실에 대하여 입증책임을 부담하는 것과 유사하다고 할 수 있다.

24) Bebchuck, op.cit., at 1028 : Gilson, A Structural Approach to Corporations : The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stan.L.Rev.819(1981).

25) Greenc & Junewicz, A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions, 132 U.Pa.L.Rev.647(1984).

26) 자세한 내용은 위의 2. (4)의 2) 참조.

5) 경영판단의 원칙(business judgment rule)

경영진이 회사의 재산을 사용하여 방어수단을 채택하기로 결정하는 것은 대상회사의 이사 및 임원의 경영판단 범위내의 사항으로서, 원고가 피고인 경영진의 중대한 과실이나 명백한 월권 등을 입증하지 못하는 이상 적법하다고 하는 주장이다. 그러나 대상회사의 경영진은 자문기관이나 투자은행 등을 고용하거나, 수차례 모임을 갖거나 입증서류를 준비하는 등 주의를 다하는 것이 일반적이고, 또한 방어행위의 근거로써 언제나 회사의 이익을 주장하는 것이 가능하므로, 동 원칙에 의하는 경우 대부분의 방어수단이 허용되는 결과가 된다. 특히 판례는 적대적 공개매수에 직면한 경우 이사는 회사 및 주주의 최대이익에 반한다고 생각되는 공개매수를 저지하기 위하여 방어수단을 채택할 권리를 가지며, 심지어 의무를 부담한다고까지 한다.²⁷⁾

결국 (4), (5)의 입장은 경영진과 대표소송의 원고주주 가운데 누가 입증책임을 부담하는가 하는 문제는 별론으로 하고, 원칙적으로 경영진의 방어행위를 인정하는 것이라고 할 수 있다. 이상의 여러 견해 가운데 회사법 학자들은 수동성이론과 수정 수동성이론을 지지하고 있고, 법원은 뒤에서 보는 바와 같이 기본적으로 주요목적기준과 경영판단의 원칙을 지지하고 있다.²⁸⁾

2. 대상회사의 방어수단²⁹⁾

(1) poison pill³⁰⁾

1) 의의

Poison pill의 형태는 매우 다양하여 그 개념을 명확히 정의하기는 곤란하지만, 일반적으로는 이사회가 회사의 정관을 개정하여 새로운 종류의 증권이나, 이들 증권을 매수할 수 있는 '매수권(Rights)'의 발행을 수권하는 규정을 둠으로써 채택하는 일련의 방어수단을 의미한다.³¹⁾ 이는 가장 최근에 개발된 방어수단 가운데 하나로써, 그 적법성에 관하여 가장 논란이 많은 방어수단이기도 하다.³²⁾ Poison Pill이 방어수단으로써 가지는 효용은 (1)적대적 공개매

27) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings 사건에서의 하급심판결(501 A.2d, at 1247).

28) Robert C. Clark, op.cit., at 582. 방어행위의 정당성 논의에 관한 보다 자세한 내용은 송광훈, 앞의 논문, 151-164면 참조.

29) 대상회사의 방어수단은 공개매수자의 공격기법의 개발과 함께 계속 새로운 것이 등장하고, 또한 기존의 기법도 계속 발전하고 있기 때문에, 이를 전부 열거한다는 것은 불가능하다. 그러므로 특히 중요한 것에 대해서만 살펴보기로 한다. 그리고 구체적인 방어수단의 적법성에 관해서는 일반적으로 Herbert S. Wander & Alain G. LeCoque, Boardroom Jitters : Corporate Control Transactions and Today's Business Judgment Rule, 42 Bus. Law. 29(Nov. 1986), at 44-63 참조.

30) 방어수단에는 어린이들이 즐겨 쓸만한 여러가지 재미있는 용어(예컨대 독약, 상어퇴치, 금나하산, 왕관의 보석, 백기사, 펙맨 등)가 많이 사용된다. 이는 미국의 투자은행에서 기업인수 거래를 전담하는 직원들 가운데 20대 남녀들이 많아 아직까지 어릴 때 놀던 기억을 많이 지닌 상태에서 일하는 분위기 때문이라고 한다. 성형표, 기업의 인수합병거래(한국경제신문사, 1990), 146면.

31) Charles M. Yablon, Poison Pills and Litigation Uncertainty, Duke L. J. Vol. 1989:454, at 58.

32) poison pill의 적법성이 부정된 판결로는 Dynamics Corp. v. CTS Corp. (Fed. Sec. L. Rep. 92, 768) : Asarco, Inc. v. MRH Holmes A. Court(611 F. Supp. 468(D. N. J. 1985) : UniLever Acquisition Corp. v. Richardson-Vicks, Inc. (618 F. Supp. 407(S. D. N. Y. 1985)) : Minstar Acquiring Corp. v. AMF Inc. (621 F. Supp. 1252(S. D. N. Y. 1985)) 등이 있다. 이에 반하여 적법성이 긍정된 판결에 대해서는 (주) 41참조. 그러나 1987년 Iowa 상장회사가 poison pill

수자가 2단계공개매수(two-tiered, front-end load-ed offer)나 부분공개매수(partial offer)³³⁾를 실현하는 것을 지연시키거나 비경제적인 것으로 함으로써 이의 실행을 곤란하게 하거나, (2)대상회사의 이사회는 원하는 경우 poison pill을 상환할 수 있으므로 결과적으로 공개매수자에 대하여 협상력을 갖게 된다는데 있다.³⁴⁾

poison pill이 채택되는 경우, 대상회사의 주주들은 '매수권'을 행사하여 대상회사의 주식을 추가로 매수하거나, 매수회사의 주식을 상당히 낮은 가격으로 매수함으로써 매수회사의 지분률을 현저하게 감소시킬 수 있게 된다.³⁵⁾

poison pill은 수권자본(authorized capital)이 존재하는 경우 주주총회의 승인없이 이사회 의 보통결의만으로 채택할 수 있기 때문에, 채택절차가 단순하다는 잇점이 있다. 이사회는 공개매수가 개시되기 이전에 이를 채택함으로써 공개매수에 대해 사전방어를 하는 것도 가능하고, 현실적으로 공개매수가 행해진 후에 이를 채택할 수도 있다. poison pill 권리는 발행회사의 주주 전원에게 배당으로써 교부되며, 존속기간은 장기(예컨대 10년)이고, 일정한 사건(triggering event)이 발생할 때까지는 행사나 보통주로부터의 분리가 불가능한 것이 일반적이다. 일정한 사건이란 예컨대 특정 개인이나 그룹이 발행회사의 외결권주식의 20% 이상을 취득하거나, 30% 이상에 대한 공개매수를 선언하는 경우 등이다. 그리고 이사회는 일정한 사건이 발생할 때까지는 (또는 그 이후 10일까지) 아주 낮은 금액으로(예컨대 권리당 \$ 0.1) '매수권'을 상환(redemption)할 수 있는 재량권을 갖는 경우가 일반적이다.³⁶⁾

2) 종류

poison pill의 초기형태는 대상회사의 보통주주들에게 특별한 상환권 및 전환권을 갖는 우선주를 배당으로 교부하는 것이었다.

상환권부 우선주는 매수자가 일정비율 이상의 주식을 취득하는 경우 상환권행사를 가능하게 하여, 산존주주로 하여금 공정가격으로(예컨대 일정기간 동안의 최고시장가격, 또는 매수자가 지급한 최고가격) 주식을 상환받을 수 있도록 하는 것이다. 반면 전환권부 우선주는 매수회사와 대상회사와의 합병시 대상회사의 주주가 전환주식을 매수회사나 합병후 존속회사의 보통주로 전환할 수 있도록 하는 것이다.³⁷⁾

을 설정하는 것을 허용하는 주법을 입법한 것을 시작으로 뉴욕주 등 몇개 주가 주법으로 이를 정면으로 긍정하기에 이르렀다. 森綜合法律事務所 編, M&A 防衛法(中央經濟社, 1990), 166면.

33) 2단계 공개매수란 우선 1단계의 공개매수에 의하여 대상회사 주식의 일부를 매수하고, 그 후 계속하여 잔여주식에 대해서는 2단계로 축출합병(freeze-out merger)을 행할 것을 당초부터 예정하고, 이를 공표하여 하는 공개매수를 말한다. 2단계의 거래는 1단계의 공개매수보다 낮은 가격으로 이루어지는 경우가 많은데, 이와같이 낮은 가격에서의 2단계 축출합병을 당초부터 예정하여 미리 공표하여 하는 공개매수를 특히 frontend loaded tender offer라고 한다. 그리고 부분공개매수란 매수회사가 매수하고자 하는 최고한도를 설정하여 대상회사의 일부주식만을 공개 매수하는 것을 말한다. 이 경우 제공된 주식수가 최고한도를 초과하는 경우에는 안분비례원칙(pro-rata basis)에 의해 매수된다. 2단계 공개매수나 부분공개매수의 경우에는 1단계의 공개매수에 응하지 않은 주주는 공정한 가격을 지급받지 못할 위험성이 있게 되므로 위압적인(coercive)성격을 띠게 된다. Bebchuck, op. cit., at 1039-40.

34) Dale A. Oesterle, op. cit., at 465.

35) Suzanne S. Dawson, Robert J. Pence and David S. Stone, Poison Pill Defensive Measures, 42 Bus. Law. (Feb, 1987), at 431.

36) 초기의 poison pill에서는 일정한 사건이 발생한 경우에는 자동적으로 상환권이 소멸하는 것으로 규정하였다. 그러나 그 후 이사회가 시간과 융통성을 갖고 공개매수에 대응할 수 있도록 하고, 매수회사가 white knight 거래를 배제하지 못하도록 단기간 동안 상황환을 허용하거나, 매수 회사가 이사

상환권부 우선주의 경우 주주는 상환권 행사를 통해 대상회사의 자산을 실질적으로 고갈시킬 수 있게 되므로 부분공개매수를 저지할 수 있게 된다. 또한 전환권부 우선주의 경우에는 공개매수자로 하여금 양단계에서 대등한 금액을 지급토록 함으로써 2단계 공개매수를 저지하는 효과를 갖게 된다. 요컨대 주주들은 공개매수에 응하지 않은 경우에도 공개매수가 성공하는 경우 상환권 또는 전환권의 행사를 통하여 공개매수 가격에 상당하는 현금이나 주식을 수령할 수 있게 되므로, 부분공개매수나 2단계 공개매수가 갖는 위압적인 효과(coercive effect)를 무력화시키는 결과가 된다.³⁸⁾

이와 같은 방어수단의 이용이 가능한 것은 미국에서는 각주 회사법 및 회사의 정관에 의해 이사회가 우선주의 발행조건을 결정할 수 있기 때문이다. 그리고 이사회가 poison pill을 채택하기 위해서는 정관 내에 발행시 이사회 결의로 정해지는 권리나 특권을 가지는 매수권, 채무증서(debt) 및 우선주를 발행할 수 있는 포괄적인 권한을 가지지 않으면 안된다. 그 후 1985년 델라웨어주 대법원이 Moran v. Household International, Inc. 사건³⁹⁾에서 대상회사의 이사회가 poison pill을 방어수단으로 채택한 것에 대해 적법성을 인정할 이래, 다양한 형태의 poison pill이 등장했는데 그 대표적인 형태는 다음과 같다.⁴⁰⁾

a. Flip over Pill

매수회사가 대상회사 주식의 일정비율에 대한 매수를 완료한 후 계속하여 대상회사와 합병이나 기업결합 등의 거래를 행하는 경우, 매수회사의 주식을 시장가격보다도 훨씬 싼 가격으로 취득할 수 있는 권리를 '매수권' 소지자 전원에 대하여 부여하는 것을 말한다.⁴¹⁾ 이는 대상회사 주식의 경제적 가치를 감소시키거나 소멸시키는 사건(예컨대 대상회사를 소멸시키는 흡수합병)이 발생하는 경우에 적용되도록 하기 위한 것이다. 그러므로 flip-over pill은 공개매수를 통하여 대상회사 주식의 과반수를 취득한 후 2단계로 합병에 의해 소수파주주의 제거를 계획하고 있는 매수자에 대하여 강력한 억지효과를 갖게 된다. 반면, 지배권취득에 만족하고 후속의 합병을 예정하고 있지 않는 매수자에 대해서는 효과가 없다. 이와 같은 이유로 말미암아 최근에는 동시에 flip-in Pill을 함께 규정하는 회사가 늘고 있다.⁴²⁾

회에 대한 지배권을 취득하여 권리를 상환해 버리는 것을 막기 위하여, 권리를 상환하거나 권리의 내용을 변경하는 경우에는 계속이사(continuing directors)의 과반수 승인을 요구하는 경우도 있다. 또한 매수회사 이외의 주주가 특별다수결에 의해 권리를 철회하거나 무효로 할 수 있도록 하거나, 매수회사가 주식의 상당량을 처분한 경우에는 상환권이 복귀하는 것으로 규정하는 특별한 상환조항을 가지는 poison pill도 있다.

37) Note, Protecting Shareholders Against Partial and Two-Tiered Take-overs : The 'Poison Pill' Offered 97 Harv. L. Rev. 1964(1984)

38) *ibid.*, at 1964, 1967.

39) 500 A.2d 1346(Del. 1985).

40) 자세한 내용은 Suzanne S. Dawson, et al., *op. cit.*, at 426-431.

41) flip-over pill은 Moran v. Household Int'l Inc. 판결(500 A.2d 1346(Del. 1985)에서 가운데 최초로 적법성이 인정되었다. 그 밖에 flip-over pill의 적법성을 인정한 판결로는 APL Corp. v. Johnson Controls, Inc., No. 85-C-990(E. D. N. Y. Mar. 25, 1985) : Horwitz v. Southwest Forest Indus. 604 F. Supp. 1130(D. Nev. 1985) : National Educ. Corp. v. Bell & Howell Co., No. 7278(Del. Ch. Aug. 25, 1983) : DiRocco v. Roessner, No. 8107(Del. Ch., Aug. 14, 1985) : Telvest v. Olsen, No. 5798(Del. Ch., Mar. 8, 1979) 등이 있다.

