

적대적 인수·합병의 방어수단

김현태 · 변호사 / 법무법인 광장

- 1. 적대적 인수·합병의 의의와 현황
- 2. 적대적 인수·합병 방어행위의 일반론
- 3. 적대적 인수·합병의 실행방법
- 4. 방어행위
- 5. 적대적 인수·합병과 소송

▶ 차 례 ◀

- 1. 적대적 인수·합병의 의의와 현황
 - 가. 적대적 인수·합병의 의의
 - 나. 우리 나라 적대적 인수·합병의 제도적 변천
- 2. 적대적 인수·합병 방어행위의 일반론
 - 가. 적대적 인수·합병의 기능
 - 나. 방어행위의 정당성에 관한 외국법상의 논의
 - 다. 방어행위의 정당성 판단기준
- 3. 적대적 인수·합병의 실행방법
 - 가. 공개매수(TBO: Take Over Bid)
 - 나. 시장매집(Market Sweep)
 - 다. 위임장 대결(Proxy Contest) - 의결권 대리행사의 권유
- 4. 방어행위
 - 가. 방어행위와 그 유형
 - 나. 예방적 방어행위
 - 다. 사후적 방어행위
- 5. 적대적 인수·합병과 소송
 - 가. 공격수단으로서의 소송
 - 나. 방어수단으로서의 소송

1. 적대적 인수·합병의 의의와 현황

가. 적대적 인수·합병의 의의

기업의 인수·합병(M&A)이란 기업의 경영 지배권을 취득할 목적으로 하는 모든 형태의 거래를 총칭하는 것으로서, 개인 또는 단체, 회사가 다른 회사의 자산(assets)의 소유자가 되거나 경영지배권(control of management)을 획득함으로써 그 회사의 자산에 대한 지배권(control of assets)을 직접 또는 간접으로 취득하는 일련의 거래의 전부를 말한다.

대상회사에 대한 지배권은 대상회사의 경영권을 장악함으로써 가능하고, 경영권의 장악은 이사회를 장악함으로써 가능해지는데, 이사회를 장악하기 위해서는 그 중 과반수 이사의 선임권을 확보하여야 하고, 이사선임권의 확보는 주주총회에서 이사의 선임에 필요한 의결권을 확보를 통하여 가능하다. 의결권 확보는 의결권 있는 주식 자체를 매수하여 보유하는 방법과 주식을 매수하지 않고 그 의결권을 위임받는 방법 두 가지에 의하여 가능하다. 따라서 주식의 매입과 의결권대리행사의 위임장의 취득이 인수·합병의 가장 전형적인 수단이 된다.

한편, 이러한 인수·합병은 대상회사의 기존 경영진이나 대주주의 동의 여하에 따라 우호적 인수·합병과 적대적 인수·합병으로 나눌 수 있다. 우호적 인수·합병(friendly 인수·합병)과 달리, 적대적 인수·합병(hostile 인수·합병)은 인수 대상인 기업의 경영진이 인수·합병에 반대하거나 주주에 대하여 매수에 응하지 아니할 것을 권유하는 관계에 있는 경우를 말하는데, 주로 공개매수나 시장매집, 위임장 대결 등의 방식으로 이루어진다.

나. 우리 나라 적대적 인수·합병의 제도적 변천

1994. 1. 5. 증권거래법이 개정되기 전에는 사실상 적대적 인수·합병이 제도적으로 봉쇄되어 있었다. 증권거래법은 1976. 12. 22. 이후 위 개정 당시까지 주주들로 하여금 원칙적으로 총발행주식의 100분의 10을 초과하여 소유하지 못하도록 주식의 소유 자체를 제한하였기 때문인데(제200조), 위와 같은 입법은 1970년대에 자본시장 육성에 관한 법률과 기업공개촉진법 등에 따라 반강제적인 기업공개촉진정책을 시행하면서 그에 대한 보상으로 공개된 기업의 경영권을 보장해 주기 위한 것이었다.

1990년대에 들어 위와 같은 주식소유제한 제도가 경영권을 지나치게 보호하는 것이라는 비판이 커지자, 1992년 제10차 개정 증권거래법은 대주주가 소유 주식을 양도하여 소유 비율이 달라진 경우에는 그 달라진 소유 비율로 그 한도를 축소하였다가, 1994년 제11차 개정 증권거래법은 공공적 법인이 발행한 주식에 대하여만 소유제한 제도를 인정하도록 하면서, 이를 1997. 2.부터 적용하도록 하였다.

이처럼 공공적 법인이 아닌 일반법인에 대한 주식소유제한제도가 1997. 2. 1.자로 폐지되자 적대적 인수·합병 활성화의 계기가 마련되었고 그 동안 기업인수·합병에 제약이 되었던 관련 법규 등이 그때부터 1998년 3월 사이에 개정되거나 완화되었다. 즉 증권거래법상 상장주식의 대량소유제한의 폐지(1997. 2. 1.)와 의무공개매수제도 폐지(1998. 2.), 공정거래법상 출자총액 제한폐지(1998. 2.)¹⁾, 은행법의 타회사 주식소유제한 완화(1998.2., 10%→15% 상향), 상법상 기업 분할제도와 합병절차의 간소화(1998. 2.)되면서 내국인들에 의한 적대적 인수·합병이 가능해졌고, 외국인이 국내회사의 발행주식총수의 100분의 10 이상을 취득할 때에는 대상회사 이사회 의 주식양도 승인결의를 얻도록 하거나, 외국인이 총자산 2조원 이상의 국내기업의 주식을 취득하는 경우 당시 재정경제원 장관의 허가를 받도록 하는 등 외국인의 주식 취득에 관한 엄격한 규제가 1998. 3. 철폐되고, 1998. 9. 외국인투자촉진법이 제정되면서 외국인의 국내기업 인수·합병 역시 자유화되면서, 외국인에 의한 적대적 인수·합병이 가능해지기에 이르렀다.

이러한 제도적 변천의 결과, 최근 KCC와 현대그룹 사이의 경영권 분쟁, 소비린과 SK그룹 사이의 분쟁, 칼 이이칸과 KT&G 사이의 분쟁 등에서 보듯이 우리나라에서도 이제 적대적 인수·합병이 더 이상 특별한 사건이 아니게 되었고, 그밖에도 대다수의 상장법인들이 적대적 인수·합병의 위협이 노출되어 있다고 인식되기에 이르렀다.

2. 적대적 인수·합병 방어행위의 일반론

가. 적대적 인수·합병의 기능

적대적 인수·합병의 순기능으로는, 첫째 비효율적인 경영진을 축출함으로써 회사의 경영효

1) 이는 2001. 4. 30대 기업집단을 대상으로 다시 부활하였다.

율을 높이고, 둘째 경영에 참여하지 못하는 소액주주를 보호하고 이들에게 주식의 시장가격을 초과하는 프리미엄을 제공하며, 셋째 국가경제적으로 기업경영의 투명성과 기업건전성을 높임으로써 국제경쟁력을 높일 수 있고, 넷째 외국자본의 유입과 투자를 쉽게 함으로써 환율상승과 고용창출의 효과를 기대할 수 있다는 것이다. 실제로 적대적 인수·합병에 노출되었다가 이를 적절히 방어한 상장법인들 중 상당수는 그 이후 지배구조의 투명화를 위하여 여러 가지 조치를 취하였고, 이를 통하여 기업가치를 제고한 사례를 흔히 볼 수 있다.

반면 적대적 인수·합병의 역기능에 관하여는, 첫째 적대적 인수·합병 대상 기업의 선정은 경영진의 취약성 여부보다는 낮은 주가 등 경영외적인 요인에 의하여 결정되므로 적대적 인수·합병이 비효율적인 경영진에게 별다른 영향을 주지 못하며, 둘째 인수·합병이 활발해지는 경우 경영진은 회사의 장기적인 발전보다는 단기적인 성과에 의존하게 되고, 현금 보유비율이 높은 회사는 적대적 인수·합병의 표적이 될 가능성이 많으므로 인수·합병은 경영진에게 회사의 현금을 보유하기보다 지출을 하게 될 유인을 제공하며, 셋째로 적대적 인수·합병으로 말미암아 인수회사는 인수자금을 조달하는 과정에서 부채가 증가하게 되어 기업의 불황 대처능력과 대외경쟁력이 오히려 악화되고, 넷째로 대상회사는 막대한 방어비용을 투입하게 되어 오히려 경쟁력약화가 나타나고 심지어는 회사의 존립 자체가 위태롭게 되며, 다섯째로 적대적 인수·합병 위협으로 차익을 챙기려는 그린메일(Green Mail)이 발생할 수 있고, 건전한 해외자본보다는 단기성 투기자본이 유입됨으로써 막대한 국부가 유출될 가능성이 크다는 점이 지적되고 있다.

나. 방어행위의 정당성에 관한 외국법상의 논의

적대적 M&A가 시도되면 대상회사의 대주주나 현 경영진은 자신의 지위를 손상당할 것이기 때문에 적극적인 방어행위로 나올 것이다. 그러나 기존주주나 회사의 입장에서 보면 오히려 적대적 M&A가 기존주주 전체나 회사의 이익을 신장시키는 결과를 가져올 수도 있다는 점에서, 적대적 M&A에 대하여 현 경영진은 어떠한 태도를 취하여야 하느냐의 문제가 적대적 M&A에 대한 구체적 방어행위에 앞서 검토되어야 한다.

(1) 방어행위 옹호론

이사는 적대적 인수·합병에 대하여 적극적으로 방어해야 하고 이와 같은 방어행위는 법률

적으로는 경영판단원칙(Business Judgment Rule)에 따라 존중된다는 입장으로서 이는 미국의 Lipton과 독일의 Martens, Wiedemann이 주장한 견해인데, 미국의 통설과 판례, 독일의 소수설과 판례의 입장이다.

미국에서는 이 견해의 경제적인 근거로 인수·합병의 경제적 효용론과 관련하여 다음과 같은 근거를 들고 있다. 첫째로, 인수·합병은 사회적 부를 증가시키지 않으므로 이사의 방어행위는 사회적으로 볼 때 바람직하다. 둘째로, 방어행위는 매수가격을 높িয়ে 되고 나아가 매수시도가 실패로 끝난다 하더라도 주가는 매수신청가격보다 높아져 있는 경우가 많으므로 이사의 방어행위는 주주의 이익의 측면에서도 정당화된다. 셋째로, 이사는 주주 외에도 회사의 종업원, 거래상대방, 채권자 등을 보호할 의무를 지므로 그들의 이익을 위하여 방어행위를 하여야 한다.

(2) 방어행위 반대론

이사는 적대적 인수·합병에 대하여 소극적 입장을 견지하여야 한다는 견해로서 독일의 다수설이고 미국의 소수 판례가 이를 따르고 있다.

미국에서는 인수·합병의 경제적 효용론과 관련하여 다음과 같은 근거를 들고 있다. 첫째로, 인수·합병은 기업의 자산을 좀더 나은 경영자에게 옮김으로써 사회적 부를 증진시키는 효과가 있으므로 이를 억제하는 방어행위는 사회적 측면에서 바람직하지 않다. 둘째로, 방어행위로 말미암아 주가가 높아진다고 하더라도 이것은 종국적으로 최초의 매수시도에 대한 유인을 감소시킴으로써 장기적으로는 주주의 이익을 해친다. 셋째로, 이사는 오직 주주만을 위하여 회사의 이익창출을 극대화할 의무가 있으므로 주주 외의 자의 이익은 고려할 필요가 없다.

(3) 절충론

이사는 기본적으로 적대적 인수·합병에 대하여 소극적 입장을 취하여야 하지만 주주의 결정기회를 배제 또는 방해하지 않는 한 주주들을 설득하거나 경쟁적인 공개매수를 조장하는 등의 방어행위는 할 수 있다는 입장이다.

이 견해는 회사가 경쟁적 공개매수를 조장함으로써 이를 통해 충분한 정보가 제공되어 주주가 합리적인 투자결정을 할 수 있고 공개매수가격의 상승으로 주주의 이익이 더욱 증가된다는 점을 그 근거로 한다. 또한 구체적인 방어행위의 종류에 따라 그에 대한 법적 규율도 달

라져야 한다는 견해도 있는데, 어느 종류의 방어행위는 주주에게 해가 될 수도 있으므로 금지되어야 하지만 주주에게 이익을 가져다 주는 다른 부류의 방어행위는 허용될 수 있다는 것이다. 예컨대, 그린메일(Green Mail)은 금지되어야 하나 방어적 소송의 경우는 허용될 수 있으며 독약처방(Poison Pill Plan)의 경우에도 각각의 단계에서 주주들을 평등하게 취급하는 방안이라면 유효하다는 것 등이다.

(4) 결론

적대적 인수·합병에 대한 이론들은 경제적 효용 측면에서 일반적으로 그 근거를 구하고 있으나, 적대적 인수·합병이 회사와 주주의 이익에 어떠한 영향을 미치는가에 관하여는 일반적으로 말할 수 없고, 이는 방어행위의 경우에도 마찬가지라고 할 수 있을 것이다. 따라서 적대적 인수·합병에 대한 방어행위의 정당성은 적대적 인수·합병의 경제적 효용론에서 일반적으로 도출할 수는 없다고 보아야 하며, 이는 적대적 인수·합병나 방어행위의 동기나 목적, 방어수단의 합리성 등에 비추어 구체적인 상황에 따라 판단하여야 할 문제라고 생각된다.

다. 방어행위의 정당성 판단기준

(1) 선관주의 및 충실의무

상법상 이사는 회사에 대한 관계에서 선량한 관리자의 주의으로써 위임사무를 처리할 의무가 있고(상법 제382조 제2항, 민법 제681조), 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행할 의무가 있으므로(상법 제382조의 3), 위임인인 회사의 이익을 위하여 법률상의 권한을 행사하여야 하고 그 지위를 회사의 이익을 희생시키고 자기 또는 제3자의 이익을 위하여 사용하여서는 아니된다.

회사법상 지배권 쟁탈의 문제는 회사의 궁극적 운명을 결정할 권한이 누구에게 있는가 하는 문제로서 민주적 절차에 따라 주주가 결정함이 원칙이라고 한다면, 이사는 현재의 지배구조를 유지하는 것이 회사의 이익이라 믿고 적대적 인수·합병을 저지하기 위하여 권한을 행사하였다고 해서 그러한 권한행사가 당연히 정당화될 수는 없을 것이다. 반면, 주주는 단기적인 관점에서 자기에게 제시되는 시장가격보다 높은 매수가격으로 보유한 주식을 매도하면 그만큼으로 개별 주주에게 지배권 유지 또는 변경에 따른 회사의 객관적 이익을 합리적으로 고

려할 것을 기대할 수는 없다는 점에서 회사의 운명을 주주들에게 맡기는 것도 반드시 옳다고 할 수는 없다.

