

## M&A에 대한 商法上의 주요 방어수단과 適法性<sup>1)</sup>

劉榮 -

법학과

### <요약>

우리나라에서도 적대적 M&A가 이루어지기 시작했다. 그러나 종래 上場會社의 경영권 보호장치로써 작용하여 온 증권거래법 제200조가 폐지됨에 따라, 국내기업들은 이제 스스로 회사차원에서 방어수단을 강구하지 않으면 안되게 되었다. 이에 本稿에서는 M&A에 대한 商法上의 주요 방어수단과 그 適法性에 관하여 고찰하였다.

## Major Defensive Tactics against M&A and Its Legality in Korean Commercial Law

You, Young-Ihl  
Dept. of Law

### <Abstract>

Hostile M&A begins to happen in Korea, too. But, as a result of the abolishment of the Sec. 200 of the Securities Exchange Act, domestic company must devise the defensive tactics for itself on the level of company. The Sec. 200 has worked to protect the management right of the listed company. So the writer examines the major defensive tactics against M&A and its legality in Korean Commercial Law.

1) 이 글은 1997년 3월 25일 한국경제신문사 주최로 대한상공회의소에서 열린 'M&A관련 법률세미나'에서 저자가 발표한 내용을 일부 보완한 것이다.

## I. 序 論

최근 우리 사회에서 적대적 M&A가 활발해지고 있다. 한화종금이나 미도파의 경영권을 둘러싼 다툼이 대표적인例이다. 특히 4월 1일부터 시행되는 새 증권거래법의 시행을 앞두고 이와 같은 현상이 증가하고 있다. 새 증권거래법이 시행되면 公開買受 관련규정이 대폭 강화되어 적대적 M&A가 지금보다 훨씬 어려워질 것이 예상되기 때문이다. 새 법에 따르면 대량 주식소유제한 규정인 제200조가 폐지되어 이제 누구라도 上場會社 株式을 원하는 만큼 살 수 있게 되는 대신에, 5% rule이 대폭 강화되고(특별관계자의 범위확대, 공동보유자 개념의 도입 등), 공개매수 적용 대상유가증권의 범위확대, 공개매수 적용범위확대, 의무공개매수제도 도입, 공개매수 횟수제한 등이 이루어지기 때문이다. 또 새 법하에서는 공개매수시 주식취득자금의 내역까지 구체적으로 밝히지 않으면 안된다.<sup>2)</sup> OECD 가입으로 인하여 외국기업에 의한 적대적 M&A의 가능성도 또한 증가하고 있다. 이와 관련하여 일부에서는 경제상황이 안 좋은 현 시점에서 적대적 M&A의 바람이 부는 것은 바람직하지 않다는 견해가 제기되고 있다. 급기야는 企經聯에서 적대적 M&A에 공동대처키로 하는 성명이 발표되기에 이르렀고, 나아가 외국인의 M&A와 관련하여 국내기업의 출자제한, 지분제한 등 외국인에 비해 불리한 각종 규제들을 풀어줄 것을 요구하고 있다.

M&A란 회사의 지배권취득을 목적으로 하는 去來를 총칭하는 개념으로, 合併, 營業讓渡, 株式買受 등을 모두 포함하는 넓은 개념이다. 商法에서는 이를 모두에 관하여 규정하고 있으나, 合併과 營業讓渡의 경우에는 상대적으로 법률적인 문제가 크지 않다. 양회사 경영진간에 우호적인 분위기하에서 이루어지기 때문이다. 문제가 많은 것은 적대적인 株式買受가 이루어지는 경우이다. 그러므로 本稿에서는 상법상의 M&A규제와 관련하여, 적대적 M&A에 대한 商法上의 주요 방어수단과 適法性 문제에 관하여 살펴보기로 한다.

## II. 商法上의 주요 방어수단

최근 우리 사회에서 적대적 M&A가 활발해짐에 따라 방어수단의 이용 또한 활발해지고 있다. 동시에 우리나라에서도 개별적인 방어수단의 適法性이 法院에 의해 심사를 받기 시작했다. 우리의 경우 M&A의 역사가 짧고, 이제 겨우 제도정비기에 있다고 할 수 있다. 따라서 적대적 M&A에 대한 방어수단의 適法性과 관련된 判例도 거의 없는 실정이다. 이에 따라 M&A시 국내기업이 활용할 수 있는 다양한 방어수단의 適法性에 관한 법률적인 해석이 불분명하다. 이와 같은 상황은 국내기업이 M&A에 대한 방어수단을 강구함에 있어서 어려움에 직면하게 하고 있다. 특히 종래 上場會社의 경영권보호장치로서 작용하여 왔던 증권거래법 제200조가 폐지됨에 따라, M&A에 대한 방어문제는 이제 회사 내부문제로 바뀌게 되어 회사 스스로가 방어수단을 강구하여야 하게 됨에 따라 어려움은 더욱 커지게 되었다.

우리는 商法上의 제약으로 말미암아 상대적으로 활용할 수 있는 방어수단의 종류가 다양하지 못하다. 즉, 회사법 규정이 대부분 강행규정으로 되어 있는 관계로 定款에 의한 자치기능이 매우 제한적이다. 우리의 경우에는 그 동안 오히려 株式의 상호보유 등을 통한 安定株

2) 이번에 改正된 公開買受制度에 대한 해설은, 金建植, “改正 證券去來法上의 公開買受制度,” 人權과 正義 248호(1997.4), 25면 이하 ; 宋種俊, “改正 公開買受制度의 解說,” 考試界 482호(1997.4), 57면 이하 참조.

主의 확보가 M&A에 대한 유력한 방어수단으로 작용하여 왔다. 그러나 자본시장의 국제화경향에 비추어 볼 때, 언제까지나 安定株主의 확보가 가능할 수는 없는 실정이다. M&A가 가장 활발한 미국의 경우 실제로 활용되고 있는 M&A에 대한 방어수단의 종류는 무수히 많고, 또한 이에 대해서는 국내에서도 그 동안 많은 소개가 이루어졌다.<sup>3)</sup> 여기서는 우리 商法 아래에서 활용 가능한 주요 방어수단 몇 가지에 관해서만 살펴보기로 한다.

