

정책연구 2008-09

미국과 일본의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점

신 석 훈

미국과 일본의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점

1판1쇄 인쇄/2008년 11월 14일

1판1쇄 발행/2008년 11월 20일

발행처 · 한국경제연구원

발행인 · 김종석

편집인 · 김종석

등록번호 · 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2008

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 02-3771-0057

ISBN 978-89-8031-505-5

값 5,000원

목 차

<요 약>	5
I. 문제제기	17
II. 포이즌필 도입 논쟁 현황	20
1. 경영권 방어 제도 도입 논쟁	20
2. 포이즌필의 개념 및 필요성	23
III. 미국에서의 포이즌필 운용과 평가	26
1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필	26
2. 적법성 판단(사법단계)	31
3. 포이즌필과 주주행동주의	35
IV. 일본에서의 포이즌필 운용과 평가	47
1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필	47
2. 포이즌필의 적법성 판단	52
3. 미국과 일본의 포이즌필 수렴 여부 및 시사점	63
V. 정책 제언	68
1. 회사법 차원에서의 주식제도 유연화 필요	68
2. 주식제도의 유연화와 포이즌필 제도화 작업은 구별해야	72
3. 주주와 이사의 권한배분이라는 큰 틀에서 접근해야	76

VI. 결 론	78
1. 포이즌필의 ‘제도적 기반’과 ‘적법성 판단’은 구별해야	78
2. 포이즌필이 기업성과에 미치는 영향은 다양	79
3. 포이즌필과 주주행동주의	80
4. 적법성 판단기준은 회사법이 아닌 지침과 판례를 통해 만들어가야 ...	81
참고문헌	83

<요 약>

I. 문제제기

- 포이즌필의 도입 여부와 방식, 도입 후 구체적 운용의 방향을 바로잡기 위해서는 포이즌필의 개념과 작동원리에 대한 명확한 이해가 필요함.
- 경영권 방어수단으로서의 ‘포이즌필(독약증권)’이라는 것은 선형적으로 존재하지 않음.
 - 경영권 방어와 무관한 증권을 재료로 경영권 방어를 위해 독약을 만들었을 때 비로소 ‘독약증권’이 되는 것임.
- 포이즌필 제도가 법이라는 그릇에 어떻게 담겨야 하는지(입법단계)와 구체적인 사건에서 이것을 어떻게 해석하며 적용하는지(사법단계)에 대한 법적 관점을 항상 고려해야 합리적인 제도설계가 가능함.
- 본 연구의 목적은 미국과 일본에서의 포이즌필 운용실태를 파악하여 제도 도입 논쟁의 올바른 방향을 제시하고 도입 이후의 제도 운영에서 발생하는 시행착오를 최소화하기 위함.

II. 포이즌필 도입 논쟁 현황

1. 경영권 방어 제도 도입 논쟁

□ 금융적 관점

- 효율적 시장이론을 전제로 하며 자본시장은 회사 자산을 정확히 평가할

수 있고 가장 효율적으로 이용할 수 있는 사람에게 이전시켜 줄 수 있는 메커니즘으로 봄.

- 경영진은 이러한 메커니즘을 인위적으로 막는 경영권 방어를 하면 안 됨.

□ 제도적 관점

- 자본시장이 경영진보다 항상 합리적으로 회사를 평가하는 것은 아님.

- 겉으로 보기에는 경영권 방어행위가 인위적으로 자본시장의 기능을 억제하는 것처럼 보이지만 이것은 자본시장의 기능을 제한하는 것이 아니라 불완전성을 보완하는 것임.

2. 포이즌필의 개념 및 필요성

□ 포이즌필이란 대상회사가 다양한 주식제도(특히 워런트 또는 신주예약권)를 이용해 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 일련의 방법임.

- 포이즌필은 현행법상 가능한 의사결정기관, 조직구조, 자본구조 등의 변동을 통한 경영권 방어수단보다 개별 회사나 사회적 차원에서 효율적임.

III. 미국에서의 포이즌필 운용과 평가

1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필 -입법단계-

□ 종류주식(우선주)을 이용한 포이즌필

- 최초의 포이즌필은 1우선주를 40주의 보통주로 전환할 수 있는 의결권 없는 전환우선주를 이용해 주식을 희석함.

□ 워런트(옵션증권)를 이용한 포이즌필

- 대상회사가 일정한 기간 내에 일정한 가격으로 대상회사(발행회사)로부터 일정한 수량의 주식을 저렴한 가격으로 매입할 수 있는 옵션증권을 발행하며 이러한 증권의 행사조건으로 여러 가지 요건을 첨가하여 적대적 기업 인수 시도자가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석함.
 - 워런트를 기본재료로 다양한 조건을 붙여 독약을 만드는 것임.
 - 회사의 자본구조에 특별한 영향을 주지 않으므로 효율적임.
- 워런트는 원래 경영권 방어를 위한 포이즌필의 재료로 사용되기 위해 탄생한 것이 아님.
 - 자본시장에서 다양한 성향의 투자자 욕구를 충족시켜주며 원활한 자본 조달을 하기 위한 수단임.
 - 자본시장에서 다양한 이해관계인 사이의 이해를 조정하기 위한 수단임.

2. 적법성 판단기준 -사법단계-

□ 중간기준

- 적대적 기업 인수를 저지하기 위해 이사가 경영권 방어장치를 사용할 권리를 인정하면서도 방어조치가 적법하다고 판단되기 위해서는 우선 회사의 사업방향 기초와 효율적인 운영에 대한 '합리적인 위협'이 존재하고 방어조치는 이러한 위협에 비추어 '합리적으로 상응하는 정도'이어야 함.

3. 포이즌필과 주주행동주의

□ 최근의 포이즌필 도입 반대 논거

- 미국에서 포이즌필의 철회와 관련된 주주들의 요구가 주주제안이나 부속 정관 개정의 형식을 통해 최근 증가하고 있고, 이는 결국 주주들이 포이즌필을 원하지 않는다는 사실을 간접적으로 보여주고 있다는 것
 - 과연 그러한가에 대해서는 최근 미국에서 주주행동주의의 연장선상에 놓여 있는 ‘주주승인 포이즌필’에 대해 살펴보아야 함.
- 포이즌필이 주주들의 이익을 위해 행사되기 위해서는 사외이사의 독립성, 지배주주의 부존재, 기관투자가들의 적극적 개입 등의 요건이 갖추어져야 하는데, 우리나라는 미국과 달리 그렇지 못함.
 - 과연 그러한가에 대해서는 최근 포이즌필과 회사성과 사이의 연관성에 관한 논의가 필요함.

□ 주주승인 포이즌필

- 주주와 이사 간 합의의 산물인 정관이 아니라 주주가 일방적으로 주주제안이나 부속정관을 통해 이미 존재하는 포이즌필 철회를 요구하거나 앞으로 포이즌필을 채택할 경우 주주의 승인을 받도록 요구할 수 있음.
 - 주주의 일방적 요구가 법적으로 이사를 구속할 것인가에 대해서는 명확히 규정되어 있지 않음.
- 최근 Unisuper Ltd. v. News Corp. 사건을 계기로 이사의 경영행위에 주주가 어느 정도까지 개입할 수 있을 것인가에 대해 논쟁이 벌어짐.
 - 이 판결의 취지는 주주와 이사 간의 ‘계약적 상황’에 국한하여 이사는 이에 법적으로 구속받는다는 것임.
 - 계약적 상황이 아닌 주주의 일방적 요구를 이사가 따를 법적의무는 없지만 주주의 승인을 얻어 이사가 포이즌필을 채택하고 사용하였을 경우에는 적법성 판단을 받는 것이 훨씬 유리함.

□ 포이즌필과 회사의 성과

- 포이즌필을 채택한 회사가 그렇지 않은 회사보다 성과가 나쁜지, 포이즌필을 채택한 후 성과가 좋아진 회사의 지배구조는 흔히 알려진 것처럼 독립된 사외이사가 존재하고 기관투자자들의 감시를 받고 있는지 등에 대한 연구결과는 다양함.
 - 모든 회사들이 추구해야 할 이상적인 하나의 회사지배구조가 현실적으로는 존재하지 않기 때문임.
 - 개별회사는 자신이 처한 특정한 시장에서 존재하는 특정한 요인에 내생적으로 적응하며 자신만의 회사지배구조 최적화를 추구해야 하고 또 하고 있음.

□ 주주행동주의와 이사의 의무

- 이사는 특정 주주가 아닌 모든 주주 또는 회사 전체의 이익을 위해 의사결정을 할 법적 의무를 부담함.
 - 그러나 다양한 주주들과 상시적으로 의사소통(communication)을 할 수 있는 절차를 활성화하여 이들의 목소리에 항상 귀 기울이며 의견을 수렴하기 위해 노력해야 함.
 - 주주와 원활한 의사소통을 가능하게 하는 절차와 기업문화는 그 자체만으로도 바람직하고 효율적인 회사지배구조의 일부를 구성함.

IV. 일본에서의 포이즌필 운용과 평가

1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필 -입법단계-

□ 종류주식의 다양화와 신주예약권 제도

- 최근 회사법에서 9종의 종류주식을 제도적으로 마련하고 옵션권리(신주에

약권)를 일반화함.

- 경영권 방어와 무관하게(묵시적으로는 고려했겠지만), 자본시장에서의 자본 조달과 이해관계인의 조정을 위한 자본시장 고유 목적을 위해 회사법상 주식제도를 개선함.
- 회사법상 포이즌필을 위한 독자적인 제도는 존재하지 않음.

□ 일본 회사법상의 주식제도와 경영권 방어

- 현재 일본에서는 종류주식과 신주예약권을 활용하여 의결권제한형, 사전 경고형, 신탁형, 조건부발행형 등 4가지 유형의 포이즌필을 만들 수 있음.
 - 이 중 후자의 셋은 신주예약권의 발행과 관련된 것임.
- 포이즌필 적법성 판단의 핵심은 주식제도의 정당한 활용의 한계를 어떻게 설정할 것인가에 관한 것임.

2. 포이즌필의 적법성 판단 -행정·사법 단계-

□ 행정부의 대응

- 경제산업성과 법무성은 ‘기업가치보고서’와 ‘지킴’을 발표함.
 - 회사법상 주식제도를 자본조달이 아닌 경영권 방어를 위해 사용하였을 경우 과연 어떠한 기준에서 정당성을 판단할 것인가에 대한 기준을 제시하기 위함.
 - 미국 델라웨어주의 판례법리(중간기준)를 기초로 함.

□ 판례

- 라이브도어 사건

- 경영권 분쟁 발생 후 ‘사후적’으로 ‘이사회 결의’에 의해 ‘신주예약권’ 발행함.
- 적대적 기업 인수 시도자가 인수 후 중요자산 매각 등을 통해 단기이익을 취득하려는 등의 불순한 의도가 있어 전체 주주의 이익을 훼손할 우려가 있는 경우에는 적법함.
- 다만, 이 사건의 사실관계는 그러한 경우가 아니라고 판단하며 경영권 방어를 인정하지 않음.

- 불독 사건

- 경영권 분쟁이 발생한 후 ‘사후적’으로 ‘주주총회 결의’에 의해 ‘신주예약권’ 발행함.
- ‘주주총회의 결의’를 거쳤다는 점을 강조하며 경영권 방어 인정함.