42) Charles m. Yablon, *op. cit.*, at 60.

b. Flip-in Pill

매수회사가 대상회사의 주식을 일정비율 이상 취득하는 등 일정한 사유가 발생한 경우에, 대상회사의 주주에 대하여 대상회사 자신의 주식을 시장가격보다 훨씬 싼 가격(보통 50% 가격)으로 매수할 수 있는 '매수권'을 배당으로서 부여하는 것이다. 이는 '매수권' 소지인이 '매수권'을 행사하는 경우 훨씬 많은 수의 주식을 매수할 수 있도록 함으로써, 매수자의 지분률을 희박화시키기 위한 것이다. 그러나 매수자가 '매수권'을 취득하는 경우에는 당해 '매수권'은 무효가 된다.⁴³⁾

c. Back-end Plan

Flip-in Pill과 마찬가지로 매수회사가 일정 비율 이상의 주식을 취득하였지만 2단계 거래가 완성되기 이전 단계에서 대상회사의 주주를 보호하기 위한 것이다.⁴⁴⁾ 그러나 Flip-in Pill이 주주에 대하여 발행회사의 주식을 추가로 매수할 수 있는 권리를 부여하는 것임에 반하여, Back-end Plan은 잔존주주들에게 자신들의 보통주를 보통주의 현시가보다 훨씬 높은 가치를 가지는 현금이나 채무증권, 또는 우선주와 교환할 수 있는 권리를 부여하는 것이다. 즉, 매수자를 제외한 대상회사의 주주는 공개매수를 거절한 경우에도 프리미엄을 붙인 가격으로 주식을 대상회사에 매각할 수 있는 권리를 부여 받게 된다. 그러나 매수회사가 잔존주식 전부를 이사회가 결정한 공정가격으로 매수하기로 하는 경우에는 예외로 하는 경우가 많다.

결국 이와 같은 내용의 차이는 공개매수의 어느 단계에서 어떤 주주를 대상으로 하는가에 의해 발생하는 차이라고 할 수도 있다. poison pill의 내용은 공개매수의 대항화에 비례하여 다시 다양화되고 있다. 예컨대 회사에 따라서는 이사회가 일정한 공개매수자를 greenmailer로 인정한 때에는, 공개매수자의 지분율이 낮은 경우에도 poison pill이 효력을 발생하는 것으로 하는 경우도 있다. 또 공개매수자가 15%의 주식을 취득한 경우에는 시장가격의 75%로, 30%까지 매수한 경우에는 시장가격의 50%로 대상회사의 주식을 대상회사의 주주에게 부여 하는 Flip-in Pill도 있다.⁴⁵⁾

(2) Lock-Up

1) 의의

Lock Up 협정이란 대상회사의 경영진이 자신에게 우호적인 매수인(white knight라고 한다)에게 회사의 중요한 자산(crown jewel이라고 한다)이나 새로이 발행되는 대량의 주식을 매수할 수 있는 option⁴⁶⁾을 부여하기로 하는 협정을 말한다. 이는 자기측에 우호적인 매수인에게 경쟁상 특별히 유리한 지위를 부여함으로써 적대적 공개매수자를 방어하기 위한 것으로⁴⁷⁾,

43) *ibid.*

44) Back-end Plan은 *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings* 판결(506 A. 2d 173 (Del. 1986)) 및 *Dynamics Corp. v. CTS Corp.* 판결[current] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 11 92, 736(N. D. III, 1986)에서 적법성이 인정되었다.

45) 1989년 중순까지 1,440개의 대규모 공개회사 가운데 43%가 poison pill을 방어수단으로써 채택하고 있다. Dale A. Oesterle, *op. cit.*, at 464.

46) option이란 일정한 상품 또는 일정한 증권을 일정기간내에 소정의 가격으로 상대방으로부터 매수할 수 있는 권리, 또는 상대방에게 매도할 수 있는 권리를 말한다. 선택권이 매수여부에 관한 것인 때에는 call라 하고, 매도여부에 관한 것인 때에는 put라고 한다.

우리나라로 말한다면 제3자 배정 증자나 중요한 영업용재산의 양도에 해당하는 것이라고 할 수 있다. option은 적대적인 공개매수자가 대상회사의 주식을 일정 비율 이상 취득하는 등 일정한 사건이 발생한 경우에 행사할 수 있게 된다.⁴⁷⁾ Lock-Up은 다시 영향력의 차이에 따라 Lock Up과 Leg Up으로 구별되기도 한다. Lock Up은 적대적 공개매수자를 대상회사의 지배로부터 완전히 배제하여 매수경쟁을 종결시키는 것을 말하고, Leg Up은 완전히 배제하는 것은 아니고 단지 그 후의 공개매수를 방해하여 저지하는 것을 말한다.⁴⁹⁾

2) 종 류

① 주식에 의한 Lock Up

주식에 의한 Lock Up이란 white knight가 대상회사로부터 특정수의 주식을 매수하거나 또는 특정수의 주식을 매수할 수 있는 option을 취득하는 것이다. 이로써 공개매수자는 공개매수에 의해 취득한 주식수의 비율이 희박화되어 대상회사의 지배권취득에 필요한 주식수의 취득이 불가능해 지거나, 비용면에서 현저하게 어려움을 겪게 된다. 이에 반하여 white knight는 매우유리한 지위를 차지하게 된다.

② 자산에 의한 Lock Up

자산에 의한 Lock Up이란 white knight가 대상회사의 중요자산을 매수하거나 또는 매수할 수 있는 option을 취득하는 것을 말한다. 공개매수자가 대상회사에 대하여 공개매수를 시도하는 이유는 위의 중요자산을 사용하거나, 동 자산으로부터 수익을 얻는 것을 목적으로 하는 경우가 많기 때문에, 자산의 Lock Up은 공개매수자의 매수의도를 좌절시킬 수 있는 유효한 방어수단이 될 수 있다. 공개매수자는 위 자산의 매각대가에는 전혀 흥미가 없는 것이 보통이기 때문이다.⁵⁰⁾

(3) Shark Repellent

1) 의 의

Shark Repellent란 공개매수로부터 회사의 독립성을 유지하기 위하여 행해지는 기본정관(articles of association)이나 부속정관(bylaws)의 작성 또는 변경을 말한다.⁵¹⁾ Shark

47) Notes, Lock-Up Options : Toward a State Law Standards, 96 Harv. L. Rev., 1068.

48) Herbert S. Wander, op. cit., at 51.

49) 増田 普, TOB 防衛手段(第3者割當増資/營業資産の譲渡)の限界に關する米國法の發展, 國際商事法務 Vol. 16, No. 5(1988), 383면

50) Lock-Up Option의 적법성에 관해서는 1985년 미연방 대법원이 Schreiber v. Burlington Northern Inc. 판결(105 S.Ct. 2453)에서, 적대적 공개매수에 대한 방어수단으로써 채택된 Lock-Up의 내용이 완전히 공시된 경우 Williams Act 제14조(e)항의 시세조종행위(manipulative device)에 해당하지 않는다고 판시한 이래 주로 회사법상 다루어지게 되었다. 우선 Lock-Up의 회사법상의 적법성이 인정된 사건으로는, Thompson v. Enstar Corp. (9 Del. J. Corp. L. 822) : Buffalo Forge Co. v. Ogden Corp. v. Rooney Pace Inc. (744 F.2d 255(2d Cir. 1984)) : Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings(506 A.2d 173(Del. 1986)) : Hanson Trust PLC v. SGM Corp. (781 F.2d 264)가 있다.

51) Comment, Corporate Takeover Battles-Shark Repellent Charter and Bylaw Provisions that Deter Hostile Tender Offers or Other Acquisitions-A Comprehensive Examinations, 27 How. L. J. 1963(1984).

Repellent는 가장 오래전에 개발된 방어수단의 하나로써, 방어수단으로서 가지는 효용은 (1) 공개매수비용을 증가시키고 지배권취득을 지연시킴으로써 대상회사의 매력을 줄이고, (2) 공개매수가 성공한 경우에도 이에 응하지 않은 소수과주주를 보호할 수 있다는 데에 있다.⁵²⁾ 그러나 Shark Repellent는 회사의 운영을 곤란하게 하고, 특히 회사가 필요로 하는 합병 등의 행위를 곤란하게 하는 등 회사의 경영을 구속할 염려가 있다는 단점도 있다. 또한 채택에 시간이 걸리고, 운영에 융통성이 없으며, 회사는 위임장권유에 대한 연방규제에 의해 요구되는 포괄적인 공시문서에서 이의 정당성을 입증하지 않으면 안된다는 등의 단점도 있다.⁵³⁾ Shark Repellent가 다른 방어수단과 비교하여 가지는 특징은 (1) 특정한 공개매수를 예정하지 않고 행해지는 사전적인 방어수단이라는 점, (2) 채택에는 보통 주주총회의 결의가 필요하다는 점,⁵⁴⁾ (3) 주로 위압적인 공개매수에 대하여 효력이 있다는 점 등이다.

2) 종류⁵⁵⁾

① 특별다수결조항(supermajority provisions)

이는 합병이나 자산양도 등의 사업결합에 필요한 주주총회의 법정결의요건을 가중하는 조항을 말한다. 일정비율 이상의 사외주식을 소유내지 지배하는 자와의 사업결합에 한하여 결의요건이 가중되는 경우도 많다. 미국의 주회사법에서는 약식합병⁵⁶⁾의 경우를 제외하고는, 일반적으로 합병에 대해 대상회사의 주주총회에서 총주식의 과반수나 3분의 2 이상의 찬성결의를 요구하고 있는데, 특별다수결조항은 이와 같은 법정결의요건을 가중한 것으로써, 80% 때로는 95%까지 가중되는 경우도 있다. 그밖에 비이해관계주주의 특별다수의 승인이 요구되는 경우도 있다. 한편, 우호적인 합병 등을 할 때에 특별다수결조항이 방해가 되지 않도록 하기 위하여, 비이해관계이사(inaffiliated directors; uninterested directors)내지 계속이사(continuing directors) 가운데 일정수의 승인이 있는 경우에는 특별다수결 요건이 적용되지 않도록 규정되어 있는 경우도 많다. 또한 매수자가 지배주식을 취득한 후 통상의 정관변경 절차에 의하여 특별다수결조항을 변경하지 못하도록 하기 위하여, 특별다수결조항을 변경하는 경우에도 주주총회의 특별다수결을 요구하는 조항이 설정되기도 하는데, 이와 같은 조항을 lock-up provisions라고 한다. 특별다수결조항의 목적은 2단계의 축출합병의 실행을 방해하기 위한 것으로써, 매수자가 2단계공개매수(two step tender offer; two-tier tender offer)를 원하는 경우 이의 실행을 방해할 수 있다. 동조항을 설정함으로써 공개매수자는 1단계에서 취득하여야 하는 주식수가 증가하게 되므로 공개매수비용이 증가하는 불이익을 입게

52) Charles M. Yablon, op.cit., at 54.

53) Dale A. Oesterle, op.cit., at 464.

54) 이와같이 Shark Repellent의 채택에는 주주총회의 승인이 필요하므로, 그 채택에 경영판단의 원칙과 관련된 적법성 문제는 발생하지 않는다. 현재 미국에서 주내 기업을 보호하기 위한 각종의 반공개매수 주법은 바로 이와같은 Shark Repellent를 회사법 차원에서 수용한 것이다. Richard A. Booth, The Promise of State Takeover Statutes, 86 Mich.L.Rev.1635(Jn.1988)

55) 中東正文, アメリカにおける締出め合併しとテイクオーバー(二), 日本法學 56卷 1號(1991), 209면-212면 참조.

56) 약식합병(short-form merger)이란 친회사가 자회사 주식의 일정비율이상(예컨대 90% 내지 95%)을 보유하고 있는 경우에, 친회사의 이사회 결의만으로 자회사를 친회사에 흡수합병하는 것을 말한다. 약식합병은 합병 당사회사 쌍방의 주주총회결의 및 자회사의 이사회 결의를 요하지 않는다는 점에서 일반합병시 요구되는 절차를 간소화한 것이다. 또한 약식합병의 경우에는 합병대가를 존속회사의 주식이 아닌 현금 등으로 교부하는 것도 가능하다. Del. Code Ann.tit.8 § 253(1987) : Cal. Corp. Code § 1110(1988) : N. Y. Bus. Corp. Law § 905(1985) 참조.

된다. 특히 2단계 거래의 특별다수결 요건이 '비이해관계주주의 %'라는 형태로 규정된 경우에는, 공개매수자로서는 2단계 거래의 실행이 불확실해 진다는 위험부담도 안게 된다. 경영진이 2단계 거래를 저지할 수 있을 만큼의 주식수를 보유하고 있는 경우에는 방어효과는 보다 커지게 된다. 그러나 특별다수결조항의 방어효과에는 다음과 같은 한계가 있다.

(1) 특별다수결조항은 매수자의 2단계 공개매수를 전제로 하므로, 처음부터 2단계 공개매수를 예정하지 않은 매수자에 대해서는 방어효과가 없다.

(2) 특별다수결조항은 공개매수비용을 증가시키지만, 비용증가를 감당할 수 있는 매수자의 공개매수는 방어할 수 없다.

(3) 현경영진이 2단계 거래를 저지할 수 있을 정도의 주식을 보유하고 있는 경우에도, 경영진은 2단계거래를 저지하기 위하여 회사에 대한 상당한 투자가 부득이하게 되고, 또한 투자의 유용성이 박탈되기 때문에 절대적인 방어효과를 가지지 못한다.

