

M&A에 대한 방어행위의 규제에 관한 연구*

劉 榮 一

사회과학부 법학전공

<요 약>

이 글에서는 M&A에 대한 현행법상의 방어행위 제한내용을 살펴보고, 우리 법의 모델이 된 영국 및 EU 등에서의 방어행위 제한에 관한 입법례를 고찰한 뒤, 우리 현행법과 같이 방어수단의 종류를 특정하여 획일적으로 금지하는 데 따르는 문제점을 지적하고, 그 개선 방안을 제시하였다.

A Study on the Regulation of the defensive Tactics against M&A

You, Young-Ihl
Professor of Law

<Abstract>

In this article, the writer surveyed the regulation of the defensive tactics against M&A in Korean Law, and studied the foreign laws, such as England law & EU law. And as a conclusion, the writer pointed out the loopholes in Korean law which prohibits certain defensive tactics uniformly, and suggested its abolishment.

I. 서론

증권거래법과 상장법인재무관리규정에서는 M&A에 대한 일정한 방어행위를 제한하고 있다. 즉, 1997년 개정증권거래법에서는 상장회사에 대하여 공개매수기간 동안, 그것이 우호적이든 적대적이든 묻지 않고, 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위를 명문으로 금지하고 있다(동법 제23조 제4항). 상장법인재무관리규정에서도 경영권 분쟁기간 중 사모전환사채의 발행 등 상장회사의 일정한 방어행위를 제한하고 있다(동규정 제14조 제2항, 제18조, 제19조 제2항 등 참조). 이들 규정은 공개매수의 직접 당사자가 아닌 대상회사의 이사가 그 권한을 남용하여 기존 지배주주에게 유리한 행위를 함으로써 지배권거래의 공정한 경쟁을 해치는 것을 막기 위한 것이다. 공개매수기간 중 경영진의 중립의무를 명문화한 것이라고 할 수 있다. 다만, 모든 방어수단이 제한을 받는 것은 아니고, 회사의 지배구조에 변동을 초래할 수 있는 일부 방어수단만이 제한을 받는다. 그러나 현행법상 제한되는 방어수단은 주식과 전환사채의 발행 등 일부에 불과하지만, 국내법상 활용할 수 있는 방어수단의 종류가 가뜩이나 제한된 상황을 감안한다면, 이는 대상회사에 대하여 커다란 제약이 될 수 있다. 과거에는 이와 같이 방어행위가 제한되었어도 큰 문제는 없었다. 왜냐하면 1997년에 도입된 이른바 의무공개매수제도로 인하여 적대적 M&A 자체가 국내에서 행해지기 어려워졌기 때문이다. 즉, 방어행위가 제한되었을 뿐만 아니라, 공격행위 역시 어려워져서 공격과 방어 상호간에 어느 정도 균형이 이루어지고 있었다. 그러나 1998년 M&A의 활성화를 위하여 의무공개매수제도가 폐지됨에 따라, 이제는 공격과 방어간에 존재하던 균형이 깨지게 되었다. 의무공개매수제도의 폐지로 공격행위에 대한 제한은 사라진 반면,¹⁾ 종래의 방어행위 제한은 그대로 존재하고 있기 때문이다.

방어행위를 제한하고 있는 우리 현행법의 태도는 영국 및 EU의 입법을 모델로 한 것이다. 영국이나 EU 등에서는 주주의 판단을 존중하기 위하여 오래 전부터 적대적 M&A와 관련하여 경영진의 방어행위를 제한해 왔다. 반면, 오늘날 M&A가 가장 활발하게 이루어지고 있는 미국에서는 획일적이고 일률적으로 제한되는 방어수단은 없다. 이에 따라 미국에서는 다양한 방어수단이 개발되어 활발하게 이용되고 있다. 미국에서 개별적인 방어행위의 적법성은 구체적인 사안에 따라 법원의 판단에 의하여 결정된다.

정부에서는 최근 IMF 체제 아래에서 외국자본을 유치하기 위하여 외국인에 대한 주식취득규제를 대폭 완화하는 등, M&A에 대한 제한을 대폭 완화하고 있다. 이에 따라 외국인에 의한 적대적 M&A의 가능성이 매우 높아지고 있다. 동시에 국내기업에서는 경영권을 지키기 위하여 방어수단의 개발에 많은 관심이 주어지고 있다. 그리고 이와 관련하여 그동안 국내에서 다양한 방어수단의 활용을 가로막고 있었던 관련법상의 엄격한 규제에 대한 완화요청과 함께, 일정한 방어행위 자체를 금지하고 있는 현행규제에 대한 폐지 요청이 높아지고 있다.

이에 이 글에서는 M&A에 대한 방어행위의 규제문제와 관련하여, 현행법상의 방어행위

1) IMF의 국제금융을 받는 과정에서 우리는 경영권시장을 활성화하는데 있어서 눈부신 성과를 이룩하였다. 1998년 의무공개매수제도의 폐지, 출자총액제한의 폐지(중정거래법 제10조), M&A에 따른 고용조정의 인정(근로기준법 제31조) 등에 대한 제도개선이 이루어졌다. 그리고 외국인에 의한 M&A가 원활하게 이루어질 수 있도록 종목당 공공적 법인을 제외한 외국인의 주식소유한도를 철폐하고(외국인의유가증권매매거래등에관한규정 제5조), 이사회회 승인이 필요한 외국인 지분한도의 폐지(외자도입법 제8조의 2) 등 추가적인 보완조치를 마련함으로써 실질적인 의미에서 M&A에는 어려움이 없을 정도로 제도가 정비되었다.

제한내용을 살펴보고, 우리 법의 모델이 된 영국 및 EU 등에서의 방어행위 제한에 관한 입법례를 고찰한 뒤, 우리 현행법과 같이 방어수단의 종류를 특정하여 획일적으로 금지하는 데 따르는 문제점을 지적하고, 그 개선방안을 제시하기로 한다.

II. 현행법상의 방어행위 제한

적대적 M&A가 이루어지는 경우 대상회사의 경영진은 여러 가지 동기에서 방어행위에 나서게 된다. 이 경우 경영진이 자신의 권한을 이용하여 방어행위에 나서는 것이 적법한가 하는 문제가 등장한다. 이는 미국 회사법상 이사의 충실의무와 관련하여 매우 중요한 주제로 다루어지고 있는 문제이다. 이에 관한 학설로는 긍정설과 부정설, 그리고 절충설이 있다. 미국의 통설 및 판례는 기본적으로 경영진의 방어행위가 가능하다는 긍정설을 취하고 있다. 다만, 미국의 통설, 판례는 경영진이 회사나 주주의 이익보다는 자신의 지위를 지키기 위하여 방어행위를 할 위험이 있음을 감안하여, 구체적인 방어행위 적법성은 당해 M&A 상황을 고려하여 개별적으로 판단하고 있다.

국내법의 해석으로도 미국의 통설, 판례의 입장을 받아들일 수 있다고 본다. 다만, 우리의 경우 특이한 점은 국내에서는 방어행위를 함에 있어서 표면적으로는 대상회사의 경영진이 나서지만 실질적으로는 지배주주가 직접 나서서 방어하는 경우가 대부분이라는 점이다. 미국의 경우에는 소유와 경영이 분리되어 있기 때문이기도 하지만, 특히 소수주주의 문제 등으로 말미암아 지배주주가 방어에 나서는 것은 주주간의 형평성 문제 등 법적인 문제를 야기하기 때문에 주주와는 독립된 경영진에서 방어행위를 결정하고 실행에 옮긴다.²⁾

1. 증권거래법

증권거래법에서는 공개매수에 대한 일정한 방어행위를 제한하고 있다. 즉, 공개매수의 대상회사는 공개매수기간 동안 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위를 할 수 없다(동법 제23조 4항). 여기서 대통령령이 정하는 행위라 함은, 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 말한다. 다만, 공개매수신고서 제출 전에 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있는 경우에는 그러하지 아니하다(동법시행령 제12조의 5).