- 니레코 사건

- 경영권 분쟁 발생 전 ‘사전적’으로 ‘이사회 결의’에 의해 ‘신주예약권’ 발행함.
- 신주예약권 발행 시 주주의 의사가 반영되어야 하고, 이미 발행된 신주예약권을 사후적으로 거둬들일지의 여부에 대한 이사회 결정 권한을 통제할 사전적 장치를 마련해 두어야 하며, 신주예약권의 발행이 기업인수 시도자와 무관한 주주에게 손해를 주어서는 안 된다는 전제하에 적법성 인정함.
- 다만, 이 사건에서는 이러한 전제조건을 충족시키지 못하여 불공정 발행으로 위법 판단함.

□ 평가

- 포이즌필의 선택·사용이 적법하다고 판단받기 위해서는 i) 사전적으로 남용을 방지하기 위한 보완장치를 갖추어야 하고 ii) 이사회보다 주주총회

의 결의를 거치는 것이 훨씬 유리함.

○ 미국의 경우보다 적법성 판단이 엄격함.

3. 미국과 일본의 포이즌필 수렴 여부 및 시사점

- 일본이 미국의 포이즌필 제도를 기본으로 삼고 있지만 구체적인 제도의 운용에 있어서는 미국과 차이를 보임.

○ 미국의 포이즌필 법리는 포이즌필에 대한 전례가 아직 확립되지 못한 일본의 법적 환경에서 유용한 기준을 제공해 줄 것임.

○ 그러나 미국이 아닌 일본의 제도적 환경하에서 정착되어 가야만 하는 적응적 선택과 진화적 과정을 겪을 것임.

V. 정책 제언

1. 회사법 차원에서의 주식제도 유연화 필요

□ 포이즌필 사용을 가능하게 하려면 i)주식의 구성요소인 ‘소유권’과 ‘의결권’을 횡적으로는 ‘종류주식의 다양화 및 종류주식 간의 전환권·상환권의 확대’, 종적으로는 ‘옵션의 제도화’라는 주식제도의 유연화와 ii)적대적 인수시도자와 일반주주들을 정당한 범위 내에서 차별화할 수 있어야 함.

- 우리 상법상 ‘1주 1의결권 원칙’, ‘주주평등 원칙’에 대한 재검토 필요함.

2. 주식제도의 유연화와 포이즌필 제도화 작업은 구별해야

□ 주식제도의 유연화는 경영권 방어가 아닌 자본시장에서의 필요성 차원에서 이루어져야 함.

- 신주예약권 제도의 도입과 포이즌필의 적법성 판단은 구별해야 함.
- 미국과 일본은 자본시장에서의 필요성이라는 고유의 목적으로 회사법상 주식제도의 다양화를 도모하였고 이것을 경영권 방어를 위해 사용했을 경우 회사법(입법)이 아닌 사법단계에서 정당성을 판단함.
- 다양한 상황에서 여러 방법으로 이루어지는 경영권 방어행위의 적법성 기준을 사전적으로 회사법에 정확하게 규정하는 것은 불가능함.

3. 주주와 이사의 권한배분이라는 큰 틀에서 접근해야

- 개별 회사가 자신들에게 가장 적합한 포이즌필의 구체적 형태 및 내용을 주주와 경영진 간 합의의 결과물인 ‘정관’을 통해 만들어 나갈 수 있도록 해야 함.
 - 회사법은 이를 가능하도록 하는 기본바탕을 마련해 주는 기능을 해야 함.
 - 기본바탕은 주식제도와 회사법의 유연화임.
- 이사회가 ‘일방적’으로 포이즌필을 선택하고 사용하는 경우의 적법성 판단이 관건임.
 - 미국과 일본에서는 회사법 차원에서 이사회가 독자적으로 포이즌필을 만들 수 있음.
 - 왜냐하면 포이즌필의 재료인 다양한 주식제도를 어떻게 활용할 것인가에 대해서는 기본적으로 이사회 권한임.
 - 다만, 주식제도 활용의 정당성이 사후적으로 법원에서 검토됨.
 - 주주들이 포이즌필을 철회하라고 요구하거나 주주총회의 승인을 받으라고 요구하는 경우를 법적으로 어떻게 다뤄야 할 것인가가 핵심 쟁점임.

- 이사는 주주들의 일방적 요구를 따를 법적 의무는 없지만 자신들의 포이즌필 선택이 정당하다는 사실을 입증해야 하는 엄격한 책임을 짐.
- 다만, 이사가 어느 정도의 입증 책임을 부담하는가에 있어 이사회와 권한 남용을 더욱 염려하고 주주총회의 결정을 더욱 신뢰하는 일본에서는 그 정도가 미국보다 엄격함.

VI. 결 론

- 포이즌필은 ‘회사법에서 주식제도의 다양화’를 통한 제도적 기반조성과 ‘사법부에서 정당성 판단’이라는 구조 속에서 작동하고 있고 이것이 미국과 일본에서의 포이즌필 운용의 시사점임.
- 최근 미국에서 기관투자자들이 포이즌필 철회를 요구하는 현상을 마치 포이즌필이 주주들의 이익을 해치므로 모든 주주들이 포이즌필을 원하지 않는다는 것으로 확대 해석해서는 안 됨.
- 포이즌필과 관련된 실증연구 결과는 다양하므로 포이즌필과 기업의 지배구조 또는 성과와의 관련성을 이유로 포이즌필의 도입을 반대하거나 도입에 지나친 사전적 제약을 가하는 것은 바람직하지 못함.
- 회사법에서는 기업들이 자본시장에 신속하게 대응할 필요가 있다는 관점에서 주식제도의 다양화를 도모하고 이를 활용해 포이즌필을 만들었을 경우의 적법성 판단 기준은 회사법이 아닌 지침을 통해 제시해 주는 것이 바람직함.
 - 이러한 지침을 매개점으로 하여 사법부는 앞으로 발생하는 다양한 형태의 포이즌필 유형과 사용에 대한 적법성 판단기준 마련을 위한 사회적 합의를 이끌어가야 하는 중요한 임무를 맡게 될 것임.

미국과 일본의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점

- I. 문제제기
- II. 포이즌필 도입 논쟁 현황
- III. 미국에서의 포이즌필 운용과 평가
- IV. 일본에서의 포이즌필 운용과 평가
- V. 정책 제언
- VI. 결 론

I. 문제제기

최근 기업의 경영권 방어수단의 하나인 포이즌필(poison pill)의 도입이 가시화되고 있다. 다만, 아직도 경영진이나 지배주주의 이익만을 위해 악용될 소지가 있다며 포이즌필의 도입을 반대하는 의견이 있고, 엄격한 조건하에서 도입하자는 견해도 상당수 있다. 이러한 ‘포이즌필(독약증권)의 도입 여부’에 대한 찬반논쟁은 마치 ‘독약증권’을 경영권 방어를 위해 만들어진 증권의 한 종류인 것으로 생각하며, 이것을 도입할지 말지에 대해 격론을 벌이는 것처럼 보인다.

그러나 ‘독약증권’이라는 것은 선형적으로 존재하지 않는다. 경영권 방어와 무관한 증권을 재료로 경영권 방어를 위해 독약을 만들었을 때 비로소 ‘독약증권’이 되는 것이다. 따라서 현재 진행 중인 논쟁의 맥을 분명히 잡으며 포이즌필의 도입 여부와 방식, 그리고 도입 후의 구체적 운용 방향을 바로잡기 위해서는 포이즌필의 개념과 이것이 구체적으로 어떻게 작동하며 경영권 방어의 기능을 수행하고 있는지를 정확히 이해하는 것이 중요하다.

이러한 포이즌필 운용과정에 대한 정확한 이해를 위해서는 한 국가의 모든 경제정책이 시행되고 효력을 발휘하려면 궁극적으로 입법과정을 통해 ‘법’이라는 그릇에 담겨야 하고 그 후 구체적인 상황에 적용되어 문제를 해결하기 위해 그릇에 담긴 법을 꺼내 해석하고 적용하는 사법단계를 거쳐야만 한다는 사실을 항상 염두에 두어야 한다. 즉, 경제제도가 현실적으로 구체적인 경제현상과 어떻게 맞물리며 기능하는지를 정확히 파악하며 제도의 본질을 보기 위해서는 이러한 제도가 법이라는 그릇에 담긴 형태와 이것의 해석과 적용이라는 법적 관점을 항상 고려해야만 한다. 그렇지 않으면 경제제도의 반쪽만을 보고 마치 그것이 제도의 본질인양 착각하며 정책을 시행할 위험이 있다. 현재 포이즌필 도입 논쟁이 바로 그러한 경우일 수 있다.

특히 최근 포이즌필의 본고장인 미국에서조차 주주들의 요구에 의해 포이즌필 도입 기업의 비중이 줄어들고 있는 상황에서 우리나라에 이를 도입하려는 것은 글로벌 스탠더드에 부합하지 않는다는 지적이 있다. 본고장에서도 기업

들이 도입을 꺼리고 있는데 굳이 이를 새롭게 시작하려는 것은 세계적 추세에 맞지 않는다는 것이다. 그러나 지금 미국의 현상을 이렇게 간단히 볼 수만은 없다. 미국의 포이즌필 동향을 정확히 파악하고 그것이 주는 의미를 간취하기 위해서는 미국에서의 경영권 방어 제도 법리와 판례의 입장에 대한 분명한 이해가 전제되어야 한다. 그렇지 않으면 포이즌필 제도의 본질을 제대로 볼 수 없다.

본 연구에서는 경영권 방어 제도, 그 중에서도 최근 도입 논쟁이 가장 치열하게 벌어지고 있는 포이즌필이 본고장인 미국에서 구체적으로 어떻게 운용되고 있는가를 법리적 측면에서 살펴보고자 한다. 그리고 이를 통해 포이즌필 제도의 본질, 더 나아가 자본시장에서 벌어지고 있는 경영권 방어행위라는 경제 현상을 더욱 정확하게 인식하며 제대로 된 경영권 방어 정책을 세우기 위한 관점을 제공하고자 한다.

본 연구에서는 또한 미국에서의 포이즌필 운용과 정책적 시사점뿐 아니라 최근 미국의 포이즌필 제도를 기반으로 새롭게 포이즌필 제도를 운용하고 있는 일본의 현황을 검토하고 정책적 시사점을 모색해 보기로 한다. 현재 일본의 상황은 경영권 방어 제도의 본고장인 미국 델라웨어주 법리가 대륙법 체계인 일본의 법체계로 흡수되어 가는 과정을 잘 보여주고 있으므로 일본에서의 경영권 방어 제도에 대한 입법적 조치 및 판례를 살펴보면 우리나라에서의 경영권 방어 제도 합리화 방안에 대해 시사하는 바가 클 것이다.

결국 본 연구의 목적은 미국과 일본에서의 포이즌필 운용실태를 파악하며 제도 도입 논쟁의 올바른 방향을 제시하고, 도입 이후의 제도 운영 과정에서 발생하는 시행착오를 최소화하기 위함이다.

본 연구에서는 미국과 일본에서의 포이즌필 운용에 대한 정책적 시사점을 다음과 같은 논리적 접근과정을 통해 도출하고자 한다.

우선 포이즌필이라는 경영권 방어 제도를 구체적으로 논의하기에 앞서 해결되어야 할 문제는 i)적대적 M&A 상황에서 경영권 방어 제도는 과연 필요한가 ii)필요하다면 어떠한 경영권 방어 제도가 개별 기업과 사회 전체적인 입장에서 가장 효율적인 수단인가 iii)이러한 수단이 포이즌필이라면 이것을

어떠한 형태로 입법이라는 그릇에 담아낼 것이며, 사법부는 이것을 꺼내 구체적인 사건에서 어떠한 판단기준에 근거하며 적법성을 판단할 것인가라는 총체적 물음 속에서 접근해 보기로 한다.