② 공정가격조항(fair price provisions)

공정가격조항은 2단계 거래에서 공정가격이 지급되는 경우에는 특별다수결 요건이 해제된다는 취지의 조항을 말한다. 즉, 공개매수자가 잔존주주들에게 공정가격을 지급하는 경우에는 주주총회의 특별다수결에 의한 결의가 없는 경우에도 2단계의 거래를 실행할 수 있게 된다. 결국 공정가격조항은 특별다수결조항의 한 아류로써, 이를 조금 완화한 것이라고 할 수 있다. 공정가격의 산정은 예컨대 공개매수기간 내지 직전에 공개매수자가 대상회사의 주식에 대해 지급한 최고가격이나, 과거 수년간의 최고시장가격, 또는 2단계거래 공표시의 시장가격에 공개매수와 동률의 프리미엄을 가산한 가격, 대상회사의 주당평균수익에 매수자의 평균주가수익률(PER)을 곱한 금액 가운데 가장 높은 가격으로 결정된다. 결국 1단계 공개매수시의 매수가격보다 낮지 않게 결정되도록 하기 위한 것이다. 이 경우에도 특별다수결조항의 경우와 마찬가지로 우호적인 거래가 방해받지 않도록 하기 위하여, 비이해관계이사들의 승인에 의하여 그 요건이 해제되는 경우가 많다. 공정가격조항은 특별다수결조항과 마찬가지로 매수자가 2단계거래의 실행을 원한다는 데에 착안한 것이다. 공정가격조항은 특별다수결 요건의 해제조항으로서가 아니라 독립한 요건으로서 설정되는 경우도 있다. 또한 공정가격조항 중에는 매수자가 2단계의 거래를 제안하지 않는 경우 잔존주주는 공정가격으로 주식을 상환받을 수 있다는 규정이 설정되는 경우가 있는데, 이를 강제상환조항(mandatory redemption provisions)이라고 한다. 공정가격조항을 채용하는 경우, 매수자는 2단계 거래에서 공정가격을 지급하는데 따르는 비용증가와 더불어 2단계 거래의 실행이 불확실해진다는 위험을 안게 된다. 공정가격조항의 방어효과도 특별다수결조항의 경우와 마찬가지로 공개매수자에게 있어서 2단계 거래가 얼마만큼 중요한가에 의존하게 된다. 그러나 강제상환조항이 설정되어 있는 경우에는 잔존주주는 매수자의 2단계 거래의 의도유무에 의해 영향을 받지 않게 된다.

③ 時差이사회조항(staggered board provisions)

이는 이사를 3조 내지 4조로 나누어 매년 1조씩 선임하는 것으로서 이사의 임기에 時差를 두는 조항을 말한다. 미국 주회사법상 이사의 임기는 1년인 경우가 일반적이므로, 이 조항은 실질적으로 이사의 임기를 연장하는 것이라고 할 수 있다. 시차이사회조항을 설정하는 주된 목적은 공개매수자가 대상회사의 이사회를 지배하는 것을 지연시키는 데 있다. 이로 인해 2단계거래도 지연되는 결과가 된다. 예컨대 9명의 이사가 있는 회사는 이사를 3명씩 3조(3 classes)로 나누어 매년 정기총회에서 3분의 1씩을 개선함으로써 이사의 임기를 3년으로 할

수 있다. 이 경우 매수자가 이사회지배에 필요한 수의 이사를 선임하는 데는 2년 내지 3년이 걸리게 되므로 공개매수를 방지할 수 있게 된다. 특히 단기의 junk bond에 의하여 자금을 조달한 매수자는 이사회지배가 지연되므로 2단계의 차입 등이 방해받게 되어 큰 부담이 된다. 시차이사회조항을 두는 것은 주법상 일반적으로 허용되고 있다. 시차이사회조항을 둔 경우에도 공개매수자는 이사회결의(보통 주주 과반수의 찬성)를 통하여 즉시 이사회를 지배할 수 있으므로, 시차이사회조항에서는 이사회결의의 결의요건을 가중하거나(주주 의결권의 특별다수결), 정당한 이유없이 이사를 해임할 수 없다는 취지의 조항이 함께 설정되는 경우가 많다. 또한 공개매수자가 정관상의 이사의 정원을 증가함으로써 현경영진의 이사회지배를 희박화하지 못하도록, 정원증가를 금지하거나 이사의 정원은 이사회에서 정한다는 취지의 조항이 아울러 설정되는 경우도 있다. 시차이사회조항과 더불어 누적투표조항(contingent cumulative voting provisions)이 이용되는 경우도 있다. 누적투표조항이란 공개매수자가 일정비율(예컨대 35%) 이상의 주식을 취득한 경우에는 이사회선임에 대하여 누적투표제도를 채택한다는 취지의 조항을 말한다. 이러한 조항이 설정되면, 공개매수자가 사실상 회사를 지배할 수 있을 만큼의 주식을 취득한 후에도, 改選對象이 되는 이사직을 한번에 전부 장악할 수 없게 되므로 공개매수자의 이사회지배가 일층 지연되는 결과가 된다. 그러나 시차이사회 조항은 (1)대상회사의 이사는 일반적으로 공개매수가 성공한 후까지 방어를 계속할 동기를 가지지 않는다는 점,⁵⁷⁾ (2)시차이사회조항은 이사회에 대한 지배를 지연시키는 효과만이 있을 뿐이고, 종국적으로 공개매수자의 지배권취득을 피하지는 못한다는 점에서 그 한계가 있다.⁽⁵⁸⁾⁽⁵⁹⁾

(4) 자기주식의 취득

미국에서는 자기주식의 취득이 인정되기 때문에, 자기주식취득은 적대적 공개매수에 대한 일반적인 방어수단으로 이용된다.⁶⁰⁾ 방어수단으로서의 자기주식의 취득은 자기공개매수(self

57) Gilson, The Case Against Shark Repellent Amendments : Structural Limitations on the Enabling Concept, 34 Stan. L. Rev. (1982), at 793-796.

58) 그밖에 이사와 관련된 기본정관 조항으로는 다음과 같은 것이 있다.

(1) 이사에 결원이 생긴 경우에는 잔임이사의 과반수에 의해서만 보궐이사를 선임하는 것으로 하거나

(2) 보궐이사의 임기를 선임이사의 임기와 동일한 것으로 하거나

(3) 기본정관에서 이사회결의는 이사의 과반수의 동의만에 의하여 할 수 있는 것으로 하거나, 부속정관에서 이사회결의에 대해 서면결의를 인정하거나, 이사회결의요건을 엄격하게 함으로써 공개매수자가 선임한 이사가 이사회결의에 대해 거부권을 행사하는 것을 방지한다. 이는 모두 이사의 선임 및 해임요건을 엄격하게 함으로써, 공개매수자가 새로운 이사를 선임하거나 종래의 이사를 해임하는 것을 곤란하게 하기 위한 것이다. 並木俊守, 企業買收の防衛と第三者割當(中央經濟社, 1989), 94면 이하 참조.

59) 1989년 중순까지 1,440개 대규모 공개회사 가운데 54%가 시차이사회 조항을, 23%가 서면결의를 통한 주주의 권리행사를 제한하는 정관개정을 채택했고, 21%가 주주의 임시총회소집권을 제한하는 정관개정을 채택했다. 그리고 32%가 공정가격조항을, 17%가 특별다수결조항을 채택했다. Dale A. Oesterle, op. cit., at 463-4.

60) 미국 회사법상으로는 회사가 잉여금(surplus)의 한도내에서 자기주식을 취득하여 보유하는 것이 가능하며, 이처럼 회사가 취득하여 보유하는 자기주식을 금고주(treasury share)라고 한다. 금고주에는 의결권이나 이익배당이 인정되지 않으며, 주주총회의 정족수 산정을 위한 발행사의 주식 총수에도 산입되지 않는다. 그러나 회사는 자기주식을 다시 처분함으로써 사외주식으로 할 수 있고, 더우기 자기주식을 영업양수의 대가로써 양도회사에 교부하거나, 흡수합병시 소멸회사의 주주에게 교부할 수도 있으며, 이사회 임원 또는 종업원에 대한 상여 또는 퇴직금으로 교부할 수도 있다. 그리고 회사에 대하여 공개매수가 행해지는 경우에는 공개매수에 응하여 자기주식을 매각할 수도 있다.

tender offer), 공개매수자로부터 고가로 자기주식을 취득하는 경우(greenmail), 증권시장에서 자기주식을 매수하는 방법 등에 의해 이루어 진다. 예컨대 대상회사는 증권시장에서 잉여금 한도내에서 자기주식을 대량으로 매수함으로써, (1) 유동주식수를 감소시켜서 공개매수자가 지배권취득에 필요한 주식수를 취득하는 것을 곤란하게 하고 (2) 주가를 상승시켜 매수자금을 예상보다 훨씬 많게 하여 공개매수를 곤란하게 하고 (3) 자기주식 취득에 의해 취득가액에 상당하는 만큼의 회사현금을 감소시켜서 그만큼 대상회사의 재무내용을 매력 없이 함으로써 공개매수의도를 좌절시킬 수 있게 된다. 특히 대상회사가 자기주식을 취득함에 있어서 취득자금을 은행차입에 크게 의존하는 경우에는 대상회사의 유동비율이 악화되고, 재무내용이 악화되어 그만큼 공개매수에 대한 매력을 감소시키게 된다. 또한 취득한 자기주식을 white knight 등의 우호적인 자에게 배정하는 경우에는 일층 유효한 방어수단이 될 수 있다. 경우에 따라서는 전주식을 매입, 소각하여 비공개회사화(going private)함으로써 적대적 공개매수를 완전히 배제할 수도 있다.

1) 자기공개매수(self tender offer)

대상회사가 자기주식에 대하여 자기공개매수(self tender offer)를 행하는 방법이다. 자기공개매수는 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 사건⁶¹⁾에서 이용되었는데, 그 내용은 다음과 같다.

이미 Unocal 주식의 13%를 소유하고 있던 Mesa는 Unocal 사외주식의 3분의 2 이상을 취득하는 현금공개매수를 발표하였다. 공개매수 대가는 최초의 51%는 1주당 54달러이고, 그 이상에 대해서는 1주당 54달러에 상당하는 사채였다. 이에 대하여 Unocal의 이사회는 Mesa의 매수대가가 불충분하다고 생각하여, Mesa의 공개매수 제안에 대신하여 자사주주에 대하여 자기공개매수를 발표하였다. 이에 의하면 Mesa가 공개매수에 의하여 Unocal 주식의 50%에 상당하는 6,400만주를 취득하는 경우에는 Unocal은 잔여의 자기주식을 Mesa를 제외한 모든 주주로부터 1주당 72달러에 상당하는 채무증서(debt securities)와 교환하여 취득하는 것이었다. 이에 대하여 1985년 델라웨어주 대법원은 Unocal에 의한 자기공개매수(차별적인 자기주식취득)의 적법성을 인정하였다. 그러나, 그 직후인 1986년 7월 SEC는 공개매수규칙을 개정하여, 특정한 주주가 소유하는 주식을 배제하는 공개매수(차별적 공개매수)를 금지함과 동시에(전보유자 원칙:all-holders requirement), 동일 종류의 주식을 가진 모든 주주에 대해서는 공개매수기간 중에 다른 주주에게 지급된 최고가액을 지급하여야 한다는 기준(최고가액 원칙:best-price provision)을 확립하여 현재에 이르고 있다. 그러므로 모든 주주에 대하여 평등하게 행해지는 자기공개매수는 적법한 것으로서 인정된다.

2) greenmail

미국에서는 주식을 싼 가격으로 대량 매수하여 주가를 올린 후 고가로 이 주식을 다시 발행 회사에 매수시키는 이익획득수단이 광범위하게 이용되고 있는데, 이를 greenmail이라 하고 이러한 자를 greenmailer라고 한다.⁶²⁾ 미국에서는 회사가 공개매수자로부터 고가로 자기주식

Harry G. Henn & John R. Alexander, *Laws of Corporations*(3rd ed.)(West Publishing Co., 1983), at 939-943.

61) 493 A.2d 946.

62) greenmail은 예컨대 특정 회사의 주식을 일정 비율 매수한 후 동회사의 경영진에게 자신이 주식매수를 위해 지급한 금액의 2배로 회사가 퇴사하도록 강요하고, 이를 매수하지 않는 역우에는 공개매수를

을 대량 매수하는 것이 적법하기 때문에,⁶³⁾ 주식을 매수한 자는 직접 회사에 대하여 매수한 주식을 매각함으로써 상당한 이익을 실현할 수 있다. 이와 같은 greenmail에 대해서는 원칙적으로 그 적법성이 긍정되고 있으며, 이와 같은 자기주식의 취득은 대항회사의 방어수단의 하나로서 미국에서 광범위하게 이용되고 있다. 현재 미국 연방 증권거래법은 greenmail 거래를 제한하고 있지 않으나, SEC는 회사가 greenmailer로부터 자기주식을 매수한 경우나, 회사가 기본정관에서 greenmail에 반대하는 규정을 둔 경우에는 그에 대한 완전한 공시를 요구하고 있다. 그리고 회사주식의 매수가 이사 개인에 의해 시장가격을 넘는 가격으로 이루어진 경우에는, 뉴욕 증권거래소 규칙에 의하여 주주총회의 승인이 필요하다.⁶⁴⁾

(5) golden parachutes

golden parachutes란 대상회사와 상급임원(executives) 사이에 퇴직금에 관한 합의를 변경하여 공개매수로 인하여 임원이 해임되거나 일정한 사유로 인하여 사임하는 경우, 종래보다 고액의 퇴직금을 일시금으로 지급하거나 퇴임이후 일정기간 계속 보수를 지급하기로 회사와 합의하는 것을 말한다. golden parachutes 계약은 일반적으로 다음의 3가지 요소로 구성된다.

1) 지배권 변경조항(change of control clauses)

golden parachutes가 효력을 발생하는 시기를 규정하는 것으로, 보통은 제3자가 일정비율 이상의 주식을 취득하거나, 이사회 구성원에 변경이 생긴 때로 규정된다.

2) 계약종료조항(termination clauses)

지배권이 변경된 경우 임원이 고용계약을 종료시키고 golden parachutes를 수령할 수 있

하지 않도록 green money를 지급한다는 것을 의미한다. 미국의 지폐가 녹색이라는 데서 유래한다. 그리고 greenmailer는 주식매수에 필요한 자금은 greenmailer가 명목만의 회사(paper company)를 설립하여, 사채를 발행토록하여 조달한다. 미국에서는 이와같은 매수자금 조달을 위한 사채를 junk bonds라고 한다.