## 1. 株式의 양도제한

1995년 改正商法은 주식양도에 제한을 가하여 定款으로 주식양도시 理事會의 승인을 요건으로 할 수 있도록 하였다(商法 제335조 제1항). 그러므로 非上場會社 등 중소규모의 폐쇄적 주식회사에서는 주식양도제한은 적대적 M&A에 대한 강력한 방어수단이 될 수 있다. 반면, 上場會社의 경우에는 주식양도제한을 통한 방어는 실효성이 작고, 주식매매에 혼란을 가져올 가능성이 있다. 실제로 일본의 경우에는 주식양도를 제한하지 않는 것이 上場基準의 하나로 되어 있고, 또한 양도제한은 상장폐지기준의 하나로 되어 있으므로 上場會社가 주식양도를 제한하는 것은 불가능하다. 따라서 이의 이용은 株主數가 적은 중소규모의 회사에 한정되고 있다.<sup>4)</sup> 영국에서도 定款으로 양도를 제한한 株式은 증권거래소에 上場될 수 없다.<sup>5)</sup> 그러나 上場會社의 경우에도 合理的인 이유가 있을 때에는 定款에 의한 주식양도제한이 전혀 불가능한 것은 아니라고 생각한다. 증권거래법에서는 이미 公共의 法人の 경우 정관규정으로 외국인 또는 외국법인에 대한 주식양도를 제한 할 수 있도록 하고 있다(同法 제203조 제2항). 미국의 경우 주식양도제한은 공개회사 및 폐쇄회사 모두에서 광범위하게 이용되고 있으며,<sup>6)</sup> 독일이나 스위스의 경우에도 양도제한이 가능한 주식의 上場을 허용하고 있다.<sup>7)</sup> 특히 독일주식법에 따르면 양도상대방의 國籍도 양도승인 거절사유가 될 수 있다. 독일에서 주식양도제한은 複數議決權株(독일주식법 제12조 제2항 참조)와 함께 외국자본으로부터 국내기업을 보호하는 중요한 기능을 담당하고 있다. 그 밖에 경쟁기업이나 대기업이 株式을 대량매수하는 것을 저지하는 방어수단으로도 이용되고 있다.<sup>8)</sup> 그러므로 양도제한 주식의 상장을 허용할 것인가 여부는 기본적으로 정책결정의 문제라고 할 수 있다.<sup>9)</sup>

支配株式의 취득을 제한하는 방법도 신중히 검토해 볼 필요가 있다고 본다. 이는 미국의 여러 州에서 M&A로부터 州內會社(domestic company)를 보호하기 위하여 제정한 M&A규제법의 하나로,支配株式의 취득에 대하여 상대방회사 株主總會의 승인을 요구함으로써支配株式의 취득을 곤란하게 하는 법이다.<sup>10)</sup> 예컨대, 오하이오주의 경우 발행주식총수의 1/5이상 1/3미만, 1/3이

3) 宋種俊, “M&A에 대한 주요 방어대책,” 商事法研究 제14집 제1호(1995), 177면 이하; 洪復基, “외국에서의 M&A의 방어에 관한 입법례,” 商事法研究 제14집 제1호(1995), 283면 이하; 拙稿, “株式公開買受에 관한 研究 - 방어행위의 適法性에 관한 美國 會社法上의 論議를 중심으로,” 박사학위논문(서울대), 1994, 32면 이하 참조.

4) 上柳克郎 外, 「新版 注釋會社法(3)」, 有斐閣, 1988, 59면.

5) 鄭燦亨, 「EC 會社法」, 博英社, 1992, 195면.

6) ABA, *Model Business Corporation Act Annotated*(3rd ed., Prentice Hall Law & Business, 1993 Supplement) Vol.1, 424 et seq.

7) 週刊商議, 1997.2.24, 16면. 스위스의 예에 대해서는 藤川研策, “株式の譲渡制限 - スイスにおける譲渡制限付記名株式の上場上來 -,” 河本一郎先生占稀祝賀『現代企業과 有價證券의 法理』, 有斐閣, 1994, 42면 이하 참조.

8) Geßler / Hefermehl / Eckardt / Kropff, *Aktiengesetz Bd. I*(Verlag Franz Vahlen, München, 1984), § 68 Anm.73.

9) 藤川研策, 앞의 논문, 25면 참조.

10) 미국 州會社法 I.의 M&A규제에 관하여는, 拙稿, 앞의 논문, 171면 이하 참조.

상 1/2미만, 1/2이상의 3단계 지배권영역(zone of control)을 설정하여 각 단계를 넘어 주식을 취득할 때마다 株主總會의 승인을 요구하고 있다.<sup>11)</sup> 同法의 임법이 유는 合併이나 營業讓渡의 경우 株主總會의 승인이 요구되는 것과 마찬가지로, 주식매수를 통한 회사지배권의 변경도 株主總會의 결의를 통해 株主의 승인을 받아야 한다는 데에 있다.<sup>12)</sup> 支配株式取得法은 1단계의 지배주식 취득 자체를 규제하고, 公定價格의 산정 및 주식매수청구 절차 등의 복잡한 절차를 요하지 않아 다른 M&A 규제법에 비하여 적용이 단순하다는 잇점이 있다. 또한 理事が 아닌 株主를 자신이 支配株式의 취득 여부를 결정한다는 점에서 商法上 본래적인 권한의 정통성이 유지된다고도 할 수 있다. 모든 형태의 支配株式取得에 대해 적용될 수 있다는 잇점도 있다. 반일 株主總會의 승인을 얻지 못한 경우에는, 회사가 당해 株主의 보유주식을 매수하도록 하면 될 것이다. 이 경우의 자기주식취득은 株主總會의 판단에 의하여 이루어지는 것이므로, 그 폐해는 크지 않을 것이다.<sup>13)</sup>

한편 改正商法에서는 어느 회사가 다른 회사의 株式을 그 발행주식총수의 10%를 초과하여 취득한 때에는 지체없이 그 다른 회사에 이를 通知하도록 하고 있다(商法 제342조의 3). 이 제도를 채택한 목적 가운데 하나는 M&A에 대한 일종의 방어기회를 부여하기 위한 것이다. 즉, 甲회사가 乙회사의 株式을 대량취득한다면 乙회사는 甲회사의 지배에 따라야 하는데, 이 경우 乙회사가 방어기회를 갖기 위해서는 甲회사의 주식취득 사실을 알아야 할 것이다. 그렇지 않을 경우 甲회사는 주식취득후 乙회사의 株主總會에서 기습적으로 의결권을 행사하여 理事を 교체함으로써, 乙회사는 방어기회조차 갖지 못하게 될 것이기 때문이다. 결국 이는 증권거래법상 上場會社에 대해 적용되는 이른바 5% rule과 같은 취지에서 나온 것이라고 할 수 있다. 다만, 개정법에서는 통지방법이나 통지의무위반의 효과에 대해서는 규정하고 있지 않아서 앞으로 운영상의 어려움이 있을 것으로 보인다.<sup>14)</sup>

## 2. 新株發行

新株를 발행하는 경우에는 공격자의 매수예정 주식수가 증가하므로 매수자금이 증가하게 된다. 특히 제3자배정증자의 경우에는 주주배정에 의한 増資와 달리, 배정주주를 확정하기 위하여 주주명부를 폐쇄하거나 기준일을 둘 필요가 없기 때문에 훨씬 신속하고 강력한 방어수단이 될 수 있다. 회사는 이를 통하여 우호적인 자에게 新株를 발행함으로써 공격자의 持分率을 감소시킬 수 있고, 또한 안정주주를 확보할 수 있게 된다. 일본에서 많이 이용되고 있는 방어수단이다. 다만, 이를 위해서는 사전에 定款에서 株主의 신주인수권을 제한하여야 하며(商法 제418조 제1항 참조), 定款에 미발행수권주식이 확보되어 있어야 한다. 이처럼 M&A에 대한 방어를 위해서는 사전에 定款을 정비하여 두는 것이 매우 중요하다. 주식양도를 제한하거나 株主의 신주인수권 및 전환사채인수권 등을 제한하기 위해서는 定款의 정함이 필요하기 때문이다.