II. 포이즌필 도입 논쟁 현황

1. 경영권 방어 제도 도입 논쟁

최근 국내에 진출하고 있는 외국계 헤지펀드의 주주행동주의에 대해 ‘경영권 안정을 중요시하는 입장’과 ‘자본시장에서 주주들의 감시기능을 중요시하는 입장’ 사이에 논쟁이 야기되고 있다.

전자의 입장에서는 최근 국내에 진출하고 있는 외국계 투기성 펀드 중에는 실질적인 경영목적보다는 경영진에 압력을 가해 고액배당을 끌어내고, 이를 통해 주가를 상승시킨 후 보유주식을 매각하여 투자수익을 얻는 것을 목적으로 하는 펀드가 다수 있으므로 경영권을 방어할 제도적 장치가 시급하다고 주장한다.

후자의 입장에서는 외국계 펀드의 적극적 개입과 경영 참가 및 기업 인수 가능성은 우리나라 대기업을 집단의 경영진을 항상 긴장시키는 강력한 시장의 힘으로 작용하고 있으므로 바람직하다고 주장한다.

이러한 견해 대립은 결국 기업과 시장에 대해 어떠한 관점을 가지고 있는가에 달려 있다. 이러한 관점은 크게 ‘금융적 관점’과 ‘제도적 관점’으로 구분해 볼 수 있다.¹⁾

(1) 금융적 관점(finance view): 경영권 방어 부정

금융적 관점(finance view)에서는 효율적 시장이론(efficient market theory)을 전제로 하며 자본시장은 회사자산을 정확히 평가할 수 있고 가장 효율적으로 이용할 수 있는 사람에게 이전시켜 줄 수 있는 메커니즘이므로 경영진은 이러한 메커니즘을 인위적으로 막는 경영권 방어를 해서는 안 된다고 주장한다. 적대적 기업 인수를 받아들일 것인지의 결정은 경영진이 아닌 주주들이 해야 한

1) 미국에서 대립되는 경영권 방어 정책에 대한 이러한 구분은 William T. Allen & Leo E. Strine, Jr.(2005)에서 하고 있다.

다는 것이다. 주주들을 만족시켜 주지 못한 경영진은 교체될 수 있어야 하며 회사지배권 시장은 이러한 기회를 제공해 준다는 것이다.

이러한 관점에서 보면 현대 회사에서 가장 중요한 문제는 주주와 경영진 또는 소수주주와 지배주주 사이에서 발생하는 대리비용을 축소시켜 줄 수 있는 책임 메커니즘의 활성화다. 따라서 지배주주가 계열사들을 이용해 실제 자신의 '소유지분'보다 훨씬 많은 '지배권(의결권)'을 행사하여 적은 지분으로 기업 집단 전체를 지배하며 외부로부터 적대적 M&A 위협의 염려 없이 소수주주의 이익을 해하고 있는 우리나라 대기업들에게 포이즌필 등의 경영권 방어장치를 제공하는 것은 바람직하지 않다고 본다. 또한 공격회사가 대상회사의 주주들과 직접적으로 주식거래를 하는 적대적 M&A 상황에서 주주의 대리인에 불과한 경영진이 이러한 거래에 끼어들어 방어행위를 하는 것은 주주중심주의에 어긋나는 것이라고 한다.

결국 적대적 M&A는 회사지배권 시장에서 회사의 자원을 가장 효율적으로 배분해 주며 효율적 경영을 촉진시켜 주므로 이러한 기능을 억제하는 경영권 방어 제도는 퇴출당했을 무능한 경영자를 안주하도록 하므로 비효율적이라고 본다.

(2) 제도적 관점(institutionalist view): 경영권 방어 인정

제도적 관점(institutionalist view)에서는 경영진이 회사의 이익을 위한 최선의 가격과 최선의 매각조건을 얻어내기 위해 적대적 기업 인수자와 협상할 법적 의무를 부담한다는 것을 전제로 적대적 기업 인수 상황에서의 궁극적인 의사결정을 이사회(경영진)에게 부여하는 것이 주주의 이익과 회사의 장기적 이익을 위해 바람직하다고 본다. 여기서는 회사의 장기적 발전을 위해 경영의 지속성과 안정을 중요시 한다.²⁾

이러한 견해는 새로운 경제이론과 다양한 경험적 실증자료에 기초하여 금융적 관점을 비판적으로 보완하며 자본시장이 경영진보다 항상 합리적으로 회사

2) Stephen M. Bainbridge(2006), p.1749.

를 평가하는 것은 아니라고 본다. 따라서 겉으로 보기에는 경영권 방어행위가 인위적으로 자본시장의 기능을 억제하는 것처럼 보이지만 이것은 자본시장의 기능을 제한하는 것이 아니라 불완전성을 보완하는 것이라고 본다.³⁾

(3) 소 결

회사정책은 대리비용 최소화를 목표로 한 이상에 사로잡힌 책임원칙의 추구가 아니라 ‘경영권’과 ‘책임’ 사이의 적절한 조화점을 모색하는 차선책을 추구하는 것이다. 그리고 계열사 간 상호출자나 피라미드 소유구조 등을 통해 지배주주가 소유지분을 초과하는 지배권을 행사하는 것에 대한 우려는 우리나라만의 문제가 아니며 EU와 OECD에서는 이 문제를 공시와 투명성 개선을 통한 사후적 해결로 접근하고 있다.

또한 지금까지 주주중심주의가 전제로 해온 것과 달리 주가가 항상 회사의 가치를 정확하게 나타내고 있지 않고 주주들의 이해관계가 항상 동일한 것도 아니며 경영진은 단순히 주주의 대리인이 아니므로 이들의 재량을 대리비용의 근원으로 보며 부정적 측면에서 접근하는 것은 바람직하지 않다.

현실적으로 다양한 선호의 주주들은 적대적 기업 인수자가 청구한 가격을 대상회사의 가치와 어떠한 기준에서 비교할 것인가에 대해 다양한 판단기준을 가지고 있다.

따라서 대상회사 주주들이 개별적으로 매각 의사결정을 하는 것은 모든 주주들의 집단적 이익과 일치하지 않을 수 있다는 집단적 행동(collective action)의 문제로 인해 공개매수 상황은 주주 전체의 후생을 감소시키는 위협으로 작용할 수 있다.⁴⁾ 개별 주주들의 개별적 의사결정으로 발생하는 이러한 집단적 행동의 문제를 극복하며 회사 전체의 이익에 부합하지 않는 적대적 기업 인수는 막고 부합하는 기업 인수는 받아들여 궁극적으로 회사의 장기적 발전을 도모

3) Sanford M. Jacoby(2007), p.292.

4) 개별적으로 매각 의사결정을 하는 것은 모든 주주들의 집단적 이익과 일치하지 않을 수 있다는 집단적 행동(collective action)의 문제, 즉 무임승차(free riding) 문제와 매도압력(coercion) 문제에 대해서는 신석훈(2008), p.88 이하 참조.

하고자 하는 제도적 장치가 경영권 방어 제도이다.

이와 같이 경영권 방어 제도의 타당성이 인정된다면 그 다음으로 제기되는 문제는 다양한 경영권 방어 제도 중 어느 것이 사회적 그리고 개별 회사의 관점에서 가장 효율적인가 하는 것이다.

2. 포이즌필의 개념 및 필요성

(1) 현행법상 이용 가능한 경영권 방어 제도

현행법상 이용 가능한 경영권 방어수단으로는 첫째, 의사결정기관을 통한 방어책으로 정관의 규정을 통해 회사 의사결정기관인 이사회나 주주총회에서 의사결정 과정의 장악을 어렵게 만들어 적대적 M&A로부터 경영권을 보호하는 경우로 이사의 자격 및 해임사유제한, 회사의 합병·영업양도 등의 주주총회 결의 요건 가중 등이 있다.

둘째, 회사의 조직변경을 통한 방어책으로 방어 목적의 합병, 주요 자산의 매각, 회사의 분할, 차입매수 등에 의하여 매수의 대상회사 및 그 회사가 보유하는 자산의 가치를 저하시킴으로써 매수를 포기하도록 하는 것이다.

셋째, 회사의 자본구조를 변경하는 방어책으로 주식이나 주식관련 증권을 이용하여 방어자 측의 지분율을 높이거나 공격자 측의 지분율을 희석하는 방법으로 신주의 3자 배정, 전환사채나 신주인수권부사채 등 잠재적 주식의 3자 배정, 자기주식의 취득과 처분 등이 있다.

경영권 방어를 위해 사용할 수 있는 방법이 여럿 있다면 이 중 가장 효율적인 방어수단을 사용하는 것이 바람직할 것이다. 그런데 현행법상 가능한 의사결정 기관, 조직구조, 자본구조 등의 변동을 통해 경영권을 방어할 경우 개별 회사의 최적 의사결정구조, 조직구조, 자본구조에서 벗어나 비효율적일 수 있다. 따라서 개별 기업은 물론 사회 전체적인 관점에서 가장 효율적인 경영권 방어수단이 필요하고 그것이 포이즌필이다. 왜 그런지를 살펴보자.

(2) 획일적 제도가 아닌 메커니즘으로서의 포이즌필

포이즌필(독약증권)이라는 것은 선형적으로 존재하지 않는다. 경영권 방어와 무관한 증권을 재료로 경영권 방어를 위해 독약을 만들었을 때 비로소 ‘독약증권’이 되는 것뿐이다. 우리 주변에서 일상적으로 편리하게 사용하는 다양한 용도의 칼을 처음부터 무기라고 하지 않고 칼로 사람을 해하거나 적군을 향해 사용될 때 ‘무기’라고 하는 것과 마찬가지로 말이다.

흔히 포이즌필을 경영권 방어를 위한 특정한 무기정도로 생각하기 쉽지만 포이즌필은 특정한 무기가 아니라 일정한 ‘메커니즘’을 일컫는 말이다. 즉 지배권을 취득하기 위해 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 ‘희석(dilution)’할 수 있는 메커니즘을 의미한다.

주식에는 의결권이 내포돼 있으므로 주식시장에 대상회사의 주식이 증가하면 공격 회사가 대상 회사에 대해 가지는 지배권이 그만큼 약화되어 결국 적대적 기업 인수를 포기하게 될 것이다. 주식이 희석되는 것이 마치 독약이 퍼지는 것과 같다고 해서 포이즌필이라는 이름이 붙여진 것이다. 여러 가지 재료를 사용해 다양한 독성을 가진 독약을 만들 수 있는 것처럼 주식 희석화의 방법과 정도도 다양하다.

결국 포이즌필이라는 경영권 방어수단은 하나의 통일된 수단이라기보다는 대상회사가 다양한 주식제도를 이용해 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 일련의 방법을 의미한다. 따라서 이러한 포이즌필은 개별 회사마다 자신들의 사정에 따라 다양한 형태로 만들어질 수 있다.⁵⁾

(3) 현행 상법상 가능한 포이즌필

현행 상법상 인정되는 ‘제3자 배정 신주발행’ 제도를 잘만 이용하면 이러한 효과를 얻을 수 있다. 주식에는 의결권이 내포되어 있으므로 제3자에게 신주를 발행하여 인수하도록 한다면 기존 주주들이 주식 수에 비례하여 가지고 있

5) Julian Velasco(2003), pp.856-859.