63) 미국의 법원은 일반적으로 매수한 주식을 회사에 고가로 매도하는 것에 대해 적법성을 인정하고 있다. 예컨대 1986년 델라웨어주 대법원은 Plk v. Good판결(507 A.2d 531)에서 이사회는 반대파 주주로부터 프리미엄부로 자기주식을 매수할 수 있는 권한을 가진다는 사실을 광범위하게 인정하였다. 본 사건에서 법원은 이사회가 상당한 조사를 한 결과 반대파 주주의 제안이 회사에 상당한 위협이 되고, 그 결과 이를 회피하기 위하여 회사가 자기주식을 프리미엄부로 매수하는 것은 회사의 방어수단으로써 정당하다고 판시하였다. 그러나 오늘날 미국에서는 모든 법원이 이사의 자기주식취득을 당연히 적법한 것으로 긍정하고 있는 것은 아니다. greenmail과 관련, 회사의 자기주식 취득이 급증하고 있는 것과 관련하여 이에 대한 비판이 증가하자 법원에서는 그 적부에 대하여 검토하게 되었다. 1985년 캘리포니아주 고등법원은 Heckman v. Ahmanson사건(168 Cal. App.3d 119)에서, 회사에 대한 소송취하의 대가로 회사가 매수자로부터 자기주식을 매수하는 것에 대하여 유지명령을 내렸다. 법원은 이와같은 자기주식의 매수는 호니사 및 주주에 대한 이사의 충실의무위반에 해당한다고 판시했다. 법원은 본 사건에서 자기주식취득을 위해 거액을 지급하는 것은 적대적인 공개매수에 대한 방어수단으로 행해진 것에 불과하므로, 이사에게 개인적인 이익을 주는 것이기 때문에 경영판단의 원칙이 적용되지 않는다고 판시하고, 따라서 이사회는 자기주식의 취득이 심실하게 행해졌다는 사실 뿐만 아니라 당해 거래가 본질적으로 공정하다는 사실을 아울러 증명하여야 한다고 판시했다. 또한 1986년 연방 제5순회 고등법원은 Pin v. Texaco, Inc. 판결(347 F.2d 1448)에서 greenmail은 회복할 수 없는 손해를 준다고 하여 이의 적법성을 부정하였다.

64) NYSE Listed Company Manual ss.312.

는 시기를 규정한다. 예컨대 임원이 사실상 해고된 경우로 정하거나, 경우에 따라서는 공개매수가 행해진 후 임원에게 고용계약을 종료시킬 수 있는 무조건적인 권리를 부여하는 경우도 있다.

3) 보수조항(compensation clauses)

이는 임원의 퇴직손실(displacement loss)을 보상하기 위한 것으로, 임원에게 퇴직금을 일시금으로 지급하거나, 일정기간 기본급과 이익금을 계속 지급하는 식으로 규정된다.⁶⁵⁾

golden parachutes 계약기간은 통상 5년간이며, 기본급과 이익금이 계속 지급되는 기간은 3년인 경우가 일반적이다. 그동안 임원이 사망하거나 정년에 달한 때에는 당연히 고용계약이 종료하는 것으로 정해진다. 퇴직금 금액에 대해서는 별도의 정함이 없는 경우 임원이 임기만료 시까지 취득가능한 보수액을 감안하여 그에 상당하는 것으로 하는 것이 일반적이고, 여기에 임원의 퇴임에 관한 소송제기에 필요한 변호사비용 등도 포함된다. 그러나 이 경우 임원의 퇴임을 조건으로 당연히 효력이 발생하는 고용계약에 의한 이익액은 공제하는 것이 보통이다.

golden parachute가 가지는 경제적 효용은, 임원은 공개매수에 직면한 경우에도 자기의 이익을 고려하지 않고 오로지 회사 및 전주주의 최대의 이익을 위하여 의연히 이에 대항할 수 있고, 공개매수로 인해 그 지위를 상실한 경우에도 충분한 퇴직금을 회사로부터 받을 수 있을 뿐만 아니라 계속하여 사용인으로서의 임금을 지급받을 수 있게 되므로, 이른바 대리비용(agency costs)을 감소시킬 수 있다는 점에 있다. 그러므로 공개매수자로서는 공개매수에 성공한 경우 당연히 종래의 임원이 퇴임하는 결과 거액의 퇴직금부담을 안게 될 뿐만 아니라, 퇴임임원을 계속하여 사용인으로 고용하여야 하기 때문에 이를 고려하여 공개매수를 단념하게 된다. 또한 golden parachutes는 공개매수로 인한 퇴직위험의 가능성이 큰 산업에도 경영자의 참여를 유도할 수 있는 장기적인 동기를 제공할 수도 있다. 즉, 공개매수로 인한 퇴직위험을 회사에 전가시킴으로써 회사로 하여금 유능한 경영자를 얻을 수 있도록 한다.⁶⁶⁾ 그러나 이에 대해서는 반론도 만만치 않다. golden parachutes의 경제적 효용에 대하여 의문을 제기하는 자들의 주장에 따르면, golden parachutes는 (1)경영진의 객관성을 확보하여 대리비용을 감소시킬 만큼 효과적이지 못하며, (2)과도한 보상을 약속함으로써 불법적인 동기를 유발하여 실제로는 대리비용을 증가시키며, (3)경영자에 대한 회사지배시장의 징계기능을 약화시키고, (4)유능한 경영자를 회사에 유인하는데 불필요하다고 한다.⁶⁷⁾ 이에 따라 이들은 golden parachutes를 제한하기 위하여 새로운 입법이나, 법원에 의한 엄격한 심사가 필요하다고 주장한다. 이와 같은 논란에도 불구하고, 이를 방어수단으로써 채택하는 회사수는 꾸준히 증가하고 있다.⁶⁸⁾

65) Kenneth C. Johnson, Golden Parachutes and the Business Judgment Rule : Toward a Proper Standard of Review, Yale L.J. Vol. 94(1985), at 910-912.

66) *ibid.*, at 914-918.

67) *ibid.*, at 918-919.

68) golden parachutes 규정의 효력에 대해서는 공개매수자가 법정에서 다투는 경우가 많은데, 법원은 일반적으로 golden parachutes의 적법성을 판단함에 있어서 경영판단의 원칙을 적용하고 있다. *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) *Herbert S. Wander, op.cit.*, at 58

이사는 회사와 주주에 대하여 충실의무를 부담하므로, 충실의무에 기인한 행위에 대하여 특별한 이익을 얻는 것은 허용되지 않는다. 실제로 공개매수에 의해 퇴임하지 않았음에도 불구하고, 이사 또는 임원이 golden parachutes의 이익을 얻기 위하여 자발적으로 퇴임하는 경우도 있어서 문제가 되고 있다. 그 결과 golden parachutes를 설정함에 있어서는 설정목적과 golden parachutes의 내용이 특히 문제된다. golden parachutes의 합의는 회사의 일반적인 재산가치를 감소시킴으로써 간접적이기는 하지만 주주의 이익을 해치는 경우가 있기 때문에, 미국에서는 이의 남용가능성과 관련하여⁶⁹⁾ 1984년 제정된 Deficit Reduction Act⁷⁰⁾에서 golden parachutes를 제한하기에 이르렀다. 이에 의하면 퇴임한 임원에게 golden parachutes로써 지급되는 금액이 과거 5년간의 연평균 총수입의 3배를 초과하는 경우, 초과하는 부분에 대해서는 법인세법상의 과세소득 계산상 손금으로 보지 않으며, 또한 이와 같은 퇴직금을 수령한 임원에 대해서는 초과액에 대해 20%의 소비세(excise tax)가 부과된다.⁷¹⁾ 그리고 근무기간이 5년 이하인 경우에는 특별규정이 적용된다.⁷²⁾

또한 SEC는 1984년 공개매수기간 중의 golden parachutes의 지급을 금지하는 입법을 제안하였는데, 이는 공개매수기간 중에는 경영자가 당해거래에 반대하지 않는 대가로 golden parachutes를 과도하게 요구할 가능성이 크다는 점, 경영자와 이사는 교체를 예상하여 golden parachutes에 대한 주주의 반응에 개의치 않을 것이라는 점, 경영자는 golden parachutes의 채택시 이미 공개매수에 대해 1차적인 입장을 취할 것이며, 이를 수정하기가 용이하지 않을 것이므로 경영자의 객관성을 확보한다는 golden parachutes의 가치가 감소할 것이라는 점 등의 이유에 의한 것이다. SEC는 아울러 관련 공시요건을 강화하였다. 즉, Regulation S-K 402조에 (e)항을 추가하여, 특히 고용계약의 종료, 발행회사의 지배권 변경, 임원의 책임변경시 추가보수를 지급하기로 하는 계획이나 약정에 대하여 공시를 요구하고 있다.⁷³⁾

(6) tin parachutes

tin parachutes란 적대적 공개매수가 개시되어 종업원이 정당한 이유없이 해고되거나, 강등, 감봉 등을 이유로 사직하는 경우 공개매수자가 일정금액의 퇴직금(severance benefits)

그러나 *Minstar Acquiring Corp. v. AMF Inc.* 판결(621 F.Supp.1252)에서는 예외적으로 golden parachutes 계약에 대해 경영판단의 원칙의 적용이 제한되었다. 법원은 본사건에서 이와같은 계약은 그 목적이 경영진의 지배권강화를 위한 것이라는 추정을 강하게 불러 일으킨다고 판시하고, 임원에게 당해계약이 회사 및 주주에게 공정하다는 사실에 대하여 입증할 책임을 부과하였다.

69) 가장 악명높은 예로는 Kohlberg Kravis Roberts & Co.의 62억 달러의 공개매수시 Beatrice Companies가 6인의 최고임원에게 2,350만 달러를 지급한 경우와, Pantry Pride사가 Revlon사 주식 17억 4천만 달러어치를 매수한 후 Revlon사의 최고경영자인 Michel Bergerac에게 3,500만 달러를 지급한 경우를 들 수 있다. Patrick J. Ryan, *Corporate Directors and the "Social Costs" of Take overs - Reflections on the Tin Parachutes*, Tulane L. Rev., Vol. 64(1989), at 31-32

70) 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)

71) 이치립 동법의 제정목적은 원래 golden parachutes의 지급을 제한하기 위한 것이었으나, 실제로는 오히려 지급금액만 인상하는 결과가 되었다. 즉, 위 계약에는 이제 임원이 지급해야 하는 소비세에 상당하는 금액까지 추가하게 되었다. Herbert S. Wander, *op. cit.*, at 59

72) Kenneth C. Johnsen, *op. cit.*, at 926-927

73) *ibid.*, at 921, 927.

를 지급하기로 약정하는 것이다. 상급임원들에게 지급되는 golden parachutes에 대응하는 개념으로써, silver parachutes라고도 한다.⁷⁴⁾

tin parachutes는 공개매수의 위험이 있는 회사가 공개매수에 대한 사전 방어수단으로써 채택하는 것이 보통이고, 주주의 승인절차를 밟지 않고 이사회에 의해 결의만으로 채택되는 것이 일반적이다. 물론 이사회는 채택에 대하여 주주총회에 대하여 사후에 주인(ratification)을 요구할 수도 있다. 지급되는 퇴직금액은 일반적으로 각 종업원의 임금과 근무기간 등을 고려하여 산출되는데, 보통 2년치의 임금을 지급한다.⁷⁵⁾

tin parachutes 계획의 전형적인 것으로는 Michigan주 Zeeland에 본점을 둔 사무용가구 제조회사인 Herman Miller, Inc.가 채택한 것을 들 수 있다. 동계획에 의하면, 동사에서 2년 이상 근무한 종업원 전원에게 고용계약 종료일로부터 10일 이내에 회사는 lump sum payment를 전액 지급하고, 지급액은 2년 이상 근무자는 1년치 보수 상당액을, 5년 이상 근무자는 2년 6개월치의 보수를 지급한다. 공개매수자에 대하여 위의 보수에 대한 권리를 실행함에 있어서 부수되는 변호사비용 등의 모든 비용도 지급된다. 그리고 유효기간은 2년이다.⁷⁶⁾

대상회사가 tin parachutes를 채택하는 목적은, (1) 공개매수에 성공한 후 정리계획의 일부로 종업원의 대량감축을 예정하고 있는 공개매수자에 대하여 퇴직금지급에 대한 부담을 지움으로써 공개매수비용을 증가시켜 억제효과(deterrent effect)를 가질 수 있고, (2) 공개매수기간 중 종업원의 충성심과 생산성을 향상시킬 수 있기 때문이다.⁷⁷⁾ 그러나 tin parachutes는 경영진이 원하는 만큼 공개매수에 대한 억제효과를 가지지 못하며, 채택되는 경우 오히려 종업원들이 경영진의 운명에 대하여 관심을 덜 기울이게 된다는 등의 문제가 있다. 즉, 채택되는 경우 회사에 대한 충성심은 향상될 수 있으나, 특정한 지배그룹에 대한 충성심은 향상을 기대할 수 없기 때문에 실제로는 많이 채택되고 있지 않다.⁷⁸⁾

(7) 의결권지배(복수의결권주, white squire 협정)

대상회사의 이사회는 방어수단으로써 회사의 의결권이 이사회나 이사회에 우호적인 그룹의 주중에 확보될 수 있도록 하는 협정을 체결할 수 있다. 대표적인 예로는 주주에 대한 복수의결권주 발행과, 이사회에 우호적인 그룹이나 법인에 대한 특별의결권(special voting rights) 부 주식의 발행(white squire 협정)이다.⁷⁹⁾

1) 복수의결권 보통주(multiple vote common stock)

이는 복수의결권 보통주(Super Common Stock)를 발행하여 주주에 대하여 배당이나 주식과 교환하여 교부하는 것이다. 이와 같은 방어수단은 주주총회의 승인에 의한 정관변경에 의해 채택되며, 일반적으로 현주주들에게 복수의결권을 가지는 새로운 종류의 보통주를 교부하는 방법이다. 그러나 이들 주식은 다른 사외주식에 비하여 배당률이 낮고, 잔여재산분배에

74) Patrick J. Ryan, op. cit., at 10.

75) ibid., at 12.

76) ibid., at 18.

77) ibid., at 12.

78) ibid., at 48; 또한 tin parachutes의 적법성과 관련해서는 몇몇 법원에서 공개매수개시 이후에 채택된 tin parachutes의 적법성에 관하여 상반되는 판결을 내린 바 있으나, 사전에 채택된 것은 일반적으로 경영판단의 원칙에 의해 적법성이 인정되고 있다. ibid., at 28.

79) Herbert S. Wander, op. cit., at 49.