새 증권거래법에서는 대상회사로 하여금 공개매수기간 동안 의결권있는 株式數의 변동을 초래할 수 있는 행위를 할 수 없게 함으로써, 대상회사가 방어행위로써 株式이나 전환사채, 그

11) OHIO REV.CODE ANN. § 1701.831.

12) Vincent F. Garrity, Jr., "Post-Mite State Takeover Statutes: Constitutional Issues and Recent Cases," 42 Bus Law. 588(Feb.1987).

13) 우리법 아래에서 支配株式取得法의 도입이 불가능하다는 견해로는, 宋種俊, "大量株式所有限度廢止後の問題點과改善方案," 上場協 제33호(1996.5), 144면 참조.

14) 李哲松, 「95年 改正商法 - 理論과 實務」, 博英社, 1996, 131면.

리고 신주인수권부사채를 발행하는 것을 제한하고 있다. 다만, 공개매수신고서 제출전 理事會의 결의를 거쳤다면 발행해도 무방하다(증권거래법 제23조 제4항, 동법시행령 제12조의 5). 그러므로 新株發行의 방어효과가 많이 반감되게 되었다. 이와 같은 방어행위규제는 영국 및 EU의 규제태도와 유사한 것이라고 할 수 있는데,<sup>15)</sup> 그 타당성은 의문이다. 전면적이고 일률적으로 방어행위를 금지하기 보다는 개개 M&A의 구체적인 상황에 대한 판단을 통하여 방어행위를 규제하는 것이 옳다고 본다. M&A의 성격과 방어동기 등은 매우 다양할 것이기 때문이다. 즉, 누구의 눈으로 보든 회사에 유해한 M&A를 방어하기 위한 新株發行 등의 방어행위는 허용되어야 한다. EU법에서도 株+總會의 동의가 있는 경우에는 新株發行을 허용한다(EC會社法第13指針案 제8조 제1항 참조).

### 3. 社債發行

전환사채나 신주인수권부사채를 私募 형식으로 발행하여 이를 우호적인 자에게 인수시키는 방법도 효과적인 방어수단이 될 수 있다. 商法은 定款이 정하는 바에 따라 理事會가 전환사채를 株主 이외의 제3자에게 배정할 수 있도록 하고 있다. 定款의 정합이 없으면 株主總會의 특별결의를 거쳐야 한다(商法 제513조).<sup>16)</sup> 전환권이나 신주인수권이 행사되는 경우에는, 발행주식총수가 증가하므로 공격자의 持分率이 낮아지고, 자신에게 우호적인 자의 持分率이 높아지게 된다. 특히 전환사채나 신주인수권부사채의 발행은 제3자배정증자에 비하여 절차가 간단하다는 잇점이 있다. 현재 우리 기업에게 가장 인기있는 방어수단이다. 과거에는 규정상 公募 전환사채의 경우에는 일반에 公募하여 청약방법을 통해 모집하여야 하고, 또한 발행후 6개월이 지나야만 株式으로 전환할 수 있도록 되어 있었으나, 私募 전환사채의 경우에는 일반에 公募함이 없이 특정인에게 礼債을 발행할 수 있고, 또한 발행후 즉시라도 株式으로 전환할 수 있게 되어 있었다. 그러나 최근 전환사채의 발행요건이 크게 강화되어 앞으로는 이를 방어수단으로 활용하는 것이 힘들게 될 전망이다. 최근 발표된 전환사채제도 정비방안에 따르면, 4월 1일부터는 私募 전환사채의 경우 전환가격(時價의 100% 이상)과 전환기간(발행 후 1년이내 금지)이 엄격하게 제한되어 더 이상 기습적인 私募 전환사채의 발행이 어려워지게 된다. 특히 少數株主의 주주총회소집이 있거나 法院에 경영권관련 소송이 제기되었을 경우, 분쟁사실이 증권거래소에 公示되었을 경우 등 경영권 분쟁기간중에는 아예 발행이 금지된다. 이와 같은 제한은 신주인수권부사채 등 다른 주식관련사채에도 그대로 적용된다.<sup>17)</sup> 그밖에 증권거래법상의 5% rule의 강화(보고대상증권의 범위확대, 공동보유자 개념의 도입 등)도 私募 전환사채의 발행을 어렵게 할 것이다. 또한 앞에서 본 바와 같이 대상회사는 공개매

15) EC 會社法 第13指針案에서는 理事會가 公開買受期間中 株主總會의 승인없이, ① 新株發行 ② 會社의 資產이나 負債에 현지한 变경을 가져오는 去來, 또는 결과적으로 無償契約이 되는 去來 ③ 自己株式取得 등의 행위를 하는 것을 금지하고 있다(제8조 세1항). 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指針案を中心として-(下),” 國際商事法務 Vol.19 No.3(1991), 308면. 영국에서도 이와 유사한 규제가 이루어지고 있다. 영국 City Code上의 防禦行為規制에 대해서는 Weinberg / Blank on TAKE-OVERS AND MERGERS (I)(5th ed., Sweet & Maxwell, London, 1989), 3-753 이하 참조.

16) 우리 商法이 定款에서 株主의 신주인수권이 제한되어 있는 경우에도, 전환사채를 株主 이외의 자에게 발행하는 경우 株主 이외의 자에 대하여 발행할 수 있는 전환사채의 額, 전환조건, 전환으로 인하여 발행할 株式의 내용, 전환기간 등을 定款 또는 株主總會의 특별결의로 정하도록 하고 있는 것은, 이와 같은 경우 일반 新株發行 및 礼債發行이 理事會의 권한으로 되어 있는 것과 균형이 맞지 않는다고 생각한다 鄭熙喆/鄭燦亨, 「商法原論(上)(제1개정판)」, 박영사, 1996, 887-888면 참조.

17) 상장법인재무관리규정 제14조 내지 제19조 참조.

수기간 동안 전환사채와 신주인수권부사채의 발행이 제한된다.

앞으로는 우리도 미국에서 방어수단으로 많이 이용되고 있는 Poison Pill과 유사하게, 전환사채의 전환조건이나 전환기간을 지금처럼 定款이 아닌 理事會에서 기동성있게 결정할 수 있도록 商法을 개정하는 방안을 신중히 검토해 볼 필요가 있다고 본다.

#### 4. 자기주식의 취득

上場會社의 경우에는 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 발행주식총수의 10%까지 자기주식을 취득할 수 있다(증권거래법 제189조의 2). 특히 이 경우에는 취득사유에 제한이 없고, 취득시 株主總會의 결의 등 통제절차가 없으며, 또한 취득후 消却하지 않고 회사가 보유하거나 임의로 처분할 수 있다는 잇점이 있다.<sup>18)</sup> 이에 따라 非上場會社의 경우에는 주식양도제한이 강력한 방어수단이 될 수 있다면, 上場會社의 경우에는 자기주식취득이 강력한 방어수단이 될 수 있다. 취득한 자기주식은 의결권이 休止된다는 문제가 있으나(商法 제369조 제2항 참조), 자기주식취득은 유동주식수를 감소시키고 株價를 높이는 등의 효과를 기대할 수 있다. 또한 유사시 場外에서 매각해 人株主의 지분으로 만들 수도 있으며, 이 때에는 의결권이 부활한다.