던 회사지배권이 상대적으로 약화될 것이고 인수 시도자가 가지고 있던 주식 역시 희석될 것이므로 독약의 효과가 발생했다고 볼 수 있다. 그러나 현행법상의 제3자 배정 신주발행을 이용해 주식을 희석하여 경영권을 방어하는 데는 많은 법적 제약이 있다. 이러한 법적 제약이 없더라도 이를 통해 경영권을 방어하는 것은 비효율적이다. 예를 들어 누군가가 자기 회사의 주식 취득을 점점 늘려가고 있다고 해보자. 이 경우 그 자의 주식 취득의도가 경영권을 획득하기 위한 것인지 아니면 단순히 시세차익을 얻기 위한 것인지 알 수 없는 경우가 일반적이다. 따라서 불안한 마음에 미리 신주를 우호적인 제3자에게 발행하여 경영권을 방어하고자 할 것이다. 그러나 주식 취득자가 기업 인수를 하고자 한 것이 아니었다면 괜한 짓을 한 것이다. 자본조달의 필요성이 없음에도 불구하고 불필요한 자본을 조달한 것이므로 발행회사뿐 아니라 사회 전체적인 관점에서 비효율적이다.

또한 주식은 아니지만 제3자에게 전환사채나 신주인수권부사채를 발행할 경우 추후 전환권이나 신주인수권 행사로 인해 주식이 늘어나게 되어 기업 인수가 가지고 있던 대상회사의 주식을 희석하게 되면 역시 독약으로서의 기능을 할 수 있을 것이다. 그러나 전환사채나 신주인수권부사채를 이용한 경우에도 제3자 신주발행의 경우와 마찬가지로 많은 법적 제한이 있고, 특히 자본조달의 필요가 없음에도 전환증권을 미리 발행해야 하고 이것은 이미 자본조달의 기능을 하고 있으므로 자본조달의 의사결정을 왜곡할 수 있는 등 여러 가지로 비효율적인 방어방법이다.

바로 이러한 이유 때문에 기업들은 다른 메커니즘의 주식 희석화 수단을 원한다. 이하에서는 미국과 일본에서 어떠한 메커니즘을 이용해 주식을 희석화하고 있는지를 살펴보고 이에 대해 평가해 보기로 한다.

III. 미국에서의 포이즌필 운용과 평가

1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필

앞서 살펴본 바와 같이 ‘포이즌필’이라는 것은 결국 ‘다양한 종류 및 내용을 가진 주식제도를 활용하여 경영권 방어를 위해 독약을 만드는 것’이다. 미국에서는 이러한 다양한 주식제도를 이용해 어떻게 독약증권을 만들고 있는지 보기로 한다.

(1) 종류주식을 이용한 포이즌필: 최초의 포이즌필

미국 회사법상 주식의 종류에 관한 특별한 제한은 없고 개별회사가 기본정관(article of corporation)을 통해 다양한 종류의 주식을 발행할 수 있다. 이러한 주식의 권리내용과 발행 조건 등에 대해서는 기본정관에 정하는 것이 원칙이지만 여기서는 기본적인 내용만 규정하고 구체적인 내용은 주식 발행 당시의 시장상황 등을 고려하여 이사회가 결정할 수 있도록 정관에서 권한을 이사회에 부여하는 것이 일반적이다.⁶⁾

미국 최초의 포이즌필은 이러한 종류주식의 일종인 우선주를 바탕으로 만들어졌다. 1983년 Lenox사가 소위 백지우선주(blank check preferred stock)를 기초로 만든 것이 그것이다.⁷⁾ 미국에서 이러한 우선주의 권리내용은 주주의 관여 없이 발행 당시의 이사회가 자유롭게 정할 수 있도록 하고 있었다. 이러한 재량에 기초하여 Lenox사는 1 우선주를 40 보통주로 전환할 수 있는 의결권이 없는 전환우선주를 발행하였다. 전환우선주와 같은 전환증권에는 증권 발행 때의 가치를 유지하기 위하여 일정한 사유가 생긴 경우 전환비율을 조정하는 규정이 포함되는 경우가 보통이다. 따라서 Lenox사가 다른 회사에 합병되어

6) James D. Cox & Thomas Lee Hazen(2003), p.486.

7) Martin M. Cohen(1987), pp.468-469.

소멸할 경우 이러한 우선주가 전환될 보통주가 없어지게 되는 경우를 대비하여 만일 Lenox사가 합병되어 사라지게 되면 전환우선주의 소유자는 Lenox사의 주식에 대하여 그 대가로 지급된 증권, 즉 인수회사의 보통주로 전환할 수 있다는 규정이 포함되어 있다. 그리고 이러한 규정은 합병에 의하여 인수회사가 포괄적으로 승계하므로 인수회사는 Lenox사 주주의 전환청구를 거절할 수 없다. 이러한 전환은 결국 공격회사의 기존 주식(특히 지배주주)을 희석하게 되고 이것은 Lenox사를 M&A 대상으로서 덜 매력적이게 만든다.⁸⁾

(2) 워런트(옵션증권)를 이용한 포이즌필

미국에서 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 수단으로 우선주를 사용하여 독약증권을 만들기 시작했지만 최근에는 워런트(warrant)⁹⁾라고 불리는 콜옵션(call option)을 사용하여 독약을 만들고 있고 일반적으로 포이즌필이라고 할 때는 이를 의미한다.

워런트란 일정한 기간 내에 일정한 가격으로 발행회사로부터 일정한 수량의 주식을 저렴한 가격으로 매입할 수 있는 옵션권리의 일종이다. 미국에서는 옵션증권(워런트)의 발행과 배당결정 및 내용 결정에 있어 주주의 승인을 요구하지 않으므로 이사회는 신속하게 포이즌필을 만들어낼 수 있다.¹⁰⁾

이러한 옵션증권이 우리에게 생소한 것은 아니다. 우리가 흔히 알고 있는 회사의 임직원에 대해 발행되는 스톡옵션(주식매입선택권)도 일종의 워런트다. 다만 현재 포이즌필 도입과 관련하여 논의되고 있는 것은 현행법상의 스톡옵션 처럼 일정한 조건하에서만 발행가능한 법정화된 옵션이 아니라 특정한 조건이나 요건 없이 일반적이고 독립적인 옵션증권을 기업들이 발행할 수 있도록 하자는 것이다. 그리고 이러한 독립된 옵션증권에 기업 스스로 부가적인 여러 가

8) 우선주를 이용한 초기 포이즌필에 대해서는 Thomas R. Wilcox(1985), p.574. 김화진·송옥렬(2007), p.346.

9) 일본에서는 후술하는 바와 같이 신주예약권이라고 불린다.

10) 따라서 필요하다면 수 시간 내에도 가능하므로 미리 포이즌필을 마련해 두지 않은 대부분의 회사들도 이미 적대적 기업 인수가 시작된 이후 작동시킬 수 있는 “shadow pills”를 가지고 있는 것으로 볼 수 있다. Guhan Subramanian(2007), p.625.

지 조건을 첨가하여 경영권 방어수단으로서의 포이즌필을 만들 수 있도록 하는 것이다.

미국에서 이러한 옵션을 이용해 포이즌필을 만드는 전형은 회사가 옵션증권을 개별 보통주 각각에게 배당의 형식으로 발행하며 동시에 옵션증권상의 권리를 행사하기 위한 조건을 첨가하는 것이다. 즉 옵션증권을 기본재료로 여기에 다음과 같은 다양한 행사조건을 부과하여 발행함으로써 비로소 독약증권이 되는 것이다.

첫째, 만일 누군가가 회사 주식의 일정 지분(일반적으로 20%)을 취득하게 되면 이 사람을 제외한 나머지 주주들은 이때부터 할인된 가격으로 대상 회사 주식의 매입을 청구할 수 있다.

둘째, 특정한 사건(20%의 주식 취득)이 발생하기 전까지는 옵션증권을 주식과 분리하여 거래 및 행사해서는 안 된다. 왜냐하면 기업 인수 시도자가 20%의 주식을 취득하기 전에 미리 옵션증권만 따로 사들이면 독약효과가 발생하는 것을 사전에 차단할 수 있기 때문이다.

셋째, 사후적으로 이러한 옵션권리를 대상회사의 이사회가 거의 무상에 가까운 가격으로 재매입할 수 있는 상환조항을 포함하고 있어야 한다. 포이즌필의 핵심적 기능은 실질적으로 독약증권이 행사되어 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 것이라기보다는 오히려 이러한 희석화 전, 즉 독약의 효과가 발생하기 전에 공격회사와의 협상단계에서 대상회사 이사회의 협상력을 극대화하는 것이다. 이러한 독약증권이 있기 때문에 대상회사의 이사회는 회사와 주주들에게 해로울 것으로 보이는 적대적 M&A를 거절할 수 있으며, 회사와 주주들에게 도움이 될 적대적 M&A에 직면해서는 협상력을 극대화하여 최적의 조건에 합의한 후 독약증권을 폐기하고 거래를 성사시킬 수 있게 된다.

1) 효율적 방어수단

독약증권은 원래 경영권을 공고히 하기 위한 장치라기보다는 주주와 회사전체의 이익을 위해 경영진의 '협상력'을 높이기 위해 만들어진 것이고¹¹⁾ 이를

위해서는 대상회사 이사회가 일방적으로 독약증권을 한꺼번에 거둬들일 수 있는 상황조항이 필요하다. 왜냐하면 옵션권리의 행사요건, 즉 공격회사가 대상회사 주식의 20%를 취득하게 되면 이때부터 옵션권리가 주식과 분리되어 양도·행사·유통될 수 있기 때문에 공격회사가 이렇게 유통되는 옵션권리를 모두 거둬들여 독약효과가 발생하는 것을 막는 것은 현실적으로 어렵다. 결국 옵션증권을 한꺼번에 거둬들일 수 있는 방법은 대상회사가 옵션증권에 대해 강제상환권을 행사하는 것뿐이고 이러한 사실을 잘 알고 있는 공격회사는 대상회사의 이사회와 협상할 수밖에 없게 되는 것이다.

이러한 조건하에서 옵션증권의 행사조건이 충족된 경우, 적대적 매수 시도자만 옵션권리를 행사할 수 없으므로 다른 주주들이 옵션권리를 행사하여 대상회사의 주식을 새롭게 취득하면 적대적 매수시도자가 소유하고 있던 대상회사의 기존 주식이 희석된다. 따라서 당시까지 유지하고 있던 대상회사에 대한 지배권이 그만큼 약화되어 적대적 M&A 시도를 어렵게 만드는 것이다.¹²⁾

옵션증권을 이용한 포이즌필이 앞에서 설명한 제3자 배정 신주발행, 전환사채, 신주인수권부사채를 이용한 경우와 결정적으로 차이가 나는 부분은 실질적으로 적대적 M&A 시도(20% 정도의 주식에 대한 공개매수)가 없는 경우에는 회사의 자본구조나 지배구조에 아무 변화가 없다는 것이다. 옵션권리의 행사요건이 충족되지 않아 권리를 행사할 수 없으므로 대상회사의 신주가 발행되지 않기 때문이다.