따라서 이사는 적대적 인수·합병의 위협에 처하였을 때 일정한 경우에는 이사의 선관주의 의무나 충실의무에 따라 회사의 집단적 이익을 합리적으로 고려하여 회사에 이익이 되는 방향으로 적절하게 방어행위를 할 의무와 권한이 있다고 해석하여야 할 것이고, 이사의 선관주의 의무 또는 충실의무와 관련하여 적대적 인수·합병에 대한 이사의 방어행위에 관한 미국 판례들은 참고가 될 수 있을 것이다.

(2) 미국법상의 판단기준

적대적 인수·합병에 대한 방어행위에 관하여 미국의 연방법인 증권거래법(SEA) 등은 방어행위 자체에 대한 직접적인 규제 대신 그 행위에 내부자거래, 사기적 거래 또는 시세조종적 거래 등 문제가 있는 경우에 한하여 이를 규제하고 있고, 미국 각 주의 반기업매수 입법은 주로 자기 주의 회사를 인수·합병으로부터 보호하기 위하여 매수행위를 규제하는 것을 주목적으로 할 뿐 적대적 인수·합병에 대한 방어행위를 규제하는 내용은 담고 있지 않으며, 방어행위에 대한 규제는 주로 보통법상 이사의 충실의무위반을 중심으로 하여 법원의 판례에서 논의되고 있다고 한다.

(가) 경영판단의 원칙과 엄격한 공정성 기준

경영판단의 원칙(Business Judgement Rule)에 따르면 이사는 경영상의 행위를 하면서 충분한 정보에 기하여 신의로써 그 행위가 회사의 최상의 이익을 위한 것이라는 믿음 속에 행위한 것으로 추정되고, 행위의 효력을 다투는 자가 이사의 주의의무 내지 충실의무 위반의 점을 입증하여야 한다. 하지만 이사의 자기거래와 같이 이사와 회사간 이익충돌의 염려가 큰 상황에서는 위와 같은 추정은 적용되지 않고 오히려 이사가 자신의 거래행위가 공정하였음을 입증하여야 하는데, 이것이 엄격한 공정성(Entire Fairness Test) 기준이다.

그런데, 미국의 판례는 적대적 인수·합병에 대한 이사의 방어행위에서 이사는 회사와 주주의 이익을 위한 동기보다 자신의 지위를 유지하기 위한 강한 동기를 가지기는 하지만 이익충돌의 염려가 자기거래의 수준까지 이르지 않는다고 보면서, 경영판단의 원칙과 엄격한 공정성 기준 사이에서 합리적인 중간적 기준을 확립하려고 노력하면서, 방어행위의 실질적 공정성을 심사하려는 태도를 보이고 있다.

(나) 주요목적 기준(Primary Purpose Test)

주요목적 기준이란, 적대적 인수·합병과 같은 이익충돌의 상황에서 이사의 방어행위의 주 목적이 회사의 이익인가 아니면 이사 자신의 경영권 보호인가를 가려 그 적법성을 판단하려는 기준을 말한다. 이에 의하면 이사들은 방어행위가 회사의 이익을 주요목적으로 함을 증명하여야 할 책임이 있고, 이는 공격자의 주식취득에 의하여 회사의 정책과 효율성에 대한 위협이 존재한다고 믿을만한 합리적인 근거가 있다는 것을 증명하면 족하고, 다시 그 증명은 이사들이 선의로 합리적인 조사를 하였음을 입증함으로써 가능하다고 한다.

(다) 상당성 기준(Proportionality Test)

이 기준은 방어행위의 목적뿐 아니라 방어행위 자체에도 합리성이 필요하다는 것으로, 이사의 방어행위가 노출된 위협에 대한 관계에서 상당한 것임을 이사가 입증하여야 한다는 것으로, 주요목적 기준을 전제로 하면서 방어행위의 합리성까지 이사에게 입증하도록 요구한다는 점에서, 이사에게 더 엄격한 기준이며 법원이 방어행위에 대하여 더 적극적으로 심사하려고 하였다는 점에 의의가 있다고 한다.

(3) 소결

결국 경영권 분쟁 상황에서 대상 회사의 이사가 방어권을 행사하여 지배권의 변경을 저지하는 행위가 정당화되기 위해서는 적어도 그 행위가 회사의 이익을 주요한 목적으로 하는 것으로서, 방어행위가 노출된 위협에 적절한 것으로 인정되어야 하며, 이에 대하여 이사의 객관적이고 합리적인 근거에 의한 입증이 없는 한 그 방어행위는 이사 자신 또는 현 지배주주의 지위 보전에 주된 동기가 있는 것으로서 방어권 남용이 성립한다고 보아야 하고, 이는 이사의 선관주의의무나 충실의무 위반에 해당하므로 해임사유에 해당할 뿐 아니라(상법 제385조), 회사에 발생한 손해에 대하여 책임을 부담하여야 할 것이다(상법 제399조).

3. 적대적 인수·합병의 실행방법

앞에서 본 바와 같이, 적대적 인수·합병은 기본적으로 주주총회의 결의를 통하여 이사 과반수를 확보할 수 있는가에 따라 그 성패가 결정되는 경우가 많고, 따라서 적대적 인수·합병에 있어서 공격자는 특정한 주주총회를 전제로 그 주주총회에서 행사될 의결권을 확보하는데 주력한다. 의결권을 확보하는 방법으로는 (i) 의결권 있는 주식을 취득하는 방법과 (ii) 주식을 취득하지 않고 단지 의결권만을 위임받아 확보하는 방법이 있을 것이다. 그 중 (i) 주식 취득의 방법은, 상장법인을 전제로 할 경우, 이를 장내에서 취득하는 것(장내매집)과 장외에서 취득하는 것으로 나누어 볼 수 있다. 그 중 장외취득을 통하여는 통상 기준에 경영권을 확보하고 있는 대주주 등의 협력이 없는 적대적 인수·합병에서는 이용하기에 적절한 방법이 아니므로, 통상 장외에서 불특정 다수의 주주들로부터 주식을 매집하는 이른바 공개매수의 방법에 의하게 된다. 그리고, 의결권만을 위임받는 경우에는 이를 방어하는 측과의 의결권 위임장 확보를 위한 경쟁을 통하여 이루어지게 되는데, 이것이 위임장 대결(Proxy Contest)이다. 결국, 적대적 인수·합병에 있어서 공격자의 실행방법은 공개매수, 시장매집 그리고 위임장 대결로 요약될 수 있다. 아래에서 이들 실행방법에 관하여 간략히 논의한다.

가. 공개매수(Take Over Bid, Tender Offer)

(1) 공개매수 제도

공개매수란 적대적 인수·합병의 속성상 가장 흔히 쓰이는 수단으로서, “일정기간 불특정 다수인에 대하여 특정 가격으로 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하여 유가증권시장 및 코스닥시장 밖에서 당해 주식 등을 매수하는 것”을 말한다. 그 정의에서 보듯이 공개매수는 장외거래의 일종이다.

증권거래법은 공개매수의 대상, 절차와 방법에 관한 규정(제21조부터 제27조의 2까지)을 두고 있는데, 특히 장외거래를 통하여 의결권 있는 상장주식 등을 6개월 이내의 기간동안 10인 이상으로부터 취득함으로써 5% 이상의 지분을 보유하고자 하는 경우 증권거래법이 정한 공개매수의 방법에 의하도록 규정하고 있다. 증권거래법은, 공개매수자는 공개매수공고를 하고(제21

조의 2 제1항), 공개매수신고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하며(같은 조 제2항), 공개매수는 20일 이상 60일 이내의 기간에 하도록 하면서(제21조의 2 제3항, 시행령 제11조의 5), 공개매수자는 공개매수 기간 중에는 공개매수에 의하지 않은 주식취득을 할 수 없도록 하고(제23조 제2항), 공개매수의 가격은 응모주주 누구에게나 균일하도록 규정하는 등(제25조의 2 제2항)의 제한을 두고 있다.

그리고 의무공개매수 및 그 신고서 제출에 관한 규정을 위반하여 주식을 매수한 경우 당해 주식에 관한 의결권을 당해 주식을 매수한 날로부터 당해 주식 등을 처분하여 의결권을 행사할 수 없게 된 날의 전날까지 행사할 수 없으며, 금융감독위원회는 당해 주식의 처분을 명할 수 있고(증권거래법 제21조의 3, 같은 법 시행령 제12조), 공개매수신고서 및 그 공고의 신고자 내지 작성자 및 그 대리인은 각 서류의 허위 기재로 인하여 응모주주에게 끼친 손해를 배상하여야 한다(같은 법 제25조의 3). 또 허위 공고 또는 공시를 한 자는 5년 이하의 징역 또는 3천만원 이하의 벌금에(같은 법 제207조의 3 제4호), 공개매수 절차에 거쳐야 함에도 이에 의하지 않고 주식을 취득한 자는 2년 이하의 징역 또는 1천만원 이하의 벌금에 처하여질 수도 있다(같은 법 제209조 제4호). 실제로 실무에서는 이러한 공개매수 관련규정에 위반된 주식의 처분명령이 이루어진 사례가 있다.

이러한 공개매수는 기존 대주주가 발행주식 대부분을 취득하여 상장을 폐지하고자 할 경우, 발행회사가 자기주식을 취득하고자 할 경우, 독점규제및공정거래에관한법률상의 지주회사가 자회사 주식 보유요건을 충족하기 위하여 주식을 추가 취득할 경우 등 다양한 목적으로 이용되고 있지만, 적대적 인수·합병에 있어서 공격자의 주식취득 수단으로, 나아가 방어자가 그에 대응하기 위한 수단으로 각각 공개매수가 이용되고 있기도 하다. 적대적 인수·합병에 있어서 공격자가 주식을 취득한 경우 방어자측은 공격자가 공개매수의무에 관한 법령에 위반한 사실이 없는가를 검토하여 그 취득 주식에 대한 의결권을 부인하거나(의결권행사금지처분 등의 방법으로 이를 법원을 통하여 주장하거나 주주총회 진행과정에서 그 법령위반을 이유로 공격자의 의결권을 부정하기도 한다) 금융감독위원회에 이를 고발하여 그 결정에 따르게 된다. 그리고, 공개매수의 방법으로 주식을 취득한 경우에도 그 절차 등이 법령에 위반되는가 여부를 심사하여 방어수단을 준비하게 된다.

한편, 실무에서는 적대적 인수·합병의 공격자는 위와 같은 공개매수를 개시하기에 앞서 우선 시장을 통하여 5% 미만의 주식을 취득하여 두는 경우가 많다. 공개매수에 의하여 주식을 취득하는 경우에는 통상 시장가격에 일정한 프리미엄에 부가된 가격으로 주식을 취득하게 되므로, 아래에서 보는 5% Rule을 적용받지 않는 범위에서 미리 시장에서 보다 낮은 가격으로

주식을 취득하고, 또한 방어자측에서 공개매수에 저항할 수단을 좀더 줄여보고자 하는 것으로 이를 흔히 발판매수(toehold acquisition)라고 부르기도 한다. 이 경우 사전에 주식 취득 이후의 공개매수계획이 있었던 경우에는 이러한 공개매수의 실시에 관한 정보가 이른바 미공개 내부 정보로서 공개매수자 등이 내부자거래 관련 법령에 위반될 여지도 있다는 점에 대한 유의가 필요하다.

(2) 공개매수 사례

(가) KCC의 현대엘리베이터 주식 공개매수

2004. 2. KCC는 현대엘리베이터에 대하여 전체 주식 약 713만주 중 8%인 57만주에 대하여 주당 7만원으로 공개매수를 추진하였고, 이에 대하여 89만주가 청약하여 공개매수에 성공한 바 있다. 이러한 KCC의 공개매수에 대하여 현대그룹측은 KCC의 소수주주로 하여금 위법행위유지청구로서의 공개매수금지가처분을 제기하게 하기도 하였다.

(나) 이랜드그룹의 세이브존I&C 주식 공개매수

2004. 12. 이랜드그룹은 2001아울렛을 통해 세이브존I&C에 대하여 전체주식 821만주의 45%인 370만주에 미달하면 한 주도 매수하지 않는다는 조건 하에 공개매수를 진행하였다. 이 공개매수가격은 공모일 전일 종가 대비 30% 할증한 금액이었는데, 주가는 공모후 공개매수가격을 상회하였으나, 공개매수 조건과 유통물량이 공개매수주식수에 미달한다는 사실이 알려져 청약 주식수가 120여만주에 그침으로써, 결국 공개매수는 실패하였다.

나. 시장매집(Market Sweep)

(1) 시장매집 및 주식대량보유상황보고(이른바 5%룰)

공개매수가 공개적으로 단기간에 특정 주식을 장외에서 매수하는 제도인 반면, 시장매집은 장내시장인 주식시장을 통해 목표 주식을 비공개적으로 원하는 지분율까지 지속적으로 매수하는 것을 말한다. 이러한 시장매집은 적대적 인수·합병을 목적으로 음성적으로 이루어지는 경우 경영권에 대한 불공정한 침탈의 수단이 될 수 있으므로, 세계 각국이 주식대량보유상황

보고제도를 두고 있다.

우리 증권거래법의 경우 본인과 그 특별관계자가 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 주식 등을 5% 이상 보유하게 된 경우와 5% 이상 보유하고 있는 자가 보유주식비율이 1% 이상 변동된 경우 이를 금융감독위원회와 한국증권선물거래소에 각 5거래일 내에 보고하도록 하고 있다(제200조의 2). 이를 통상 5% Rule이라고 하는데, 장내에서 취득하는 경우는 물론 장외에서 취득하는 경우도 마찬가지로 적용된다. 이러한 대량보유보고를 통하여 공격자의 적대적 인수·합병의 의도가 방어자와 시장에 알려지게 되므로, 공격자로서는 가능한한 이 보고를 늦추고자 하고, 또한 실제 보고일(장내취득의 경우는 매매계약 체결일로부터 2거래일이 되는 체결일에 주식을 취득하는데, 이 날로부터 5거래일내에 보고하여야 한다)까지 5%를 넘어 가급적 많은 주식을 취득하고자 한다.

그리고 주식 등의 대량보유상황 및 그 변동내용을 고의로 보고하지 아니한 자(중요한 사항에 관한 허위보고 또는 기재누락의 경우도 같다)는 당해 주식 등의 매수 등을 한 날부터 당해 보고 또는 정정보고를 한 후 6월이 경과하는 날까지 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하는 부분 중 위반분에 대하여 그 의결권을 행사할 수 없으며, 금융감독위원회는 당해 위반분의 처분을 명할 수 있다(증권거래법 제200조의 3, 시행령 제86조의 10).