다만, 증권거래법에 의한 자기주식취득은 취득재원과 취득방법이 제한된다. 즉, 취득재원은 商法 제462조 제1항의 규정에 의한 배당가능이익 한도내에서 대통령령이 정하는 금액으로 제한되며, 취득방법은 유가증권시장을 통한 것만 허용된다(증권거래법 제189조의 2, 동법시행령 제84조의 2 제2항). 그러나 취득방법을 시장매수에 한정하지 말고 公開買受로 취득하는 것도 허용하거나, 아예 취득방법을 公開買受로 한정하는 것이 바람직하다고 본다.<sup>19)</sup> 자기주식의 취득한도를 확대하여야 한다는 주장도 있을 수 있으나, 商法의 취지에 비추어 현재의 10%보다 높이는 것은 문제가 있다고 본다. 외국의 立法例에 비추어 보거나, 그 밖의 자기주식취득(자사주펀드 가입분과 商法 제341조의 예외취득)은 10% 범위안에 포함되지 않는다는 점을 고려 할 때 더욱 그렇다.<sup>20)</sup> 한편 개정 증권거래법시행령에서는 자기주식의 취득요건을 강화하였다. 즉, 자기주식의 취득 또는 처분후 6개월이 경과하지 않으면 재취득 또는 처분할 수 없으며 (임직원에게 상여금, 주식매입선택권을 부여하는 경우 등은 제외), 또한 합병이나 有無償增資를 앞두고 있거나 중요한 未公開情報가 있을 때, 그리고 시장조성기간 등에는 자기주식의 취득이 금지된다(동법시행령 제84조 2 내지 4 참조).

한편, 非上場會社의 경우에는 자본충실의 원칙에 의하여 商法上 자기주식의 취득이 엄격하게 금지된다(商法 제341조). 그러나 회사의 순자산액이 자본과 법정준비금의 합계액을 초과하여 잉여금이 존재하는 경우에는, 잉여금의 한도내에서 자기주식의 취득을 인정한다 해도 이로 인해 자본충실의 원칙이 침해된다고는 할 수 없다. 그러므로 우리도 회사에 대한 종대하고 급박한 손해를 피하기 위하여 M&A에 대한 방어수단으로써 자기주식을 취득한 경우, 이를 해석상 商法 제341조의 예외로써 허용하는 것이 옳다고 본다. EC 제2디렉티브 및 독일주식법에서는 이와 같은 경우 자기주식취득을 허용하고 있고(EC 제2디렉티브 제19조 제2항; 독

18) 李文星, “自己株式取得制度의 改善方向,” 上場協 제33호(1996.5), 120면.

19) 위의 논문, 125-126면, 132면; 宋種俊, 앞의 논문, 146면.

20) 李文星, 앞의 논문, 124면. 上場會社는 그 밖에 任職員에게 발행주식총수의 15% 범위내에서 자기회사의 株式을 취득할 수 있는 株式買入選擇權을 부여할 수 있으나(증권거래법 제189조의 4, 동법시행령 제84조의 6 참조).

일주식법 제71조 제1항), 미국에서도 마찬가지이다.<sup>21)</sup> 특히 독일에서는 중대하고 급박한 회사의 손해를 피하기 위한 경우 안에는, M&A에 대한 방어수단으로써의 취득, 예컨대 경쟁기업이나 외국기업의 株式取得으로 인하여 회사지배권을 빼앗길 위험이 있는 때 이를 방어하기 위한 경우도 포함된다고 하는 것이 多數說과 判例의 입장이다.<sup>22)</sup> 다만, 이 경우의 취득은 자본의 10%를 초과할 수 없으며, 취득재원은 배당가능이익에 한정된다(독일주식법 제71조 제2항). 우리와 마찬가지로 자기주식의 취득이 엄격히 금지되는 일본의 경우에도, 자기주식의 취득이 실질적으로 株主나 債權者の 이익을 해치지 않는 경우에는 商法 제341조 위반이 되지 않는다거나,<sup>23)</sup> 이 경우에는 일종의 긴급피난으로써 商法 제341조에 대한 예외를 인정할 여지가 있다는 견해가 유력하다.<sup>24)</sup> 이와 같은 해석을 보다 명확히하기 위해서는, 우리도 商法 제341조를 개정하여 자기주식취득금지에 대한 예외사유의 하나로써 회사의 중대하고 급박한 손해를 피하기 위한 경우를 추가하는 것이 바람직하다고 생각한다. 다만, 남용을 막기 위해서 취득한도는 上場會社와의 균형상 발행주식총수의 10% 이내로 제한하는 것이 좋을 것이다.

우리나라와 일본에서 방어수단으로 많이 활용되고 있는 안정주주의 확보(株式相互通有, 종업원지주제도 등)는 실질적으로 자기주식취득과 동일한 효과를 갖는다. 다만, 非公開로 비밀리에 이루어진다는 점과, 의결권이나 이익배당청구권 등이 인정된다는 점에서 차이가 있다. 또한 자기주식취득은 유동주식수를 감소시킴과 동시에, 주당 이익을 증가시켜 주가를 상승시킨다는 점에서 주주에게 이익이 될 수 있지만, 안정주주확보는 주로 회사의 이익을 위하여 이루어진다.

### III. 商法上 방어 행위의 적법성

M&A에 대한 방어행위와 관련해서는 適法性이라고 하는 문제가 발생한다. 경영진은 방어행위를 할 수 있는가, 할 수 있다면 어떠한 범위내에서 이것이 가능한가 하는 문제이다. 방어행위에 대한 평가는 M&A 자체의 경제적 효용을 어떻게 보는가에 따라 다르게 나타나고 있다. 이 문제는 지난 수년간 미국의 회사법학계에서 가장 관심을 끌었던 테마였다. 우리 商法上으로도 경영진의 방어행위는 허용될 수 있다고 본다. 경영진은 회사업무에 대해서 가장 잘 알 수 있는 지위에 있고, 또한 회사와 株主에 대하여 선량한 관리자로써의 주의의무내지 충실험무를 부담하므로, 업무수행시 이들의 이익을 최대한 도모하지 않으면 안되기 때문이다. 따라서 M&A가 회사 및 株主의 최대이익에 합치하지 않는다고 판단하는 경우에는 방어행위를 할 수 있는 것이고, 나아가 이와 같은 경우에는 방어행위가 의무화된다고 해석하여야 할 것이다. 예컨대, 공격자에게 경영능력이나 경영의사가 없고 회사를 해체할 위험이 있는 경우에는, 방어행위를 적극적으로 허용하는 것이 주주이익에도 이바지한다. 그렇지 않을 경우 株主는 이러한 자에게도 쉽게 주식을 양도해 버릴 것이므로, 결국 회사 및 다른 株主의 이익이 침해되는 결과가 된다.