경영권 방어수단으로 포이즌필을 선택하더라도 경영권 방어를 위해 특별한 현금지출을 필요로 하지 않고, 회사의 자본구조에 특별한 영향을 주지도 않으며 게다가 적대적 M&A가 있기 전에 사전적으로 특별한 조치를 취할 필요도 없이 대상회사의 이사진에게 공격회사와의 협상력을 증진시켜 더 많은 이익을 얻을 수 있는 기회를 제공한다는 점에서 다른 경영권 방어수단들에 비해 효율적이다.¹³⁾

미국의 경험에 의하면 포이즌필은 적대적 M&A 상황에서 직접적인 방어수

11) William A. Klein & John C. Coffee, Jr. (2002), p.188.

12) William A. Klein & John C. Coffee, Jr. (2002), p.188.

13) Douglas G. Gruener(2006), p.873.

단으로 활용되기보다는 오히려 평상시 경영권을 안정화하며 대상회사 이사회
의 협상 포지션을 향상시키는 기능을 수행하고 회사가 갑작스러운 파괴적인
기업 인수의 두려움 없이 지속적으로 사업을 수행할 수 있도록 하는 수단으로
활용되고 있다.¹⁴⁾

2) 워런트의 기능

포이즌필의 핵심 재료인 워런트(옵션권리)와 관련하여 특히 관심을 가져야
할 부분은 워런트가 반드시 경영권 방어를 위한 포이즌필의 재료로만 사용되
는 것이 아니라는 것이다. 여기서의 워런트는 원래 포이즌필의 재료로 사용하
기 위해 탄생된 것이 아니라 자본시장에서 다양한 성향의 투자자들의 욕구를
충족시켜주며 원활한 자본조달을 위한 수단 또는 자본시장에서의 다양한 이해
관계인 사이의 이해를 조정하기 위한 수단으로 사용하기 위해 만들어진 금융
상품의 일종이다.

예를 들어 워런트는 부실기업의 처리와 관련하여 유용하게 사용될 수 있다.
도산상태에 빠진 기업의 갱생을 위해 필요한 자금을 조달할 경우 당해 기업의
주주, 기존의 채권자, 새로운 자금 공급자 사이의 이해관계를 조정하는 것은
쉬운 일이 아니다. 차입 형태를 취할 때는 높은 금리로 인해 부실기업의 회생
자체가 어려울 수 있고 주식을 발행한다 해도 이미 가치가 영에 가까운 부실
기업의 주식을 거액을 들여 인수할 자도 없겠지만 경영진의 입장에서도 경영
권이 위태롭게 되기 때문에 쉽게 응하지도 않을 것이다. 워런트를 사용하면 이
러한 문제들을 해소할 수 있다. 자금 제공자에게는 낮은 이자를 지급하는 대신
워런트를 제공한다면 회사는 이자부담을 낮출 수 있고 자금 제공자 역시 자신
의 도움으로 기업이 회생하는 경우에는 그에 따른 이익을 함께 할 수 있기 때
문이다.¹⁵⁾

이와 같은 관점에서 보면 경영권 방어수단으로서의 포이즌필 도입을 반대하
는 것은 단순히 경영권 방어수단 하나의 도입에 반대하는 것이 아니라 유용한

14) Douglas G. Gruener(2006), p.896.

15) 이 외에도 워런트의 효용성은 다양하다. 자세한 내용은 김건식(1999), p.246 이하 참
조.

금융수단의 도입 자체를 막을 위험도 있다. 실제로 2006년 상법 개정안에서는 신주예약권 제도의 유용성을 인정하면서도 결국에는 도입하지 않기로 했는데, 그 이유는 기업들이 이것으로 포이즌필을 만들어 경영권 방어수단으로 남용할 것을 염려했기 때문이다.

2. 적법성 판단(사법단계)

1980년대 미국에서 적대적 M&A와 이에 대한 방어행위가 성행할 당시 미국 사회는 적대적 M&A의 경영자 통제 기능(책임 확보 기능)과 경영진의 방어행위 인정(경영권 확보 기능) 사이에서 고민하기 시작하였고, 이는 결국 회사 지배구조의 본질이라는 근본적이고 복잡한 정책적 질문에 직면하게 되었다. 이러한 정책적 질문에 대해 입법적 대응은 특별히 의미 있는 방향을 제시해 주지 못했고 오히려 구체적 사건에서 법원의 대응과 이에 따라 법원이 제시한 구체적인 판단기준이 실질적으로 영향을 미쳐왔다. 미국의 법원, 그 중에서도 델라웨어주 법원은 점진적으로 기업 인수와 관련된 판례를 축적해 나가고 있었고 이러한 판례의 축적을 통해 경영권 방어의 적법성 판단기준은 점점 정립되어 갔다.¹⁶⁾

(1) 델라웨어주 포이즌필 법리

미국에서는 주마다 회사법을 가지고 있고 회사 설립자는 실제 사업지와 무관하게 적용받기 원하는 주 회사법을 선택할 수 있으므로 50개의 회사법이 서로 선택받기 위해 치열한 경쟁을 하고 있다. 따라서 포이즌필 제도의 인정 여부 및 운용에 대해 다양한 태도를 보이고 있는 50개의 회사법 중 회사 설립자와 주주들은 자신들이 선호하는 규정을 가지고 있는 주의 회사법을 선택할 수 있다. 지금까지 이러한 경쟁에서 승자는 미국에서 두 번째로 작은 델라웨어주다. 델라웨어주는 전통적으로 주주보다 이사(경영진)에게 많은 재량을 부여하

16) William B. Chandler Iii(2004), pp.64-65.

고 있다. 여기서는 경영진이 포이즌필과 같은 강력한 경영권 방어수단을 사용할 수 있도록 하는 등 다른 주에 비해 개별회사와 경영진에게 많은 재량을 부여하고 있다. 다만, 이러한 재량을 남용하였을 경우에는 사법부에서 사후적으로 엄격히 책임을 묻고 있다.

따라서 이사회보다 주주의 권한을 강화하는 주주중심 규정(shareholder primacy rule)이 투자자들의 수익을 증진시켜 준다면 설립자들은 이사진보다 주주에게 회사의 통제권을 더 많이 부여하고 있는 회사법제를 가진 주에 회사를 설립하고자 할 것이므로 델라웨어주는 매력적인 회사 설립지가 아닐 것이다. 예를 들어 설립자들은 경영권 방어 제도를 가지고 있지 않고 포이즌필의 유효성을 인정하지 않는 캘리포니아주에 회사를 설립하고자 할 것이다. 반면 강력한 경영권 방어 제도를 가지고 있는 델라웨어주 같은 곳에 회사를 설립하는 것을 꺼려할 것이다. 그러나 현실은 정반대이다. 주주의 권한을 강화하며 주주 친화적(shareholder friendly)으로 보이는 내용을 가진 주법보다 상대적으로 강력한 이사회 중심(director primacy) 규칙을 가지고 있는 델라웨어주에 더 많은 회사가 설립되고 있다.¹⁷⁾

델라웨어주 회사법의 적용을 받고 있는 기업은 모두 80만 개로 이 중에는 미국 공개회사의 50%, 포천지 선정 500대 기업의 60%가 포함되어 있다.

이러한 델라웨어주에서의 포이즌필 법리는 자본시장 변화에 대한 이해당사자들의 전략적 대응과정 속에서 발전해 왔다. 시장 환경의 새로운 변화는 법과 현실 사이에서 괴리를 야기하고 이것으로 인해 시장의 경제주체들은 이러한 법적 문제들을 부당하게 이용하기도 하며 또는 개선하기 위한 대응 노력을 하기도 한다. 이러한 법과 현실의 괴리로 인한 문제들은 그 사회에서 누군가가 해결해야만 할 것이다. 델라웨어주에서 1980년 당시 자본시장의 변화와 이에 대한 기업들의 포이즌필 사용으로 발생하는 초기의 규범적 혼란을 수습하기 시작한 것은 법원이었다. 시장에서의 경제주체들은 법원이 제시한 법리와 규칙들에 기초하며 적응해 나간다. 결국, 현재의 델라웨어주 포이즌필 법리는 이러한 전략적 대응과 다양한 이해관계 그룹 사이의 경쟁을 통한 내부적 균형을

17) Lynn A. Stout(2003), fn 78.

반영한 것이라고 볼 수 있다. 즉 포이즌필과 관련된 텔라웨어법리는 경영자, 주주, 입법자, 법원 등 이해당사자 그룹 간의 정치적 협상의 결과로 볼 수 있다.¹⁸⁾

미국에서 포이즌필이 어떻게 운용되어야 할 것인가에 대한 논쟁이 여전하지만 기본적으로 포이즌필은 경영자의 사적이익을 지키는 데 사용되는 것이 아니라 주주의 이익을 증진시키는 역할을 하고 있다는 데 묵시적으로 합의하고 있다.¹⁹⁾

(2) ‘이사의 선관의무·충실의무’와 ‘경영판단 원칙’의 조화점: ‘중간기준’

회사지배구조의 본질적 요소인 경영진의 경영권 보호와 이러한 경영권의 남용을 방지하기 위한 책임 확보의 조화가 회사지배구조 정책에서 가장 핵심적인 문제이다. 회사지배구조에서 이러한 경영권을 보호해 주는 경영권 방어장치는 무능력한 경영진을 통제하는 자본시장에서의 회사지배권 시장(적대적 M&A)과 긴장관계 속에서 작동하고 있고 이러한 긴장관계는 법정에서 구체적으로 나타나게 된다. 즉 구체적인 경영권 방어 제도를 사용한 경영진이 회사의 이익이 아닌 자신의 지위를 보전하기 위해 경영권을 방어했다는 것을 이유로 책임을 추궁당할 경우, 사법부의 판단은 회사법상의 책임확보 제도인 ‘이사의 선관의무 및 충실의무’ 위반²⁰⁾ 여부와 회사법상의 경영권 확보 제도인 ‘경영판단의 원칙’²¹⁾ 사이의 긴장관계 속에서 이루어질 것이다.

18) Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller(1987), p.509.

19) Curtis Milhaupt, <http://www.rieti.go.jp/en/events/bbl/05072801.html>, 2008, 6월 방문.

20) 상법 제382조 제2항에 의하면 주식회사의 이사와 회사와의 관계는 위임에 관한 민법의 규정이 준용되므로 이사는 민법 제681조에 의해 회사에 대해 선량한 관리자의 주의로써 사무를 처리해야 할 의무(선관의무 또는 주의의무)를 진다고 규정하고 있고, 상법 제382조의 3은 이사는 법령과 정관이 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야(충실의무) 한다고 규정하고 있다.