(2) 사례

5% Rule은 그 규제가 상당히 복잡하고 엄격하여 그에 위반된 사례가 종종 문제되고 있다. 특히, 적대적 인수·합병을 시도하는 공격자는 짧은 기간에 대량으로 주식을 취득하는 경우가 많기 때문에 이 과정에서 5% Rule에 대한 사전 준비를 게을리하는 경우가 종종 있고, 그 경우 5% Rule 위반으로 인하여 취득한 주식의 의결권 행사에 장애가 발생하는 경우가 흔히 있다.

이 5% Rule의 위력이 극적으로 드러난 사건은 KCC의 현대엘리베이터에 대한 적대적 인수·합병 시도였다. KCC는 정상영 명예회장이 BNP파리바투신운용 사모펀드를 통해 현대엘리베이터 주식 중 12.82%를, 계열회사인 고려시리카가 2개의 별도 뮤추얼펀드를 통해 각각 4.95%, 2.05%를, KCC가 뮤추얼펀드를 통해 0.82%를 각각 매수하였는데, 금융감독위원회 산하 증권선물위원회는 2004. 2. 위 20.64%에 대하여 증권거래법상 5%룰을 위반한 것으로 보아 처분명령을 내렸다. 한편, 법원은 2004. 3. KCC가 2003. 11. 7. 장내매수한 42만주와 이에 따른 무상증자분 12만주 등 54만주(7.53%)에 대하여 위 취득분에 대한 5% Rule에 따른 공시를 할

때 투자목적 등을 허위로 기재하였다는 이유로 의결권행사금지 가처분 결정을 내림으로써, KCC는 2004. 3. 정기주주총회에서 적대적 M&A 시도에 실패하였다.

다. 위임장 대결(Proxy Contest) - 의결권 대리행사의 권유

(1) 위임장 대결

경영권을 확보하기 위하여는 반드시 적대적 인수·합병을 시도하는 자가 임원선임에 필요한 지분을 모두 취득할 필요는 없고, 주주총회에서 소액투자자 또는 몇몇 주요 주주의 협조가 가능하다면 막대한 자금을 동원하여 공개매수나 시장매집을 통해 주식을 매수하지 않고도 경영권의 확보가 가능하다. 이를 위하여 주주총회에서 영향력을 발휘할 수 있는 최소한의 지분만 확보한 후 다수의 주주로부터 주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 위임장을 확보하여 인수·합병을 추진하는 방법을 위임장 대결이라 부른다.

의결권 대리행사의 권유에 관하여 상법은 주주의 의결권을 자유로이 대리행사하도록 규정하고 있어(제368조 제3항), 정관의 정함이 없는 한 그 대리행사의 권유 역시 자유롭게 행할 수 있다. 그러나 증권거래법 및 그 시행령은 상장주식 발행회사 또는 그 임원 및 그 특별관계자 이외의 자가 10명 미만의 피권유자에게 의결권 대리행사를 권유하는 경우 등을 제외하고는(같은 법 시행령 제85조 제7항) 상장주식의 의결권 대리행사의 권유는 대통령령에 의하도록 규정하고 있는데, 이에 따르면 의결권 대리행사를 권유하는 자는 사전에 금융감독위원회에 참고서류 및 위임장용지의 사본을 제출하여야 하며, 위임장 용지는 주주총회의 목적사항 각 항목에 대하여 찬부를 명기할 수 있어야 하고, 권유자는 위임장용지에 나타난 피권유자의 의사에 따라 의결권을 행사하도록 하고 있다(법 제199조, 시행령 제85조).

위임장 대결은 대상기업의 경영권 장악을 목적으로 시장매집이나 공개매수와 결합하여 이루어지기도 하고, 지배권 확보에는 이르지 못하더라도 소액주주들이 자기측 이사를 이사회에 진출시키거나 현 경영진의 경영방침에 반대하는 데 이용하기도 한다. 실제로 적대적 인수·합병에 있어서는 공격자측과 방어자측이 서로 의결권 대리행사의 권유를 통하여 위임장을 확보하여 주주총회에서 대결하게 되는 경우가 많은데, 실무상으로는 공격자측이 주주명부를 확보함에 현실적인 장애가 많고 또한 위임장 심사가 방어자측에 의하여 일방적으로 진행됨으로써 공격자측이 다소 불리한 입장에서 대결이 이루어지는 경우가 많다고 볼 수 있다.

(2) 사례

2005년의 경우 SK와 크레스트 시큐리티즈 리미티드 사이에, 넥스콘테크놀로지과 삼양감속기 사이에, 세이브존I&C와 이랜드윌프 사이에 각 경영권 확보와 관련하여 위임장 대결이 벌어진 바 있으나, 모두 발행 회사측의 안이 가결되어 경영권을 방어한 바 있다.

4. 방어행위

가. 방어행위와 그 유형

앞서 적대적 인수·합병의 전형적인 수단은 주식의 매입과 의결권 대리행사의 위임장의 취득임을 살펴보았는바, 그에 대한 방어행위의 유형은 매우 다양하나 일반적으로 장래의 발생 가능한 적대적 인수·합병에 대비하여 구체적인 발표가 있기 전에 적대적 인수·합병의 대상이 될 가능성을 사전에 저지하거나 감소시킬 목적으로 예방적으로 취하는 행위인 예방적 방어행위와 실제로 외부로부터 적대적 인수·합병의 위협에 당면했을 때 그 적대적 인수·합병의 성공을 저지하기 위하여 취하는 사후적 방어행위로 구분하는 것이 보통이다.

아래에서도 적대적 인수·합병에 대한 방어수단을 예방적 방어행위와 사후적 방어행위로 나누어 살펴볼 것이다. 다만, 아래에서 살펴보는 개별적 방어수단은 경우에 따라서는 그것이 예방적으로 또는 사후적으로 모두 이용될 수 있는 경우도 있어서 그 구별은 상대적인 것으로 보아야 하고, 또한 아래에서 열거하는 개별적인 방어수단들이 현행법상 일반적으로 또는 개별적인 적대적 인수·합병의 상황 아래서 고려하기 어려운 경우도 많으므로 구체적으로 방어수단을 검토함에 있어서는 지분구조, 방어자의 자력, 공격자의 예상대응 등 당시의 제반 상황을 고려하여야 한다는 점을 첨언해 둔다.

나. 예방적 방어행위

(1) 투자자 관리(IR)

일반적으로 적대적 인수·합병의 목표가 되는 기업은 기업의 내재가치에 비하여 주가가 낮게 형성되어 있는 기업이나, 경영자나 종업원, 거래금융기관 등의 우호 지분이 적고, 내분이 있거나 전환사채 등 주식관련 사채에 의한 잠재적 갈등이 있어 주식을 쉽게 매집할 수 있는 기업인 경우가 많다.

따라서 기업들이 회사의 경영환경이나 경영실적 등에 대하여 적극적으로 주주 및 투자자, 채권자 등에게 홍보함으로써 이들과의 신뢰관계를 돈독히 하는 한편, 회사의 내재가치가 주가에 충실히 반영되어 높은 주가를 형성할 수 있다면 회사가 적대적 인수·합병의 표적이 되는 것 자체를 근본적으로 예방할 수 있을 것이다.

(2) 주주총회 결의요건 강화(Super Majority)

(가) 개요

적대적 인수·합병이 이루어지게 되면 보통 주주총회 결의에 따른 기존 이사의 해임과 새 이사의 선임, 정관변경, 영업양도나 합병 등이 뒤따르게 되므로 미리 정관을 변경하여 주주총회 결의요건을 강화하는 방법이다. 이 경우 공격자는 대상회사의 발행주식총수의 대부분을 취득하지 못하는 이상 회사의 경영권 변동 등을 가져올 수 없게 된다. 예컨대, 우리 상법에서 이사 선임에는 주주총회의 보통결의(출석주주 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4 이상의 다수, 상법 제368조 제1항, 제382조 제1항, 제385조 제1항)가, 이사의 해임, 정관변경, 영업양도나 합병의 경우에는 주주총회의 특별결의(출석주주의 의결권의 2/3 이상의 수와 발행주식 총수의 1/3 이상의 수, 상법 제434조, 제374조 제1항, 제522조 제3항)가 필요하므로 정관의 정함으로 더 높은 결의요건을 부과하여 이를 어렵게 하는 것이 유력한 방어행위가 될 수 있다.

다만, 이와 같이 정관으로 주주총회 결의요건을 강화시키는 경우 그것이 방어자측, 즉 기존 대주주나 경영진으로서도 평소의 회사 경영에 필요한 주주총회 결의를 이끌어내는데 장애가 될 수 있으므로, 결의요건 강화를 통한 적대적 인수·합병 예방은 당해 회사가 처한 상황과 함께 고려되어야 함은 물론이다. 이러한 사정을 고려하여 예컨대 “적대적 인수·합병을 위한” 결의에 한정하여 결의요건을 강화하는 내용으로 정관변경을 고려하는 경우도 흔히 있으나, 이러한 정관변경은 특히 주주평등의 원칙에 위반될 가능성이 있다는 점을 유의하여야 할 것이다.

(나) 적법성 여부

상법상 그와 같은 정관규정이 허용되는가와 관련하여, 과반수 출석에 2/3 이상의 찬성까지만 가능하고, 그 이상의 특별 다수결 요건을 정하는 것은 허용되지 않는다는 견해도 있으나, 상법 제368조 제1항은 “총회의 결의는 이 법 또는 정관에 다른 정함이 있는 경우를 제외하고는” 출석주주 의결권의 과반수와 발행주식총수의 1/4로써 하여야 한다고 규정하여 보통결의에 대하여 그 상한을 정하고 있지 않는 이상 특별결의에 대하여도 마찬가지로 보아야 한다는 점, 폐쇄회사에서 소수와 주주의 거부권을 인정하여 줄 필요도 있다는 점에서, 가중의 한도에는 제한이 없다는 견해가 다수설이며, 타당하다고 본다.

(다) 사례

코스닥시장 상장법인인 주식회사 휴맥스는 2007년 정기주주총회에서 정관개정을 통해 이사의 해임을 위한 결의요건을 강화하였다. 정관 규정은 다음과 같다.

제31조의 2 (이사의 해임)

- ① 주주총회에서 이사 해임결의를 하고자 하는 경우 출석한 주주의 의결권의 4분의 3이상의 수와 발행주식총수의 2분의 1이상의 수로 하여야 한다.
- ② 이사 해임에 관한 제1항의 요건을 변경하고자 정관을 개정하는 경우에는 제1항에 정한 결의 요건에 의하여만 변경할 수 있다.

(3) 이사의 수 제한

(가) 개요

상법은 이사의 수를 3인 이상으로 할 것을 요구하고 있다. 그러나 이사의 수를 ‘3인 이상 5인 이하’와 같이 정관에서 그 상한을 정하여 두는 것도 방어전략의 하나가 될 수 있다.

이는 상법이 이사의 선임과 달리 임기중인 이사의 해임은 특별결의사항으로 규정하면서, 해임을 하더라도 정당한 이유가 없는 경우 회사가 손해를 배상하도록 하고 있는 것에 착안한 것으로(상법 제385조 제1항), 정관에 규정된 이사의 정원이 모두 채워져 있는 경우, 기업 매수자로서는 기존에 선임된 이사를 해임하기 위해서든 정관 규정을 개정하기 위해서든 특별결의요건을 충족하는 주식을 보유하지 않으면 이사회를 장악할 수 없게 된다.

(나) 사례

정관에서 이사 수의 상한을 정하고 있는 사례는 매우 많다. 주식회사 SK의 정관 제24조는 “회사는 주주총회에서 선임되는 10인 이하의 이사를 둔다”고 규정하고 있으며, 주식회사 케이티앤지의 정관 제25조는 “회사는 대표이사인 사장 1인과 14인이내의 이사를 둔다. 다만, 사장을 포함한 상임이사의 수는 6인이내로 하되, 총 이사의 수의 2분의 1미만으로 한다”고 규정하고 있다.

(4) 교차 임기제(Staggered Board)

(가) 개요

교차 임기제는 이사들의 임기를 조정하여 이사들의 임기가 일시에 만료되지 않도록 함으로써 기업 매수자가 주식의 과반수를 매수하였다 하더라도 이사 전부를 일시에 교체할 수 없도록 하는 제도를 말한다. 통상 이사 임기가 3년이므로 매년 이사 총원 중 1/3씩 임기가 만료되도록 준비하는 것이 그 예인데, 앞서 살펴본 바와 같이 주주총회 특별결의가 요구되는 등 임기 중인 이사의 해임이 용이하지 않다는 점에 착안한 것이다.

다만 임기가 보장되어 있다 하더라도 소수주주 측 이사나 잔존 이사들이 새로운 대주주 아래에서 어느 정도 저항할 수 있을지는 의문이고, 인수의 속도를 느리게 할 뿐 근본적 봉쇄책이 될 수 없다는 점에서 교차 임기제는 예방책으로서 한계를 지니고 있다. 그러나 교차 임기제를 채택한 회사의 이사회를 장악하기 위해서는 특별결의 요건에 해당하는 의결권을 확보하거나, 보통결의 요건 이상의 주식을 수년간 보유하고 있어야 하는데, 이는 현실적으로 기업 매수자 측에 부담이 될 수밖에 없을 것이고 또한 그 기간 동안 방어자로서는 다시 새로운 방어수단을 준비할 여유를 가지게 될 것이다.

(나) 사례

현대자동차 주식회사의 2000. 3. 1. 시행 정관 부칙 제5조는 “이사의 시차임기제”라는 표제하에 “① 제30기 정기주주총회에서 선임된 이사는 1그룹, 2그룹, 3그룹으로 나누고 각 그룹별로 이사수를 정한다 ② 제23조 제(1)항에도 불구하고 제30기 정기주주총회에서 선임된 이사 중 1그룹에 속한 이사는 다음 첫번째 정기주주총회까지, 2그룹에 속한 이사는 두번째 정기주주총회까지, 3그룹에 속한 이사는 세번째 정기주주총회까지 임기를 가진다”고 규정하고 있다.

한편, 넥스콘테크놀러지의 정관 제33조 제4항 단서는 “동일한 사업년도에 정당한 사유없이 해임될 수 있는 이사의 수는 직전 사업년도말 재적이사의 수의 4분의 1을 초과할 수 없다”고 하여, 기존 경영진을 일시에 퇴진시킬 수 없도록 규정하고 있다.