(1) 입법취지

증권거래법에서 공개매수기간 동안 대상회사의 일정한 방어행위를 제한하고 있는 것은 공개매수의 당사자가 아닌 대상회사의 경영진이 자신의 권한을 이용하여 주식이나 전환사채 등 주식관련 사채를 발행하게 되면 기존 대주주에게만 유리하게 되는 등 지배권거래의 공정한 경쟁을 해치게 되기 때문이다. 그러므로 이를 막기 위하여 공개매수기간 중 일종의 대상회사 경영진의 중립의무를 제한적으로 명문화한 것이라고 할 수 있다.³⁾ 즉, 경영진이

2) 제해진, 알기쉬운 M&A와 주식투자, 한국경제신문사, 1997, 207면.

지배권의 향배에 영향을 줄 수 있는 행위를 할 수 없도록 함으로써 공정한 경쟁을 보장하기 위한 것이다.⁴⁾ 다만, 공개매수기간 동안에만, 그것도 많은 방어수단 가운데 주식 등의 발행만을 제한하고 있기 때문에, 이것을 가지고 증권거래법에서 일반적인 경영진의 중립의무를 선언한 것이라고 보기는 어렵다.

증권거래법 제23조 4항은 여러 가지 방어수단 가운데 회사의 지배구조에 변동을 초래할 수 있는 직접적인 행위만을 입법으로 제한한 것이라고 할 수 있다. 여기서 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위에는 의결권 있는 주식의 새로운 발행, 의결권 있는 신주인수권증서 또는 전환사채의 발행 등이 포함되는 것은 물론이고, 그 발행을 위한 이사회 또는 주주총회의 결의 자체도 금지된다(동법시행령 제12조의 5). 그러나 주요자산의 처분, 합병, 청산 등과 같은 조직구조의 변경 및 기타 방어수단은 금지되지 않는다. 그렇다고 이들 방어수단의 사용이 무한정 가능한 것은 아니고, 그 적법성 문제는 결국 회사법상의 일반원칙에 따를 수밖에 없다. 이처럼 대상회사는 공개매수기간 동안 방어행위로서 주식이나 전환사채, 그리고 신주인수권부사채를 발행하는 것이 제한되므로, 우리 나라에서 그 동안 가장 인기있는 방어수단이었던 전환사채나 신주인수권부사채의 발행이 적어도 공개매수기간 동안은 금지되게 되었다.

(2) 제한내용

1) 공개매수

여러 가지 적대적 M&A 유형 가운데 공개매수에 대해서만 방어행위가 제한된다. 그러므로 주식시장을 통한 대량주식 매수 등의 경우에는 방어행위가 제한되지 않는다. 또한 공개매수 이외의 다른 경영권분쟁 기간 중에는 방어행위가 제한되지 않는다. 예컨대, 이사 또는 임원의 선임 또는 해임을 목적으로 임시주주총회의 소집이 청구된 경우, 경영권분쟁과 관련한 소송이 진행중인 경우, 당장은 공개매수가 없지만 공개매수가 임박해 있음을 알고 있는 경우 등이다.⁵⁾ 이 점에서 후술하는 상장법인재무관리규정상의 방어행위제한의 경우보다 적용범위가 좁다. 공개매수가 대상회사에 대해 우호적인지, 적대적인지는 묻지 않는다.

2) 공개매수기간중

공개매수기간 동안에만 방어행위가 제한된다. 여기서 공개매수기간이라 함은 공개매수자가 공개매수공고를 하고, 공개매수신고서를 제출한 날부터 10일의 대기기간이 경과한 날부터 매수기간이 종료하는 날까지의 기간을 말한다(동법 제23조 제2항, 제4항). 그러므로 공개매수기간 전후에는 방어행위가 제한되지 않는다. 특히 사전의 방어수단은 모두 허용된다. 그러므로 공개매수가 이루어지기 전에 미리 예방적인 차원에서 일정한 방어수단을 사용하는 것은 무방하다. 공개매수기간전의 방어수단의 경우 상법 기타 개별법에 따른 위법

3) 송중준, 강제공개매수제도의 법리와 향후의 법적 과제, 한국법학원보 제76호, 1997.11.5, 19면; 증권감독원, 개정증권거래법령 및 관련규정해설(II), 증권조사월보 1997.5, 13면.

4) 김건식, 개정증권거래법상의 공개매수제도, 인권과 정의 제248호, 1997.4, 46면.

5) 송중준, 앞의 논문, 20면.

성은 개별법령의 위반여부에 따라 결정된다.

3) 금지되는 방어행위

의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위만이 제한된다. 여기서 대통령령이 정하는 행위라 함은 대상회사가 주권, 신주인수권을 표시하는 증서, 전환사채권, 신주인수권부사채권의 발행과 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 하는 것을 말한다. 다만, 공개매수신고서 제출전에 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 있는 경우에는 예외가 인정된다(동법시행령 제12조의 5). 금지되는 유가증권의 발행은 시행령이 정하는 것에 한하므로, 설사 의결권 있는 주식수에 변동을 초래할 수 있는 행위라도 이에 해당되지 않는 것은 금지되지 않는다. 예컨대, 자기주식의 취득이나 처분은 의결권 있는 주식수에 변동을 초래하지만 금지되지 않는다.⁶⁾ 또한 주요자산의 처분, 정관변경, 영업양도, 합병, 청산 등과 같은 행위도 금지되지 않는다. 다만, 이들 방어수단의 사용이 무한정 적법한 것은 아니고, 명시적으로 금지되는 행위 이외에는 회사법상의 일반원칙에 따라 적법성을 판단하는 수밖에 없다. 금지되는 것은 이와 같은 유가증권의 발행만이 아니라, 그 발행을 위한 이사회 또는 주주총회의 결의도 금지된다. 그러나 그 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의가 공개매수신고서의 제출전에 있는 경우에는, 그 결의에 기한 유가증권의 발행이 공개매수기간 중에 현실로 이루어지더라도 이것은 금지되지 않는다(동법시행령 제12조의 5 단서). 이것은 공개매수가 이루어지기 전에 이미 위의 유가증권을 발행하기로 결의하였는데, 실제의 발행일이 우연히 공개매수기간 이내로 정해진 경우를 예상한 것이다. 그러나 이것은 악용될 소지도 있다. 예컨대, 이사회 또는 주주총회를 소집하여 위의 유가증권을 발행하기로 결의하되 공개매수가 개시된 때에는 언제든지 발행할 수 있는 것으로 그 발행일을 정하여 두는 경우이다. 만일 이것이 적법하다면 공개매수기간중의 이들 유가증권의 발행에 관한 이사회 또는 주주총회의 결의를 금지한 것이 무의미하게 될 것이다.⁷⁾ 금지되는 유가증권의 발행방법에는 아무런 제한이 없으므로, 주주배정이든, 공모이든, 제3자배정의 방법이든 묻지 않는다.⁸⁾

(3) 위반행위의 효력

이에 관하여는 무효설과 유효설이 대립하고 있다. 유효설은 증권거래법 제23조 4항의 규정을 단속법규로 해석하여 그에 위반한 전환사채나 신주인수권부사채의 발행행위 내지 그 발행을 위한 이사회의 결의도 사법상 무효로 되지는 않는다고 본다. 이에 대하여 무효설에서는 위 규정 위반시 증권거래법에서 형사처벌의 제재까지 가하도록 한 점에 비추어 이를 강행법규로 보고 그에 위반한 전환사채나 신주인수권부사채의 발행관련 행위는 사법상의 효력이 부인된다고 본다. 다만, 위 규정을 단속규정으로 본다 하더라도, 대상회사가 그 규정의 존재를 알면서 공개매수기간중에 위반행위를 한 때에는 그 행위가 선량한 풍속 기타 사회질서에 위반하여 무효로 인정될 경우가 있을 것이다.⁹⁾ 한편, 증권거래법에서는 공

6) 자기주식취득은 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위에는 포함될 수 있으나, 대통령령이 정하는 행위에는 포함되지 않는다.

7) 송종준, 앞의 논문, 20면.