21) 대부분의 회사법은 이사들에게 일부의 주주들이 요구하는 모든 것을 하도록 의무지우지 않는다. 오히려 회사법은 공개회사의 이사들이 주주들의 지시와 통제로부터 벗어난 상당한 재량을 가질 수 있도록 하는 제도적 장치를 마련해 주고 있고 경영진이 이러한 재량에 기초하여 자신들의 경영판단에 따라 경영을 해나가도록 한다. 이를 가장 잘 나

다시 말해 적대적 기업 인수 시도가 있는 경우 대상회사 경영진이 취하는 여러 가지 방어조치에 대한 적법성 판단은 1980년 이후 미국 법원의 최대과제라고 할 수 있고 이 문제는 결국 회사법상의 ‘경영판단의 원칙’을 적용하여 방어행위의 정당성을 인정할 것인지 아니면 회사법상 ‘선관주의의무·충실의무’ 법리를 적용하여 이사가 자신의 사적이익을 위해 경영권을 남용한 것으로 보아 책임을 물을 것인지에 대한 법리논쟁으로 귀결된다. 경영진의 책임과 경영진의 경영권의 최적 조화점을 법리적 기준으로 어떻게 만들어낼 것인가 하는 것이 최대의 관건인 것이다.²²⁾

1980년 이후 미국 델라웨어주 법원은 이러한 최적 조화점을 마련하기 위해 노력해 왔고 그 결과로 만들어진 일련의 판단원칙을 중간기준(intermediate standard)이라고 부른다. 중간기준이란 적대적 기업 인수를 저지하기 위해 이사가 경영권 방어장치들을 사용할 권한을 인정하면서도 이러한 방어장치의 행사에 대한 판단은 일반적인 회사법상의 경영판단 원칙보다 엄격하게 적용하는 것을 의미한다. 즉 방어조치가 적법하다고 판단되기 위해서는 우선 회사의 사업방향 기조와 효율적인 운영에 대한 ‘합리적인 위협’이 존재하고 방어조치는 이러한 위협에 비추어 ‘합리적으로 상응하는 정도’이어야 하며(reasonable in relation to the threat posed) 이에 대한 구체적 판단은 객관적이고 사후적으로 이루어진다.²³⁾

타내 주고 있는 것이 바로 회사법상의 경영판단의 원칙(business judgment rule)이다. 회사의 경영진도 궁극적으로는 다른 사람들의 돈을 끌어다가 대신 사업을 수행한다는 점에서 보면 변호사나 의사와 마찬가지로 민법상의 위임계약에 기초한 책임을 부담하지만 변호사나 의사와는 달리 경영자에 대한 책임이 문제되는 사안에서 법원은 경영판단의 원칙이라는 법리하에 법적으로 개입하는 것을 자제한다. 법적인 개입이 자칫 기업내부에서 다양한 형태로 존재하고 있는 권위를 훼손할 우려가 있기 때문이다.

22) Stephen M. Bainbridge(2006a), pp.827-823.

23) Stephen M. Bainbridge(2006a), p.799. William B. Chandler Iii(2004), pp.54-58.

3. 포이즌필과 주주행동주의

최근 미국에서의 포이즌필 운용과 관련된 다음의 사항들을 근거로 포이즌필 도입을 부정적으로 평가하는 경우가 있다.²⁴⁾

i) 미국에서 포이즌필 철회와 관련된 주주들의 요구가 주주제안이나 부속정관 개정의 형식을 통해 최근 증가하고 있고, 이는 결국 주주들이 포이즌필을 원하지 않는다는 사실을 간접적으로 보여주고 있다는 것이다. 포이즌필의 오용 또는 남용될 여지가 있어 궁극적으로는 포이즌필이 주주이익에 부합하지 않는다는 것이다.

ii) 포이즌필이 주주들의 이익을 위해 행사될 수도 있지만 이렇게 되기 위해서는 지배구조상 여러 여건, 즉 사외이사의 독립성, 지배주주의 부존재, 기관투자자들의 적극적 개입 등의 요건이 갖추어져야 하는데 우리나라는 미국과 달리 그렇지 못하므로 포이즌필의 도입은 바람직하지 않다는 것이다.

물론 이러한 견해가 지적인 것이 옳을 수도 있다. 일부의 주주들이 포이즌필의 철회를 요구하는 것은 포이즌필이 자신들의 이익에 부합하지 않기 때문일 것이고, 사외이사가 존재하면 경영자가 포이즌필을 남용하는 것이 쉽지 않을 것이다.

따라서 i) 주주들이 철회를 요구하거나 자신들의 승인을 받으라고 요구했음에도 불구하고 경영진이 그렇게 하지 않았거나 ii) 지배주주가 존재하는 상황에서 사외이사나 기관투자자들의 감시를 받지 않고 있는 기업의 경영진이 포이즌필을 채택한 경우에는 포이즌필을 남용할 것이라는 의심을 가질 수밖에 없다.

그러나 이것은 그럴 수 있다는 가능성일 뿐 항상 그렇다는 것은 아닐 것이다. 주주들 중에는 오히려 포이즌필을 원하는 주주도 있을 것이고 기업 인수라는 중요한 사안에서 독립된 사외이사보다 내부적인 경영을 더 잘 알고 있는 경영진이 회사 전체의 이익을 위해 더 나은 판단을 할 가능성도 분명 있을 것이다.

24) 김우찬(2008).

이러한 관점에서 보면 포이즌필의 도입을 반대하는 견해도 포이즌필 제도 자체의 유용성을 부정하는 것이 아니라 제도의 남용 위험 때문에 도입을 반대하는 것이라고 볼 수 있다.

그러나 기관투자자들의 포이즌필 철회요구와 사전에 주주동의를 받으라는 요구가 증가하는 현상을 마치 포이즌필은 주주들의 이익을 훼손하므로 모든 주주들이 포이즌필을 원하지 않는 것으로 해석해서는 안 된다. 또한 지배구조상의 여러 여건들이 전제되어야만 포이즌필이 유용하게 기능할 수 있다는 주장도 하나의 가능성일 뿐 현실적인 실증연구는 다양한 결과를 보이고 있으므로 일괄적으로 평가할 수 없다.

i)포이즌필 도입의 철회를 원하는 기관투자자들의 요구와 ii)포이즌필의 유용성을 담보하기 위해 요구되는 일정한 회사지배구조의 특징들은 포이즌필을 도입할 것인지에 대한 논쟁에서 고려되는 사실들이라기보다는 포이즌필의 정당한 사용, 즉 적법성 판단의 요소로서 고려될 수 있는 사실들이다.

최근 미국에서 i)과 관련해서는 ‘주주승인 포이즌필’ ii)와 관련해서는 ‘포이즌필과 회사성과와의 연관성’이라는 관점에서 논의되고 있으므로 각각에 대해 살펴보기로 한다.

(1) 주주승인 포이즌필(shareholder-approved poisonpills)

미국에서는 주주의 허락 없이 이사회가 일방적으로 포이즌필을 선택하고 발동할 수 있는 권한이 있다.²⁵⁾ 따라서 과연 이러한 이사회 권한을 주주들이 어느 정도 제한할 수 있을 것인가에 대한 것이 최근 논쟁의 핵심이다. 즉 미국에서 포이즌필 자체의 유용성에 대한 초기의 논쟁은 이미 끝났지만 기업 인수 상황에서 회사의 의사결정 권한을 이사와 주주 사이에서 어떻게 할당할 것인가에 대한 논쟁은 지금도 계속되고 있다. 이러한 논쟁은 기관투자자들의 주주행동주의의 출현으로 가속화되고 있다.

1990년대 기관투자자들은 현존하는 포이즌필을 제거할 것을 요구하는 그리

25) Moran, 500 A.2d at 1357.

고 새로운 포이즌필의 채택시 주주들의 승인을 요구하는 부속정관(bylaws) 개정을 위한 주주제안(shareholder proposals)을 위임장 설명서에 포함시키고자 하였다.²⁶⁾

일반적으로 미국 회사법에서 기본정관(charter)은 이사회와 주주총회 결의 모두를 필요로 하므로 경영진과 주주 사이의 계약의 산물로 인식되며 강력한 법적 구속력을 가진다.²⁷⁾ 그런데 부속정관은 기본정관과 달리 이사 또는 주주가 일방적으로 변경할 수 있으므로 법적 구속력이 약하다.²⁸⁾ 주주와 이사가 공동으로 정관을 통해 회사지배구조를 설계하는 것과는 달리 일부의 주주가 일방적으로 주주제안이나 부속정관 등을 통해 회사의 경영에 개입하려는 경향을 주주행동주의(shareholder activism)라고 한다.

이와 같이 주주가 ‘부속정관’을 통해 회사의 경영과 관련된 자신들의 입장을 표명할 수 있는 반면 동시에 주주는 ‘법’이나 ‘정관’에 의해 특별한 권한이 주어지지 않는 한 회사의 경영에 직접적으로 개입해서는 안 된다는 것이 미국 회사법의 기본 원칙이므로 과연 부속정관을 통해 표출된 주주들의 의사가 이사의 경영판단을 법적으로 구속할 수 있을 것인가의 문제가 오래 전부터 미국 회사법학계에서 제기되어 왔다. 즉 부속정관을 통해 표출된 주주의 의사를 경영진이 따를 법적의무가 있는 것인지 아니면 경영 판단시 고려사항에 불과한 것인지의 문제가 제기되어 왔다.

이러한 문제에 대해 법원이나 입법부, 증권 당국, 학자들은 분명한 입장을 표명하지 않고 있다.²⁹⁾

따라서 이사가 비록 주주의 동의 없이 일방적으로 자신들의 경영판단하에 포이즌필을 선택하고 사용할 수 있는 법적 권한이 있지만 만일 주주들이 자신들의 동의를 사전에 받으라고 요구했음에도 불구하고 결국에는 경영진이 주주들의 승인 없이 포이즌필을 선택하고 사용한 경우 과연 이에 대한 적법성 판단이 어떻게 이루어져야 할 것인가가 최근 쟁점으로 떠오르고 있다.

26) Neil Lieberman(2008), pp.369-370.

27) Marcel Kahan, Edward B. Rock(2003), p.495, p.499.

28) Marcel Kahan, Edward B. Rock(2003), pp.497-498.

29) Lawrence A. Hamermesh(1998), p.416.

다시 말해, 주주제안과 부속정관 개정 등을 통해 나타나는 주주들의 포이즌 필 철회요구 또는 사전승인요구를 경영진이 받아들이지 않고 독자적으로 경영 판단을 했을 경우 당연히 위법한 행위인지, 아니면 주주들의 요구는 단순히 적법성 판단의 한 사실 요소에 불과하므로 이사의 경영판단을 법적으로 구속하는 것은 아니라고 볼 수 있는지, 그렇다면 이 경우는 주주중심주의와 충돌하는 것은 아닌지 등에 대한 현대 회사지배구조와 관련된 민감하고 어려운 문제를 야기하게 된다. 포이즌필의 선택·사용권한과 관련된 주주와 이사 사이에서의 권한배분 문제는 최근 Unisuper Ltd. v. News Corp. 사건³⁰⁾을 계기로 본격적으로 논의되고 있다.

1) Unisuper Ltd. v. News Corp. 사건의 개요

최근 Unisuper Ltd. v. News Corp. 사건은 미국 회사법에서 주주는 이사회 의 재량을 어느 정도까지 제한할 수 있을 것인가에 대한 오랜 논쟁을 다시 촉발시키고 있다.

이 사건에 대한 법원의 판단을 두고 주주행동주의자들은 주주에 의해 제안된 부속정관은 이사회의 권한을 제한할 수 있다는 자신들의 기존 주장을 델라웨어주 법원이 지지하기 시작했다고 주장한다.³¹⁾³²⁾ 반면, 델라웨어주의 기존 판결을 근거로 이 판례를 그렇게 확대 해석해서는 안 된다는 견해가 설득력을 얻고 있다.³³⁾ 이 사건의 개요를 살펴보면 다음과 같다.

News Corporation 이사회는 2004년 11월, 법인등기 소재지를 호주에서 미국 델라웨어주로 옮기려고 했다. 그런데 호주에서는 포이즌필의 사용이 금지되는 반면 델라웨어주에서는 허용되고 있었다. 이사들은 델라웨어주로 옮기는 과정

30) News Corp. v. Unisuper Ltd., 906 A.2d 138(Del. 2006).

31) Tuart M. Grant & Megan D. McIntyre(2006).