(5) 이사의 자격제한

(가) 개요

정관에 이사의 자격을 ‘주주’, 또는 ‘당해 회사에 3년 이상 근무한 자’ 등으로 제한하여 놓는 것을 말하는데, 이러한 규정을 두는 경우 기업 매수자가 대상회사의 다수 주식을 취득하여도 그러한 자격을 가진 자를 확보하지 못하면 현 이사를 마음대로 개입하거나 해임할 수 없게 되어 회사의 지배권을 즉시 취득하지 못하게 된다.

(나) 적법성 여부

상법상 위와 같은 정관규정이 허용되는가와 관련하여 견해의 대립이 있다. 상법 제387조는 정관으로 이사의 자격을 주주로 제한할 수 있음을 규정하고 있는데, 위 규정을 근거로 정관으로 이사의 자격을 제한하는 것은 그 내용이 사회질서에 반하지 않는 한 가능하므로 국적 등에 의한 자격 제한도 가능하다는 견해가 있는가 하면, 상법 제387조의 자격주 규정만 주식회사의 근본이념인 소유와 경영의 분리원칙에 대한 예외를 특별히 허용하고 있는 것으로 보아야 하므로, 주주 이외의 다른 국적이나 신분으로 이사의 자격을 제한하는 것은 위법하다는 견해도 존재하므로, 실제 위 규정을 도입함에 있어서는 신중을 요한다.

(다) 사례

유가증권시장 상장법인인 주식회사 중외제약의 정관 제29조 제1항은 “이 회사의 이사는 3명 이상으로 하되 사외이사의 수는 증권거래법에서 정하는 바에 의하며, 사내이사중 과반수 이상의 이사는 이 회사에 3년이상 근무한 자로 한다”고 규정하고 있다.

(6) 집중투표제 채택의 배제

(가) 개요

집중투표제는 주주총회에서 2인 이상의 이사를 선임하는 경우 주주에게 주식 1주마다 선임할 이사의 수와 동일한 수의 의결권을 가지며, 그 의결권은 이사후보자 1인 또는 수인에게 집중하여 투표할 수 있도록 하는 제도이다. 상법 제382조의 2는 정관에서 달리 정하는 경우를 제외하고는 2인 이상의 이사를 선임하는 총회의 소집이 있을 때 발행주식 총수(의결권 없는 주식 제외)의 3% 이상의 주식을 가진 주주는 회사에 대하여 회일의 7일 전까지 집중투표의 실시를 서면으로 청구할 수 있도록 규정하고 있으며, 증권거래법 제191조의 18은 상장법인의 경우 발행주식 총수(의결권 없는 주식 제외)의 1%만 가진 주주도 이를 청구할 수 있도록 하고 있다.

집중투표제가 실시되는 경우 대주주가 50% 이상의 주식을 보유하고 있더라도 이사회 일부가 공격자 측의 이사로 채워질 수 있으므로, 경영권의 안정을 위해서 정관으로 집중투표제를 배제할 필요가 있다. 이와 관련하여 증권거래법 제191조의 18 제2항은 상장회사의 경우 정관에서 집중투표를 배제하고자 하거나 그 배제된 정관을 변경하고자 하는 경우 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관으로 그 비율을 더 낮게 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사할 수 있도록 규정하고 있음에 유의할 필요가 있다.

위와 같이 집중투표제를 채택하는 경우에는 기존 대주주가 이사 전원을 자기 의사로 채우지 못할 가능성이 생기고, 이에 따라 대주주보다 적은 지분을 가지는 소수주주가 이사회에 참여할 기회를 가지게 된다는 점에서는 집중투표제를 배제하는 것이 기존 대주주의 경영권을 강화하는 것이 될 것이다. 한편, 대주주의 지분이 상대적으로 적은 경우에는 경영권 방어를 위하여 집중투표제가 채택되어 있는 것이 유리한 경우도 생각할 수 있다. 예컨대 집중투표제가 채택되어 있는 회사에서 이사 5인인 회사에서 이사 3인의 임기가 만료되는 경우, 대주주는 적은 지분으로도 집중투표에 의하여 새로 선임하는 이사 3인 중 1인을 선임함으로써 이사 과반수를 유지할 수 있는 경우도 있을 것이다. 결국, 집중투표제가 경영권 안정 또는 적대적 인수·합병에 유익할 것인가 여부는 회사의 지분구조, 이사의 수나 임기 상황 등 여러 측면을 종합적으로 검토하여야 할 것이므로, 정관에서 이를 배제할 것인가 채택할 것인가는 이러한 사정을 고려하여야 한다. 참고로, 상법은 정관으로 집중투표제를 배제하지 않는 한 당연히 집중투표제가 채택되어 있는 것으로 보고 있으므로(제382조의 2), 이를 배제하기 위하여는 정관상 근거가 있어야 함을 유의하여야 한다.

(나) 사례

대부분의 상장회사는 집중투표제를 배제하는 정관 규정을 두고 있다. 집중투표제는 주주제

안과 결합하여 청구되는 경우가 일반적인데, 상법은 3% 이상의 주식을 소유하고 있는 주주에게(제363조의 2), 증권거래법은 1% 이상의 주식을 6월 이상 보유한 주주에게 주주제안권을 인정하고 있다(제191조의 14).

유가증권시장 상장법인인 주식회사 케이티는 집중투표제를 배제하는 정관 규정을 두고 있지 않는데, 2005. 3. 11. 주주총회에 앞서 주식회사 케이티의 노동조합은 주주제안을 통하여 사외이사후보 1인을 추천하고 집중투표를 청구하였으나, 회사측 추천 후보들만이 선출된 예가 있다.

(7) 우리사주조합의 확대

(가) 개요

우리사주제도는 근로자로 하여금 우리사주조합을 통하여 당해 회사의 주식을 취득·보유하게 하는 제도로 근로자복지기본법에 근거하고 있다. 통상 우리사주조합원들이 인수한 주식의 의결권은 조합의 대표에 의하여 일괄 행사되는 것이 일반적 관행이고, 그 경우 외부의 공격자보다는 현 경영진에게 우호적으로 행사되는 경우가 많아 우리사주 조합지분의 증가는 적대적 인수·합병에 대한 방어수단이 될 수 있다. 그리고 근로자복지기본법 제37조 제5항은 우리사주조합은 규약에 의하여 조합원이 자사주를 인출하는 경우 우리사주조합·우리사주조합원 순으로 우선하여 매입하도록 할 수 있도록 하고 있고, 일정한 기간 우리사주조합원 주식을 예약하여 두고 그 인출을 제한하고 있으므로, 우리사주 조합지분의 증가는 공개매수에 응할 수 있는 주식의 수를 감소시키는 효과도 있다. 따라서, 우리사주조합 주식은 공개매수 등 공격자의 대량주식 취득을 통한 인수·합병 시도에 장애로 작용할 가능성이 있는 것이다. 나아가, 최근에는 회사가 우리사주조합원에게 일정한 조건으로 회사의 신주를 인수하거나 기보유 자기주식을 매수하는 권리를 부여하는 제도, 즉 우리사주매수선택권제도가 도입되었는데(근로자복지기본법 제32조의 2), 이에 의하여 우리사주조합원에게 매수선택권을 부여하였다가 적대적 인수·합병의 시도가 있을 경우에는 조합원들로 하여금 이를 행사하게 함으로써 공격자의 지분을 하락시킬 수 있는 가능성도 생겼다고 볼 것이다.

상장법인이 주식을 모집 또는 매출하는 경우 우리사주조합원들은 일정한 비율 범위 내에서 당해 주식에 대한 우선배정권한을 가지는바(증권거래법 제191조의 7), 적대적 인수·합병의 상황에 있는 법인이 예컨대 주주배정의 방식으로 신주를 발행하면서 우리사주조합원에게 우선

배정을 함으로써 방어측은 우호지분을 확보하고 공격자의 지분율을 하락시키는 것이 제도 상 가능하다. 그러나, 이러한 신주발행방식이 비록 주주배정 방식으로 이루어진다고 하더라도 그 신주발행이 회사의 자금조달 등 경영상 필요로 하는 것이 아님에도 그 주된 목적이 적대적 인수·합병의 방어에 있는 경우라면, 이러한 신주발행은 현저히 불공정한 방법으로 이루어지는 것이라고 인정될 경우도 있고, 따라서 공격자에 의한 신주발행유지청구가 받아들여질 가능성도 있음을 유의하여야 한다(상법 제424조 참조).

(나) 사례 및 적법성

1990년대 간헐적인 적대적 인수·합병 시도의 대상이 되었던 기아자동차의 경영진은 우리 사주조합과 유사한 경영발전위원회를 조직, 회사의 자금을 지원하여 이 단체의 자사 주식 지분율을 높여 왔다. 이에 대하여 대법원은 “중업원주제도 하에서 회사의 경영자가 중업원의 자사주 매입을 돕기 위하여 회사자금을 지원하는 것 자체를 들어 회사에 대한 임무위배행위라고 할 수는 없을 것이나, 경영자의 자금지원의 주된 목적이 중업원의 재산형성을 통한 복리증진보다는 안정주주를 확보함으로써 경영자의 회사에 대한 경영권을 계속 유지하고자 하는 데 있다면, 그 자금지원은 경영자의 이익을 위하여 회사재산을 사용하는 것이 되어 회사의 이익에 반하므로 회사에 대한 관계에서 임무위배행위가 된다”고 하여 경영진의 업무상 배임죄를 인정한 바 있다(대법원 1999. 6. 25. 선고 99도1141 판결). 한편, KCC와 현대그룹 사이의 경영권 분쟁에 있어서 현대엘리베이터는 일반공모증자 방식의 신주발행을 함으로써 경영권을 방어하고자 하였는바, 그 과정에서 KCC는 현대엘리베이터의 신주발행 목적이 일반공모증자 과정에서 우선배정되는 우리사주조합분을 이용하여 경영권을 강화하려는 것으로 현저히 불공정한 방법에 의한 신주발행이라고 주장한 바 있었다. 이 사례에서는 다른 많은 쟁점이 혼합되어 있었으나, 결국 KCC의 가처분신청이 인용되어 현대엘리베이터의 신주발행이 중단되었다.

(8) 자사주의 취득

(가) 개요

회사가 자기주식, 즉 자사주를 취득하는 경우 자사주 자체에는 의결권이 없지만, 적대적 인수·합병이 있는 경우 자사주를 우호세력에게 매도하여 그 의결권을 활용할 수 있으므로, 자사주의 보유는 그 자체로 적대적 인수·합병을 예방하는 수단이 되고, 나아가 적대적 인수·

합병이 현실화되는 경우에 이를 처분함으로써 사후적인 방어수단으로 기능할 수 있다. 또한, 적대적 인수·합병이 있는 경우에 새로이 자사주를 취득하는 경우 유통되는 주식물량이 감소하고 주가상승을 가져오는 동시에, 회사가 보유한 현금을 자사주 취득에 사용함으로써 공격자의 인수매력을 감소시키기도 한다는 점에서도 적대적 인수·합병의 방어수단으로서의 성질을 가질 수 있다.

(나) 적법성

자기주식의 보유 또는 그 처분이 적대적 인수·합병에 대한 방어수단으로 활용되기 위하여는 자기주식을 취득하는 과정과 이를 제3의 우호세력에게 처분하는 과정이 적법하고 그 각 효력이 인정되어야 한다. 따라서, 자기주식의 취득과 처분에 관한 규제를 살펴볼 필요가 있다.

상법은 주식의 소각 목적, 또는 합병, 영업전부의 양수로 인한 경우 등을 제외하고는 회사가 자기주식을 취득하는 것을 원칙적으로 금지하고 있으나(제341조), 증권거래법은 상장법인이 시장을 통하거나 공개매수 혹은 신탁(자기주식 취득 목적으로 신탁법상의 신탁회사나 간접투자자산 운용법상 자산운용회사와 체결한 신탁계약, 간접투자자산운용법상 투자회사가 발행하는 주식의 취득계약)에 의하여 당해 법인의 명의로 계산으로 자기주식을 취득하는 것을 허용하고 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항, 제2항). 다만 취득금액은 상법 제462조의 이익배당가능금액(순자산액에서 자본금, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그 결산기까지 적립하여야 할 이익준비금의 액을 공제한 금액)을 한도로 하며(같은 조 제1항 후문), 자기주식 취득은 이사회 결의를 거쳐야 하며 결의 즉시 금융감독위원회에 자기주식 취득신고서를 제출하여야 하는 등 일정한 절차를 거쳐야 한다(유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제101조 내지 제111조). 다만, 증권거래법이 자기주식의 취득기간 등에 대한 제한을 가하고 있으므로 이를 유의하여야 한다. 이와 같이 상장법인의 경우 증권거래법이 그 취득을 허용하고 있는 범위 내에서만 그 보유의 적법성이 인정되고, 그 범위에서 적대적 인수·합병의 예방수단으로 기능할 수 있다.

그리고, 자기주식의 처분에 관하여도 증권거래법상 일정한 규제가 있으나, 그 처분방법이나 처분 상대방을 특히 제한하고 있지는 않다. 따라서, 적대적 인수·합병에 처한 회사가 기존에 적법하게 보유하던 자기주식을 장외에서 우호적인 특정 제3자에게 처분하는 것이 기본적으로 허용되어 있다고 볼 여지가 크다. 아래 사례에서 보듯이, SK와 소비린 사이의 분쟁 당시 법원은 이러한 취지를 암시하였다. 그러나, 최근 대법원상 관련 사건에서 법원은 특정 주주에 대한 자기주식 처분이 허용되지 않는다는 취지의 판시를 한 바 있어 주목을 받았는데, 이에 관하여도 역시 아래 사례에서 보기로 한다.

한편, 최근 법무부가 발표한 상법 개정시안은 자사주 매입을 비상장 법인에도 허용하는 한편 자사주 매각시에는 신주 발행 절차를 준용하게 함으로써 자사주를 특정 주주 또는 제3자에게 매각하는 것을 제한하고 있다. 이러한 개정시안이 입법화될 경우에는 자기주식 보유와 처분을 통한 적대적 인수·합병 방어를 상당한 제약은 받게 될 것이다.

(다) 사례

2003년 주식회사 SK와 소비린의 지분 경쟁 당시 SK는 의결권을 부활시키기 위하여 자사주 10.41% 중 9.67%를 계열회사의 채권은행 등 우호주주들에게 매각하였는데, 소비린은 자기주식 처분 전의 자신의 의결권이 비율이 자기주식 처분에 의하여 침해된다는 것을 이유로 자기주식 매각의 금지를 구하는 가처분을 신청하였고, 이에 서울지방법원은 ‘이사회 결의는 피신청인 회사 이사들이 신청인의 기업매수에 직면해 이를 방어하기 위한 경영판단에 의한 것으로 적법’하고, ‘피신청인 회사가 자기주식을 처분함으로써 피신청인 회사에 대한 신청인의 주식보유비율이 변경되고 지분율이 희석된다고 하더라도 그러한 사유만으로 이사회 결의를 무효로 볼 수 없다’는 이유로 가처분 신청 다음날에 이를 기각한 바 있다.