다만, 방어행위는 편연적으로 경영진의 地位保全이라고 하는 경영진과 회사간의 이익충돌

21) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946(Del 1985).

22) 拙稿, 앞의 논문, 234면 참조.

23) 神田秀樹, “三井鎌山事件に關する理論的問題,” 商事法務 No 1082, 7면

24) 河本一郎 外, “三井鎌山事件判決が提起した諸問題,” 商事法務 No 1085, 12면 ; 近藤光雄, “企業防衛と理事の責任,” 商事法務 No 1251, 8면.

을 야기할 가능성이 있다. 그러므로 방어행위의 適法性 문제가 검토되지 않으면 안된다. 방어행위의 適法性을 판단함에 있어서는, 우선 1차적으로 경영진이 商法上 당해 방어수단을 채택할 수 있는 권한을 가지는가 하는 점이 문제되고, 2차적으로 당해 M&A 상황하에서 방어행위의 適法성이 인정될 수 있는가 하는 점이 문제된다. 이 가운데 방어행위의 適法성을 판단함에 있어서 중요한 의미를 갖는 것은 두번째의 방어행위를 둘러싼 당해 M&A 상황이다. 아래에서는 미국과 일본에서의 방어행위의 適法성에 관한 심사기준을 살펴보고, 아울러 그 응용가능성에 관하여 살펴보기로 한다.

## 1. 미국

방어행위의 適法성 심사기준에 관한 미국에서의 leading case는 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 判決이다.<sup>25)</sup> Unocal社 株式의 13%를 소유하고 있던 Mesa社는 추가로 Unocal 株式 37%에 대하여 주당 54달러의 2단계 公開買受를 발표하였다. 당시 Unocal 株式의 시가는 46달러였고, 2단계 합병에서는 주당 54달러에 상당하는 채무증서와 교환하여 잔여주주를 축출할 예정이었다. 이에 대하여 社外理事 8인과 社内理事 6인으로 구성된 Unocal의 理事會는 고문변호사 등의 자문을 얻은 후, 공개매수가격이 너무 낮다는 이유로 이를 거절하고, 방어수단으로 자기주식을 취득(교환공개매수)하기로 결정했다. 이는 Mesa가 公開買受를 통하여 Unocal 株式의 37% 이상을 취득하는 경우, Unocal이 Mesa 보유주식을 제외한 잔여주식을 주당 72달러의 액면가격을 가지는 채무증서와 교환하여 매수하기로 하는 것이었다.

이에 대해 델라웨어주 大法院은 Unocal이 방어수단으로 채택한 자기주식취득의 適法성을 인정하였다.<sup>26)</sup>法院은 경영판단의 원칙은 공개매수상황에서도 적용될 수 있다고 하면서도, 최초로 공개매수시에 적용되는 경영판단의 원칙은 통상의 영업거래에 적용되는 그것과는 다르다는 사실을 명백히 했다. 즉, 法院은 Unocal의 理事會에 대하여 자기주식취득의 適法성에 대한 1차적인 立證責任을 부과하였다.法院은 그 이유로, 이와 같은 형태의 결정은 본래는 경영판단의 범위내에 속하는 것으로써 法院에 의하여 존중되어야 하지만, 公開買受로 인하여 회사지배권이 현실적으로 다투어지고 理事의 지위가 위협받고 있는 상황하에서는, 理事會가 방어행위를 함에 있어서 회사와 株主의 이익보다는 자신의 이익을 위하여 행동할 위협이 크기 때문에, 방어행위가 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 위해서는 우선 法院의 심사를 받아야 하는 강화된 의무를 부담하기 때문이라고 판시했다. 그리고 法院은 이와 같이 강화된 의무 아래에서 理事會는, ① 公開買受로 인하여 회사정책 및 효율성에 대하여 위협이 존재한다고 믿은 합리적인 근거와 ② 자신이 채택한 방어수단이 가해진 위협과 관련하여 상당하다는 사실에 대하여 1차적인 입증책임을 부담한다고 하는, 이를바 'Unocal기준'을 확립했다. 그리고 ①의 요건과 관련하여 法院은, 理事會는 '誠實性과 상당한 조사를 입증'함으로써 이를 충족시킬 수 있으며, 나아가 理事會의 과반수가 독립적인 社外理事로 구성되고, 위 理事會에서 방어행위를 승인한 경우에는 立證責任이 상당히 완화된다고 판시했다. 社外理事는 잠재적인 이익충돌의 가능성성이 크지 않기 때문이다. 또한 ②의 요건과 관련해서는 法院은 公開買受로 인한 위협 가운데에는 공개매수가격의 부적절성, 公開買受의 성격 및 시기, 公開買受의 위법성, 公開買受의 실패위험, 公開買受가 株主 이외의 회사관계자, 즉 채권자, 고객, 종업원 및

25) 493 A.2d 946(Del.1985).

26) 拙稿, 앞의 논문, 105면 이하 참조.

지역사회에 미치는 영향, 교환으로 제공되는 증권의 質 등이 포함된다고 판시했다. 그러므로 방어행위가 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 위해서는, 理事會는 우선 위 요건에 대하여 1차적인 立證責任을 부담하여야 한다. 그러나 이 경우의 立證責任은 충실의무 문제를 발생시키는 거래의 경우와 달리 당해 거래의 本質的公正性에 대한 입증을 요구하지 않으므로, Unocal기준은 전통적인 경영판단의 원칙과 본질적 공정성기준의 중간에 위치한다고 할 수 있다. 따라서 위 기준을 '중간기준(intermediate standards)'이라고도 한다. 중간기준 아래에서는 법원이 理事會가 방어행위를 함에 있어서 株主의 이익을 극대화하기보다는 오히려 자신의 지위보전을 위하여 행동했는가 여부를 엄격하게 심사하므로, 株主의 이익을 보다 잘 보호할 수 있게 된다. 결론적으로 法院은 본 사건의 사실관계에 비추어, ① 社外理事가 과반수를 차지하는 Unocal의 執事會가 상당한 조사후 Mesa의 公開買受가 부당하고, 또한 위법적이라고 성실하게 결정한 사실 ② Unocal의 理事會는 회사에 유해하다고 판단하는 公開買受에 대하여 방어할 수 있는 권한과 의무를 가진다는 사실 ③ Unocal이 채택한 방어수단은 회사가 직면한 위협과 관련하여 상당하다는 사실 등을 이유로, Unocal이 채택한 방어수단의 適法性을 인정하였다.

그 후 델라웨어주 大法院은 Paramount Communications, Inc. v. Time Inc. 判決에서,<sup>27)</sup> 株主에 대한 理事會의 의무는 株價의 단기적인 극대화만을 추구할 것을 요구하지 않으며, 회사의 장기적인 이익을 위한 방어행위는 당연히 理事會의 권한범위내에 속한다고 함으로써 방어행위의 適法性을 심사함에 있어서 보다 관대한 입장을 보이고 있다.