32) 국내 견해 중에도 이 판결을 포이즌필 도입의 반대논거로 제시하는 경우가 있다. 즉 동 판결에서 보듯 주주들의 의사에 반하여 포이즌필 정책을 일방적으로 폐기하는 것은 매우 힘들다는 것이다. 김우찬(2008).

33) A. Gilchrist Sparks, III(2006), (“[T]o the extent [Unisuper] suggests that directors … are bound to act in accordance with shareholder instructions … [it] should be disregarded.”).

에서 주주들에 의한 독약증권의 사후소각을 ‘약속’하였다. 그러나 2005년 8월 일방적으로 주주들의 동의 없이 독약증권의 만기를 연장하였다. 이에 기관투자자들의 저항으로 법정까지 가게 되었고 결국에는 2006년 주주총회에서 독약증권에 대한 표결이 이루어졌다. 2006년 10월, News Corporation의 주주들은 이사들이 채택한 포이즌필을 승인하였다.

소송과정에서 회사측은 기관투자자들이 주장하고 있는 ‘약속’은 회사를 경영할 이사의 권한을 부당하게 제한하고 있으므로 효력이 없다고 주장하였다. 그러나 법원은 주주와 이사들이 합의를 통해 포이즌필의 선택과 관련된 이사의 권한을 제한하는 것은 정당하다고 판시하였고 항소심도 마찬가지로 판시하였다.

우리나라에서는 이 판례를 포이즌필 도입의 반대 논거로 제시하는 경우도 있다. 즉 이 판례를 통해 미국 델라웨어주 법원도 포이즌필 운용에 있어 주주의 의사를 중요시 하므로 주주들이 일반적으로 포이즌필 도입을 원하지 않는 상황에서 주주들의 의사에 반하여 포이즌필에 대한 정책을 경영진이 일방적으로 실시하는 것이 매우 어렵다는 것을 보여주는 판례라는 것이다.³⁴⁾ 판례에서는 분명 주주들의 요구를 받아들이지 않고 내린 경영진의 의사결정은 부당하다고 하며 경영진에게 주주의 의사를 존중할 것을 주문하였다. 그러나 아래에서 살펴보는 바와 같이 경영진은 항상 주주들의 요구를 따라야 한다는 것이 동 판례의 취지는 아니다.

2) 판결의 함의

① 계약적 상황

미국 회사법은 이사들에게 주주들이 요구하는 것을 하도록 의무 지우지 않는다. 오히려 공개회사의 이사들은 주주들의 지시와 통제로부터 벗어난 상당한 재량을 가지고 있다.³⁵⁾ 그러나 이러한 이사의 권한 및 의무는 회사법의 기본원칙을 벗어나지 않는 한 이사와 주주가 ‘계약’을 통해 변경할 수 있다. 즉

34) 김우찬(2008).

35) Margaret M. Blair, Lynn A(2001), p.406.

이사 스스로 주주와의 계약을 통해 자신의 권한을 일부 제한할 수 있다.³⁶⁾ 바로 Unisuper Ltd. v. News Corp. 사건이 이러한 경우이다. 이 사건에서 법원은 이사의 권한 및 의무에 관한 이사와 주주의 계약은 존중되어야만 하고 이들에게 계약체결에 대한 폭넓은 자유가 주어져야 하므로 이사들이 회사를 텔라웨어주로 옮기는 과정에서 주주들에 의한 독약증권의 사후소각을 약속했다면 이를 지켜야 한다고 판시하였다. 따라서 이러한 약속은 회사법에서 이사에게 폭넓게 부여하고 있는 이사의 권한을 구속하는 것이므로 효력이 없다는 이사진의 주장은 받아들일 수 없다는 것이 법원의 입장이다. 즉 약속을 했으면 지키라는 것이다.

그러나 Unisuper 사건의 판결에서 주주와 이사진의 계약이 아닌 주주들의 ‘일방적’인 주주제안이 이사의 포이즌필 채택과 사용을 제한할 수 있다고 확대 해석해서는 안 된다. 이 판결은 주주와 이사의 ‘계약’을 전제로 한 계약위반 상황(breach of contract setting)에서 주주와 이사 사이의 회사권한 분배를 다루고 있다. 주주들이 ‘일방적(unilaterally)’으로 포이즌필의 선택에 대한 이사의 권한을 제한할 수 있을 것인가에 대해서는 더욱 많은 논의가 필요하다. 그러나 텔라웨어주 법원이 그렇게 할 것 같지는 않다.³⁷⁾

② 주주의 승인을 얻은 포이즌필 선택은 적법성 판단에서 유리

구체적 사안별(case by case)로 법적 판단을 하는 텔라웨어주 법원에서 이사

36) 회사의 본질을 주주와 경영진 사이의 계약적 관계로 보는 계약주의 회사관의 관점에서 보면 회사법상 이사의 신임의무가 수행하는 기능은 불완전한 계약의 결함체에 내재되어 있는 계약의 흠결(gap)로 야기되는 계약 당사자들 간의 분쟁을 해결하기 위해 이러한 흠결을 보충해 주는(gap-fillers) 기능을 한다. 즉 이러한 신임의무는 이사회와 각각의 생산요소 소유자들이 계약을 체결하는 과정에서 장래의 상황변화에 어떻게 대응할 것인가를 사전적으로 예측하며, 그 해결책을 구체화하는 것이 어렵기 때문에 존재하는 것이다. 신임의무는 이러한 생산요소 소유자들 중 사전적으로 계약 관계를 구체화하기가 가장 힘든 주주들의 계약에서 사전적으로 구체화되지 않은 조건들을 메워주기 위해 법이 개발한 메커니즘이라고 할 수 있다. 따라서 회사법상 신임의무는 이러한 불완전한 계약구조의 틈을 이용한 경영자나 이사들의 기회주의적 행위를 방지하기 위한 명시적 계약의 대안 장치라고 할 수 있다. John R. Boatright(2002), p.222. Neil Lieberman(2008), p.380.

37) Neil Lieberman(2008) fn. 107. Lawrence A. Hamermesh(2007), p.413.

의 의무 및 권한은 고정되어 있지 않고 구체적인 사건에서 관련 사실(facts)과 상황(circumstances)에 따라 달라진다. 미국에서 경영권 방어를 위한 포이즌필 선택은 원칙적으로 이사진의 권한으로 되어 있으나 이러한 권한을 주주와의 계약³⁸⁾을 통해 주주들의 승인을 받도록 할 수 있고, 또는 이러한 사전적 계약이 없더라도 이사진이 스스로 주주의 승인을 받을 수도 있다. 그리고 주주들도 일반적으로 이사진이 포이즌필의 선택 시 자신들의 승인을 받으라고 요구할 수 있으며 경우에 따라서는 이미 선택된 포이즌필을 철회할 것을 이사들에게 요구할 수도 있다. 그리고 포이즌필의 선택 권한과 관련된 이러한 다양한 경우에 대한 법적 판단은 모두 다를 것이다.

다시 말해 포이즌필의 선택에 대한 권한은 원칙적으로 이사에게 있으므로 이사가 주주의 관여 없이 일방적으로 포이즌필을 선택하는 것은 적법하지만, 이러한 포이즌필을 구체적으로 경영권 방어수단으로 사용하였을 경우 이미 언급한 바와 같이 법원은 엄격한 심사를 거쳐 이러한 사용의 적법성 판단을 하고 있다. 반면 주주와의 계약을 통해서 또는 이사진 스스로가 주주의 승인을 받아 포이즌필을 선택하여 사용한 경우에는 법원으로부터 적법성 판단을 더 수월하게 받을 수 있다. 주주들이 이사의 포이즌필 선택을 승인했을 경우 델라웨어법원은 포이즌필의 선택과 사용의 단계 모두에서 이사의 경영판단을 매우 우호적으로 판단하고 있다.

결국 주주승인은 포이즌필의 적법성 판단에 있어 고려되는 하나의 사실(fact)이다. 주주들의 승인은 포이즌필 선택 시점에서 주주와 이사 간의 잠재적 이해상충의 가능성을 완화시켜 준다. 포이즌필의 사용 시점에서는 주주승인이 없는 경우에 적용되는 사법부의 엄격한 심사를 완화시켜 준다.³⁹⁾

③ 주주의 승인이 없는 경영진의 포이즌필 도입은 엄격한 사법심사 요구 법원이 주주들의 승인을 받은 포이즌필의 경우에 적법성 판단을 매우 폭넓게 인정한다고 해서 주주의 승인이 있는 포이즌필의 경우만이 바람직하고, 이

38) 주주와의 계약, 즉 주주승인 계획(shareholder approved plans)은 정관을 통해 이루어질 수 있다. Neil Lieberman(2008), p.380.

39) Neil Lieberman(2008), p.383.

사가 독자적인 경영 판단을 통해 포이즌필을 선택하고 사용하는 것이 바람직하지 않다는 것은 아니다. 주주승인이 없는 경우 이사는 여전히 일방적으로 포이즌필을 선택할 수 있고 이러한 포이즌필의 선택은 엄격한 적법성 심사를 받지만 이것이 허용되어야 하는 이유는 이사가 적대적 기업 인수의 위협에 신속하게 대처할 수 있다는 장점 때문이다.⁴⁰⁾ 적대적 기업 인수가 회사 전체의 이익에 명백한 위협을 가하는 급박한 상황의 경우에는 주주들의 승인을 받을 시간적 여유가 없고 이러한 명백한 위협이 존재하는 경우에는 주주승인이 없더라도 적법성 판단을 받는 것이 그리 어렵지 않을 것이다.

④ 할 수 있는데 하지 않는 것과 처음부터 못해서 하지 않는 것은 비교대상이 아님

Unisuper 사건에 대한 법원 판단의 핵심은 주주와 이사진은 자유롭게 회사 의사결정 권한의 할당에 대해 ‘계약’을 체결할 수 있고 이것을 법원은 존중해 주어야만 한다는 것이다. 이것은 포이즌필의 선택과 사용에 대한 권한을 획일적으로 통제해서는 안 되고 개별 기업들이 스스로 자신들의 상황에 맞게 설계해 나가도록 하자는 것을 의미한다.

따라서 최근 미국에서 주주들이 포이즌필의 도입을 반대하거나 이미 도입된 것의 철회를 요구하는 현상에 대한 법적 평가와 Unisuper 사건의 시사점을 고려해 보면 이러한 것들이 포이즌필 도입의 반대 논거로 사용되는 것은 한계가 있다.

결국 미국에서처럼 법적으로 할 수 있는데 상황에 따라 계약을 통해 하지 않거나 다른 방법으로 하는 경우와 우리나라에서처럼 처음부터 법적으로 불가능하기 때문에 하지 못하는 것은 서로 비교대상이 될 수 없다.

40) Neil Lieberman(2008), p.385. 실증적으로 연구결과에 의하면 주주보다 이사들의 자유로운 재량적 선택으로 이루어지는 포이즌필이 주주의 가치를 증가시킨다. John C. Coates IV(2000).

(2) 포이즌필과 기업의 성과

1) 주주행동주의와 기업의 성과

회사지배구조에 적극적으로 개입하여 회사지배구조를 개혁하고자 하는 주주행동주의는 기업의 성과에 긍정적으로 작용하고 있는 것일까? 결론부터 말하면 주주행동주의와 기업의 성과 사이에 일관된 상관성을 찾기 힘들다.