반면, 경영권 분쟁과정에서 대립통상 주식회사의 최대주주가 회사로부터 자사주를 매수하여 지분비율을 34.11%에서 47.49%로 늘린 데 대하여 2대주주 등이 낸 의결권행사금지 가처분 사건에서 2006. 3. 24. 서울서부지방법원은 자기주식 처분에 신주발행에 관한 법리의 유추적용 가능성을 시사하면서 ‘다른 주주들에게 자기주식을 매수할 기회를 전혀 주지 않은 채 특정 주주에게 이를 일방적으로 매도하는 것은 주주평등의 원칙에 반한다’는 이유로 신청인의 주장을 받아들인 바 있다. 법원의 이러한 판시는 그에 대한 많은 논란을 야기하였는바, 기본적으로 주주의 자기주식 우선인수권의 개념을 전제한 것이어서 해석론으로는 무리가 있다고 보이고 또한 주주평등의 문제는 회사의 조직법적 행위에서 논의되는 것인데 자기주식 처분은 개인법적 거래관계의 성질을 강하게 띠는 것이어서 주주평등의 원칙으로 이를 규율하기 어렵다는 지적을 받고 있다. 여하튼 이러한 법원의 판시는 적대적 인수·합병과 관련한 가장 유력한 예방적 또는 사후적 방어수단 중 하나인 자기주식의 보유 및 처분의 방어수단으로서의 실효성을 상당부분 제한하는 것이라고 평가할 수 있다.

(9) 해외주식에탁증서(DR)의 발행

주식에탁증서(Depository Receipt)란 기업이 해외 증권거래소에 주식을 상장하는 경우에 예상되

는 발행 및 유통상의 문제점을 고려하여 주권은 본국에 소재한 금융기관에 보관하고 해외투자자에게 주권에 대한 소유권을 인정하는 표시로서 발행하는 증서를 말한다. 주식예탁증서를 발행하면서 발행계약을 통해 의결권의 행사를 위원회(Voting committee)에 위임하도록 하고, 그 위원회에 회사의 재무담당이사 등을 참여시키는 경우 경영진에 유리한 방향으로 의결권을 행사할 수 있다는 점에서 방어수단이 될 수 있다. 다만, 주식예탁증서의 발행은 회사의 규모나 해외에서의 신인도 등이 일정한 수준에 이르렀을 것을 요한다는 한계가 있다.

(10) 주식의 상호보유

계열회사 사이에, 또는 우호적인 2개 이상의 기업 사이에 주식을 상호보유하여 각사 경영진이 각기 상대방의 주주총회에서 현 경영진에 유리하게 의결권을 행사한다면 상호 경영권의 안정을 도모할 수 있을 것이다. 이와 같이 적대적 인수·합병의 위험에 노출되어 있다고 생각하는 기업들 사이에 서로 상대방의 의결권 있는 주식을 보유하여 경영권 방어에 협력하기로 하는 약정을 체결하여 상호 주식을 보유하는 사례가 흔히 있다.

그러나 상법 제342조의 2 제1항은 A회사가 B회사의 발행주식 총수의 50%를 초과하여 가지고 있는 경우, 즉 A회사와 B회사가 모자회사 관계인 경우, 자회사인 B회사는 모회사 A회사의 주식을 취득할 수 없도록 규정하고 있고, 상법 제369조 제3항은 C회사가 D회사 발행주식 총수의 10%를 초과하는 지분을 보유하고 있는 경우 D회사는 C회사의 주식에 대하여 의결권을 갖지 못한다고 하여 비모자회사 사이의 상호 주식보유를 규제하고 있으며, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제9조는 상호출자제한기업집단에 속하는 회사는 자기의 주식을 취득 또는 소유하고 있는 계열회사의 주식을 취득 또는 소유할 수 없도록 하는 상호출자금지제도를 두고 있는 등 주식상호보유에 의한 방어행위는 많은 제약이 있다.

특히, 위와 같은 비모자회사 사이의 상호주식 보유에 대한 규제에 의하여 2 이상의 회사가 상호 보유에 의하여 상대방의 경영권 안정에 역할을 하기 위하여는 두 회사 모두 상대방 회사 주식을 10% 넘지 않도록 하는 범위에서 주식을 보유하여야 한다. 이러한 상법상의 규제에 의하여 실무에서는 외국회사와의 주식 상호 보유를 검토하는 경우가 종종 있다. 즉, 국내 기업들 사이의 주식 상호보유에는 위에서 본 상법 제369조 제3항으로 인하여 어느 한 회사가 10%를 넘어 주식을 보유하는 것은 본래의 의도를 달성하기 어려운 경우가 많다는 점에서 우리나라 회사가 외국회사의 주식을 보유하고 그 외국회사가 다시 우리나라 회사의 주식을 보유하는 구조가 검토되는 경우가 있다. 이와 같이 국내회사와 외국회사 사이의 상호 주식보유

에 이 상법 제369조 제3항이 적용될 것인가 하는 점은 학설들도 아직 깊이있는 논의를 하지 않고 있어(일본에서는 이에 관한 논의가 어느 정도 진척되어 있으나 아직 그 정론이 확립되어 있는 단계는 아닌 것으로 보인다) 현재로서는 그 결론을 짐작하기 어려운 상황이라고 보여진다.

한편, 위 상법 제369조 제3항은 적대적 인수·합병의 시도가 있을 경우 대상기업이 공격자인 상대방 회사의 주식을 10% 초과하여 취득함으로써 그 공격자의 대상기업 지분의 의결권을 배제하기 위한 수단으로 이용되기도 한다. 즉, 적대적 인수·합병에 대한 사후적 방어수단으로서의 기능도 하는 것이다. 이 점은 뒤에서 다시 살펴본다.

(11) 의결권구속계약

의결권구속계약은 의결권을 특정 방향으로 행사한다든지 특정 제3자의 지시에 따라 의결권을 행사하는 것을 내용으로 하는 주주들 전부 또는 일부간의 채권계약을 말하는데, 때로 회사와 주주, 또는 주주와 제3자 사이에 체결되기도 하며, 개별 의안에 대하여 합의되기도 하고 장래 모든 의안에 대해 포괄적으로 합의하기도 한다. 기존 대주주 등이 상당한 규모의 주식을 보유하고 있는 제3의 주주와의 사이에서 기존 대주주가 지시하는 방향으로 의결권을 행사한다는 등의 약정을 체결하여 둔다면 이로써 적대적 인수·합병 시도가 있을 경우의 방어수단으로 기능할 수 있음은 물론이다.

의결권구속계약의 효력에 관하여는 일반 사법상의 계약과 같이 신의칙이나 강행법규, 회사법의 기본원리에 반하지 않는 내용인 한 원칙적으로 유효하다는 것이 다수설이고, 우리 증권거래법 시행령 제10조의 3 제4항 제3호에서의 “의결권을 공동으로 행사하는 행위”, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령 제3조 제2호의 “동일인이 다른 주요주주와의 계약 또는 합의에 의하여”나 동 제3조의 2 제1항 제1호의 “출자자 간의 합의·계약 등에 의하여”라는 문언은 의결권구속계약이 유효하다는 점을 전제로 한 규정으로 볼 여지가 있다. 나아가 학설 가운데에는 명시적으로 적대적 인수·합병을 방어하기 위하여 주주와 회사 사이에 체결된 의결권구속계약도 특단의 사정이 없는 한 유효하다는 견해도 있다.

다만, 의결권구속계약은 조직법상의 효력은 인정되지 않고 일반 채권계약으로서의 성격을 갖는데 그치는 것이므로, 이에 반하여 의결권을 행사하더라도 해당 총회의 결의 자체는 유효하고, 다만 계약당사자 사이에 채무불이행에 따른 손해배상이 문제가 될 뿐이다. 이때 현실적으로 손해배상액의 산정이 문제가 될 수 있으므로, 의결권구속계약 체결 당시에 미리 손해배상액의 예정을 하여 두는 것이 필수적으로 요구된다.

(12) 황금낙하산(Golden Parachute)

(가) 개요

황금낙하산이란 대상회사의 지배권에 변동이 생겨 임원들이 비자발적으로 퇴직하게 되는 경우 그 임원에게 매우 고액의 퇴직금 또는 과도한 주식매수선택권을 제공하기로 하는 방법이다. 이는 본래 회사의 인수매력도를 저하시킬 목적으로 도입된 제도이나, 최근에는 기존의 경영진은 고액의 퇴직금을 받을 수 있기 때문에 오로지 자신의 경영권 유지만을 목적으로 무리한 방어행위를 하는 것을 자제하게 하는 장치로서도 의미가 있다고 평가된다. 다만, 대규모 회사의 경우에는 황금낙하산 비용이 차지하는 비중이 미약할 것이므로 방어효과가 미미하다는 한계가 있다.

(나) 적법성

상법 제388조는 이사의 보수를 정관에 그 액을 정하지 않은 때에는 주주총회 결의로 정하도록 규정하고 있고, 퇴직금의 경우 주주총회의 승인을 거친 임원 퇴직금지급규정에 의하여 지급하는 것이 일반적이다. 따라서 황금낙하산 규정은 정관이나 적어도 임원 퇴직금지급규정에 규정되어 있어야 할 것이고, 이를 위하여 주주총회 결의가 요구된다. 한편, 학설 중에는 황금낙하산 규정이 주식회사의 본질이나 신의칙에 반한다고 할 수 없으므로 유효하다고 하는 견해가 있다.

(다) 사례

최근 대기업 전 총수의 자제가 인수하여 화제가 된 코스닥 상장기업인 주식회사 뉴웰코프는 대주주의 낮은 보유지분으로 인해 경영권 분쟁이 발생할 것을 우려하여 정관에 다음과 같은 황금낙하산 규정을 도입하였다.

제42조 (이사의 보수와 퇴직금)

- ① 이사의 보수는 주주총회의 결의로 이를 정한다
- ② 이사의 퇴직금의 지급은 주주총회 결의를 거친 임원퇴직금지급규정에 의한다.
- ③ 이사가 임기 중 적대적 기업인수 및 합병 등으로 인하여 해임될 경우에는 통상적인 퇴직금 이외에 퇴직 보상으로 대표이사에게 50억 이상, 이사에 30억 이상을 지급

한다.

- ④ 제3항의 조항을 개정 또는 변경할 경우, 그 효력은 개정 또는 변경을 결의한 주주총회가 속하는 사업연도 종료 후 발생한다.

그러나, 위 제3의 규정 중 일정액 “이상”을 지급한다는 정관 규정이 이사의 보수를 정관 또는 주주총회 결의로 정하도록 한 상법상의 요구를 충분히 충족하고 있는가 하는 점에 관하여는 의문이 제기될 여지가 있다고 보인다.

(13) 독약계획(Poison Pill Plan)

(가) 개요

독약계획(Poison Pill Plan)이란 적대적 인수·합병 시도가 있을 경우 회사가 공격자에게 치명적인 내용으로 신주 인수 등 주식거래를 할 수 있도록 미리 준비하는 제도라고 할 수 있다. 적대적 인수·합병에 대비하여 주주들에게 제3자의 공개매수 신청이 있거나 제3자가 대상 회사의 발행주식총수의 일정 비율 이상을 취득하였을 때 주주들이 낮은 가격으로 대상 회사 또는 매수 희망자의 주식을 추가로 매수하거나 자신의 보유 주식을 고가에 매도 또는 상환을 받을 권리를 행사할 수 있도록 하는 방어수단을 말한다. 독약계획에 따라 주주들이 권리를 행사하게 되면 대상회사는 재산이 고갈되고 새로운 부채를 부담하게 되므로, 인수매력이 크게 떨어지게 되므로, 공격자에게 매우 괴로운 독약이 될 수 있다.

독약계획은 크게 다음 세 가지 방법으로 구분해 볼 수 있다.

먼저 이사회가 우선주를 발행하여 이를 주식배당으로 보통주주에게 배정하는 방법으로, 이 경우 우선주의 주주는 정관에 의하여 공격자가 대상회사의 지배권을 취득하는 경우 공격회사의 보통주로 전환을 청구할 수 있는 전환권(conversion right)을 가진다(flip-over). 이 경우 전환비율은 현 시가 또는 공격자가 대상회사의 주식에 지급한 최고 취득가격 중 고액을 기준으로 한다. 이 방법은 대상회사의 주주들로 하여금 공격자의 매수신청에 응할 필요가 없게 하고, 공격회사에 대하여 막대한 자금부담을 주기 때문에 기업매수에 대한 방어기능을 가진다.

다음으로 대상회사의 주주에게 우선주를 발행하여 준다는 점에서는 앞의 방법과 같으나, 우선주의 주주는 공격회사가 대상회사의 발행주식 총수의 일정비율 이상을 취득하면 공격회사가 지급한 최고의 주식가격과 미지급 배당금을 합산한 가격으로 우선주의 상환을 청구할 수 있는 상환권(redemption rights)을 가지게 하는(flip-in) 방법이다. 이 경우 기업매수에 성공한 공격

자는 우선주를 상환하기 위하여 재산을 소비하여야 하므로, 이 방법은 공격회사를 초토화하는 정책(scorched earth policy)의 하나로 이용된다.

현재 미국에서는 대상회사의 보통주주에게 우선주식 대신 신주인수권 등의 권리를 배당으로 부여하고 있는데, 이 경우 공격자가 대상회사의 주식을 일정비율 이상 취득하거나 공개매수의 신청이 공고되면, 위 권리를 보유한 대상회사의 주주는 공격회사의 주식을 저렴한 가격에 매수할 수 있다.

(나) 적법성

독약계획은 미국의 경우 그 채택을 위하여 주주들의 동의를 요하지 않는 등의 이유로 가장 성행하고 있는 경영권 방어수단이라고 하나, 우리 나라의 경우 독약계획을 이용하기에는 법률상 장애가 있다.

첫번째 유형의 경우, 상법상 전환주식은 정관으로 전환의 조건, 전환의 청구기간, 전환으로 인하여 발행할 주식의 수와 내용을 정하여야 하는데(제346조 제1항), 독약계획에 있어서는 전환의 청구기간이 장래의 불확실한 시점에 개시되고, 전환비율 등 전환조건이 장래에 결정되므로, 현행 상법상으로는 허용되지 않는다고 보아야 할 것이다.