## 2. 일본

일본에서는 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 제3자배정증자가 많이 이용되고 있다. 이에 따라 방어행위의 適法性 문제도 주로 제3자배정증자를 중심으로 논의가 이루어지고 있다. 회사가 法令 또는 定款에 위반하거나 현저하게 不公正한 방법에 의하여 株式을 발행함으로써 株主가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는, 그 株主는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(商法 제424조). 이 경우 신주발행무효의 訴를 제기할 수도 있지만(商法 제429조), 일단 신주발행의 효력이 발생한 후에는 거래안전의 견지에서 신주발행의 무효원인을 되도록 끊게 해석하여야 할 것이므로, 현저하게 불공정한 방법에 의한 신주발행의 경우에도 신주발행 자체는 유효한 것으로 해석되고 있다.<sup>28)</sup> 따라서 유지청구가 구제수단으로써의 실효성이 크다고 할 수 있다. 신주발행의 유지청구는 소송에 의할 수도 있고, 신주발행유지의 訴를 本案으로 하여 유지의 가치분을 청구할 수도 있다.

유지가처분에 있어서 株主는, ① 新株發行이 현저하게 불공정한 방법에 의하여 이루어진 사실과 ② 이로 인해 자기가 불이익을 받을 염려가 있음을 疏明하여야 한다. 株主가 불이익을 받을 염려와 관련해서는, 보통 회사지배권에 다툼이 있는 경우에는 株主의 持分率 저하가 바로 불이익이라고 할 수 있으므로 별문제는 없다. 문제는 회사가 M&A에 대한 방어수단으로 제3자배정증자를 통하여 특정인에게 대량의 新株를 발행함으로써, 공격자의 持分率이 크게 낮아지고 이로써 회사의 지배관계가 변동되거나 특정주주의 지배권이 강화되는 경우 이를 현저하게 불공정한 방법에 의한 新株發行에 해당한다고 할 수 있는가 하는 점이다.

27) 571 A.2d 1140(Del.1989).

28) 학설대립에 관해서는, 崔基元, 『會社法論(제7전 쟁판)』 박영사, 1996, 838-839면 참조.

제3자배정증자에 의하여 株主의 持分率이 낮아지는 경우에도 그것만으로는 현저하게 불공정한 방법에 의한 新株發行에는 해당하지 않는다. 株主의 신주인수권이 定款에 의해 제한된 이상, 이는 株主가 주식취득시 당연히 예상하여야 하기 때문이다. 그러므로 회사에 자금조달 필요성과 제3자배정방식을 택할 필요성이 있는 이상, 특정주주의 持分率이 대폭 낮아져도 다른 특별한 사유가 없는 한, 현저하게 불공정한 방법에 의한 新株發行은 되지 않는다. 반면, 제3자배정증자의 목적이 지배권유지나 특정주주의 持分率을 낮추는 데에만 있는 경우에는, 이에 해당된다. 그러나 실제로는 회사가 예컨대 자금조달목적 등 新株發行의 정당성을 주장하고, 또한 정당한 목적의 존재도 일종 인정되는 경우가 대부분일 것이므로, 이와 같은 경우 제3자배정증자가 구체적으로 현저하게 불공정한 방법에 의한 新株發行에 해당하는가를 판단하기란 쉽지 않다. 이와 관련하여 일본의 多數說과 判例는 종래 제3자배정증자의 경우 부당한 목적과 정당한 목적이 경합하는 경우에는, 무엇이 主要目的인가를 가려내어 主要目的이 부당한 경우에는 당해 新株發行은 현저하게 불공정한 방법에 의한 신주발행에 해당한다고 하는 이른바 '주요목적기준'을 채택하여 왔다.<sup>29)</sup> 주요목적기준에서는 특정주주의 持分率을 낮춤으로써 현경영진이 지배권을 유지하려는 동기가 다른 동기에 우선하고, 그것이 主要目的인 때에는 현저하게 불공정한 방법에 의한 新株發行으로써 유지의 원인이 된다고 한다. 반면, 회사에 예컨대 자금조달, 자본·업무제휴, 종업원지주제도의 실시내지 확대 등의 목적이 있는 경우에는, 지배권유지의 동기가 있다고 해도 그것이 主要目的이 아닌 이상 당연히는 이에는 해당하지 않는다.

그러나 회사지배권에 대한 다툼이 존재하는 상황하에서 이에 종대한 영향을 미치는 제3자배정증자가 이루어진 경우에는, 新株發行의 목적이 반대파주주의 持分率 저하와 理事의 지배권유지에 있는 것으로 사실상 推定된다. 그러므로 실제로는 회사가 新株發行의 정당성에 대한 立證責任을 부담하게 된다. 그러나 회사가 제3자배정증자시 자금조달이 그 목적임을 주장하는 경우, 이와 같은 주장은 대부분 정당성이 인정될 것이라는 점에서 주요목적기준의 문제 가 있다. 자금수요가 없는 회사는 생각할 수 없고, 또한 理事が 스스로 신규설비투자나 차입금상환 등 자금수요를 만들어 내는 것도 가능하기 때문이다. 더욱이 株主는 이를 반박할 수 있는 증거를 가지지 않는 것이 보통이므로, 자금조달 등의 복적이 주장된 경우 부당한 목적이 이보다 우월하다는 입증은 거의 불가능하게 된다. 목적의 우월은 어디까지나 理事의 내심의 문제에 불과하기 때문이다.<sup>30)</sup> 이에 따라 일본의 學說 중에는 주요목적기준에 다시 몇 가지 제한을 가하는 견해가 있다.<sup>31)</sup> 예컨대, ① 자금조달의 필요성은 抽象的이어서는 안되며, 상당한 기간내에 具體的이고 合理的인 것이어야 한다는 견해 ② 자금조달의 必要性 뿐만 아니라 제3자배정방식 채택의 合理性에 대해서도 회사가 立證責任을 부담한다는 견해<sup>32)</sup> ③ 제3자배

29) 東京地決 1988.12.2(判例時報 1302호, 146면); 東京地決 1989.7.25(判例時報 1317호, 28면); 東京地決 1989.9.5(判例時報 1323호, 48면); 大阪地決 1987.11.18(判例時報 1290호, 144면); 大阪地決 1990.7.12(金融商事判例 851호, 39면).

30) 미국에서도 초기에는 主要目的基準에 의했으나, 이에 의하는 경우 유능한 변호사는 언제든지 増事會의 誠實性과 조사의相當성을 입증하여 방어 행위를 옹호할 수 있으므로, 主要目的基準이 경영판단의 원칙을 기계적으로 적용하는 것으로 그 의미가 감소하게 되었다. 이에 따라, 위 기준에 다시 2번째 요건, 즉 방어수단이 가해진 위협과 관련하여相當한 것임이 입증되어야 한다고 하는 요건을 추가함으로써 主要目的基準을 강화한 中間標準을 채택한 것이다. Ronald J. Gilson/Reinier Kraakman, "Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?", 44 Bus.Law. 247(Feb.1989), 249-251.

31) 森綜合法律事務所編, 「M&A防衛法」, 中央經濟社, 1990, 120-121면.