있어서 불리한 취급을 받는다. 또한 양도가 제한되지만, 언제든지 통상의 보통주로 전환이 가능한 것이 일반적이다. 복수의결권주가 가지는 효용은 의결권을 단일 주주나 그룹(내부자나 가족인 경우가 일반적이다)의 수중에 집중시킴으로써 적대적 공개매수를 저지할 수 있다는 점에 있다. 나아가 통상의 보통주에 대해 높은 배당률과 잔여재산분배시 우선권(liquidation preference)을 인정함으로써, 일반 주주들로 하여금 이들 주식을 통상의 보통주로 전환하도록 유도하여 내부자의 의결권을 더욱 집중시킬 수도 있다. 그러나 모든 회사가 이와 같은 방어수단을 이용할 수 있는 것은 아니다. 즉, 회사의결권에 대한 지배를 확보하기 위하여는 배당률의 차이나 양도제한에 따르는 불이익을 감수하여야 하므로, 내부자 등이 상당량의 주식을 보유하고 있는 경우에만 유효한 방어수단이 될 수 있다. New York 증권거래소 이사회는 종래 상이한 의결권을 가지는 보통주의 상장을 불허하는 정책을 취해왔으나, 최근 일정한 경우 상이한 의결권을 가지는 보통주의 상장을 허용하여야 한다는 제안을 승인했다.⁸⁰⁾

2) white squire 협정

대상회사의 주식에 대하여 의결권을 효과적 지배할 수 있는 또 하나의 방법은 주식(특별의결권을 가지는 우선주)이나 warrants를 이사회에 우호적인 그룹이나 법인에 발행하는 것이다. 이들 그룹이나 법인을 white squire라고 하는데, 대상회사의 자회사나 우리사주조합, 대상회사에 우호적인 개인 등이 이에 포함된다. 특히, 대상회사가 방어수단으로서 종업원지주제도(employee stock ownership plan: ESOP)를 이용하는 경우가 많다. 그러나 이미 상당수의 주식이 매수된 후에 종업원지주제도가 실시되는 경우에는 그 적법성이 종종 문제된다. 특히 이사가 우리사주조합의 수탁자(trustee)인 경우에는 회사에 대한 이사의 충실의무와의 관계에서 문제가 발생한다. 즉, 이와 같은 경우에는 이사의 회사에 대한 충실의무와 우리사주조합 및 조합원에 대한 충실의무가 대립하게 된다.⁸¹⁾

(8) 불가침협정(standstill agreements)

이는 특정주주가 보유할 수 있는 주식비율을 제한하고, 계약기간 중 대상회사의 주식에 대하여 당해 주주의 공개매수를 금지하기로 하는 계약을 말한다. 계약에서는 또한 회사에 주식선매권(right of first refusal)을 부여함으로써 주식양도를 제한할 수도 있다. 이와 같은 계약을 체결하는 목적은 공개매수시 회사와 대주주간에 종종 발생하는 적대감 등을 경감하기 위한 것이다.⁸²⁾

80) 방어수단으로써의 복수의결권 보통주의 적법성에 관해서는 아직 이에 관한 판례가 없는 실정이다. Herbert S. Wander, op. cit., at 50

81) 이사회가 방어수단으로써 종업원지주제도를 채택한 것이 이사의 충실의무와 관련하여 문제된 사건으로는 다음과 같은 것이 있다.

Donoban v. Bierwirth 판결(538 F. Supp. 463) (지배권쟁탈이 문제되고 있는 상황하에서는 이사는 우리사주조합의 수탁자직을 사임하는 것이 적당하다고 판시); Norlin Co. v. Rooney, Pace, Inc. 판결(744 F. 2d 255(2d Cir. 1984)) (적법성을 부정하고 ESOP에 대한 자기주식의 매각을 취소); Franz Mfg. Co. v. FAC Indus. 판결(501 A. 2d 401) (공개매수자가 이미 지배권을 취득한 후에 이사회가 종업원지주제도를 채택한 것에 대해 이사의 지배권유지 목적을 이유로 경영판단의 원칙의 적용을 부정); Chris-Craft Indus. v. Piper Aircraft Corp. (480 F. 2d 342, 365(2d Cir. 1973)) (적법성 긍정)

82) Note, The Standstill Agreement: A Case of Illegal Vote selling and a Breach of Fiduciary Duty, 93 Yale L. J. 1093(1984)

(9) 독점합병계약('no-shop' 조항)

이는 일정기간 동안 경쟁적인 공개매수자와 협상하거나 이를 수락하는 것을 금지함으로써 독점적인 합병계약으로 자신을 구속하는 것을 말한다. 이사회는 독점적인 합병계약을 체결함으로써 회사에 이익이 되는 미온적인 합병상대방을 유인할 수 있고, 또한 비경제적인 소송이나 위임장쟁탈전의 가능성을 감소시킴으로써 주주에게 이익을 줄 수 있게 된다. 주주도 합병제안에 대하여 최종적인 승인권을 보유하므로 주주의 법적권리는 침해되지 않는다.⁸³⁾

(10) 역공개매수(packman defense)

이는 공개매수에 직면한 회사가 역으로 공개매수를 행한 회사에 대하여 역공개매수를 실시하는 것으로 매우 적극적인 방어방법이다.⁸⁴⁾

이는 적대적 공개매수자가 대상회사의 지배권을 취득하기 이전에, 대상회사가 공개매수자의 지배권을 취득하려고 하는 것이기 때문에, 'Pac-Man' defen-ce라고 한다. 역공개매수는 적대적 공개매수를 방어함에 있어서 매우 중요한 역할을 수행해 왔다. 그러나 역공개매수에는 다음과 같은 위험이 따른다.

(1) 이용가능한 상당액의 현금 또는 자산을 필요로 한다. (2) 역공개매수를 하는 경우 대상회사는 지배권변경이 발생하기 이전에 독점금지법 위반이나 감독기관의 승인 위반 등 가능한 여러 방어수단을 포기해야 한다. (3) 역공개매수는 각각의 회사와 주주간에 신인의무의 혼란을 야기할 수 있다.⁸⁵⁾

IV. 판례법상의 방어행위의 적법성

대상회사의 이사회는 적대적 공개매수가 행해지는 경우 앞에서 본 바와 같은 여러 가지 방어수단을 채택하게 된다. 그러나 이와 같은 방어수단의 채택에 대해서는 주주가 대표소송을 제기하여 주법상의 이사의 신인의무(fiduciary duty) 위반을 이유로 이사의 책임을 묻는 경우가 많다. 공개매수는 주가에 상당히 높은 프리미엄을 붙여서 행해지는 것이 일반적이므로

불가침협정을 체결하기로 하는 이사회에 대해서는 일반적으로 경영판단의 원칙이 적용된다. 예컨대 Enterra Corp. 판결(600 F.Supp.at 689)에서 법원은, 이사회가 불가침협정을 체결함으로써 협정상대방으로부터의 공개매수 가능성을 주주로부터 박탈했다는 원고의 주장에도 불구하고, 이사회는 불가침협정을 체결함에 있어서 '여러가지 유효한 회사목적'을 가진다고 판시하였다. Herbert S. Wander, op. cit., at 61.

83) 네브라스카주 대법원은 ConAgra, Inc. v. Cargill, Inc. 판결(382 N. W. 2d 576(Neb. 986))에서 독점합병계약의 적법성을 인정하였다. Herbert S. Wander, op. cit., at 62.

84) Deborah A. De Mott, Pac-Man Tender Offers, 1983 Duke L. J., at 116.

85) 법원은 종래 대상회사가 방어수단으로써 채택한 역공개매수에 대해 경영판단의 원칙을 적용하여 보호해 왔으며, 또한 역공개매수는 Williams Act 제14조 (e)항 상의 시세조종행위(manipulative device)에 해당하지 않는다고 판시해 왔다.

American Gen. Corp. v. NIT Corp., (1982 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 98, 808(S. D. Tex. 1982); Martin Marietta Corp. v. Bendix Corp. (549 F. Supp. 623(D. Md. 1982)) Herbert S. Wander, op. cit., at 63.

로, 방어행위가 성공하는 경우에는 오히려 주주는 이익을 얻을 수 있는 기회를 빼앗기게 되기 때문이다. 또한 공개매수에 실패한 자도 이사의 책임을 추궁하는 소송을 제기하게 된다. 이에 대한 법원의 반응은 일치하고 있지 않다. 즉, 일부 법원에서는 주 회사법상 이사는 일정한 종류의 방어수단을 채택할 권한이 제한된다고 하는 반면, 다른 법원에서는 이사회는 방어수단의 채택이 가능하지만, 이를 채택함에 있어서 이사는 주의의무 및 충실의무에 따라야 한다고 판시하고 있다. 그러나 동의무에 대한 위반여부를 어떻게 판단할 것인가에 대해서는 다시 상당한 논쟁이 이루어지고 있다.⁸⁶⁾

즉, 종래 미국의 법원은 적대적 공개매수에 처한 대상회사의 이사회가 채택하는 방어수단에 대하여 경영판단의 원칙(business judgment rule)을 적용하여 이를 보호하여 왔으나, 현재에는 이사회가 직면하는 이익충돌을 고려하여 동원칙의 적용을 수정하는 입장을 취하고 있다.

1. 경영판단의 원칙

미국에서는 이사회나 이사의 행위에 대하여는 일반적으로 경영판단의 원칙이 적용되어, 이사들이 선의로 회사의 최대이익을 위해 행한 경영상의 판단에 대해서는 적법성이 추정된다. 경영판단의 원칙은 미국 판례법에 의하여 형성발전되어 온 법원칙으로서, 그 내용은 법원은 원칙적으로 이사회 또는 이사의 경영판단에 간섭하지 않으며, 따라서 경영판단의 적부를 심사하지도 않고 또한 경영판단을 위법이라 하여 취소하거나 유지하지도 않는다는 원칙을 말한다.⁸⁷⁾

이사는 common law상 오직 회사와 주주의 최대이익을 위하여 행동하여야 할 의무를 부담하지만, 경영판단의 원칙은 경영상의 결정은 항상 위험을 내포한다는 사실을 시인하여, 이사들이 사후의 사법심사를 염려하지 않고 회사정책을 수행할 수 있도록 이사들에게 광범위한 재량권을 부여함과 동시에, 회사경영에 대하여 충분한 능력과 자격을 구비하지 않은 법원으로 하여금 회사의 복잡한 정책결정에 말려들지 않도록 이를 방지하는 기능을 한다.⁸⁸⁾

이러한 목적을 달성하기 위하여, 법원은 전통적으로 경영판단의 원칙을, '이사들이 경영상의 결정을 함에 있어서 충분한 정보를 얻은 후, 선의로 그 행동이 회사의 최대이익이 된다는 성실한 믿음에 근거하여 행동하였다는 추정'의 의미로 적용하여 왔다.⁸⁹⁾

이러한 추정이 갖는 의미는 이사의 행위를 다투는 원고가 당해 행위의 위법성에 관하여 1차적인 입증책임을 부담하여야 한다는 점에 있다. 그 결과 법원은 이사회가 회사 및 주주에 대하여 부담하는 신인의무(fiduciary duty) 가운데 하나를 위반했다는 증거가 없는 이상, 이사회에 대한 판단을 존중하여 자신의 판단으로 이사회에 대한 판단에 대신하는 일을 삼가하게 된다. 이로 말미암아 과거 법원은 이사회가 행한 경영상의 결정에 대하여 다소 관대한 심사를 하는데 그쳤다.

86) Dale A. Oesterle, op. cit., at 461-2.

87) Robert C. Clark, op. cit., at 123.

가장 오래전에 동원칙의 기원을 인정하는 견해는 1829년 루이지애나주 대법원의 Percy v. Millaudon 판결을 들고 있다. Block & Prussin, The Business Judgment Rule and Shareholder Derivative Actions; Viva Zapata?, 37 Bus. Law. (1981), at 27, 32.

88) Herbert S. Wander, op. cit., at 30.

89) Aronson v. Lewis, 473 A. 2d 805, 812(Del. 1984).

2. 방어행위와 경영판단의 원칙

전통적인 경영판단의 원칙은 경영사항에 대한 법원의 전문지식 결여로 인하여 이사의 자기 거래가 존재하지 않는 이상 법원이 이사회에 결정에 관여하지 않으려는 의도를 반영한 것이다. 그러나 미국에서의 최근의 공개매수 붐은 주주의 소유구조에 영향을 미치는 회사의 지배 거래(corporate control transactions)에 관한 이사회에 결정을 심사하는데 있어서, 법원으로 하여금 자신들의 역할을 재평가하는 계기를 가져왔다.

즉, 이사회에 의한 회사지배 결정을 평가함에 있어서 법원은 주주에 대한 보호자로서의 역할을 떠맡기 시작했다. 그 이유는 회사지배거래의 경우 이사는 회사 및 주주와 잠재적인 이익 충돌(conflict of interests)의 관계에 있기 때문이다. 그 결과 법원은 이사에 대하여 주주의 이익을 충분히 고려할 것을 요구하게 되었고, 법원은 이를 위하여 공개매수에 대한 방어행위 등 회사지배와 관련된 이사회에 결정을 심사함에 있어서 훨씬 적극적인 역할을 떠맡게 되었다. 그리고 이와 같은 법원의 적극적인 역할은 회사의 지배거래에 대하여 경영판단원칙의 적용을 수정하는 방식으로 나타나고 있다. 더우기 대부분의 법원에서는 경영판단의 원칙의 적용방법에 관계없이, 이사들이 사실상 주의의무를 다했는가 여부에 대하여 엄격하게 심사하고 있다. 오늘날 적대적 공개매수에 대한 이사의 방어행위에 대하여 경영판단의 원칙을 적용함에 있어서 몇몇 법원에서는 여전히 전통적인 입장을 고수하고 있으나, 그밖의 법원에서는 동원칙의 적용을 수정하고 있으며 후자가 최근의 추세라고 할 수 있다.⁹⁰⁾

경영판단의 원칙의 적용에 관한 견해차이는 GAF Corp. v. Union Carbide Corp. 사건⁹¹⁾과 Hanson Trust PLC v. SCM Corp. 사건⁹²⁾에서의 법원의 상이한 입장에서 명백하게 드러난다. 연방 제2항소법원은 Hanson Trust PLC v. SCM Corp. 사건에서 경영판단의 원칙을 전통적인 의미로 적용하여 1차적인 입증책임을 원고에게 부과하였으나, 뉴욕주 남부지구 연방지방법원(United States District Court for the Southern District of New York)은 이와 다른 입장을 취했다. 즉, GAF Corp. v. Union Carbide Corp. 사건에서 동 법원은 GAF의 적대적 공개매수를 방어하기 위한 Union Carbide 이사회에 방어행위에 대하여 '가장 엄격한 심사기준'(the strictest standard of inquiry)을 채택/적용하면서, 경영판단의 원칙을 전통적인 의미로 적용하지 않고, Union Carbide의 이사회에 대하여 당해 거래가 독립적인 판단권의 행사에 의해 행해졌다는 사실과, 당해거래의 상당성 및 공정성에 대한 입증책임을 부과했다.