둘째 유형의 경우 상법은 상환주식 역시 정관으로 상환가액, 기간, 방법 등을 정하여야 하고, 배당가능이익이 있는 것을 법정조건으로 하는데(제345조), 독약계획에 있어서는 상환기간이나 가액 등을 정관에 명확하게 규정할 수 없으므로, 이것 역시 허용되지 않는다고 해석되고 있다.

그리고 셋째 유형은 상법은 배당의 종류로서 현금배당과 주식배당만을 허용하고 있을 뿐이므로, 신주인수권과 같은 재산의 배당은 허용되지 않으므로 역시 허용되지 아니한다.

(14) 지주회사체제 전환 등 지배구조 변경

적대적 인수·합병에 노출되었다가 이를 극복한 기업집단이 다시 올 수 있는 적대적 인수·합병의 가능성에 대비하여 전체적인 지배구조를 지주회사 체제로 변경하는 예가 종종 있다. 그밖에도 개별 기업이 상법상의 분할을 실시함으로써 적대적 인수·합병에 대한 방어를 꾀하는 경우도 종종 있다. 이와 같이 상법상의 분할 실행, 지주회사 체제 전환 등을 통하여 기업의 지배구조를 적대적 인수·합병 방어에 유용한 구조로 변경하는 것이 가능하다. 따라서, 지배구조의 변경은 경우에 따라서는 적대적 인수·합병에의 방어수단으로 기능하기도 한

다. 여기서는 이러한 지배구조 변경이 적대적 인수·합병의 방어기능을 가지는 측면들을 간략히 살펴본다.

먼저, 다른 회사와의 합병을 통하여 회사 규모를 키우고 합병 상대방 회사가 영위하던 영업을 함께 영위하는 경우, 공격자의 입장에서는 대상회사의 지배권을 취득하기에 족한 주식을 취득하기 위하여 더 많은 자금이 소요될 것이고 또한 대상회사가 영위하는 영업이 다양화되어 경우에 따라서는 인수의 매력을 저감시키는 역할을 하게 된다. 따라서, 다른 회사와의 합병은 종종 장기적 관점에서 적대적 인수·합병을 예방하려는 취지를 함께 가지는 경우가 있다.

그리고, 상법상의 회사분할을 통하여 적대적 인수·합병을 예방하고자 하는 경우가 많다. 회사분할은 분할로 인하여 발행하는 분할신주를 분할회사의 기존 주주들에게 기존 지분비율에 따라 배정하는 인적분할과 분할회사 자신에게 100% 배정하는 물적분할로 구분되고, 현행 상법은 이 양자를 모두 허용하고 있다. 그 중에 물적분할은 그 분할된 사업부문을 영위하는 100% 자회사를 창설하게 되는데, 공격자가 매력을 느낄만한 사업부문을 물적분할하는 경우 이로써 공격자가 시장에서 해당 사업부문을 영위할 회사 주식을 직접 취득하는 것을 막게 되고, 특히 적대적 인수·합병이 시도될 경우 그 해당 사업부문을 영위하는 자회사 주식을 제3자에 처분함으로써 공격자의 시도를 무산시킬 수 있게 된다. 이러한 방식에 의한 인수·합병 방어는 물론 해당 사업부문에 대한 영업양도를 통하여 가능한 것이지만, 영업양도의 경우는 주주총회 특별결의, 반대주주의 주식매수청구권 등 상법상의 규제에 의하여 적대적 인수·합병의 시기에 즉시 활용하기 어려운 경우가 많은데 대하여 이와 같이 자회사 형태로 주식을 보유하다가 주식을 처분하는데는 긴 시간이 요구되지 않으므로 사후적인 방어수단으로 이용되기에 제격이라고 할 수 있다. 다만, 일부 학설에서는 100% 자회사의 주식을 처분하는 것이 마치 영업양도와 유사하여 그 규정을 유추적용해야 한다는 주장이 있으므로 이에 대한 주의를 요한다. 한편, 적대적 인수·합병의 위협에 노출된 회사가 이를 방어하기 위하여 인적분할을 활용할 여지도 있다고 볼 수 있는데, 상장회사가 인적분할에 의하여 핵심영업부문을 분할해서 신설하면서 이 신설회사를 비상장으로 유지하는 경우 공격자는 신설회사 주식을 취득할 시장이 없다는 점에서 인수·합병을 시도함에 장애가 생길 수 있고, 인적분할을 통하여 핵심영업부만을 영위하는 별개의 회사를 설립하면 그 핵심영업부문에 대한 경영권 안정을 위한 지분취득에 상대적으로 적은 자금이 소요되므로 인수·합병에의 방어수단이 될 여지가 있는 것이다. 특히, 이미 자기주식을 가지고 있는 상장법인이 인적분할을 하는 경우 기존 자기주식에 대하여도 분할신주를 배정하는 것이 가능하다고 이해되고 있으므로, 이를 활용하면 분할신

설회사에 대한 지배권이 강화되는 효과가 있다.

한편, 기업집단의 지배구조를 지주회사체제로 전환하는 경우 그 자체로 이것이 기존 대주주의 경영권 강화에 유용할 수 있는데, 이로써 적대적 인수·합병에 대한 방어수단의 기능을 할 여지가 있다. 지주회사로의 전환방식은 다양하게 제시될 수 있는데, 특히 인적분할을 통하여 지주회사로 전환하는 경우 기존 회사가 자기주식을 가지고 있으면 지주회사와 기존 대주주의 자회사(분할신설회사)에 대한 지배권이 그 자체로 강화될 수 있음을 앞에서 보았다. 그밖에도 지주회사체제로 전환하는 경우 지주회사 자신에 대한 적대적 인수·합병의 시도가 있을 때에 자회사 주식을 즉시 처분함으로써 적대적 인수·합병의 매력을 감소시키는 것이 가능할 수도 있다. 나아가, 대주주가 지주회사를 통하여 자회사를 지배할 경우 자회사에 대한 일반주주의 관여를 줄일 여지가 있다는 점에서 이는 대주주의 안정적인 지배를 가능하게 한다고 볼 수 있다.

다. 사후적 방어행위

(1) 우호적인 여론 형성

(가) 개요

적대적 인수·합병의 위협에 직면했을 때 대상 회사의 경영진이 기자회견, 보도자료의 배포 등을 통하여 적극적으로 주주 및 사회구성원들에게 인수 시도의 부당성을 설득하는 방법으로 반인수 캠페인, 또는 여론화전략이라고도 한다. 우리 나라의 경우 전통적으로 적대적 인수·합병에 관하여 부정적인 인식이 많으므로 유리한 여론형성이 상대적으로 용이하며, 특히 대기업이나 외국기업의 중소기업의 인수의 경우에는 특히 유용한 방어수단이 될 수 있을 것이다.

(나) 적법성

반인수 캠페인은 정형적인 것이 아니므로, 그것이 대상 회사의 주식거래를 왜곡시킬 정도의 정보는폐나 허위정보의 유포 등을 수반하지 않는 한 법적인 문제를 일으키지 않는다는 견해도 있고, 증권거래법 제25조는 공개매수신고서가 제출된 주식 등의 발행회사는 그 공개매수에 관한 의견을 표명할 수 있다고 규정하고 있기도 하다. 다만, 적대적 인수·합병과정에서 치열한 공방이 이루어지는 경우 반인수 캠페인이 공익적 목적이 아닌 비방의 목적으로 타인의 명

예를 훼손하는 것으로 인정되는 정도에 이른 때에는 형법상 명예훼손죄가 문제될 수 있을 것이다.

(다) 사례

삼성그룹은 1993년 10월 계열사의 시장매집을 통하여 기아자동차의 주식을 9.73%까지 보유하기에 이르렀다. 이에 기아자동차는 '재벌그룹이 자금력을 이용하여 전문경영인이 경영하는 건설한 기업을 탈취하려 한다'는 여론을 형성하는데 성공하였고, 이에 삼성측은 같은 달 20일 정부주 주식을 매각하기 시작하여 기아자동차는 경영권을 유지할 수 있었다.

(2) 방어적 인수·합병

(가) 개요

적대적 인수·합병의 대상이 된 회사가 제3의 회사를 인수·합병함으로써 인수·합병이 곤란할 정도로 대상 회사의 규모를 키우는 동시에 적대적 인수·합병의 매력을 감소시키거나, 공격 회사와 경쟁관계에 있는 회사를 인수·합병함으로써 독점규제법상의 독점이나 기업결합의 규제대상에 해당하도록 만드는 방법이다.

이 방어방법은 적대적 인수·합병의 위협에 쫓기는 경영진이 이러한 제3의 회사를 찾아내는 것 자체가 어렵기도 하거니와, 과도한 가격으로 타 회사를 인수하여 회사 자산을 낭비하는 위험한 거래를 할 가능성이 높으며, 공격자가 인수·합병에 성공하는 경우 인수한 사업부문을 분할할 것이라는 계획을 공표하는 경우 독점의 문제도 해결할 수 있다는 이유로 투여하는 비용에 비하여 방어효과가 크지 않은 것으로 평가된다.

(나) 적법성

기업매수 자체는 위법하다고 볼 수 없을 것이나, 대상회사의 이사가 기업매수에 과도한 비용을 지출하여 회사의 재산을 낭비하였고, 그 기업매수의 주된 목적이 경영권을 방어하는 데 있다면 이사의 회사에 대한 책임이 문제될 것이고, 아울러 형사상 업무상 배임의 죄책을 지는 경우도 발생할 수 있을 것이다.

(3) 백기사(White Knight)

(가) 개요

적대적 인수·합병에 대하여 회사가 자금력의 열세로 지배권을 상실할 가능성이 있을 때 현 경영진에 우호적인 제3자(백기사; White Knight)를 물색, 자기 회사의 지배권을 획득할 수 있는 정도의 주식을 취득하게 함으로써 최초 공격자의 매수 기도를 무산시키는 방법이다. 한편, 우호적인 제3자가 대상회사의 경영권을 취득할 의사가 없어 대상회사의 경영진이 그대로 경영권을 유지하도록 하는 경우 제3자를 백지주(White Squire)라고 부르기도 한다.

백기사나 백지주를 확보하기 위하여 제3자 배정의 신주발행, 또는 주식으로 전환되거나 신주를 인수할 수 있는 권리가 붙은 사채를 발행하여 주는 방식이 이용되기도 한다.

(나) 적법성

백기사에 대한 구원요청 및 백기사의 시장매집은 적법한 것으로 보이나, 백기사의 주식 취득이 자사주의 매각, 또는 제3자 배정의 신주발행 등과 결합되는 경우의 적법성은 해당 분야에서 별도로 검토하여야 할 것이다.

(다) 사례

경남에너지의 1대주주이던 (주)원진이 경남에너지의 경영권을 독점하기 위하여 공개매수에 나서자 2대주주가 (주)대웅제약에 구원요청을 하였고, 이에 대웅제약이 응하여 최대주주가 된 사례가 있다.

2004년 대한해운은 노르웨이의 해운회사인 골라LNG가 대거 지분을 매입하자 대우조선해양, 포스코 등을 백기사로 동원한 사례가 있고, 한진해운은 골라LNG의 관계회사로 알려진 제버란 트레이딩이 8.7% 상당의 자사 주식을 이스라엘 해운부호인 새미 오퍼에 보유주식을 매각하자, 2006. 11. 10. 상호 백기사협정을 맺고 경쟁사인 대한해운 주식 75만주(전체 발행주식의 7.5%)를 322억 원에 취득하고, 자사주 120만주(1.7%)를 대한해운이 308억 원에 매각한 바 있다.

(4) 록업(Lock-up)

(가) 개요

록업이란 인수대상 회사가 우호적인 제3자에게 회사의 주식이나 자산을 적대적 인수·합병을 시도하는 회사보다 유리하거나 최소한 같은 가격에 우선적으로 매수하게 하거나 매수할

수 있는 권리를 부여하는 방어방법을 말한다.

특업은 대상회사의 중요자산을 매수하게 하거나 매수할 수 있는 권리를 부여하는 방식(Assets Lock-up)과 대상회사의 주식 또는 주식매수선택권을 부여하는 방식(Stock Lock-up)으로 나눌 수 있는데, 인수 희망자는 경영권을 취득하더라도 중요한 재산을 제3자에게 빼앗기에 되고, 이를 매수하기 위해서는 너무 많은 대가를 치르게 되므로 인수를 포기할 가능성이 많다. 또 미국의 경우 그와 같은 거래가 대상회사의 실질적인 전 자산을 대상으로 하지 않는 경우에는 주주들의 동의가 필요하지 않기 때문에 경영진이 쉽게 쓸 수 있다는 장점도 있다. 특히 대상 회사의 가장 가치 있는 자산이나 사업부분을 시장가격 이하의 조건으로 매수할 권리를 부여하는 것을 가리켜 왕관의 보석(Crown jewel)이라고 한다. 이때 제3자가 경영권 취득에 실패하는 경우에 대비하여 그 손해를 배상하여 주기로 약정(agreement for liquidated damages)을 하는 경우도 있다.

특업의 유효성에 관하여 대다수 미국법원은 특업이 적대적 인수·합병을 위한 경쟁자가 존재하지 않을 때보다 유리한 거래조건을 얻기 위하여, 즉 경쟁을 유도하기 위한 경우에는 허용되지만, 경쟁 자체를 무산시키기 위한 것일 때에는 허용되지 않는다는 입장을 취하고 있다.

(나) 적법성

먼저 왕관의 보석에 관하여는, 우리 나라에서도 이사들은 주주총회의 특별결의를 요하지 않는 범위 내에서는 회사의 중요한 영업용 재산을 제3자에게 양도할 수 있으나, 대법원은 영업양도에 해당하지 않는 경우에도 그 영업용 재산을 양도함으로써 실질적으로 영업의 양도 또는 폐지의 결과를 가져오는 때에는 주주총회의 특별결의를 요한다고 판시하고 있으므로, 특정한 영업용 재산을 양도함에 있어서는 주주총회의 특별결의를 요하는 것인지 구체적으로 검토할 필요가 있으며, 한편 당해 영업양도가 오로지 경영권 방어를 목적으로 하거나 현저히 저가에 매각하는 경우에는 이사에 대해 손해배상책임이나 업무상 배임의 형사책임이 문제될 수 있을 것이다. 왕관의 보석에 의한 인수·합병 방어가 이와 같이 주주총회 특별결의를 요한다고 판단되는 경우라면 이를 위하여 시간이 소요되고, 결국 상대방에 대하여 유지청구권 행사의 기회를 제공할 수 있음을 유의할 필요가 있다.