8) 위의 논문, 20면.

공개매수기간중의 주식 등의 발행을 명시적으로 금지하고 있으므로, 그 발행이 '현저하게 불공정한 방법에 의하여 이루어진 발행'인지 여부를 가릴 것 없이(상법 제424조 참조), 그 발행은 위법하며 또한 발행무효 원인으로도 된다(상법 제429조 참조). 그러므로 일반 회사법상의 방어행위의 적법성에 관한 이론적인 논의는 그 밖의 다른 방어수단 사용과 공개매수 이외의 다른 경영권분쟁에 있어서 신주 및 잠재주식의 발행을 포함한 방어수단 사용에 있어서만 논의의 실익이 있다.

2. 상장법인채무관리규정

상장법인채무관리규정에서는 증권거래법에서와 달리 공개매수의 경우뿐만 아니라, 경영권분쟁이 있는 보다 포괄적인 경우에 전환사채와 신주인수권부사채의 발행 등 방어행위를 제한하고 있다.

(1) 입법취지

그 동안 국내기업이 적대적 M&A에 대하여 가장 애용한 방어수단은 전환사채나 신주인수권부사채를 사모형식으로 발행하여 이를 자신에게 우호적인 자에게 배정하는 것이었다.¹⁰⁾ 그 밖에 사모전환사채는 국내에서 자금이 부족한 계열사에게 자금을 주는 방법으로 이용하는 등 계열사간의 자금이동 목적으로도 많이 이용되었다. 계열사간의 직접적인 자금 대여는 할 수 없으나, 사모사채의 매입을 통하게 되면 유가증권 투자로 분류되므로 합리적으로 지원할 수 있기 때문이다. 이처럼 사모 전환사채는 계열회사에 대한 자금지원과 경영권 방어에 2가지 목적을 동시에 달성할 수 있어 과거 국내기업에 의해 많이 발행되었다. 이러한 전환사채는 대부분 무보증이면서 표면이율이 낮기 때문에 기관투자자나 일반 개인은 참여하지 않고 대부분 계열회사가 인수한다.¹¹⁾ 이에 따라 경영진이 사모 전환사채 등의 발행을 통하여 경영권분쟁에 부당하게 개입함으로써 지배권거래의 공정성을 해치는 등 많은 문제점이 발생하게 되었다. 이에 이를 제한하기 위하여 이와 같은 규정을 두게 된 것이다. 즉, 동 규정의 입법취지는 경영권분쟁 기간 중에 현재의 지배주주에게 우호적인 경영진이 우호적인 제3자에게 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하고 이를 주식으로 전환하도록 하는 등 함으로써 지배권이나 또는 경영권을 유지하여 지배권이전의 공정성을 해치는 것을 막기 위한 것이다.

9) 양시경, 적대적 M&A와 관련된 쟁송의 유형, 인권과 정의 제252호, 1997.8, 60면.

10) 국내 M&A에서의 사모사채 이용사례에 대해서는 제해진, 앞의 책, 236면 표 참조.

11) 특히 30대 재벌그룹은 순수운영자금 조달목적이 아닌 향후 경영권 방어를 목적으로 대규모 주식연계채권을 발행하였다. 금융감독위원회에 따르면 국내 30대 재벌그룹이 지난 1/4 분기 동안 발행한 전환사채와 신주인수권부사채의 규모는 각각 1조 3,007억원과 200억원으로 모두 1조 3,207억원에 달했다. 이 가운데 순수 자금조달을 목적으로 발행된 주식연계채권은 해외 전환사채를 포함하여 6,300억원에 불과하였고, 나머지 7,200억원은 기존 대주주의 경영권 안정을 도모하기 위한 수단으로 발행된 것으로 분석되었다. 그룹별 경영권 방어용 전환사채 발행실적을 보면 대우그룹이 대우(1,000억원), 대우전자(1,000억원), 대우통신(1,000억원), 오리온전기(500억원), 대우정밀(245억원) 등 5개 계열사를 동원 3,745억원 어치를 발행해 규모가 가장 컸다. 대우그룹이 발행한 이들 전환사채는 모두 무보증인데다가 표면이율이 많게는 4%, 적게는 1%에 그쳐 대부분 일반대출 없이 발행회사 몫으로 넘어갔다. 또 현대그룹의 현대종합목재는 표면이율 0%의 무보증 전환사채 500억원 어치를 발행했으며, 대한알루미늄도 표면이율 0%의 사모 전환사채 1,000억원 어치를 발행, 현대중공업 등 관계사 15개사가 이를 떠 안았다(안길용, 사모사채의 문제점 검토 및 대책, 상장협, 1998년 순계호(37호), 130면, 135면).

(2) 제한내용

상장법인재무관리규정에서는 경영권분쟁 기간중 다음과 같이 방어행위를 제한하고 있다. 여기서 경영권분쟁은 그것이 공개매수에 의한 경우이든, 기타의 다른 경영권분쟁의 경우이든 묻지 않는다.

1) 사모전환사채 및 사모신주인수권부사채의 발행금지

상장법인은 경영권분쟁 기간 동안에는 사모전환사채 및 사모신주인수권부사채의 발행이 금지된다. 구체적으로 사모전환사채 및 사모신주인수권부사채의 발행이 금지되는 기간은 다음과 같다. (동규정 제14조 제2항).

- ① 소수주주가 당해 상장법인의 임원의 해임을 위하여 주주총회의 소집을 청구하거나 법원에 그 소집의 허가를 청구한 때에는 청구시부터 당해 임원의 해임여부가 결정될 때까지의 기간
- ② 소수주주가 법원에 당해 상장법인의 임원의 직무집행의 정지를 청구하거나 주주총회 결의의 무효, 취소 등의 소를 제기하는 등 당해 상장법인의 경영과 관련된 분쟁으로 소송이 진행중인 기간
- ③ 기타 ①, ②에 준하는 당해 상장법인의 경영권분쟁 사실이 신고, 공시된 후 그 절차가 진행중인 기간

상장법인은 위 기간 중에는 모집(주주모집, 공모)외의 방법, 즉 사모에 의한 제3자배정의 방법으로 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행할 수 없다. 상장법인재무관리규정에서는 널리 경영권분쟁 기간중에 방어행위가 제한된다. 이 점에서 공개매수기간 중에만 방어행위가 제한되는 증권거래법보다 적용범위가 넓다. 그러나 위 기간 중에 주권이나 신주인수권을 표시하는 증서를 발행하는 것은 금지되지 않는다.¹²⁾ 이 점(발행이 금지되는 증권의 종류라고 하는)에서는 증권거래법상의 제한보다 적용범위가 좁다. 즉, 증권거래법에서는 의결권있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 증권의 발행이 널리 제한되고 있음에 반하여, 상장법인재무관리규정에서는 전환사채와 신주인수권부사채의 발행만이 제한된다. 한편, 널리 경영권분쟁 기간중에는 공개매수기간도 포함된다고 볼 수 있으므로, 상장법인재무관리규정의 방어행위 제한규정은 공개매수기간 동안에도 적용된다고 본다.

2) 사모사채의 전환가액 제한

사모발행의 경우에는 전환가액도 제한된다. 즉, 공모발행의 경우에는 전환사채의 전환가액은 전환사채 발행을 위한 이사회결의일 전일을 기산일로 하여 그 기산일로부터 소급한 1개월 평균종가, 1주일 평균종가 및 최근일 종가를 산술평균한 가액과 최근일종가 및 청약일 3일전의 종가 중 낮은 가액 이상으로 하여야 하지만, 모집외의 방법으로 전환사채를 발행하는 경우에는 청약일 3일전의 종가를 적용하지 아니한다(동규정 제17조).

12) 송종준, 앞의 논문, 21년.