연방 제2항소법원도 Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc. 사건에서⁹³⁾ 회사의 지배거래에 있어서 경영판단의 원칙의 적용을 제한했다. 특히 동법원은 회사지배권에 대한 쟁탈전이 한창 이루어지고 있는 가운데 종업원지주제도를 창설하여 자금을 제공하는 행위는 이사회에 자기거래가 존재한다는 일종의 추정인 이유로, 당해 거래가 회사에 대하여 공정하고 합리적이라는 사실에 대한 입증책임을 이사회에 전환된다고 판시했다.

이는 캘리포니아주에서도 마찬가지이다. 캘리포니아주 법원은 이사회에 의한 지배권유지의 노력 그 자체가 입증책임을 이사회에 전환하는데 충분한 이유가 된다고 판시하고 있다. Heckman v. Ahmanson 사건에서⁹⁴⁾ 캘리포니아주 항소법원(Court of Appeals)은 '이사

90) Herbert S. Wander, op. cit., at 31

91) GAF Corp., Fed. Sec. L. Rep. 92, 408, at 92, 507

92) 781 F.2d 264(2d Cir. 1986)

93) 744 F.2d 255, 265(2d Cir. 1984)

가 당해거래로부터 개인적으로 이익을 얻고 있음이 증명되는 경우에는 --- 당해거래가 선의로 체결되었다는 사실에 대해서 뿐만 아니라, 당해거래의 본질적 공정성에 대해서도 입증책임이 이사에게 전환된다고 판시하였다. 동 사건은 Walt Disney Production의 이사들이 자사에 대해 공개매수계획을 발표한 Steinberg Group이 보유하고 있는 자기주식을 취득하기로 한 결정이 다투어진 사건이다. 위 사건에서 법원은 이사들이 위 Group으로부터 시장가격 보다 높은 가격으로 자기주식을 취득한 것은 이사가 개인적으로 이익을 얻기 위한 것으로서 당해 거래를 회사의 지배권유지를 위한 이사회에 의해서 이루어진 것으로서, 적대적 공개매수에 대하여 이사회가 방어수단을 채택하는 것은 모두 지배권유지를 위한 노력으로 인정될 수 있으므로, 캘리포니아주에서는 현재 공개매수에 대한 모든 방어수단이 이사들에게 개인적인 이익을 주는 것으로 간주될 수 있다. 결국 소송이 제기되는 경우 이사들은 적대적 공개매수에 대항하기 위하여 자신들이 취한 행동의 공정성(fairness)에 대하여 입증책임을 부담하게 된다.⁹⁴⁾

그러나 경영판단원칙의 적용을 수정하는 최근의 추세를 가장 잘 보여주는 판결은 델라웨어주에서 찾아볼 수 있다. 델라웨어주 법원은 오래전 부터 회사의 정책 및 지배에 대한 위협에 대항하기 위하여 이사회가 행하는 자기주식 취득에는 이익충돌이라고 하는 민감한 문제가 내포된다는 이유로, 이사들이 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 위해서는 당해 행위의 정당성에 관하여 우선 입증책임을 이행할 것이 요구된다고 판시해 왔다.

특히 델라웨어주 대법원은 다음의 3개 판결에서 이와 같은 입장을 적대적 공개매수에 대항하여 이사회가 채택하는 모든 방어행위에 대해서까지 확장하고 있다.

(1) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 판결은⁹⁵⁾ 델라웨어주 대법원이 방어수단의 채택과 관련하여 최초로 새로운 입장을 밝힌 판결이다. 델라웨어주 대법원은 본 판결에서 Unocal사가 적대적 공개매수자인 Mesa Petroleum사를 제외한 자사주주 전원에 대하여 차별적인 교환공개매수(discriminatory exchange offer)를 행한 것에 대하여 적법성을 인정했다.

동법원은 자기주식 취득에 관한 선례에 따라 Unocal사의 이사회에 대하여 자기주식 취득계획의 상당성(reasonableness)에 대한 입증책임을 부과했다. 더우기 법원은 본 판결에서 이러한 입장이 공개매수에 대한 이사회에 대한 모든 결정에 대해서까지 확장, 적용된다고 판시하였다는 점에서 특히 중요한 의미를 갖는다.⁹⁶⁾

법원은 그 이유로서, 이와 같은 형태의 결정은 본래는 경영판단의 범위내의 것으로서 법원에 의하여 존중되어야 하지만, 이사회가 주로 자신들의 이익을 위하여 행동할 것이라는 위험성으로 말미암아 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 이전에 우선 법원의 심사를 받아야 하는 고도의 의무(enhanced duty)를 부담하기 때문이라고 판시했다.

동 판결은 대상회사의 이사에 대하여, 1) 적대적 공개매수로 인하여 회사의 정책 및 효율성에 대하여 위협이 존재한다고 믿은 합리적인 근거(reasonable grounds)와, 2) 이사회가 채택한 방어수단이 가해진 위협과의 관계에 있어서 '상당(reasonable)'하다는 사실에 대한 1차적인 입증책임을 부과하였다. 그러므로 이사들은 적대적인 공개매수에 대하여 방어수단을 채택할

94) 168 Cal. App. 3d 119.

95) Herbert S. Wander, op. cit., at 32.

96) 493 A. 2d 946 (Del. 1985).

97) ibid., at 954.

때 위의 입증책임을 다하지 못할 경우에는 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받지 못하게 된다.

(2) Moran v. Household International, Inc.

델라웨어주 대법원은 Moran v. Household International, Inc. 판결에서⁹⁸⁾ 다시 한번 자신의 입장을 확인하였다. 특히 본 사건은 방어수단 가운데 poison pill (flip-over pill)의 채택에 대하여 법원이 새로운 입장을 적용한 것으로써, 본판결 이후 방어수단으로써 poison pill을 채택하는 회사가 급증하는 계기가 되었다.⁹⁹⁾

본사건에서 델라웨어주 대법원은 Household사의 이사회가 방어수단으로써 채택한 poison pill의 적법성을 인정하였다. 위 poison pill은 주주들에게 일정한 우선주매수권을 부여하는 것으로써, 이는 Household사에 대한 공개매수를 보다 비경제적이고 곤란하게 하기 위한 것이었다.¹⁰⁰⁾ 법원은 poison pill의 채택에 대하여 경영판단의 원칙을 적용함에 있어서, Household사의 이사회에 대하여 Unocal 사건에서 확립된 1차적인 입증책임을 요구하였다. 즉, Household사의 이사회는 자신들의 행위가 지배권유지를 주요동기로 하지 않았음을 입증할 것이 요구되었다. 그리고 법원은 Unocal 사건에서와 마찬가지로 위 제안을 승인한 이사회 의 과반수가 독립적인 사외이사로 구성된 경우에는 이사의 입증책임을 상당히 완화된다고 판시했다.

특히, 본사건에서 Household사의 이사회가 회사지배권 쟁탈이 시작되기 이전에 poison pill을 채택한 것과 관련하여, 법원은 이사회가 현실적으로 회사지배권 쟁탈이 개시되기 이전에 방어수단을 채택한 경우에는 입증책임을 완화된다고 판시했다. 법원이 이처럼 사전적인 방어수단과 특정한 공개매수 개시 이후의 방어수단을 구별한 이유는, 현실적으로 회사지배 쟁탈 전이 발생한 후에는 이사회에의 정당한 판단을 기대하기 곤란하지만, 사전에 방어수단을 채택하는 경우에는 그 위험성이 작기 때문이다.

Moran 판결에서 중요한 점은 법원이 poison pill의 적법성을 인정한 이유가 이로 인하여 장래의 공개매수가 부당하게 제한받지 않는다고 보았기 때문이라는 점이다. 법원은 그 이유로써, 1) 적대적인 공개매수자는 회사가 주주의 poison pill을 상환하지 않아도 공개매수할 수 있는 다양한 수단을 충분히 채택할 수 있으며, 2) 동 poison pill은 절대적인 것이 아니라는 점을 들었다. 즉 이사회는 위의 poison pill을 상환한 다음 다른 방어수단을 채택할 수 있는 재량권을 가진다는 점이다.

(3) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.

경영판단원칙의 적용은 Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc. 사건¹⁰¹⁾에서 다시 수정되었다.

Pantry Pride사가 Revlon, Inc.에 대하여 주당 47달러 50센트로 적대적 공개매수를 개시하자, Revlon, Inc.의 이사회는 몇가지의 방어수단을 채택했는데, 방어수단 중에는 1) 'poison pill' note매수권 부여계획(Note Plan)의 채택 2) 사외주식의 1/4에 대한 교환공개

98) 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

99) Suzanne S. Dawson, et al., op. cit., at 423.

100) Dale A. Oesterle, op. cit., at 485-493.

101) 506 A.2d 173 (Del. 1986).

매수 3) lock-up option의 부여 4) 우호적인 관계에 있는 Forstmann Little사에 대한 no-shop 조항 등이 들어 있었다.¹⁰²⁾

본 판결이 가지는 중요한 의의는 처음으로 법원에 대하여, 1) 회사지배권에 대해 활발하게 공개매수전이 이루어지고 있는 상황에서 채택된 lock-up option 및 no-shop 조항 등 일정한 방어수단의 유효성과 2) 공개매수의 위협을 받은 회사가 고려할 수 있는 주주 이외의 회사관계자의 범위에 대한 문제를 제기했다는 점이다.

우선 법원은 이들 문제에 대해 검토하기 이전에 Revlon사의 이사회가 채택한 Note Plan 및 교환공개매수에 대하여 심리했다. 이사회 Note Plan 채택에 대하여 법원은 Unocal 기준을 적용하면서 그 채택의 '합리성 및 목적'에 초점을 맞추어, 이는 회사의 실질가치보다 낮은 가격에 의한 적대적 공개매수로부터 주주를 보호하고, 동시에 주주에게 최대이익이 되는 장래의 모든 공개매수에 대해 유연성을 보유한다는 이유로 Note Plan의 적법성을 인정하였다.

동법원은 Note Plan의 적법성을 인정하면서, 동사의 이사회가 이를 채택하는 것은 회사의 이익에 반하는 공개매수위협에 직면한 이사의 신인의무에 부합한다고 판시했다. 또한 법원은 Moran 사건에서 보는 바와 마찬가지로, Note Plan이 공개매수경쟁을 종결시키기(show-stopper) 보다는 실제로는 촉진시킨다고 판시했다.

그러나 그 후 Revlon사의 이사회는 Forstmann Little사에 의한 우호적 공개매수와 관련하여 노트를 상환하기로 결정했기 때문에, 법원은 Revlon사의 이사회에 의한 실제적인 Note Plan 이용에 대해서는 심사할 기회를 가지지 못했다.

법원은 자사주에 대하여 교환공개매수를 하기로 한 이사회 결정에 대하여도 Unocal 기준을 적용하여, 이사회가 선의로 또한 충분한 정보하에서 Pantry Pride사의 공개매수가 현저하게 부당하다는 결론을 내린 점을 들어 위 조치의 적법성을 인정했다.

위 조치의 적법성을 인정하면서, 법원은 실제의 적대적 공개매수를 방어함에 있어서 이사회는 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려할 수 있다는 종래의 입장을 반복했다. 그러나 법원은 동시에 이들 이익은 주주의 이익에 합리적으로 관련되는 범위에 한정된다는 점을 분명히 함으로써, 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려할 수 있는 여지를 거의 남기지 않았다. 법원은 또한 이들 회사관계자의 이익에 대한 고려는, Unocal 기준에 의해 제한된다는 사실을 거듭 확인하였다. 즉, Unocal 기준에 의하면 대상회사의 이사회에게는 회사 및 주주의 최대이익에 대한 성실한 관심 이외에는 어떠한 행동도 포기하여야 하는 의무가 부과된다.

Revlon 판결의 핵심은 회사의 붕괴가 불가피하게 되었다는 것이 모두에게 명백하게 된 경우, 이사회 결의에 대한 심사방법이라고 할 수 있다. 법원은 회사의 지배권에 대한 경매가 진행된 때에는 이사회 책임(responsibilities)은 Unocal 사건에서 확립된 이사회 책임과는 전혀 다르며, 이사회 의무는 이제는 회사를 위하여 가능한 최고가격을 얻는 것으로 변경된다고 하면서 다음과 같이 판시했다.

「이사회 의무는 --- 법인(corporate entity)으로서의 Revlon사의 보존에서 매각시 주주의 이익을 위하여 회사가격(value)을 최대로 하는 것으로 변했다. 이는 Unocal 기준하에서의 이사회 책임을 크게 변경시킨다. 현저하게 부당한 공개매수로 인한 회사의 정책 및 효율성에 대한 위협이나 주주의 이익에 대한 위협은 더이상 문제되지 않는다. 방어수단의 적법성에 관한 모든 논의는 부의미하게 된다. 이사회 역할은 회사라고 하는 요새의 방위인(defenders)에서 회사매각시 주주를 위하여 가장 유리한 가격을 획득할 책임을 부담하는 경매인(auctioneers)으로 변경된다」

102) Dale A. Oesterle, op. cit., at 545-553.

이와 같은 이사회 책임의 변화는 당연히 이사회 행위에 대한 법원의 심사방법에 변화를 가져 오게 된다. 즉, 법원은 Unocal기준에 따라 이사회 행위를 심사하지 않고, 이사회가 회사를 위해 가장 유리한 가격을 얻기 위하여 노력했는가 여부에 심사의 초점을 맞추게 된다. 환언하면 법원은 회사 지배권에 대한 이사회 경매실행 방식에 대하여 심사하게 되며, 그 결과 첫째, 주주 이외의 회사관계자의 이익은 이제는 더 이상 고려될 수 없으며, 이사회는 주주를 위하여 최고가격을 얻기 위하여 노력하지 않으면 안된다. 이와 관련하여 법원은 다음과 같이 판시했다.