32) 이것은 실제로는 사업계획 등의 수립, 실행성위, 내용의 승押性, 필요자금액의 合理性, 신주발행계획의 수립에서 실행까지의 경위, 다른 자금조달방법과의 비교검토 등에 의해 판단하게 된다. 그리고 會社가

정승자를 하는 경우에는 기업의 재건이나 자본제휴 등 株主의 지배이익을 보상하기에 충분한 정도의 合理的인 이유가 존재해야 한다는 견해 등이 그것이다. 보다 엄격한 입장으로는, ④ 株式會社에서의 기관권한의 분배질서를 근거로, 理事が 株主의 지배권 다툼에 개입할 목적으로 특정한 제3자에게 新株를 발행하는 경우에는, 그것이 비록 기업경영상 합리적인 경우라 해도 지배권 다툼에 영향을 주는 이상 不公正한 발행이 된다고 하는 견해도 있다. 判例도 主要目的이 부당한 목적이 아니라고 해도, 회사에 지배권 다툼이 있고 株主의 종래 持分率에 충대한 영향을 미치는 제3자 배정증자가 이루어진 경우, 理事が 특정주주의 持分率이 낮아진다는 사실을 인식하고 있었던 경우에는 당해 新株發行을 정당화 할 수 있는 合理的인 이유가 필요하다고 판시하고 있다.<sup>33)</sup> 이와 같이 일본의 최근 學說과 判例는 주요목적기준에서 한걸음 더 나아가, 주관적요소에 구애받지 않고 지배권이 침해되는 株主의 불이익과 제3자 배정증자를 필요로 하는 회사의 利益을 비교하여,合理性이 인정되는 경우에 한하여 비로소 제3자 배정증자의 適法性을 인정하고 있다.

### 3. 우리나라

우리나라에서도 개별적이고 구체적인 방어수단의 適法性이 法院에 의해 심사를 받기 시작했다. 우리 法院은 최근 M&A에 대한 방어수단 가운데 Tin Parachutes와 私募 전환사채, 그리고 신주인수권부사채의 適法性에 관하여 심사할 기회를 가졌다.

#### (1) Tin Parachutes의 適法性<sup>34)</sup>

한농이 동부그룹측에 넘어갈 당시 한농의 理事이자 계열사인 한정화학의 代表理事였던 K씨는 한정화학이 동부측에 M&A 당하지 않도록 하기 위해 勞組와 협동으로 방어행위를 전개하였다. 당시 K씨가 사용했던 방어수단은 勞組와 합심하여 단체협상과 임금인상을 勞組에 일방적으로 유리하게 체결하는 것이었다. 임단협내용 중에는 노조가입 제한을 철폐하고 유니온숍 형태로 변경하여 부장급까지 노조가입이 강제되도록 하는 조항이 들어있었다. 또한 근로자에 대한 징계시 의결정족수를 2/3 이상으로 하고, 징계위원 9명 중 4명은 勞組가 차지한다고 규정하여 勞組의 동의없이는 사실상 징계가 불가능하도록 만들어 놓았다. 나아가 퇴직금누진율 인상은 물론, 기본급인상과 휴가비 및 성과급신설, 각종 수당의 증액 및 신설, 상여금 100% 증액, 학자금확대 등에 합의했다. 또한 회사가 경영난으로 폐업할 경우 1년 이상의 평균임금에 해당하는 금액을 지급하도록 하는 규정도 신설하였다. 이 합의안에 따라 임금을 지급하고 노조활동을 보장할 경우 새 경영진은 적자폭이 눈덩이처럼 커지는 등 정상적인 경영이 불가능할 정도로 회사측에 불리한 내용이었다. 이에 대해 동부그룹측의 경영진은 위 임단협은 通謀에 의한 것으로 그 효력이 없다며 임단협무효 가처분신청을 法院에 냈다. 이에 대해 法院은 임단협규정 위반을 이유로, '통상적으로 생각하기 어려운 징계절차와 과다한 임금협상 등이 단기간에 체결된 것으로 미루어 보아 K씨가 노조와 通謀해 단체협약을 체결한 사실이 인정된다'며 가처분신청을 받아들였다.

신주발행후에 제3자로부터 나서 新株를 매수할 계획이 있거나, 주금납입과 관련하여 제3자에게 자금원조를 하는 경우에는 不公正방행으로 인정된다(위의 책, 90-91면).

33) 東京地決 1989.7.25(判例時報 1317호, 28면); 東京地決 1989.9.5(判例時報 1323호, 48면).

34) 摘稿, "Tin Parachutes에 관한 연구," 露南姜渭斗博士華申紀念 「商事法論叢(上)」, 형설출판사, 1996, 545면 이하 참조

여기서 사용된 방어수단은 미국에서의 Tin Parachutes와 유사하다고 할 수 있다. Tin Parachutes는 Golden Parachutes와 달리 일반종업원의 퇴직금문제이므로, 그 지금에 대해 商法上 특별한 제한은 없다. 또한 우리 商法에서도 해석에 의하여 미국 회사법상의 경영판단의 원칙을 인정할 수 있다고 본다. 그러므로 理事會에서 회사와 株主의 이익에 전혀 도움이 되지 않는 M&A를 방어하기 위하여 성실히 판단한 후 이에 대한 방어수단으로써 Tin Parachutes를 채택한 경우, 채택절차가 適法하고 또한 채택시기가 촉박하지 않고 특정 M&A가 개시되기 이전인 경우에는 우리 商法上으로도 適法性이 인정될 수 있다고 본다. 다만, 그 금액이 지나치게 과다한 경우에는 회사재산을 감소시킴으로써 간접적으로 株主의 이익을 해칠 수 있으므로, 금액이 상당범위내인 경우에만 適法性이 인정될 수 있을 것이다.

## (2) 私募 전환사채(신주인수권부사채)의 適法性

한화종금사건에서 제2대주주측의 적대적 M&A로부터 경영권을 방어하기 위하여 제1대주주측이 자신들에게 우호적인 생명보험회사 등에 私募 전환사채를 배정하자, 제2대주주측이 한화종금을 상대로 전환사채의 주식전환분에 대하여 의결권행사금지가처분 신청을 냈다. 이에 대해 法院은 전환사채는 유통성이 강한 유가증권이므로 전환사채에 관한 문제에서는 株主의 이익보호 이상으로 去來安全의 보호를 중시해야 하며, 또한 회사 代表理事가 징관규정에 의해 대외적인 업무집행행위로써 발행한 것이므로 그 효력을 無效로 볼 수 없다는 이유로 신청을 기각했다.<sup>35)</sup> 이에 따라 한화측은 자신들에게 우호적인 생명보험회사 등에 배정된 私募 전환사채의 주식전환분으로 17.7 %를 확보하여 지배권다툼에서 유리한 고지에 서게 되었다.