3) 사모사채의 전환기간 제한

사모발행의 경우에는 전환기간도 제한된다. 즉, 공모발행의 경우에는 전환기간은 그 발행 후 3월이 경과한 후에 전환할 수 있는 조건으로 이를 발행하여야 하지만, 모집외의 방법으로 전환사채를 발행하는 경우에는 발행 후 1년이 경과한 후에 전환할 수 있는 조건으로 이를 발행하여야 한다(동규정 제18조). 사모발행의 경우 이처럼 전환금지기간을 1년으로 연장한 것은 경영권 분쟁시 이를 악용하는 일이 없도록 하기 위한 것이다. 즉, 전환권의 행사기간을 제한함으로써 경영권분쟁 중에 전환권을 행사함으로써 경영권경쟁의 공정성을 해치지 못하도록 한 것이다. 2), 3)의 제한은 경영권분쟁과 관계없이 일상적인 경영활동중의 모든 전환사채의 발행에 대하여 적용된다. 또한 1), 2), 3)의 제한은 신주인수권부사채에 대해서도 준용된다(동규정 제19조 제2항).

4) 분리형 신주인수권부사채의 발행금지

상장법인이 신주인수권부사채를 발행하는 경우에는 신주인수권증권을 발행하지 아니하는 조건으로 이를 발행하여야 한다. 그러므로 분리형 신주인수권부사채의 발행은 금지된다(동규정 제19조 1항 후단). 국내에서 분리형 신주인수권부사채가 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 활용되는 과정을 보면 다음과 같다. 우선, 사채권을 표창하는 채권과 신주인수권을 표창하는 신주인수권증권을 따로 발행함으로써 사채권과 별도로 신주인수권만을 양도할 수 있게 하는 분리형 신주인수권부사채를 발행하여 이를 제3자에게 배정한 다음, 회사의 기존 지배주주가 그러한 제3자로부터 신주인수권만을 낮은 가격으로 양도받고(상법 제516조의 6 참조), 나머지 사채권은 회사가 매입하여 소각한다. 또는 신주인수권증권을 지배주주와 우호적인 관계에 있는 제3자에게 양도하거나 신주인수권을 행사하여 지배주주를 위하여 의결권을 행사하도록 한다. 이와 같은 방법을 이용하면 기존 지배주주에게만 그 보유주식을 늘려주는 것이 가능해진다.¹³⁾ 상법에서는 이사회에서 특히 분리형 신주인수권부사채의 발행을 결의한 경우에 한하여 분리형 신주인수권부사채를 발행할 수 있도록 하고 있으나(상법 제516조의 2 제2항 4호), 상장법인재무관리규정에서는 분리형 신주인수권부사채의 발행을 아예 금지하고 있다. 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 분리형 신주인수권부사채를 이용하려면 사채권과 별도로 신주인수권증권을 발행하는 것이 필수적인 바, 상장법인재무관리규정 제19조에 의해 신주인수권증권의 별도발행이 허용되지 않는 결과, 이제 상장법인의 경우에는 분리형 신주인수권부사채의 발행을 통한 방어방법은 사용하기 어렵게 되었다.¹⁴⁾ 아울러 상장법인이 신주인수권부사채를 발행하는 경우에는 신주인수권의 행사로 발행되는 신주의 납입도 현금으로 제한된다(동규정 제19조 1항 전단).

(3) 위반행위의 효력

상장법인재무관리규정에 위반하여 사모 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하고, 그에 따른 신주의 배정이나 인수를 한 경우 그 사법적 효력이 문제된다. 생각컨대, 이 경우에는

13) 이들 사채를 사모로 발행하는 경우 사채인수자를 공동보유자로 판단할 것인가 하는 문제에 대해서는 명백히 규정되어 있지 않다. 다만, 언론에 보도된 증권감독원의 취지는 공동보유자로 보겠다는 것이다.

14) 양시경, 앞의 논문, 61면.

증권거래법 제23조 4항을 위반한 경우와 달리 형사처벌이나 기타 특별한 제재수단이 예정되어 있지 아니할 뿐만 아니라, 위와 같은 사모사채발행에 관한 제한규정 자체가 증권거래법에 직접 명시된 것이 아니라 동법의 위임을 받아 증권관리위원회에 의하여 마련된 것이라는 점을 감안한다면, 위반행위를 무효로 보기는 어렵다. 즉, 위 규정은 상장법인의 건전한 재무관리를 도모함과 아울러 유상증자 및 전환사채나 신주인수권부사채의 발행과정에서 주주 등 투자자를 보호하고, 거래질서를 확립할 목적으로 증권감독기관인 증권관리위원회가 상장법인의 증권발행 등을 감독하고 통제하기 위해 마련한 규정이므로, 상장법인이 위 규정에 위반한 경우라도 그러한 행위의 효력이 부인되기는 어렵다고 본다.¹⁵⁾

III. 입 법 례

적대적 M&A에 대한 방어수단을 특정하여 이를 획일적으로 제한하는 것은 영국이나 EU의 입장이다. 한편, 미국에서도 과거에는 한 때 방어행위를 제한하려는 입법 움직임이 있었다.

1. 영국

City Code에서는 대상회사에 공개매수청약이 통지되거나 대상회사의 이사회가 공개매수가 임박했음을 알 만한 사유가 있는 때에는, 대상회사의 이사회는 주주총회의 결의 없이는 공개매수청약이 실패하거나 주주의 판단기회를 부정하는 결과가 되는 어떠한 방어행위도 할 수 없음을 명시하고 있다(general principles 7).¹⁶⁾ 이와 관련하여 규칙 21에서는 이사회가 주주총회의 승인 없이 공개매수기간 중에 신주발행이나 주식매각 계약을 체결하는 것을 원칙적으로 금지하고 있다.¹⁷⁾ 방어행위에 주주총회의 승인을 얻었다 하더라도 주주총회의 결의에 의한 방어행위가 주주와 회사, 그리고 이사간에 이익충돌이나 충실의무 위반을 일으키는 경우에는 방어행위는 효력이 없게 된다. 따라서 영국에서 가장 보편적으로 이용되고 있는 방어수단은 무의결권 주식 또는 복수의결권 주식을 이용하거나, 임원퇴직금계약(golden parachute)을 체결하는 것 등이다.

2. EU

1990년 EC 회사법 제13 지침안에서도 공개매수에 대한 이사회와 방어행위를 원칙적으로 제한하고 있다.¹⁸⁾ 공개매수는 그것이 적대적인 경우에도 주주에게 지배권 프리미엄에

15) 동지: 위의 논문, 61면.

16) 영국 City Code상의 방어행위 규제에 대해서는 Weinberg / Blank on TAKE-OVERS AND MERGERS (III)(5th ed., Sweet & Maxwell, London, 1989), 3-753 이하 참조.

17) 그 밖에 참고로 원칙 8은 지배권의 선의행사들, 그리고 원칙 6은 모든 공개매수 관련당사자에 대하여 관련 회사의 주식에 대하여 허위의 市況이 형성되지 않도록 노력할 것을 요청하고 있다. 원칙 2와 규칙 19는 일부 주주에 대한 공개매수자의 정보제공을 원칙적으로 금지하고 있다. 또 실시요령 제1은 매수자가 대상회사로부터 취득한 정보에 대해서는 이 적용제외를 인정하고, 공개매수기간 중에 매수자가 대상회사의 주식을 매각하기 위해서는 적어도 24시간 전에 통지를 하여야 하는 것으로 하고 있다(규칙 4.2). 森本 滋, 公開買付, 証券取引法大系, 河本一郎先生 還曆記念, 商社法務研究會, 1986, 301면 이하 참조.

참여할 수 있는 기회를 주고, 또한 주주가 경영자를 선택하는 것이지 경영자가 주주를 선택하는 것은 아니라는 이유에서이다. 구체적으로 지침안에서 제한되는 방어행위는 다음과 같다.