「이사회는 주주의 이익에 합리적으로 관계되는 경우에는 직무수행시 각종의 회사관계자의 이익을 고려할 수 있다. 그러나 적대적인 공개매수인간에 경매절차가 진행된 때에는, 주주 이외의 이익에 대한 고려는 적절하지 않으며, 이사회 목적은 더 이상 회사기업을 방어 내지 유지하는 것이 아니고, 최고가격을 제시하는 공개매수자에게 회사를 매각하는 것이다」

둘째, 이사회 책임에는 이제 회사지배권에 대한 모든 현실적인 또는 잠재적인 공개매수를 공정하게 취급하여야 할 의무도 포함된다. 즉, 적대적인 공개매수를 방어하기 위하여, 경쟁공개매수인을 선택하는 것은 더 이상 적절한 목적이 아니며, 주주의 이익을 위하여 최고가격을 얻는 것이야말로 이사회 행위를 지도하는 핵심적인 목표가 되지 않으면 안된다.

그리하여 법원은 거래의 공정성에 대해 분석하면서, 적대적 공개매수자인 Pantry Pride사에 대하여 이사회가 행한 불평등한 취급에 대하여 심리의 중점을 두었다. 본 사건에서 Pantry Pride사는 교섭시 white knight인 Forstmann Little사와 동일한 취급을 받지 못했고, 또한 Forstmann Little사에게 교부된 몇몇 Revlon사의 재무자료도 Pantry Pride사에는 교부되지 않았다. 법원은 이와 같이 공개매수자 일방을 편드는 것은 적대적인 공개매수가 주주의 이익을 침해하는 경우에는 정당성이 인정될 수 있지만, 복수의 공개매수인이 동일한 청약을 하고 있는 경우나, 회사의 해산이 불가피하게 된 경우에는 허용되지 않는다고 판시했다.

그리므로 Revlon사건은 회사지배권에 대한 경매절차가 진행된 때에는, 대상회사의 주주가 가능한 최고가격을 얻을 수 있도록 시장이 자유롭게 움직일 수 있도록 허용되지 않으면 안된다고 판시한 점에 중요한 의미가 있다.

법원은 Revlon, Inc.이 white knight인 Forstmann Little사에 대하여 자사의 보건사업부문(health care division)에 대한 매수권을 부여하기로 하는 lock-up option은, 주주의 최대이익을 도모하여야 하는 이사회 의무에 위반한 것이라고 판시했다. 즉, 위의 lock-up option은 Forstmann Little사에 의한 공개매수가격을 인상시킴이 없이 공개매수전을 종결시켰을 뿐만 아니라, 위의 lock-up option은 적어도 부분적으로나마 주주 이외의 이익을 고려한 것으로써, 이와 같은 행위는 경매절차에 있어서 이사회 신인의무(fiduciary duties)에 위반한 것이라고 판시했다.

이에 따라 법원은 lock-up option의 유지를 명령함과 동시에, 동일한 이유로 no-shop 조항의 유지를 명령했다.

Revlon사건은 Unocal사건 및 Moran사건과 더불어 델라웨어주 대법원이 회사의 지배권 거래에 대하여 경영판단의 원칙을 적용함에 있어서, 이를 수정한 매우 중요한 판결이다. Revlon판결은 대상회사의 이사회가 회사의 존속을 원하는 경우에는 경영판단의 원칙에 의해 계속 보호를 받을 수 있다는 사실을 재확인한 것이다. 다만, 이 경우 이사회는 우선 자신의

노력이 회사의 지배권유지가 주된 목적이 아니었다는 점에 대하여 입증책임을 부담하지 않으면 안된다. 나아가 법원은 본 사건에서 일단 회사지배권에 대한 경매가 개시된 경우에는 대상 회사의 이사회에 대하여 새로운 책임(responsibilities)을 부과하여, 이 경우에는 주식이격을 극대화하는 방법에 관한 이사회에 대해서만 사실상 경영판단의 원칙이 적용된다는 점을 명백히 하였다.¹⁰³⁾ 이처럼 경영판단의 원칙은 이사회에 개인적인 이익추구에 대한 법원의 우려로 말미암아, 회사의 지배거래에 적용됨에 있어서 수정을 받게 되었다. 문제는 이사회에 지배권유지를 위한 노력이라고 할 수 있다. 일단 이사회에 행위가 지배권유지를 주된 목적으로 한 것이 아니라는 사실이 법원에게 명백하게 된 경우, 이사회에 행위는 경영판단의 원칙에 의한 완전한 보호를 받을 수 있다. 그러나 법원은 대상회사의 이사회가 지배권유지를 위하여 방어수단을 채택하는 것은 허용하지 않으며, 이러한 방어수단은 모두 주주 및 주주의 주식가치를 보호하기 위하여 이용되지 않으면 안된다. 그러나 회사지배권에 대한 경매가 진행되어 현실화한 때에는 이에 대한 예외가 인정되어, 이 경우에는 주주의 이익을 최대한으로 하는 것이 이사회에 의무가 된다.¹⁰⁴⁾

3. 경영판단의 원칙과 주의 의무

과거 공개매수사건에서는 충실의무 문제가 법원의 심리를 지배하였고, 따라서 보통의 조사를 한 경우에는 일반적으로 이사회에 경영판단은 충분히 적법성을 인정받을 수 있었다. 그러나 오늘날에는 경영판단원칙의 적용방법에 대한 법원의 견해차이에도 불구하고, 사실상 모든 법원에서 회사의 지배거래에 있어서 이사의 주의 의무(duty of care)에 대하여 높은 관심을 보이고 있다. 이와 같은 관심은 지배권거래와 관련된 이사회에 결의과정에 대하여 법원이 매우 엄격하게 심사하는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 경향을 가장 잘 보여주는 사건으로 다음의 판결을 들 수 있다.

(1) Smith v. Van Gorkom

Smith v. Van Gorkom사건에서는¹⁰⁵⁾ Trans Union사에 대한 우호적인 현금합병을 동사의 이사회가 승인한 것이 주주에 의해 다투어졌다.¹⁰⁶⁾ Trans Union사의 이사회가 위의 합병을 승인함에 있어서 충분한 정보에 기초하였는가를 검토함에 있어서, 델라웨어주 대법원은 Trans Union사 이사회에 경영판단을 존중하지 않고, 이사회에 결의절차에 대하여 광범위하게 심사하였다. 그 결과 법원은 Trans Union사의 이사회는 회사의 공정한 가치에 대하여 이용가능한 모든 중요한 정보를 충분히 고려하지 않고 합병을 승인함으로써, 회사 및 주주에 대한 주의의무에 위반하였다고 결론을 내리고, 이것은 부당한 경영판단권의 행사에 해당한다고 판시했다.

동 사건에서 법원이 이사의 주의의무 위반을 인정한 것은 다음과 같은 사실 때문이다.¹⁰⁷⁾

1) 이사들은 합병제안과 이에 내포된 문제점들에 대하여 적절하게 조사, 분석할 수 있는 시

103) Herbert S. Wander, op. cit., at 37

104) ibid., at 38

105) 488 A. 2d 858(Del, 1985)

106) Dale A. Oesterlc, op. cit., at 529-544

107) Herbert S. Wander, op. cit., at 39

간을 충분히 가지지 못했다. 즉, 이사들은 합병에 대한 승인결의시 사장인 Van Gorkom이 20분간에 걸쳐 행한 구두설명에 전적으로 의존하였고, Van Gorkom 자신이 합병을 기획하였고 또한 그 자신이 매수자에 대하여 가격을 제한한 사실을 알지 못했으며, 합병계약의 조건에 대하여 묻지도 않았고 그에 대해 알지도 못했으며, 급히 소집되어 2시간에 걸쳐 개최된 이사회에서 합병을 승인하였다.

2) 이사들은 합병가격의 근거가 되는 어떠한 서면자료도 입수하지 못했다.

즉, 경영진이나 투자자문가에 의해 회사의 실질가치(intrinsic value)에 대하여 자문이 행해지지 않았고, 합병의 공정성에 대하여도 공정한 의견이나 평가도 행해지지 않았으며, 이사회는 결의를 하기 이전에 이와 같은 공식적인 평가를 요구하지도 않았다.

3) 이사들은 합병제안과 관련하여 준비된 어떠한 서류도 심사하지 못했다. 즉, 이사들에게는 중요한 합병계약서의 사본이 전혀 교부되지 않았고, 그들은 이를 요청하지도 않았다.

회사의 매각여부를 결정하는 것은 주주와 회사에게 매우 중요한 사실이다. 그럼에도 불구하고 소집통지도 없이 토요일 아침에 성급히 이사회를 소집하여 이와 같이 중요한 거래를 승인하는 것은 그 자체가 이사에게 과실이 존재한다는 증거가 된다. 또한 법원에서 지적한 바와 같이 회사의 매각가격에 대한 근거자료도 존재하지 않고, 또한 white knight에게 부여된 lock-up option으로 말미암아 이사회는 회사의 실질가치(intrinsic value)를 적절히 평가할 수 없었다. 그러므로 회사주식은 현 시가보다 높은 가격으로 매각되었지만, 이사회는 주당 55달러의 가격이 공정한 가격의 범위내인지에 대해 판단할 수 있는 방법이 없었기 때문에 법원은 이사의 주의 의무 위반을 인정한 것이다.¹⁰⁸⁾

(2) Hanson Trust PLC v. SCM Corp.

이사회 주의의무에 대한 최근의 법원의 관심과 이에 따른 이사회 결의과정에 대한 법원의 엄격한 심사는 Hanson Trust PLC v. SCM Corp. 사건에¹⁰⁹⁾ 대한 제2항소법원의 판결에서 다시 한번 명확히 되었다. 본 사건에서 법원은 SCM사의 이사회가 우호적인 공개매수와 lock-up 협정을 체결하기로 한 결의과정에 대하여 특히 광범위하게 심사했다. 위의 lock-up 협정은 SCM사의 지배권을 취득하기 위하여 Hanson Trust사와 Merrill Lynch사 간에 공개매수전이 한창 진행중인 가운데 체결되었다. 본 사건에서 법원은 SCM사의 이사들에게 Van Gorkom판결에서 적용한 중대한 과실(gross negligence) 기준을 채택하지 않고, 주의의무상의 '합리적인 주의(reasonable diligence)' 기준을 적용하여, 이사들에게 경영판단의 원칙에 의한 보호를 부여하기 이전에, 이사회가 그와 같은 결정에 도달한 과정에 대하여 검토하여야 한다고 판시했다. 법원은 또한 이사회가 의존한 정보를 분석하고, 이사회 결의과정이 사실상 하나의 구실이나 걸치레에 불과한 경우에는 주의 의무 위반이 된다는 사실을 강조했다.

법원은 본 사건에서 SCM사의 이사들의 주의의무위반을 인정한 근거로써, 이사회 정보부족과 결의과정의 신속성을 들었다. 특히 법원은 SCM사의 이사들이 option의 대상인 자산의 공정한 가격에 대하여 실제로 조사하지 않은 사실, 각종의 관련서류를 주의깊게 심사하지 않

108) 본 판결은 이처럼 이사의 책임을 부겁게 함으로써, 본 판결이 내려진 해에 이사 및 위원의 책임보험(D & O Insurance)이 12배 이상 증가하는 결과를 가져 왔다. Dale A. Oesterle, op. cit., at 545

109) 774 F.2d 47(2nd Cir., 1985)

은 사실, 그리고 고문들의 설명과 의견에 맹목적으로 의존한 사실 등은 모두 이사들의 주의의무 위반을 인정하기에 충분하다고 판시했다.

Van Gorkom판결 및 Hanson판결은 이사들은 회사지배권에 대한 결의를 함에 있어서 상당한 주의를 다했다는 사실에 대한 입증이 요구된다는 점을 명백히 하고 있다. 그러므로 이사들은 이사회에서 단순히 투자은행이나 변호사, 공인회계사의 의견을 듣는 것만으로는 부족하고, 이들의 의견이나 조언을 신뢰하기 이전에 스스로 이들의 의견이나 보고 또는 자문을 충분히 검토하지 않으면 안된다. 또한 이사들은 이사회에서의 결의사항의 배경과 관련된 문서를 이해하기 위하여 폭넓은 노력을 기울여야 하며, 이사회는 이사가 가능한 충분한 시간을 갖고 결의에 참가할 수 있도록 사전에 소집통지가 발송되어야 한다.

더우기 Revlon판결 및 Hanson판결에서 보는 바와 같이, 일단 회사지배권에 대한 경매절차가 진행된 때에는, 이사회는 회사의 매각가격을 최대로 하기 위한 모든 노력을 기울임으로써 주주의 이익을 도모하지 않으면 안된다. 이사는 이제 더 이상 주주 이외의 회사관계자의 이익을 고려할 수 없다. 이를 위하여 이사회는 경매절차가 공정하게 진행되고, 주주의 일부가 제외되지 않도록 확보하여야 한다.

이와 같은 요건은 이사회가 적대적 공개매수에 대한 방어수단을 채택함에 있어서 Unocal 및 Moran 판결에서 이사들에게 주어진 재량권을 보충하는 것이라고 할 수 있다.¹¹⁰⁾

이상 살펴 본 바와 같이 미국 판례법상 회사의 지배권거래(corporate control transactions)에 대하여 경영판단원칙의 적용이 수정되는 이유는, 이사회 결정내용에 따라 법원이 각기 상이하게 대응하고 있기 때문이다. 즉, 이사회 결정은 내용상 다음과 같이 3가지로 분류할 수 있으며, 이들 결정에 대한 법원의 대응은 다음과 같이 요약할 수 있다.¹¹¹⁾

(1) 본질적으로 주주의 소유구조에 영향을 미치지 않는 결정

이와 같은 형태의 결정에는 전통적인 경영상의 결정이 포함된다. 예컨대 회사의 경영을 확장하거나 일정한 자본적 지출을 인수하기로 하는 결정 등이 이에 속한다. 전술한 바와 같이 이와 같은 형태의 결정에 대해서는 자기거래(self dealing)에 관한 증거가 없는 이상, 법원은 전통적으로 이에 관여하는 것을 억제하고 경영판단의 원칙을 적용하여 이사회 경영판단을 존중한다. 그러므로 이들 경영상의 결정에 대해서는 종래의 법원의 입장이 그대로 적용된다.