다음으로 제3자에 대하여 자기주식을 양도하는 것은 나. (8)에서 살펴본 바와 같고, 제3자에게 신주를 발행하는 것과 관련하여서는 주주의 신주인수권이 침해되지 않는지를 고려하여 판단하여야 할 것이다. 한편 증권거래법은 종래 공개매수기간 중에는 주식 등의 발행인이 의결권에 변동은 초래하는 유가증권의 발행 등을 할 수 없도록 규정하고 있었으나(구법 제23조 제4

항), 2005년 증권거래법의 개정을 통하여 이를 삭제하였다.

끝으로 제3자에 대하여 경영권취득에 실패하였을 경우에 손해배상을 약정하는 것이 허용되는가는 그것이 이사의 선관주의의무에 위반되느냐 여부에 달려 있는데, 이러한 약정은 일반적으로 이사의 주의의무에 위반된다고 판단될 가능성이 높으므로, 방어수단으로서 적절하지 않은 것으로 보인다.

(5) 공격자 발행주식의 취득

앞에서 A 회사가 B 회사 주식을 10% 초과하여 소유할 경우 B 회사가 소유하고 있는 A 회사 주식은 의결권을 행사할 수 없음을 보았다. 이를 이용하여 적대적 인수·합병의 대상이 된 회사가 공격자의 발행주식을 10% 초과하여 취득하면 공격자의 주식의 의결권을 배제시키는 것이 가능하다. 따라서, 대상회사가 공격자의 주식을 취득하는 것은 적대적 인수·합병에 있어서의 유력한 방어수단이 되고, 공격자 입장에서는 주식을 취득하기 이전에 누구의 명의로 주식을 취득할 것인지를 주의깊게 검토할 필요가 있게 되는 것이다.

한편, 대상회사가 공격자의 발행주식을 10% 초과하여 공격자의 대상회사 지분의 의결권이 배제될 위기에 있는 경우, 공격자는 그 주식을 제3자에게 처분하여 의결권을 부활시키려는 시도를 할 가능성이 크다. 통상 적대적 인수·합병이 시도되면 그 이전보다 대상회사 주식의 주가가 상승한 경우가 많으므로 공격자가 그 주식을 처분하면 상당한 매매차익을 실현하는 경우가 많다. 이 점에서 대상회사로서는, 공격자의 주주로서, 이러한 주식처분이 공격자 회사 또는 공격자의 주주들의 이익에 반한다는 주장을 하기 어려워진다. 또한, 적대적 인수·합병이 단기간에 이루어질 경우는 공격자의 주식 처분으로 실현한 이익을 대상회사 자신에게 귀속시켜야 하는 경우도 있는데(증권거래법 제188조 참조), 대상회사로서는 이 점에서도 공격자의 지분처분을 막을 명분을 찾기가 어려워질 가능성이 크다. 따라서, 대상회사가 공격자의 발행주식을 취득함에 있어서는 스스로 공격자의 대상회사 지분의 의결권을 배제시킬 수 있는 정도의 주식(즉, 10% 초과)을 취득함과 아울러 다른 우호적인 제3자로 하여금 추가적인 취득을 하게 하거나, 대상회사에 대신하여 주식처분의 금지를 구하게 할 우호적인 제3자를 확보하는 것도 고려할 필요가 있다.

(6) 역공개매수(Pac Man)

적대적 인수·합병의 표적이 된 회사가 공격자인 회사의 경영권을 획득하기 위하여 그 회사 주식에 대하여 공개매수를 하는 방법이다. 위 (5)에서 본 상대방 회사의 주식 취득을 공개매수의 방법으로 실현하는 것이다. 상대방 회사의 주식을 10%를 약간 웃돌게 취득하는 경우에는 상대방 지분의 의결권을 무력화시키는데 그치지만, 더 나아가 공개매수의 목표를 상대방 회사의 지배권 취득, 즉 공격자에 대한 적대적 인수·합병에 두고 그에 충분한 수량을 공개매수하는 것도 검토될 수 있다.

1997년 주식회사 증원이 레이디가구 주식회사의 경영권 매수를 선언하고 주식매수를 시작하여 10.97%를 취득하자, 레이디가구는 이에 대항하여 증원의 주식을 10%를 초과하여 취득한 사례, 2004년 유가증권상장법인인 주식회사 동성화학이 코스닥 상장법인인 에스텍 주식회사의 지분 18.89%를 확보한 상태에서 200만주(18.33%)에 대한 공개매수에 나서자, 에스텍이 동성화학 지분 38만 3,430주(발행주식총수의 10.1%)를 취득하여 경영권 방어에 성공한 사례가 있다.

(7) 신주 또는 주식관련사채의 발행

(가) 개요

적대적 M&A의 위협이 있거나 실제로 개시된 경우 신주 또는 전환사채·신주인수권부사채 등 주식관련사채를 발행하여 우호적인 제3자에게 배정함으로써 경영권의 안정을 확보하는 방법은 매수희망자의 지분을 감소시키고 기업인수에 필요한 자금을 증가시키는 동시에 회사로서는 우호지분이 증가하는 것은 물론, 회사에 자본금이 유입되어 그만큼 기업방어에 사용가능한 자금도 늘어나게 되므로, 적대적 M&A에 대한 가장 강력한 방어수단이 될 수 있다.

그러나 이와 같은 방법은 기존주주의 지분을 희석시키고 신주인수권을 침해할 수 있다는 점에서 근본적인 문제점이 있다. 적대적 M&A가 예상되거나 진행중일 때 현 경영진들이 신주 등을 발행한 경우에 이를 기존주주나 회사의 이익을 희생시켜 자기들의 지위를 유지할 목적으로 발행된 것으로 법률이나 정관에 위반하거나, 현저히 불공정한 방법에 의하여 발행된 경우에 해당하여 이를 무효라고 볼 수 있는지가 문제될 수 있으므로, 이하에서 살펴보기로 한다.

(나) 적법성

기본적으로 적대적 인수·합병의 상황에 있는 회사가 신주, 전환사채, 신주인수권부사채를

발행하는 것 자체를 규제하는 규정에 대한 검토가 필요하다. 종래 증권거래법은 공개매수 기간 동안에는 대상회사의 신주 등의 발행 자체를 제한하고 있었으나(구 증권거래법 제23조 제4항), 현재는 이러한 제한이 폐지되었다. 그러나, 증권거래법에 근거한 금융감독위원회 규정인 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정은 상장법인의 경우 임원해임을 위한 주총소집청구, 임원 직무집행정지 신청 등 경영권분쟁사실이 객관화된 경우는, 공모 방식 이외에는 전환사채나 신주인수권부사채의 발행을 금지하고 있고, 그렇지 않다고 하더라도 전환사채나 신주인수권부사채를 발행함에 있어서는 그 발행의 조건으로 전환권 또는 신주인수권의 행사기간을 일정 기간 이상으로 할 것을 강제하고 있다(위 규정 제60조 이하). 따라서, 상장법인이 전환사채나 신주인수권부사채를 우호적인 제3자에 대하여 발행함으로써 적대적 인수·합병을 방어하는 것이 이러한 제한규정에 따라 현실적으로 어려워지는 경우가 많다.

한편, 상법은 회사가 제3자에게 신주를 발행하여 주려면 정관에 근거규정을 두어야 하고, 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우일 것을 요구하면서(제418조 제2항), 전환사채 또는 신주인수권부사채를 제3자에게 발행하는 경우에도 회사의 경영상 목적에 필요한 경우일 것을 요구하고 있다(제513조 제3항 후문, 제516조의 2 제4항 후문). 따라서 제3자에 대한 신주의 배정은 절차적 요건으로서 정관에 제3자 배정의 근거를 두어야 하며, 실질적 요건으로서 자금조달의 기동성, 제3자와의 관계강화, 외국자본 또는 기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 정당한 영업상의 목적을 달성하기 위하여 그것이 필요하여야 하고(필요성), 회사목적의 달성에 필요한 최소한의 범위에 그쳐야 하며(목적과 수단 비례성), 제3자에게 발행하는 신주의 가액은 주주의 경제적 이익을 침해하지 않도록 공정하게 결정하여야 한다. 그렇지 않을 경우에는 그 신주 등의 발행은 부적법한 또는 불공정한 신주발행으로서 유지청구나 무효의 소의 원인이 된다. 실무에서는 적대적 인수·합병이 시도될 경우 대상회사가 신주를 제3자에게 발행하여 이를 방어하려는 경우가 많은데, 이러한 경우 공격자는 대상회사의 제3자배정 신주발행이 상법이 요구하는 이러한 실질적 요건을 갖추지 못하였다는 점을 이유로 가처분의 형태로 신주발행유지청구권을 행사하는 경우가 많고, 이러한 가처분이 받아들여진 사례도 다수 있다. 이러한 가처분에 있어서는 결국 신주발행의 주된 목적이 적대적 인수·합병 방어, 즉 기존 대주주나 경영진의 경영권 또는 지배권 방어에 있는가 아니면 회사의 고유의 경영상 목적에 있는가 하는 점에 따라 그 성패가 나날 가능성이 크다. 따라서, 적대적 인수·합병에 노출된 회사로서는 그러한 신주발행이 이미 표출된 경영권 위협을 방어하기 위한 것이 아니라 오래전부터 계획된 사업계획 등의 실행을 위하여 불가피한 것이라는 점을 설명할 수 있어야 이러한 가처분을 막을 수 있는 가능성이 커진다고 볼 수 있다.

(다) 사례

현대엘리베이터는 KCC와의 경영권 분쟁상황에서 국민주 공모 명목으로 1,000만주의 유상증자를 추진한 바 있다. 이에 대하여 KCC가 신청한 신주발행금지가처분 사건에서 수원지방법원 여주지원은 2003. 12. 12. 경영권 방어 자체가 회사와 일반 주주에게 이익이 되는 경우 예외적으로 주주의 신주인수권을 배제한 신주 발행이 허용되는 것이나, 현대엘리베이터의 신주 발행 계획은 경영권 분쟁상황에서 회사 경영을 위한자금조달 필요에 의한 것이 아니라 기존 대주주 및 현 이사회에 경영권 방어목적으로 이루어진 것이라는 소명이 충분히 인정된다는 이유로 가처분을 인용한 바 있다(2003카합369 결정). 이 사례에서 특히 주목되는 점은 현대엘리베이터의 증자 방식이 일반적인 제3자배정 방식이 아니라 일반공모증자였다는 것이다. 일반공모증자의 경우는 통상 공격자와 기존 대주주의 지분을 다함께 같은 비율로 떨어뜨림으로써 그것이 적대적 인수·합병 방어수단으로 활용하기에 적합하지 않다고 볼 여지가 있다. 그러나, 일반공모증자의 경우도 우리사주조합에 대한 우선배정과 실권주의 처리를 통하여 기존 대주주의 우호지분이 증대되게 하는 것이 가능한 경우가 많으므로, 그 증자의 내용에 따라서는 일반공모증자도 적대적 인수·합병에의 방어수단으로 활용될 수 있다고 보아야 할 것이다. 법원은 이 사건에서 현대엘리베이터의 일반공모증자가 경영권 방어 목적으로 이루어지는 것으로 판단하여 이를 금지한 것이다.

5. 적대적 인수·합병과 소송

적대적 인수·합병이 행하여지는 경우에 대상 회사는 상대방이 상법, 증권거래법, 공정거래법 등이 규정하는 바를 위반하고 있는지를 조사하여 그 행위의 중지를 구하는 소송을 제기할 수 있다. 전형적인 경우는 물론 주주총회에서 이사 선임 또는 해임 등의 안건의 표결결과에 의하여 적대적 인수·합병의 성패가 결정되지만, 최근에는 특히 각종의 가처분이 적대적 인수·합병의 결과에 영향을 주는 사례가 잦아졌다고 보인다. 이하에서는 소송의 목적에 따라 공격수단으로서의 소송과 방어수단으로서의 소송의 경우로 나누어 살펴보기로 한다.

가. 공격수단으로서의 소송

공개매수나 주식시장에서의 매수를 통해 대상회사의 의사결정에 영향력을 행사할 정도의 주식을 매입한 공격자 측은 정기 혹은 임시의 주주총회를 통해 기존 경영진을 해임하고 자기 진영에서 선임하는 새로운 경영진으로 교체하고자 시도하게 될 것이며, 방어세력으로서의 이러한 경영권 쟁탈을 방지하기 위하여 노력할 것이므로, 그 결과 주주총회의 소집과 개최 및 그 목적사항을 놓고 대립하게 되는 경우가 많다.

(1) 주주총회 소집허가청구

발행주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 갖고 있는 주주(상법 제366조 제1항), 또는 6월 전부터 계속하여 상장법인의 발행주식총수의 3%(자본금이 1천억 원이 넘는 법인의 경우 1.5%) 이상에 해당하는 의결권 있는 주식을 보유한 자(제191조의 13 제5항)는 주주총회 소집청구권을 가지는데, 그 이상의 주식수를 확보한 공격진영이 이사회에 주주총회의 소집을 요구하였음에도 불구하고 지체없이 총회소집의 절차를 밟지 아니한 때 소집을 청구한 주주는 법원의 허가를 얻어 직접 총회를 소집할 수 있다(상법 제366조 제2항). 주주총회 소집허가의 재판은 상사비송사건에 해당하고, 회사의 본점소재지의 지방법원합의부의 전속관할에 속한다(비송사건절차법 제72조 제1항).

(2) 의안상정가처분

정기 주주총회 등의 개최가 예상되고 있는 상황에서 적대적 M&A의 공격진영이 경영진 교체 등 일정한 의안을 총회에 상정하고자 하는 경우에는 별도의 총회 소집을 청구하기보다 조만간 개최될 총회에서 자신이 희망하는 의안을 추가하는 방법이 더욱 효율적일 수 있다. 상법 제363조의 2 제1항은 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 3 이상에 해당하는 주식을 가진 주주에게 주주제안권을 부여하고 있으며, 증권거래법은 발행주식총수의 100분의 1 이상을 가진 주주에게 제안권을 인정한다(제191조의 14 제1항).

위와 같은 주주 제안에 대하여 회사 측이 정당한 사유없이 이를 의제로 채택하지 아니한 경우, 제안된 의안과 상충하는 결의가 이루어진 경우에는 그 결의는 결의방법에 하자가 있는 것으로 보아 취소사유에 해당한다고 보는 것이 다수설이나, 이와 달리 주주가 제안한 목적사항을 의제로 상정하지 않고 관련된 결의도 없었을 경우에는 취소의 대상이 되는 결의 자체가 존재하지 아니하므로 결의취소는 문제가 되지 않고, 다만 이사에게 손해배상을 청구할 수 있

을 뿐이며, 아울러 이사는 과태료의 제재를 받는다(상법 제635조 제19호의 2).