이사회는 공개매수기간 중 주주총회의 승인 없이 다음의 행위를 하는 것이 금지된다(동 지침안 제8조 1항). ① 신주발행 ② 회사의 자산이나 부채에 중대한 변경을 가져오는 거래, 또는 결과적으로 무상계약이 되는 거래 ③ 자기주식취득 등. ①의 신주발행에는 의결권 있는 주식 또는 이러한 주식으로 전환 가능한 증권의 발행이 포함된다. 특히 ②의 경우에는 공개매수자뿐만 아니라 대상회사의 주주와 채권자의 이익도 해치게 된다는 점에서 주주총회의 승인 이외에 감독기관(supervisory authority)의 인가도 필요하다(동항 b호). 그러므로 EU에서는 미국에서 많이 이용되고 있는 방어수단이 대부분 금지된다. 이사회는 주주총회의 승인을 얻기 위하여 공개매수기간 종료 전에 주주총회를 소집할 수 있다(제8조 2항).¹⁹⁾ 주주총회의 승인은 공개매수를 명확히 특정하여야 하는 것으로 해석되고 있다. 대상회사는 이유를 붙인 의견을 서면으로 공표하여야 한다.

그 밖에 지침안에서는 방어행위를 규제하기 위하여 감독기관에 지도명령권을 부여하고 있으며, 감독기관의 입수행시의 기본원칙의 하나로써, ① 이사회가 주주 전체의 이익을 위하여 행동하고 공개매수를 방해하지 않을 것과, ② 공개매수로 인하여 합리적인 기간 이상으로 회사의 업무수행이 방해받지 않을 것 등을 규정하고 있다. 그리고 지침안에서는 방어행위에 대한 엄격한 제한과의 균형을 맞추기 위하여, 공개매수자가 공개매수를 결정한 경우에는 즉시 그 뜻을 관할감독기관 및 대상회사의 이사회에 통지하고, 전국지에 게재하는 등의 방법으로 광고하도록 하고 있다(제7조 1항, 3항). 또한 공개매수자는 통지 및 광고 후, 즉시 공개매수문서를 작성하여 전국지에 게재하거나 기타의 방법으로 이를 공표하여야 한다(동조 2항). 공개매수자는 이들 절차를 완료한 후에 비로소 공개매수를 개시할 수 있다. 그러므로 대상회사는 갑작스런 공개매수를 걱정할 필요가 없게 된다.²⁰⁾ EU에서의 방어행위 규제는 영국에서와 마찬가지로 모든 적대적인 M&A에 대하여 적용되는 것이 아니라, 공개매수에 대하여, 그것도 공개매수기간 동안에만 구체적으로 방어행위 중 금지되는 것을 명시하고 있다. 그리고 원칙적으로 대상회사 경영진의 중립의무를 규정하고 있다.

3. 미국

과거 한 때 미국에서도 일정한 방어행위를 제한하려는 시도가 있었다. 즉, SEC는 1983년 2월 연방의회의 지시에 따라 공개매수 관련 법률 등의 개정을 검토하기 위하여 자문위원회(advisory committee)를 설치하였는데, 자문위원회는 같은 해 7월 50개 항목에 달하는 권고내용을 담은 최종보고서를 SEC에 제출했다.²¹⁾ 이 가운데 방어행위와 관련해서는 권고

18) 처음에는 공통지침안에서 공개매수에 관하여 아주 상세하게 규정할 예정이었지만, 가맹국의 강한 반발로 인하여 결과적으로 공개매수에 관한 개괄적인 법의 형태를 취하게 되었다. 가맹국은 이와 같은 법의 내용을 구체화하기 위하여 국내입법을 하고, 이를 1998년 4월 1일까지 시행하여야 한다(商事法務 No.1434(1996.9), 38-39면 참조).

19) EC 회사법 제13지침안에서는 공개매수기간이 공개매수 공표후 4주 이상 10주 이내로 되어 있다.

20) 布井千博, ECにおけるM&Aの法規制-株式公開買付に關するEC會社法 第13指令案を中心として-(下)], 國際商事法務 Vol.19 No.3(1991), 308면.

21) SEC Advisory Committee on Tender Offers, *Report of Recommendations*(1983), reprinted in Fed.Sec.L.Rep.(CCH extra ed., July 15, 1983).

33 내지 43에서 이를 다루고 있었다.²²⁾ 자문위원회는 우선 방어행위의 규제문제에 관하여 상당히 신중한 태도를 보였다. 이는 당시 규제 아래에서는 공개매수자의 행위는 주로 연방법에 의해 규제됨에 반하여, 대상회사의 방어행위는 일반적으로 주회사법에 의하여 규제되고 있었기 때문이다. 이에 따라 위원회는 한편으로는 연방법이 주회사법에 우선하는 것을 최소한도에 그치게 하면서, 다른 한편으로는 전국적인 증권시장의 신뢰성을 유지하여야 한다고 하는 2가지 요청을 조화시켜야만 했다. 결국 자문위원회는 특정한 공개매수에 대한 경영진의 방어행위는 주회사법, 특히 경영판단의 원칙에 의해 규제되어야 한다는 것과(권고 33, 다만 권고 41, 43 참조), 특정한 공개매수와 관계없이 회사의 지배권 변동에 일반적으로 제한하는 대상회사의 방어행위나 주의 규제는 금지되어야 한다는 점을 권고하였다(권고 34, 35). 다만, 자문위원회에서는 대상회사의 사전적인 방어행위를 즉시 전면적으로 금지하는 것은 곤란하다는 사실을 인식하고 규제를 보다 완화하였다. 즉, 지배권취득에 대해 주주총회의 특별다수결을 요구하는 정관규정은, 동일한 특별다수결에 의해 승인되고 3년마다 승인을 갱신하는 것을 조건으로 허용하고, 지배권변동에 관한 일정한 사항에 대하여 매년 공시와 주주의 권고결의(advisory vote)를 요구할 것 등을 권고하고 있다(권고 36, 37, 38). 자문위원회의 보고서는 특히 지배권 변동과 관련된 이사의 이해관계거래에 대하여 광범위한 공시와 실제규정을 두고 있다는 점에서 주목된다. 결론적으로 자문위원회의 보고서는 지배권 취득을 전반적으로 규제하고 있으며, 영국형의 공개매수 규제에 대해서도 상당한 호의를 보이고 있다.²³⁾

SEC는 자문위원회의 보고서를 받고 50개 항목의 각각에 대하여 검토했는데, 이를 검토함에 있어서 SEC는 다음 4가지 기본원칙을 견지하였다. ① 공개매수는 유용한 자본배분수단이므로, 이에 대한 규제는 주주와 전국적인 증권시장의 신뢰성과 효율성을 보호하기 위하여 필요한 경우로 한정되어야 한다. ② 공개매수는 전국적인 시장에서의 거래이므로, 이에 대한 규제는 연방 차원에서 이루어져야 한다. ③ 현경영진 대신 주주가 최종적으로 공개매수의 성패를 결정하여야 한다. ④ 당해 행위가 공개매수 과정과 전국적인 증권시장의 효율성을 해침으로써 주주의 이익을 침해하는 경우를 제외하고는, 주회사법에서 대상회사의 방어행위를 규제하여야 한다.²⁴⁾ 이에 따라 SEC는 34개 항목에 대해서는 동의했지만, 그 밖의 항목에 대해서는 일부 수정을 가하거나 또는 반대했다.²⁵⁾

SEC는 특히 대상회사의 방어행위와 관련하여 일정한 방어수단에 대한 연방규제의 필요성을 인정하였으나, 자문위원회의 권고 35, 36에 대해서는 주회사법을 크게 침해한다는 이유로 동의하지 않았다. 또한 지배권변동 상황에서 경영판단의 원칙을 적용하는 것에 반대하고, 법원은 경영진과 주주간에 존재하는 잠재적인 이익충돌을 심각하게 인식하여야 한다

22) 자문위원회의 보고서는 공개매수의 경제적 효용을 일괄적으로 확정하는 것이 곤란하다는 사실을 명확히 한 후, 기본적으로 공개매수에 대한 규제는 이의 조장이나 억제물 의도해서는 안된다고 하는 이른바 중립원칙을 채택하여, 공개매수자와 대상회사간의 합리적인 균형을 배려할 것을 요구하고 있다. 그리고 주주의 이익과 자본시장의 신뢰성 및 효율성을 확보하는 것이 공개매수규제의 과제라고 하는 기본방침에서 출발하고 있다(권고 1, 2, 3). 보고서의 권고내용은 크게 다음의 6개 부분으로 구성되어 있다. A. 공개매수의 경제적 의의와 그 규제(권고 1-2) B. 공개매수에 대한 연방규제의 목적(권고 3-9) C. 지배권취득자에 대한 규제(권고 10-32) D. 지배권취득에 대한 방어행위의 규제(권고 33-43) E. 시장참가자의 규제(권고 44-48) F. 제규제체제간의 상호관계(권고 49-50)(Linda C. Quinn / David B. H. Martin, Jr., *op.cit.*, 9-21).