(2) 회사의 지배거래에 관한 결정

이와 같은 형태의 이사회 결정에는 회사의 독립성에 대한 잠재적 또는 현실적인 위협에 대항하기 위하여 이사회가 채택하는 대부분의 방어수단이 포함된다. 이들 결정은 회사경영상의 결정에 비하여 주주의 이익에 대하여 훨씬 직접적인 영향을 미치게 되므로, 주주의 소유구조에 대하여도 중대한 영향을 미친다. 즉, 이들 결정은 기존 주주그룹의 존속 여부에 대하여 영향을 미치게 되므로 이 경우 이사회가 직면한 고유한 자기이익과 당해 결정이 주주에게 미치는 중요성으로 말미암아, 법원은 이사회가 주주의 이익을 충분히 고려했다는 확증을 요구한다. 그러나 이들 결정에 대해서도 여전히 중대한 경영상의 요소가 존재하기 때문에, 법원은 이사회는 주주 이외의 회사관계자의 이익을 당연히 고려할 수 있다고 판시한다. 다만, 그와 같은 이익은 주주의 이익에 합리적으로 관련되는 범위로 한정된다. 법원은 이러한 이사회 결정을 심사함에 있어서 이사회 결의과정에 대하여 보다

110) Herbert S. Wander, op. cit., at 41

111) ibid., at 43-44

엄격하게 심사한다. 그러므로 전술한 바와 같이 이사들은 이러한 결정을 함에 있어서 엄격한 주의 의무가 요구되지만, 이사들이 충분히 고려하고 또한 당해 거래가 회사 및 주주에게 미치게 될 영향에 대해서 인식하고 있었음을 명백히 한 때에는 주의 의무를 입증하는데 도움이 될 수 있다.

(3) 회사매각에 대한 경매절차가 개시된 이후의 결정

이들 결정은 주주의 소유구조에 대하여 가장 큰 영향을 미친다. 그 이유는 회사의 매각은 주주의 지위를 소멸시키고 주주의 이익에 직접적인 영향을 미치게 된다는 것이 명백하기 때문이다. 이러한 형태의 결정은 예컨대 주당 최고가격 등 비교적 객관적인 방법으로 심사할 수 있기 때문에, 법원은 매우 적극적인 사법심사를 행한다. 이 경우 주주이외의 회사관계자의 이익에 대한 고려는 허용되지 않으며 이사회의 최우선적인 의무는 회사주식에 대하여 최고가격을 얻는 것이다. 나아가 이사회가 모든 공개매수를 충분히 고려하도록 확보하기 위하여, 법원은 이사회에 대하여 절차의 공정성을 확보할 의무를 부과한다. 그러므로 법원은 이들 결정에 대해서는 가격의 공정성 및 절차의 공정성이라는 관점에서 심사한다.

V. 결 론

1. 이상 살펴 본 바와 같이 공개매수와 관련된 미국 법원의 판례에는 일관된 원칙이 있다. 그것은 법원이 회사의 지배권다툼에 대하여 공정한 경기장(level playing field)을 마련하여, 이사회로 하여금 주주의 이익을 충분히 확보하도록 하는 방안을 모색하고 있다는 점이다. 그러므로 법원은 이사회나 경영진이 주주의 최대이익을 보호하여야 하는 자신들의 의무를 저버리고 자신의 이익을 추구하는 것을 허용하지 않는다. 그 결과 적대적 공개매수에 대한 이사회 방어행위에 대하여는 엄격한 심사가 행해지며, 방어행위의 동기가 이사회 자기이익(self interest) 보존에 있었는가 여부가 엄격하게 검토된다. 또한 법원은 회사의 존립문제가 걸려 있는 회사구조에 중대한 영향을 미치는 결정에 대해서는, 당해 이사회 결정이 충분한 정보에 근거할 것을 요구하고 있다.

그러므로 대상회사의 이사회는 적대적 공개매수에 대응함에 있어서 수동적인 자세를 취해서는 안되며, 자신의 대응에 내포된 중요한 문제점들에 대하여 충분히 인식하고, 또한 이해하여야 하는 등 적극적인 자세를 취하지 않으면 안된다. 이 경우 투자은행이나 고문변호사의 조력을 얻는 것은 도움이 될 수는 있지만, 충분하다고는 할 수 없다. 이사들은 한걸음 더 나아가 이들의 조언을 검토하고 스스로 이해하여야 하며, 그런 연후에만 비로소 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받을 수 있게 된다.

그리고 일단 회사지배권에 대하여 경매가 개시된 이후에는 이사회 의무는 다시 변경된다. 즉, 이제 이사회 의무는 더 이상 자기이익의 부존재나 주의의무의 완수만으로는 불충분하고, 회사에 대하여 가능한 최고가격을 얻는 것이어야 하며 그밖의 이익은 고려되어서는 안된다.

2. 우리나라에서는 1991. 12. 31일 제10차 증권거래법의 개정을 통하여 최근의 국제조류인 적대적인 공개매수의 증가추세에 대비하기 위하여 공개매수정보의 이용금지(동법 188조의 2, 3항) 및 대량주식 보유공시제도(이른바 5% rule: 동법 200조의 2 1항)를 도입하였다. 대량주식 보유공시제도란 어떠한 자 또는 집단이 특정 회사가 발행한 발행주식총수의 5%를 초과

하여 실질적으로 보유하게 된 때 및 그 후 대량주식의 실질보유상황이 1% 이상 변동되었을 경우에 당해 주식 등의 보유비율, 보유목적, 취득자금의 출처 등 당해 주식과 관련된 정보들을 기재한 보고서를 일정기간 이내에 관련 감독기관에 제출하고, 그 사본을 발행회사 및 증권거래소 등에 송부하여 이를 일반인에게 열람시키는 공시제도이다. 동제도는 우리나라의 경우와 달리 경영권보호에 대한 법적장치(예컨대 증권거래법 제 200조 참조)가 없는 국가에서 적대적 공개매수에 대한 중요한 경영권 보호장치로서의 기능을 수행하고 있다. 금번에 도입한 5% rule에서는 보고의무자 중 공동보유자의 합산, 실질취득기준과 공동보유제 등은 도입하지 않았고, 보고내용에서도 취득자금의 출처 등은 제도화하지 않는 등 미국, 일본의 제도보다 훨씬 완화된 형태를 띠고 있다. 그러나 앞으로 국내기업에 대한 적대적 공개매수 활동에 대비하는 간접적인 경영권보호장치로서의 기능을 한다는 점에서 동 제도를 도입한 것은 매우 적절한 조치라고 생각한다.

우리나라의 경우에도 적대적 공개매수에 대한 방어행위의 적법성을 논의함에 있어서는 우선 공개매수의 경제적 효용에 대한 논의가 전제가 되어야 할 것이다. 공개매수를 옹호하는 논자들의 주장에 따르면, 공개매수가 이루어지는 것은 대상회사의 경영이 비효율적이고 따라서 효율적인 경영자가 경영하는 경우에 비해 주가가 부당하게 낮게 평가되고 있기 때문이라고 한다. 따라서 공개매수에 의하여 종래의 비효율적인 경영자를 배제하고 효율적인 경영자가 이에 대신하여 경영하는 경우 회사이익의 증대, 주가인상 등 주주에게 유리하고, 또한 국민경제의 관점에서 한정된 부의 효율적이용에 이바지한다고 주장한다. 물론 이에 대한 반론도 만만치 않다.

우리나라에서는 지금까지 공개매수의 실적이 전혀 없고, 또한 공개매수에 대한 평가도 정착되어 있지 않은 실정이다. 그러므로 공개매수를 적극적으로 촉진하거나, 이를 과도하게 규제하는 것은 모두 바람직하지 않다고 생각된다. 법제도로서는 공개매수 일반을 제한하는 방법보다는 무엇이 제한되어야 할 공개매수인가를 명확히 한 다음, 이러한 공개매수만을 제한하여 이에 따르는 폐해를 방지하기 위한 제도를 정비하는 것이 필요하다고 할 것이다.

한편 방어행위와 관련해서는 미국의 경우에는 적대적 공개매수에 대하여 광범위한 방어수단이 개별적인 회사 정관 및 주법에서 인정되고 있음에 반하여, 우리나라의 경우에는 효율적인 방어수단이 거의 존재하지 않는 실정이다. 그러므로 공개매수현상이 전혀 존재하지 않는 현단계에 있어서 논의가 때이른 감이 없는 것은 아니지만, 방어수단의 효율적인 활용을 위하여 우리나라의 경우에도 현 상법하에서 가능한 방어수단을 강구하고, 나아가 입법론으로써 자기주식취득의 규제완화문제, 제3자배정 증자의 문제, 우선주 발행절차의 합리화문제, 무의결권주 발행한도의 규제완화문제 등이 검토되어야 할 것이다. 또한 미국 주회사법상의 적대적 공개매수에 대한 법적제한 등 여러 제도에 대하여도 검토할 필요가 있다고 본다. 이와 같은 방어수단을 논의함에 있어서는 회사의 실질적인 소유자는 주주라는 것이 전통적인 이해이고, 또한 공개매수의 성공여부에 대해서는 주주의 이해관계가 보다 크다고 할 수 있으므로, 공개매수의 타당성에 대한 판단을 이사회에 맡기기 보다는 여기에 주주의 의사를 반영하는 방안을 검토하여야 할 것이다. 이와 관련하여 이사가 자신의 지위를 보전하기 위하여 방어수단을 채택하는 경우 이사의 책임을 추궁함에 있어서는, 현재의 이사의 선관의무 개념으로도 물론 해결이 가능하기는 하지만 차체에 미국법상의 충실의무개념을 도입하여 주주보호에 만전을 기하는 방안도 신중히 검토하여야 할 것이다. 끝으로 우리나라는 회사경영에 대한 법적 감시기구에 있어서 미국의 경우와는 다른 구조를 취하고 있다. 그러므로 앞으로 공개매수에 대한 회사법적 규제를 강구함에 있어서는, 공개매수에 한정된 규제만이 아닌 회사경영에 대한 감시장치에 기초

한 보다 근본적인 논의가 또한 수반되어야 할 것으로 생각된다.

참고문헌

- 송종준, 주식공개매수에 관한 연구, 고려대 법학박사학위논문(1990.7)
- 성형표, 기업의 인수합병거래 (한국경제신문사, 1990)
- 増田 晋, TOB 防衛手段(第三者割當増資/營業資産の譲渡)の限界に關する 米國法の發展, 國際商事法務 Vol. 16, No. 5(1988)
- 中東正文, アメリカにおける締りめ合併しとテイクオーバー(一)(二)(三), 日本法學 56卷 1號(1991)
- 竝木俊守, 企業買收の防衛と第三者割當(中央經濟社, 1989)
- 竝木俊守, 企業買收と第三者割當増資(日本法令, 1989)
- 竝木俊守, アメリカの企業買收と企業防衛, 商法學における論争と省察, 服部榮三先生 古稀紀念(商事法務研究會, 1990)
- 竝木俊守, 公開買受と株券等の大量保有開示, 日本法學 56卷 2號(1990.9)
- 森綜合法律事務所 編, M&A 防衛法(中央經濟社, 1990)
- Alan C. Meyers; Marc J. Segalman; Ilan S. Nissan, Introduction to Mergers and Acquisitions(unpublished, Mar. 1989)
- Bebchuk, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, 95 Harv. L. Rev., 1028(1982)
- Charles M. Yablon, Poison Pills and Litigation Uncertainty, Duke L. J. Vol. 1989:54
- Coffee, Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governannce, Colum. L. Rev. 1145(1983)
- Comment, Corporate Takeover Battles-Shark Repellent Charter and By-law Provisions that Deter Hostile Tender Offers or Other Acquisitions-A Comprehensive Examinations, 27 How. L. J. 1683(1984)
- Dale A. Oesterle, THE LAW OF MERGERS, ACQUISITIONS, AND REORGANIZATIONS(West Publishing Co., 1991)
- Deborah A. De Mott, Pac-Man Tender Offers, 1983 Duke L. J.
- Easterbrook & Fischel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, 94 Harv. L. Rev. 1161(1981)
- , Auctions and Sunk Costs In Tender Offer, 35 Stan. L. Rev. 1(1982)
- Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stan. L. Rev. 819(1981)
- Gilson, The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, 34 Stan. L. Rev. (1982)
- Greene & Junewicz, A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions, 132 U. Pa. L. Rev. 647(1984)

- Harry G.Henn & John R.Alexander, *Laws of Corporations*(3rd ed.), (West Publishing Co., 1983)
- Herbert S.Wander & Alain G.LeCoque, *Boardroom Jitters:Corporate Control Transactions 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*, *Yale L J*.Vol.94(1985)
- Lowenstein, *Prunning Deadwood in Hostile Takeover: A Proposal for Regislation*, 83 *Col.L.Rev*.249(1983)
- Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 *Bus. Law*. 101(1979)
- Note, *Protecting Shareholders Against Partial and Two-Tiered Take-overs: The 'Poison Pill' Preferred*, 97 *Harv. L. Rev.* 1964(1984)
- Notes, *Lock-Up Options:Toward a State Law Standards*, 96 *Harv.L.Rev.*, 1068
- Note, *The Standstill Agreement:A Case of Illegal Vote selling and a Breach of Fiduciary Duty*, 93 *Yale L. J*.1093(1984)
- Patrick J.Ryan, *Corporate Directors and the "Social Costs" of Take-overs - Reflections on the Tin Parachutes*, *Tulane L. Rev.*, Vol. 64(1989)
- Robert C.Clark, *Corporate Law*(Little, Brown & Company, 1986)
- Suzanne S.Dawson, Robert J.Pence and David S.Stone, *Poison Pill Defensive Measures*, 42 *Bus.Law*. (Feb.1987)
- Weinberg and Blank, *TAKE-OVERS AND MERGERS(I)*, (London,Sweet & Max-well, 1989)