이와 관련하여 주주 제안의 실효성을 확보하기 위하여 주주 제안을 회사가 부당하게 무시하는 경우 회사를 상대로 하여 주주 제안의 내용을 강제적으로 소집통지에 기재하고 이를 주주총회의 의제로 상정할 것을 구하는 주주제안상정가처분이 허용될 수 있다는 견해가 있었다. 그런데 최근 동아제약 주식회사를 둘러싼 경영권 분쟁에서 서울북부지방법원은 2007. 2. 28. 공격자 측이 신청한 의안상정 가처분을 인용하여 이들이 제안한 의안을 주주총회 의제로 상정할 것을 명하였다(2007카합215 결정). 위 결정에서 법원은 증권거래법 시행령 제84조의 21 제3항 제7호의 '주주총회의 의안으로 상정할 실익이 없거나 부적합한 사항'이라 함은 이미 이익이 실현되었거나 회사 이익과 아무런 관련이 없는 사항, 영업관련성이 없는 사항 또는 주식회사 본질에 적합하지 않은 사항 등 형식적 판단에 의해 주주총회의 의결사항이 되기에 적당하지 아니한 것을 의미하는데, 이사 또는 감사의 선임을 내용으로 하는 이 사건 의안이 그 자체로서 주주총회의 의결대상이 되기에 실익이 없다거나 부적합하다고 할 수 없다고 판시하고 있다.

(3) 이사해임의 소 및 관련 가처분

적대적 인수·합병 과정에서 공격자 측은 경영권을 방어하기 위한 행위를 하는 대상 회사의 이사를 직무수행상의 부정행위 또는 법령이나 정관에 위반한 중대한 사실이 있다고 주장하면서 그 해임을 주장하여 올 가능성이 높다. 이 경우 공격자 측이 이사 해임에 필요한 특별결의 요건을 충족하는 주식수를 확보하고 있다면 위에서 본 주주총회의 소집허가신청을 통해 주주총회를 개최하고 거기에서 이사해임의 결의를 할 것이나(상법 제385조 제1항), 발행주식 총수의 3% 이상의 주식을 갖고 있는 주주는 주주총회에서 이사해임안이 부결된 후 1개월 내에 법원에 이사해임의 소를 제기할 수 있으므로(같은 조 제2항), 공격자 측은 3% 이상의 주식만 소유하고 있는 때에도 이사해임의 소를 제기할 수 있으며, 이사해임의 소를 본안으로 하여 이사 등 직무집행정지 및 직무대행자선임의 가처분을 제기할 수 있다(상법 제407조 제1항).

이와 관련하여 대법원 1997. 1. 10. 선고 95마837 판결은 해임의 소를 피보전권리로 하는 이사의 직무집행정지신청은 반드시 본안소송을 제기하였음을 전제로 하지는 않으나, 임시총회의 소집을 요구하여 소집을 불응하는 때에는 법원의 허가를 얻어 주주총회를 소집할 수 있고, 그 총회에서 해임을 부결할 때 그로부터 1월 내에 이사의 해임을 법원에 청구할 수 있는 것이므로, 특별히 급박한 사정이 없는 한 해임의 소를 제기할 수 있을 정도의 위 절차요건을 거친

흔적이 소명되어야 피보전권리의 존재가 소명되는 것이고, 보전의 필요성도 인정될 수 있다고 판시하고 있으므로, 경영진 측으로서는 공격자가 이러한 절차를 모두 거치지 아니하였음을 주장하여 볼 수 있을 것이다.

(4) 신주 또는 주식형 사채의 발행에 관한 쟁송

앞서 살펴본 바와 같이 적대적 인수·합병이 이루어지고 있는 때 경영진이 신주 또는 주식형 사채를 발행하여 제3자에게 배정함으로써 회사의 지배구조의 변경을 가져올 수 있다. 이때 공격자 측은 각 단계에 따라 다음과 같은 소송 또는 신청을 하여올 수 있다.

(가) 사채발행 이전 : 사채발행유지청구

대상 회사의 경영진 기타 방어세력에 의해 전환사채나 신주인수권부사채가 발행될 개연성이 있는 단계에서, 공격자 측은 사채의 발행이 현저하게 불공정한 경우에 해당한다는 이유로 미리 법원에 그와 같은 사채의 발행유지를 구할 수 있다(상법 제516조 제1항, 제516조의 10, 제424조). 이때 사채발행 유지청구는 소로써 할 수도 있으나, 대부분의 경우 시간적 급박성으로 인해 위 소를 본안으로 한 가처분, 즉 사채발행금지 가처분의 방법으로 제기하는 것도 가능하다고 본다.

(나) 사채가 발행된 단계

1) 사채발행무효의 소

일단 주식형 사채의 발행이 완료된 후에는 그 발행 행위의 효력을 다투는 방법을 강구할 필요가 있게 되는데, 상법 제516조 및 제516조의 10은 각각 신주발행유지청구권(상법 제424조) 및 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자의 책임(상법 제424조의 2)에 관한 규정을 전환사채와 신주인수권부사채에 대해 준용하고 있으나, 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조를 준용하고 있지 않아 전환사채, 신주인수권부사채의 발행이 법령·정관에 위반하거나 혹은 현저히 불공정한 방법으로 이루어진 경우 사채발행무효의 소가 인정될 수 있을지가 문제된다.

그런데, 이른바 한화증권 사건에서 서울고등법원 1997. 5. 13. 선고 97라36 결정은 전환사채의 경우에도 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조를 유추적용할 수 있다는 전제 하에 "경영권 분쟁 상황에서 열세에 처한 구지배세력이 지분 비율을 역전시켜 경영권을 방어하기 위하여 제3자인 우호 세력에게 집중적으로 신주를 배정하기 위한 하나의 방편으로 전환사채

를 발행한 경우 이는 주주의 신주인수권을 실질적으로 침해한 위법이 있어 신주 발행을 위와 같은 방식으로 행한 경우와 마찬가지로 이를 무효로 보아야 한다”고 결정한 바 있고²⁾, 대법원 역시 “전환사채의 발행은 주식회사의 물적 기초와 기존 주주들의 이해관계에 영향을 미친다는 점에서 사실상 신주를 발행하는 것과 유사하므로, 전환사채의 발행의 경우에도 신주발행무효의 소에 관한 상법 제429조가 유추적용된다”고 판시한 바 있다(2004. 6. 25. 선고 2000다37326 판결).

2) 기타

아울러 사채발행무효의 소를 제기하는 경우에는 동시에 그와 같이 발행된 사채의 처분행위 혹은 전환권(내지 신주인수권)의 행사를 금지하기 위하여 미리 법원으로부터 사채를 배정받은 자를 상대로 사채의 처분 혹은 전환사채의 전환권 행사, 신주인수권부사채의 신주인수권 행사 등을 금지하는 가처분 결정을, 주식형 사채의 전환권 혹은 신주인수권의 행사에 따른 신주발행을 금지하기 위하여 대상 회사를 상대로 상법 제424조에 기한 신주발행유지의 소 혹은 그 가처분을 제기할 필요가 있다.

(다) 신주가 발행된 경우

1) 신주발행무효의 소

전환사채나 신주인수권부사채가 발행된 후 사채의 처분(또는 전환·신주인수권행사)금지가처분 혹은 신주발행금지가처분 등을 신청하여 그에 관한 결정이 내려지기 이전에 전환청구나 신주인수권 행사에 의한 신주의 발행·배정이 있는 경우에는 다시 그러한 신주발행의 무효를 구하는 소를 제기할 수 있다.

2) 처분금지가처분 및 의결권행사금지가처분

그리고 공격자 측으로서 신주발행무효의 소를 제기하면서, 신주에 관하여 처분금지가처분을 얻어 둘 필요가 있고, 주주총회가 임박하여 당해 신주를 인수한 주주들이 그 의결권을 행사할 것으로 예상되는 경우에는 사채발행무효의 소 내지 신주발행 무효의 소를 본안으로 하여 미리 당해 신주에 관한 의결권행사금지가처분을 신청할 수도 있을 것이다.

2) 다만, 위 결정은 보전의 필요성이 인정되지 않는다는 이유로 신청을 기각하였다.

3) 주권상장금지가처분

나아가 전환사채나 신주인수권부사채의 전환청구 혹은 신주인수권 행사에 따라 신주가 발행되었으나 아직 그 주식이 상장되지 않은 단계인 경우, 적대적 M&A의 공격자측은 주권상장금지의 가처분을 구할 필요가 있을 것이고, 실제로 수원지방법원 1997. 12. 16. 선고 97카합7333 결정은 자금조달의 목적은 표면적인 이유에 불과하고 지배주주나 경영진의 이익만을 위하여 회사지배관계에 대한 영향력에 변동을 주는 것을 주된 목적으로 전환사채를 발행한 경우에는 이를 무효로 보아야 하고, 따라서 회사가 지배주주의 아들에게 전환사채를 발행한 부분은 회사의 지배권의 승계를 주된 목적으로 하여 발행한 것으로서 지배주주 및 그 아들의 이익을 위하여 다른 주주들의 이익을 실질적으로 침해하여 객관적 정당성을 결여하고 있으므로 무효라고 판시하면서, 전환청구에 의해 발행한 주식에 대하여 상장금지가처분을 인용한 바 있다.

(5) 기타

이외에도 적대적 인수·합병의 과정에서는 필요에 따라 다음과 같은 회사법상의 청구를 할 필요가 있다.

(가) 회계장부 등 열람·등사가처분

발행 주식총수의 3% 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사에 대하여 회계장부나 서류의 열람·등사를 청구할 권리를 가지므로(상법 제466조), 적대적 인수·합병의 공격진영이 기존 경영진의 위법·부당행위 등 비위 사실을 확인하기 위해 필요한 경우에는 법원에 위와 같은 회계장부 등 열람 등사가처분 신청을 낼 수 있다.

(나) 위법행위유지청구

적대적 인수·합병의 진행과정에서 방어진영의 주식형 사채발행 혹은 주주총회 개최 등 일체의 방어행위에 대하여 앞서 살펴 본 쟁송수단을 활용하는 외에 특정 이사가 행한 법령 혹은 정관의 위반행위를 문제삼아 이를 견제하지 않으면 회사에 회복할 수 없는 손해가 초래될 우려가 있는 경우에는 발행주식 총수의 1% 이상의 주식을 확보한 공격자 측에서는 법원에 위법행위의 유지를 청구할 수 있다(상법 제402조).

나. 방어수단으로서의 소송

(1) 소송의 형태 - 의결권부존재확인 소 또는 의결권행사금지가처분

적대적 인수·합병에 있어 방어자 측이 가장 빈번히 활용할 수 있는 쟁송수단의 하나는 공격자 측이 취득한 주식에 관하여 그 의결권의 행사를 금지시키는 것이다. 즉, 공격자 측이 대상기업의 주식을 취득하는 과정에 법률상 하자가 있거나 특별법 등에 의해 의결권행사가 제한되는 경우, 방어하는 회사로서는 법원에 당해 주식에 관한 의결권의 부존재확인을 구하는 본안소송을 제기하거나 경영진의 교체를 야기할 수 있는 주주총회의 개최를 앞둔 경우 의결권의 행사금지를 구하는 가처분을 신청할 수 있을 것이다.

(2) 의결권을 다룰 수 있는 경우

(가) 공개매수규정의 위반

증권거래법은 공개매수의 대상, 절차와 방법에 관한 규정(제21조부터 제27조의 2까지)을 두고 있으며, 의무공개매수 및 그 신고서 제출에 관한 규정을 위반하여 주식을 매수한 경우 당해 주식에 관한 의결권을 당해 주식을 매수한 날로부터 당해 주식 등을 처분하여 의결권을 행사할 수 없게 된 날의 전날까지 행사할 수 없음(증권거래법 제21조의 3, 같은 법 시행령 제12조)은 앞서 살펴본 바와 같다. 따라서 방어자 측으로서는 공격자 측이 위와 같이 취득한 주식에 대하여 의결권부존재확인 소나 의결권행사금지가처분을 구할 수 있을 것이다.

(나) 주식대량보유상황보고의무(이른바 5%룰) 위반

앞서 살펴본 바와 같이 증권거래법은 시장매집시 본인과 그 특별관계자가 상장법인의 주식을 5% 이상 보유하게 된 경우 이를 금융감독위원회와 한국증권선물거래소에 보고하도록 하고 있고(제200조의 2), 이를 고의로 보고하지 아니하거나 중요한 사항에 관한 허위보고 또는 기재누락의 경우 당해 주식 등의 매수 등을 한 날부터 당해 보고 또는 정정보고를 한 후 6월이 경과하는 날까지 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 5를 초과하는 부분 중 위반분에 대하여 그 의결권을 행사할 수 없도록 규정하고 있다(증권거래법 제200조의 3, 시행령 제86조의 10).

따라서 방어자 측은 공격자 측이 위 주식대량보유상황보고를 위반한 경우 의결권부존재확

인의 소나 의결권행사금지가처분을 구할 수 있고, 실제 법원이 위 의무위반을 이유로 KCC에 대하여 의결권행사금지가처분을 명한 사례가 있음도 이미 살펴본 바와 같다.

(다) 특별법상 의결권의 제한

독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제11조는 원칙적으로 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 금융업 또는 보험업을 영위하는 회사는 취득 또는 소유하고 있는 국내계열회사주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 규정하고 있고, 같은 법 제18조는 기업결합의 제한, 지주회사 등의 행위제한, 채무보증제한기업집단의 지주회사 설립제한, 상호출자의 금지, 출자총액의 제한 등과 관련하여 주식처분명령을 받은 자는 그 명령을 받은 날부터 당해 주식에 대하여는 그 의결권을 행사할 수 없도록 규정하고 있다.

한편, 은행법은 원칙적으로 동일인의 은행주식보유한도를 10%로(제15조), 비금융주력자의 주식보유한도를 4%로(제16조의 2) 규정하면서, 위 한도를 초과하는 주식에 대하여는 의결권을 행사할 수 없도록 규정하고 있다(제16조).

그 밖에 방송법 제15조의 2는 방송사업자 또는 중계유선방송사업자의 주식의 취득을 통하여 당해 사업자의 최대액출자자가 되고자 하는 자는 방송위원회의 승인을 얻어야 하며, 위 승인을 얻지 않고 최대액출자자가 되거나 경영권을 실질적으로 지배하게 된 자는 승인을 얻지 않고 취득한 주식에 대하여 의결권을 행사할 수 없도록 하고 있다.