23) *Ibid.*, 16, 14, 19.

24) *Ibid.*, 22.

25) *Ibid.*, 30-43.

는 입장을 밝혔다. 그 후 1984년 5월 21일 SEC는 자문위원회의 권고 및 자신의 견해를 반영한 공개매수개정법안(Tender Offer Reform Act of 1984: Wirth 법안)을 연방의회에 제출하였다. 개정법안은 1934년 증권거래소법 제13조 (d)항에 의한 공개시장에서의 주식취득에 대한 공시규제의 강화와 더불어, 공개매수기간 중 대상회사의 일정한 방어행위를 제한하는 것을 주요내용으로 하고 있다. 개정법안에서 제한하고 있는 방어행위는 다음과 같다.²⁶⁾

① Golden Parachutes의 제한

공개매수기간 중에는 임원 및 이사의 현재 또는 장래의 보수를 증액하는 계약을 체결하는 것이 금지된다(권고 38a).

② 자기주식의 취득금지

공개매수기간 중에는 공개매수 기타의 방법에 의하여 자기주식을 취득하는 것이 금지된다(권고 39a).

③ 증권발행의 금지

공개매수기간 중에는 전체 의결권증권의 과반수 승인이 없는 한, 특정종류 증권 50%를 초과하거나 대상회사 의결권의 50%를 초과하는 증권을 발행하는 것이 금지된다(권고 41).

④ Greenmail의 제한

공개매수기간 중에는 전체 의결권증권의 과반수 승인이 있거나 주주 전원에게 동일 가격 이상의 매수청약이 이루어지지 않는 이상, 회사가 회사주식의 3% 이상을 보유하고 또한 주식보유기간이 2년 미만인 자로부터 자기주식을 취득하는 것이 금지된다(권고 43).

동년 8월 2일 미국 하원의 에너지통상위원회(Energy and Commerce Committee)는 SEC의 개정법안을 몇 가지 점에서 수정하여 승인했으나, 동년 9월 7일 SEC는 위 수정안에 반대한다는 의견을 표명함과 동시에 태도를 바꾸어 자신이 제출한 법안을 철회할 뜻을 밝혔다.²⁷⁾ 그 이유는 하원의 수정안에서는 방어행위가 제한되는 공개매수의 요건을 삭제하여,²⁸⁾ 모든 공개매수에 대하여 위 제한이 적용되는 것으로 하고 있었기 때문이다. 수정안을 채택할 경우에는 대상회사의 정당한 행위도 방해를 받게 되고, 또한 공개매수자에게 부당하게 유리한 지위를 부여하게 된다는 것이 SEC의 견해였다. 즉, 주식의 현시가보다 낮은 가격의 공개매수나, 좀처럼 받아들이기 어려운 조건의 공개매수를 행하는 것도 가능하게 된다는 점이다. SEC의 반대의견 표명과 더불어 1984년 9월 재무장관도 에너지통상위원회 위원장 앞으로 보낸 서한에서, 개정법안이 미국 경제에 유익한 공개매수를 감소시킬지 모른다는 이유로 법안성립에 강하게 반대한다는 연방정부의 입장을 명백히 밝혔다. 이와 같은 경위를 통하여 결국 1984년 개정법안은 성립하지 못했다.²⁹⁾

26) *Ibid.*, 23-5, 28.

27) *Memorandum of the Securities and Exchange Commission Regarding H. R. 5693, As Amended and Ordered Reported By the House Committee on Energy and Commerce, [1984 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶ 83,659 (Sept. 26, 1984).*

28) 개정법안에서는 방어행위가 제한되는 공개매수를 당해 종류 증권 10% 이상에 대해 무조건적으로 이루어지고, 또한 공개매수개시 이전 10 거래일의 평균주가보다 25% 이상 높은 가격으로 이루어지는 공개매수로 정의하고 있었다(Linda C. Quinn / David B. H. Martin, Jr., *op.cit.*, 27 n.46).

29) 현재 미국의 판례에서는 모든 방어수단에 대하여 개별적으로 적법성 여부를 판단하고 있다. 그러므로

IV. 현행법상의 방어행위 제한의 문제점

1. 증권거래법

(1) 증권거래법에서 공개매수에 대한 방어행위를 제한하고 있는 것은 영국 및 EU에서의 입법을 모델로 한 것이라고 할 수 있는데, 이는 부당하다고 본다. 전면적이고 획일적으로 방어행위를 금지하기보다는 개개 공개매수의 구체적인 상황에 대한 판단을 통하여 방어행위를 규제하는 것이 옳다고 본다. 공개매수의 성격과 방어동기 등은 매우 다양할 것이기 때문이다. 즉, 누구의 눈으로 보든 회사에 유해한 공개매수를 방어하기 위한 신주발행 등의 방어행위는 허용되어야 한다. EU법에서도 주주총회의 동의를 있는 경우에는 신주발행을 허용하고 있다. 현행법처럼 방어수단을 특정하여 획일적으로 금지하는 것에 반대한다. 많은 방어수단 가운데 유독 공개매수기간 동안에만, 또한 주식 등의 발행만을 금지하는 것은 의미가 없다. 경영진은 회사와 주주의 이익을 지키기 위해 필요한 경우에는 방어행위를 할 수 있다고 보아야 한다. 다만, 방어행위에는 경영진의 개인적인 이익과 회사 및 주주의 이익간에 이익충돌이 발생할 수 있으므로 그 적법성 문제가 검토되어야 하나, 이 문제는 회사법의 일반이론에 따라 사법심사에 맡기는 것이 바람직하다. 그리고 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서는 정면에서 방어목적은 인정하여, 이 경우 자금조달목적이 있었는가를 따질 것은 아니라고 본다. 방어목적의 경영진의 행위에는 이에 알맞는 기준을 적용하여야 하고, 종래의 자금조달목적의 행위에 적용되던 기준을 적용할 것은 아니다. 그러나 이는 우리 법이 미처 예상하지 못했던 상황이므로 새로운 기준이 필요한데, 새로운 기준을 마련함에 있어서는 미국의 판례가 좋은 참고가 될 수 있을 것이다. 그래야 적대적 M&A에 대한 방어행위의 적법성을 심사함에 있어서 비로소 방어자측의 사정만이 아니고, 공격측의 상황까지 모두 종합적으로 고려하여 그 적법성 판단이 가능해 질 것이고, 또한 다양한 방어수단의 적법성을 판단함에 있어서 동일한 기준을 적용할 수 있게 될 것이다. 또한 공개매수기간 중에도 회사에 자본조달의 필요성이 있을 수 있고, 이에 따라 신주 등을 발행할 수 있다고 보아야 하는데, 현재는 증권거래법상의 획일적인 제한으로 말미암아 대상회사의 정상적인 경영활동마저 봉쇄되는 결과가 되고 있다.