미도파사건에서는 미도파가 M&A에 대한 방어수단으로 발행한 전환사채 및 신주인수권부사채에 대하여 외국인투자자가 발행유지 가처분신청을 냈다. 이에 대해 法院은 만일 미도파가 정기주주총회를 위한 주주명부폐쇄일 이전에 전환사채를 株式으로 전환한다면 이는 현저하게 不公正한 방법에 의한 사채발행에 해당될 우려가 있다며, 私募 방식으로 전환사채 및 신주인수권부사채를 발행할 수는 있으나 그 전환기간 및 신주인수기간은 주주명부폐쇄일 이후여야 한다고 판시하였다.<sup>36)</sup> 또한 法院은 미도파가 경영권방어를 위하여 신주인수권부사채를 발행한 것이 부당하다며, 신동방측이 신주인수권부사채를 인수한 한국생명 등 3개 금융사를 상대로 낸 사채처분금지 가처분신청도 기각했다. 法院은 결정문에서 미도파가 발행한 신주인수권부사채는 회계년도 마지막날인 6월 30일 이후 주식전환이 가능하다는 전제조건을 단 것으로 경영권분쟁과 관련된 지분경쟁에 실질적인 영향을 미칠 수 없는 만큼 발행 자체는 有效하다고 밝혔다.

이처럼 우리 法院이 동일한 방어수단의 適法性을 심사함에 있어서 채택시기, 거래안전의 보호, 지분경쟁에의 영향 등 구체적인 상황을 고려한 것은 매우 타당하다고 본다. 방어수단의 適法性 문제는 이를 일률적으로 판단할 것이 아니고, M&A의 性格과 방어행위의 相當性 등을 고려하여 개별적으로 판단하는 것이 옳기 때문이다. 이와 같은 점에서 방어행위의 適法성을 심사함에 있어서는, 경영진이 방어행위를 함에 있어서 M&A가 회사 및 株主의 최대이익에 합치하는가 여부를 상당한 주의를 가지고 合理的으로 판단하였는가 여부, 그리고 채택된 방어수단이 M&A에 의해 야기된 회사에 대한 위협과 관련하여相當한 것이었는가 여부를 면밀히 검토하여야 한다. 그리고 경영진은 방어행위와 관련하여 地位保全이라고 하는 특별한 이해관계

35) 法律新聞, 제2574호(1997.2.13), 1면.

36) 위 新聞.

를 가지므로, 방어행위시 경영판단의 원칙에 의한 보호를 받기 위해서는 우선 방어행위의 適法性을 스스로 입증하여야 한다고 본다.

## IV. 結論

이상 우리 商法에서 활용할 수 있는 M&A에 대한 주요 방어수단과 그 適法性 문제에 관하여 살펴보았다. M&A는 기업경영의 효율성을 높이고 경영의 투명성을 확보하며, 경영진으로 하여금 少數株主의 이익을 고려하도록 유도하는 순기능을 가지고 있다. 이와 같은 M&A의 순기능은 직접적으로 관찰되지 않으므로 과소평가되기 쉽다. 또한 우리나라와 같이 회사내부의 전제장치가 제대로 작동하지 못하는 상황에서 외부견제장치인 M&A가 활성화될 필요성도 크다. 그러나 M&A가 가지는 역기능, 예컨대 사회불안, 實物經濟를 경시하고 금융이득만을 추구하는 불건전성, 단기이익에의 몰두, 재무구조악화 등의 부정적인 측면은 분명히 막아야 한다. 가장 좋은 M&A 방어수단은 경영의 투명성을 확립하고 少數株主의 의견을 존중하는 민주적인 경영과, 기업가치를 극대화하는 것이라고 할 수 있다. 우리 商法도 M&A에 대해 나름대로의 방어수단을 보유하고 있으나, 방어행위와 관련하여 대체로 예방적, 간접적인 규제에 머무르고 있으며, 이 또한 매우 제한적이라고 할 수 있다. 미국의 경우에도 최근에는 다양한 방어수단이 會社의 定款 및 州會社法 차원에서 도입되고 있으며, 더욱이 判例에 의하여 방어행위를 폭넓게 허용하는 조류가 형성되고 있다. 그러므로 우리도 M&A에 대한 보다 효율적이고 다양한 방어가 가능하도록 商法을 정비하여야 할 것이다. 다만, 경영진이 회사를 보호한다는 명분하에 株主의 이익에 반하는 방어행위를 하는 경우도 충분히 예상할 수 있는데, 이에 대해서는 미국이나 일본에서 채택하고 있는 適法性 심사기준이 좋은 참고가 될 수 있다고 본다.

## 참 고 문 헌

金建植, “改正 證券去來法上의 公開買受制度,” 人權과 正義 248호(1997.4)

宋種俊, “M&A에 대한 주요 방어대책,” 商事法研究 제14집 제1호(1995)

“大量株式所有限度 廢止後의 問題點과 改善方案,” 上場協 제33호(1996.5)

“改正 公開買受制度의 解說,” 考試界 482호(1997.4)

유영일, “株式公開買受에 관한 研究 - 방어행위의 適法性에 관한 美國 會社法上의 論議를 중심으로,” 박사학위논문(서울대), 1994

“Tin Parachutes에 관한 연구,” 露南姜渭斗博士華甲紀念 『商事法論叢(上)』, 형선 출판사, 1996

李文星, “自己株式取得制度의 改善方向,” 上場協 제33호(1996.5)

李折松, 『95年 改正商法 - 理論과 實務』, 박영사, 1996

鄭燦亨, 『EC 會社法』, 博英社, 1992

鄭熙喆/鄭燦亨, 『商法原論(上)(제1개정판)』, 박영사, 1996

崔基元, 『會社法論(제7판)』 박영사, 1996

- 洪復基, “外國에서의 M&A의 防禦에 관한 立法例,” 商事法研究 제14집 제1호(1995)
- 近藤光雄, “企業防衛と理事の責任,” 商事法務 No.1251
- 藤川研策, “株式の譲渡制限 - スイスにおける譲渡制限付記名株式の上場去來 -,” 河本一郎  
先生古稀祝賀『現代企業과 有價證券의 法理』, 有斐閣, 1994
- 森綜合法律事務所編, 『M&A防衛法』, 中央經濟社, 1990
- 上柳克郎 外, 『新版 注釋會社法(3)』, 有斐閣, 1988
- 神田秀樹, “三井鑛山事件に關する理論的問題,” 商事法務 No.1082
- 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)
- 河本一郎 外, “三井鑛山事件判決が提起した諸問題,” 商事法務 No.1085
- ABA, *Model Business Corporation Act Annotated*(3rd ed., Prentice Hall Law &  
Business, 1993 Supplement) Vol.1
- Ronald J. Gilson/Reinier Kraakman, “Delaware's Intermediate Standard for Defensive  
Tactics: Is There Substance to Proportionality Review ?,” 44 Bus.Law.  
247(Feb.1989)
- Vincent F. Garrity, Jr., “Post-Mite State Takeover Statutes : Constitutional Issues and  
Recent Cases,” 42 Bus.Law. 588(Feb.1987)
- Weinberg / Blank on *TAKE-OVERS AND MERGERS* (I)(5th ed., Sweet & Maxwell,  
London, 1989)
- Geßler / Hefermehl / Eckardt / Kropff, *Aktiengesetz Bd. I*(Verlag Franz Vahlen,  
München, 1984)