(2) 과거에는 의무공개매수제도의 도입으로 공격 자체가 어렵게 되어 있었으므로, 방어행위를 제한하여도 공격과 방어간에 어느 정도 균형이 이루어질 수 있었다. 그러나 1998년 의무공개매수제도의 폐지로 공격이 자유롭게 되었으므로, 이제 방어행위제한 규정을 그대로 두는 것은 방어측의 손발만을 묶어 놓고 공격은 용이하게 하는 부당한 결과가 된다. 이는 적극 막아야 할 것이다. 증권거래법이 부분적으로나마 공개매수 상황에서 이사의 중립의무를 법정한 것은 단순히 규제의 편의만을 도모하기 위한 것으로서 현대 주식회사에 있어서 이사의 경영권한을 확대하고 있는 최근의 세계적인 입법추세에 비추어 보아도 바람직하지 않다.³⁰⁾

미국에서는 절대적으로 금지되거나 허용되는 방어수단은 없으며, 모든 방어수단의 적법성은 당해 방어수단의 채택을 둘러싼 모든 상황을 종합하여 개별적으로 결정된다. 이에 대해서는 유영일, 주식공개매수에 관한 연구 - 방어행위의 적법성에 관한 미국회사법상의 논의를 중심으로, 박사학위논문(서울대), 1994, 89면 이하 참조.

30) 농지: 송종준, 앞의 논문, 31면.

(3) 모든 공개매수에 대하여 방어행위를 획일적으로 제한하는 것은 문제가 있다. 특히 미국의 1984년 공개매수개정법안의 폐기과정은 우리에게 많은 시사점을 준다. 미국의 개정법안에서도 원래 안에는 일정한 요건을 충족하는 공개매수(당해 종류 증권의 10% 이상에 대해 무조건적으로 이루어지고, 또한 공개매수개시 이전 10 거래일의 평균주가보다 25% 이상 높은 가격으로 이루어지는 공개매수)에 대해서만 방어행위를 제한하는 것으로 되어 있었다. 그러나 하원의 수정안에서는 방어행위가 제한되는 공개매수의 요건을 삭제하여 모든 공개매수에 대하여 위 제한이 적용되는 것으로 하고 있었기 때문에, SEC는 후일 태도를 바꾸어 자신이 제출한 개정법안을 철회하였다. 수정안을 채택할 경우에는 대상회사의 정당한 행위도 방해받게 되고, 또한 공개매수자에게 부당하게 유리한 지위를 부여하게 된다는 것이 SEC의 견해였다. 즉, 주식의 현시가보다 낮은 가격의 공개매수나, 좀처럼 받아들이기 어려운 조건의 공개매수를 행하는 것도 가능하게 된다는 점이다.

(4) 증권거래법상 금지되는 방어행위는 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 행위로서 대통령령이 정하는 행위에 한정된다. 그러므로 증권거래법에 의하면, 방어수단중에는 증권거래법에서 완전히 명시적으로 사용이 금지되는 것과, 회사법상의 일반원칙에 따라 적법성이 판단되는 것으로 구별된다. 그러나 방어수단의 적법성을 판단함에 있어서 방어수단의 종류를 구별할 이유는 어디에도 없다. 이들 방어수단간에 존재하는 차이는 단지 국내에서 그 동안 방어수단으로 많이 이용됨으로써 사회 일반의 주목을 받았는가 하는 차이밖에는 없다. 방어행위의 적법성 문제는 방어수단의 종류를 불문하고 모두 회사법상의 일반원칙에 따라야 한다.

2. 상장법인재무관리규정

(1) 상장법인재무관리규정에서 일정한 방어행위를 획일적으로 금지한 것은 잘못이며, 이 역시 개별적인 사안에 따라 사법심사에 맡겨야 한다고 본다. 아무리 경영권분쟁 기간중이라고 하더라도 회사의 자금조달 필요성이 있을 수 있고, 특히 경영권분쟁이 장기화되면서 회사의 자금사정이 극도로 악화되거나, 아니면 경영권분쟁 발생사실 그 자체로서 회사의 자금사정이 갑자기 악화되면서 회사의 정상적인 영업을 위하여 긴급하게 자금을 조달할 필요가 있을 수도 있다. 따라서 상장법인의 건전한 재무관리를 규율하고 있는 규정에서 오히려 상장법인의 다양한 자금조달수단을 제약하면서 획일적으로 규제하는 것은 부당하다.³¹⁾

(2) 상장법인재무관리규정상의 방어행위제한 규정은 금융감독위원회의 규칙제정권과 관련해서도 위법성이 문제될 수 있다.³²⁾ 증권거래법시행령 제84조의 22 제2항에서 규정하고 있는 특수사채의 발행요건(제1호)은 특수사채의 발행에 필요한 재무적 기준을 의미한다고 보아야 하며, '건전한 재무처리를 위한 사항으로서 위원회가 정하는 사항'(제4호)도 결손금처리 등 재무처리에 관한 사항으로 제한된다고 보는 것이 법정신에 부합한다. 따라서 경영권분쟁을 예정하여 방어행위로서 특수사채의 발행 등을 금지하는 것은 발행요건이나 건전

31) 허영만, 토론요지, 한국법학원보 76호(1997.11.5), 49면.

32) 송종준, 앞의 논문, 31-32면.

한 재무처리와는 관련이 없는 것으로서 위원회의 규칙제정 권한의 범위를 벗어난 것이라고 할 수 있다. 즉, 이는 증권거래법이 규정하는 위임의 범위를 일탈하는 규정이고, 생각하기에 따라서는 헌법이 보장하는 사유재산권을 법률상의 근거도 없이 부당하게 침해하여 결과적으로 상장 중소기업의 중요한 급전조달 통로를 막고 있는 문제가 있는 규정이다. 또한 이것은 상법이 전환사채 등 특수사채의 발행에 의한 회사의 자본조달 권능을 부여한 범정신에도 반한다. 전환사채에 대하여 전환금지기간을 규정한 것도 증권거래법시행령 제 84조의 22 제2항 제4호에서 정하고 있는 '건전한 재무처리를 위한 사항'에 해당되지 않는다고 보며, 또한 제3자에 대한 사모전환사채의 발행은 회사와 제3자 사이의 사법상의 계약이고, 주주들이 이미 정관에서 이사회에 부여한 권한을 행사하는 것이며, 증권거래법이 관심을 가져야 하는 투자자(전환사채인수인)의 보호와도 무관한 것이므로, 증권관리위원회가 여기에 개입하여 전환금지기간을 규정하는 것은 법리상 문제가 있다.³³⁾

(3) 상장법인재무관리규정상의 방어행위 제한은 발행회사의 구체적인 발행필요성 및 타당성을 고려하지 아니한 획일적인 규제이어서 이로 인하여 불합리한 결과가 초래될 수도 있다. 예컨대, 소수주주가 회사를 괴롭힐 목적으로 주주로서의 권한을 남용하여 임원해임을 요구하는 주주총회의 소집을 청구한 경우 등에도 회사의 정상적인 자금조달이 제한될 수 있다. 요컨대, 이러한 사채의 발행여부의 결정은 증권감독기관에서 획일적으로 규제하는 것보다는 이사의 권한과 의무의 범위의 문제로 파악하여, 그 적법성에 대한 판단은 이사의 방어행위의 적법성이라고 하는 일반적인 법원리를 적용하여 개별적으로 판단하도록 하는 것이 바람직하다.³⁴⁾ 특히 사모전환사채 및 사모신주인수권부사채는 재무적으로 취약한 상장 중소기업들의 급전조달 수단으로 주로 이용되고 있으므로, 이의 발행을 제한하는 것은 그린메일러나 레이더를 간접적으로 도와 주는 결과가 된다.³⁵⁾ 이러한 문제는 오히려 제3자배정의 합리적 한계를 입법이나 판례에 의하여 설정해 둔다면 저절로 해결될 수 있는 문제이다.

(4) 현행법상의 방어행위의 제한은 국내법상 활용할 수 있는 방어수단의 종류가 가뜩이나 제한된 상황 아래에서 대상회사에 대하여 커다란 제약이 될 수 있다.³⁶⁾ 즉, 국내에서는 관련법규상의 엄격한 제한으로 말미암아 실제로 활용할 수 있는 방어수단이 매우 제한되어 있다. 국내에서 가장 유효하게 활용될 수 있는 방어수단은 주식 등의 발행이라고 할 수 있다. 그러므로 현행법상의 방어행위 제한은 실질적으로는 국내기업의 방어수단을 거의 모두 막은 것과 같은 결과가 된다고 할 수 있다.

33) 정동윤, M&A에 관한 판례의 동향, 한국법학원보 76호(1997.11.5), 51면.

34) 농지: 박 준/허영만, 적대적 M&A의 방어와 관련한 법적 규제, 인권과 정의 제252호, 1997.8, 68면.

35) 전병현, 상장협자료 97-6(국제심포지엄), 59-60면.

36) 국내법상 활용가능한 방어수단의 종류와 그 한계에 대해서는 김상규/이형규, 외국인투자자의 경영관여와 그 대응방안에 관한 연구, [상장협 연구보고서 97-4], 한국상장회사협의회, 1997.11, 69면-112면; 특히 자기주식취득의 한계에 대해서는 이법찬/임충희, 자기주식취득의 규제에 관한 몇 가지 문제, 박상조 교수 화갑기념 현대상사법의 제문제, 한울출판사, 1998, 329면 이하 참조. 또한 그 동안 국내의 공개매수 사례에서 이용된 방어수단의 종류에 대해서는 유영일, 국내공개매수의 실태와 법제개선방안에 관한 연구, 울산대 사회과학논집 제8권 2호, 1998.12, 125면 참조.

V. 결 론 - 개선방안

우리 법이 적대적 M&A에 대한 방어행위를 제한하는 규정들을 두게 된 이유는 M&A 등 경영권분쟁 기간중 대상회사의 경영진이 이사회에 권한 등을 이용하여 주식이나 전환사채를 발행하게 되면, 기존 대주주에게만 유리하게 이를 이용하는 등 M&A에 큰 영향을 미칠 수 있다고 판단했기 때문이다. 이는 결과적으로 지배권거래에 있어서 공정한 경쟁을 보장하기 위함이라고 할 수 있고, 이를 통하여 어느 정도 대상회사 경영진의 중립의무를 확립하기 위한 것이라고 할 수 있다. 이와 같은 현행법의 입장은 영국 및 EU의 입법례를 본받은 것이다. 그러나 이와 같이 적대적 M&A와 관련하여 방어수단을 특정하여 이를 확실히 금지하는 것은 문제가 있다고 본다. 따라서 현행법상의 방어행위 제한규정은 시급히 폐지되어야 한다고 본다. 현행법처럼 방어행위를 확실히 제한할 경우 공개매수자측을 부당하게 유리하게 취급하는 결과가 된다. 또한 대상회사의 정당한 행위도 방해받게 된다. 요컨대 M&A 상황에 관계없이 방어행위를 일률적으로 제한할 것은 아니다. 방어행위의 적법성 문제는 구체적인 M&A의 개별적 사안을 감안하여 회사법의 일반원칙에 따라 사법심사에 맡기는 것이 옳다고 본다. M&A에 대한 각종의 규제를 철폐하여 공격에 대한 규제를 폐지하고 이를 시장에 맡기는 것이 옳은 것과 마찬가지로, 방어행위에 대한 각종의 제한도 철폐하여 이 역시 시장에 맡기는 것이 옳을 것이다.

특히 상장법인의 건전한 재무관리를 규제하고 있는 상장법인재무관리규정에서 오히려 상장법인의 다양한 자금조달수단을 제약하면서 이를 확실히 규제하는 것은 문제가 있다. 아무리 경영권분쟁 기간중이라고 하더라도 회사에 자금조달의 필요성이 있을 수 있고, 특히 경영권분쟁이 장기화되면서 회사의 자금사정이 극도로 악화되거나, 아니면 경영권분쟁 발생사실 그 자체로서 회사의 자금사정이 갑자기 악화되면서 회사의 정상적인 영업을 위하여 긴급하게 자금을 조달할 필요가 있을 수도 있다.

더욱이 현재의 IMF 체제하에서 외국인에 의한 적대적 M&A의 가능성이 높아지고 있는 마당에, 국내기업의 경영권 방어행위를 법에서 일률적으로 제한하고 있는 것은 매우 위험한 결과를 가져올 수 있다. 종래에는 관련법에서 방어행위의 제한과 더불어 동시에 의무공개매수제도를 채택하여 적대적 M&A를 통한 공격행위 자체도 어렵게 함으로써 공격과 방어간에 어느 정도 균형이 이루어 졌으나, 이제는 의무공개매수제도가 폐지되었으므로, 이와 균형을 맞추기 위해서도 방어행위를 제한하고 있는 현행규정은 시급히 폐지되어야 한다.

<參考文獻>

- 김상규/이형규, 외국인투자자의 경영관여와 그 대응방안에 관한 연구, 상장협 연구보고서 97-4, 한국상장회사협의회, 1997.11,
- 김정태, 자기주식취득제도의 개선, 상장회사관련 주요제도와 정책의 개선방안, 상장회사협의회 1998.4.
- 김화진, M&A와 경영권, 박영사, 1997
- 박 준/허영만, 적대적 M&A의 방어와 관련한 법적 규제, 인권과 정의 제252호, 1997.8
- 안길용, 사모사채의 문제점 검토 및 대책, 상장협, 1998년 춘계호(제37호)
- 양시경, 적대적 M&A와 관련된 쟁송의 유형, 인권과 정의 제252호, 1997.8
- 유영일, 주식공개매수에 관한 연구 - 방어행위의 적법성에 관한 미국회사법상의 논의를 중심으로, 법학박사학위논문(서울대), 1994
- 이준섭, EU 은행, 증권법, 박영사, 1996
- 이철송, 신주 및 특수사채의 제3자 배정의 범리, 법률신문, 1997.4.3
- 전홍렬, '97개정 증권거래법해설, 넥서스, 1997
- 정동윤, M&A에 대한 판례의 동향, 한국법학원보 제76호, 1997.11.5
- 정동윤, 지배권쟁탈을 위한 신주 및 잠재적주식의 발행과 소각, 일석 박상조교수학감기념 현대상사법의 제문제, 한울출판사, 1998
- 정동윤외 2인, 적대적 M&A와 법적대응[연구보고서], 전국경제인연합회, 1996.8
- 주기종, 적대적 M&A의 방어대책으로서 신주 등의 발행에 관한 연구, 상사법연구 제17권 제2호
- 증권감독원, 개정증권거래법령 및 관련규정해설(II), 증권조사월보 1997.5
- 商事法務, No. 1434, 1996.9
- 森本 滋, 公開買付, 証券取引法大系, 河本一郎先生 還曆記念, 商事法務研究會, 1986
- 布井千博, ECにおけるM&Aの法規制-株式公開買付に關するEC會社法第13指令案を中心として-(下)
-], 國際商事法務 Vol.19 No.3, 1991
- ALI, *Principles of Corporate Governance : Analysis and Recommendations- Proposed Final Draft (I)(II)*(1992)
- Arthur Fleischer, Jr./Alexander R. Sussman, TAKEOVER DEFENSE(5th ed.), Vol.1, ASPEN LAW & BUSINESS, 1995
- C.J.Cook / C.S.Kerse, EEC Merger Control Regulation 4064/89, Sweet & Maxwell, 1991
- Colin Overbury, The EEC Merger Regulation, Sweet & Maxwell, 1992
- Dale A. Oesterle, *The Law of Mergers, Acquisitions, And Reorganizations*, West Publishing Company, 1991
- Frank H. Easterbrook / Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991
- James D. Cox, et al., *Securities Regulation(Cases and Materials)*, Little, Brown and Company, 1991
- Louis Loss / Joel Seligman, *Securities Regulation* 3rd ed., Vol I - XI, Little, Brown

and Company, 1989

Marc I. Steinberg, *Tender Offers : Developments & Commentaries*, Quorum Books, 1985

Palmer's Company Law, Sweet & Maxwell, 1995

Robert Charles Clark, *CORPORATE LAW*, Little, Brown and Company, 1986

Weinberg / Blank on *TAKE-OVERS AND MERGERS (I)(III)*(5th ed.), Sweet & Maxwell, London, 1989

William L. Cary / Melvin Aron Eisenberg, *CORPORATIONS-Cases and Materials*(6th ed.), Foundation Press, 1988