주주행동주의가 증가함에 따라 금융경제학자들은 이러한 경향이 기업의 성과에 미치는 영향을 연구하기 시작하였다. 일부의 연구는 긍정적 영향을 보이고 있고 또 다른 연구는 부정적 영향을 미치고 있음을 보이고 있다.⁴¹⁾

주주행동주의가 기업가치에 미치는 연관성이 일관되게 발견되지 않는 것은 당연하다. 왜냐하면 주주행동주의자들이 주로 요구하는 것은 특정한 이사회 구조나 회사지배구조, 경영권 방어 제도의 철회 등인데 특정한 회사소유지배구조, 특정한 이사회 구조, 특정한 경영권 방어 제도 등이 기업가치에 주는 영향에 대해서는 일괄적으로 평가할 수 없기 때문이다.⁴²⁾

포이즌필과 관련해서도 포이즌필을 채택한 회사가 그렇지 않은 회사보다 성과가 나쁜지, 포이즌필을 채택한 후 성과가 좋아진 회사의 지배구조는 흔히 알려진 것처럼 독립된 사외이사가 존재하고 기관투자가들의 감시를 받고 있는지 등에 대한 연구결과도 일관되지 않고 다양하다.

이와 같이 주주행동주의자들이 요구하는 특정한 회사지배구조와 회사의 성과사이에 일관된 연구결과를 보이지 않는 것은 모든 회사들이 추구해야 할 이상적인 하나의 회사지배구조가 현실적으로는 존재하지 않기 때문이다. 개별회사는 자신이 처한 특정한 시장에서 존재하는 특정한 요인에 내생적으로 적응하며 자신만의 회사지배구조 최적화를 추구해야 하고 또한 하고 있다.

2) 포이즌필 철회요구와 회사의 성과

최근 세계 최대 연금기금인 미국의 캘퍼스(CalPERS: 캘리포니아 공무원 퇴직연

41) Roberta Romano(2001), p.177.

42) Roberta Romano(2001), p.191, p.250.

금)는 회사지배구조에 적극적으로 참여하는 것으로 유명하며 최근 주주행동주의의 중심점이 되고 있다. 켈퍼스는 지배구조의 취약으로 인해 성과가 좋지 않은 기업을 골라 지배구조를 개혁하여 기업성과를 높이고자 한다. 그러나 켈퍼스의 주주행동주의와 기업의 성과사이의 상관관계에 대한 실증연구는 일관되지 않고 있다.⁴³⁾

켈퍼스의 포이즌필 철회요구가 회사의 성과에 오히려 부정적인 영향을 미쳤다는 다수의 연구결과는 주주행동주의자들의 주장과는 달리 포이즌필이 주주들의 이익을 증진시킬 수 있다는 사실을 보여주는 것이다.⁴⁴⁾

3) 포이즌필과 사외이사

미국 공개회사의 상당수는 독립된 이사(independent directors) 중심으로 운용되고 있고 많은 학자들과 기관투자자들은 이러한 사외이사 중심의 이사회가 좋은 회사지배구조의 중요한 요소라고 믿어 왔다. 그리고 이러한 믿음의 연장선상에서 독립된 사외이사를 갖춘 회사의 경영자들이 사적이익이 아닌 주주의 이익을 위해 포이즌필을 사용할 것이라고 생각해 왔다.

그러나 사외이사를 갖춘 회사가 그렇지 않은 회사보다 오히려 성과가 좋지 않다는 연구결과가 있고,⁴⁵⁾ 사외이사의 비중이 더 많은 기업이 포이즌필을 채택할수록 주식시장의 반응은 오히려 부정적이라는 실증연구도 있다. 즉 포이즌필을 채택하고 사용함에 있어 독립된 이사회를 가진 회사가 그렇지 못한 회사보다 항상 주주의 이익에 부합하도록 권한을 행사할 것이라는 사실을 입증할 실증연구는 없다.⁴⁶⁾

4) 특정 회사지배구조의 요소는 적법성 판단의 요소

여기서 주의할 것은 포이즌필과 관련하여 사외이사나 기관투자자의 역할이 없었다거나 중요하지 않다는 것이 아니다. 다만 포이즌필의 도입을 위해서는 반

43) Sanford M. Jacoby(2007), pp.248-249.

44) Roberta Romano(2001), p.200.

45) Sanjai Bhagat, Bernard Black(2002), fn 32.

46) Sanjai Bhagat(1999), p.930.

드시 사외이사가 다수 존재해야 하고 기관투자자들의 감시가 있어야만 포이즌 필이 순기능을 할 수 있다고 볼 필요는 없다는 것이다. 이러한 사전적 요건들이 갖추어지면 포이즌필이 순기능적으로 작동할 것이라는 생각은 그렇게 될 가능성이 더 크다는 것이지 항상 그렇다는 것은 아니다. 이러한 가능성은 포이즌필의 선택·사용에 대한 적법성 판단 과정에서 고려되는 하나의 사실적 요소이고 실질적으로 미국 법원은 그렇게 하고 있다.

다시 말해 이러한 사전적 회사지배구조 요건을 갖추지 못한 회사의 경영진이 포이즌필을 사용했을 경우에도 자신들의 행위가 회사의 이익을 위한 것이라는 사실을 입증하면 정당성을 부여받을 수 있는 기회를 주어야 한다. 물론 사외이사나 기관투자자의 감시를 받지 않는 회사의 경영진이 자신의 포이즌필 사용이 정당했음을 입증하여 법원을 설득하는 것은 쉬운 일이 아닐 것이다. 그러나 이러한 회사지배구조를 갖춘 회사만 포이즌필을 사용할 수 있도록 법제화하게 되면 경영진은 이러한 기회조차 가질 수 없게 될 것이다.

(3) 주주행동주의와 이사의 의무

앞에서 살펴본 i)주주승인 포이즌필과 ii)포이즌필과 회사의 성과에 관한 논쟁은 결국 주주와 이사 사이에서 회사지배권을 어떻게 분배하고 양자의 관계를 어떻게 정립할 것인가에 관한 논쟁으로 귀결된다.

이러한 논쟁에서 중요한 것은 이사는 특정 주주가 아닌 모든 주주 또는 회사 전체의 이익을 위해 의사결정을 해야 한다는 사실이다. 주주행동주의자들의 제안이 회사 전체 이익에 반한다고 판단되는 경우 이사진은 회사법상 이것을 거부할 권한이 있고 또한 거부해야 할 의무가 있다. 비록 이사들은 다수의 주주들이 제안한 정책을 신중하게 고려해 보아야 하지만 회사 전체를 구속하는 의사결정을 할 때 이사들이 고려해야 할 것은 주주들이 제안한 정책만이 아니라 회사 전체와 모든 주주의 이익을 증진시킬 수 있는 다양한 요소들이다. 주주의 제안은 이러한 고려 속에서 중요한 하나의 요소로 간주되어지는 것이다. 미국 회사법은 이사들이 자신들의 독자적인 경영판단 하에서 이러한 주주

제안의 내용을 검토하도록 하고 있다. 신중한 검토 후 주주제안을 받아들이지 않을 경우 이사들은 경영판단의 원칙에 의해 보호를 받는다. 회사 전체를 위해 의사결정을 해야 하는 회사법상의 의무는 주주가 아닌 이사 자신이 부담하고 있다는 사실을 잊어서는 안 된다.

따라서 일부 주주들의 의견을 무조건 따르는 것은 이사의 회사법상 의무와 일치하지 않는다. 주주의 직접적 의사(referendum)에 의한 회사지배 혹은 이에 의한 회사지배구조정책의 위협은 회사법상 이사의 의무를 대체할 수 없으며 회사의 장기적 발전을 위해 항상 바람직한 것도 아니다.⁴⁷⁾ 비록 주주행동주의자들은 자신들이 제안한 회사지배구조 개혁안을 법적 구속력이 있는 국민투표(binding referendums)와 동일시하고 싶겠지만 이사들은 이것을 무조건 받아들여서는 안 된다.⁴⁸⁾ 회사는 직접 민주주의보다는 간접 민주주의와 더 잘 어울리는 조직이다.⁴⁹⁾

결국 최근 델라웨어주 회사법하에서 포이즌필의 상황을 요구하는 주주들의 일방적인 요구는 이사를 법적으로 구속하지 않는다.⁵⁰⁾

여기서 중요한 것은 이사들이 일부 주주의 요구를 항상 받아들일 의무는 없지만 다양한 주주들과 상시적으로 의사소통(Communication)을 할 수 있는 절차를 활성화하여 이들의 목소리에 항상 귀 기울이며 이들의 의견을 되도록 수렴하기 위한 노력을 기울여 해서는 안 된다는 것이다. 주주와 원활한 의사소통을 가능하게 하는 절차와 기업문화는 그 자체만으로도 바람직하고 효율적인 회사 지배구조의 일부를 구성할 수 있기 때문이다.⁵¹⁾

47) Andrew R. Brownstein, Igor Kiman(2004), p.75.

48) Andrew R. Brownstein, Igor Kiman(2004), p.77.

49) Lynn A. Stout And Iman Anabtawi(2004).

50) Neil Lieberman(2008), p.385.

51) Andrew R. Brownstein, Igor Kiman(2004), p.24, p.77.

IV. 일본에서의 포이즌필 운용과 평가

현재 일본의 상황은 포이즌필의 본고장인 미국 델라웨어주 법리가 대륙법체 계로 흡수되어 가는 과정을 잘 보여주고 있다. 따라서 일본에서의 포이즌필에 대한 입법적 조치 및 판례를 살펴보면 우리나라에 시사하는 바가 클 것이다.

경영권 방어에 관한 델라웨어 법리의 발전을 이해할 때 중요한 것은 이것이 하루아침에 만들어진 것이 아니라는 것이다. 미국의 독특한 제도적 환경하에서 상호적이고 지속적인 경제환경의 변화에 대한 법적 대응을 통해 거의 30년 동안 진화되어 온 것이다. 이러한 과정을 통해 미국에서는 사법부가 경영권 방어행위의 정당성 기준을 적립해 놓았고 이것이 기업들에게 예측 가능한 사전적인 기준을 제시해 줄 수 있지만 일본은 아직 이러한 경험을 해보지 못했다. 그러나 2001년부터는 관련법 개정이 이루어졌고 이를 기반으로 기업들은 다양한 경영권 방어수단들을 구사하기 시작하였다. 2005년부터는 중요한 적대적 기업 인수 사례가 발생하기 시작하며 법원에서 본격적으로 논의되고 있다. 2005년부터 2007년까지 300개 이상의 공개회사가 일본식 포이즌필을 도입하고 있다.⁵²⁾

이하에서는 최근 일본에서 포이즌필 사용의 법적 기반을 가능하게 한 회사법의 개정내용을 개괄해 보기로 한다. 또한 기업들이 이러한 제도들을 사용하여 독약증권을 만들어 경영권 방어를 하기 시작함에 따라 이에 대한 적법성 판단기준을 제공해 주기 위한 행정부와 법원의 대응을 살펴보기로 한다.

1. 회사법상 주식제도를 활용한 포이즌필

최근 일본에서는 경제 환경의 급속한 변화와 이에 대한 법적 대응을 위해 빈번하게 상법을 개정해 오고 있다. 이러한 상법 개정에서는 주식을 통한 자금 조달(equity finance)과 주식 옵션(stock option)에 대한 법적 제약을 제거하고 지

52) Hideki Kanda(2007), p.2.

주회사 제한을 완화하며, 합병절차를 간소화하고 주주대표소송 등의 주주감시 메커니즘을 활성화하고 있다. 이러한 최근의 상법 개정은 과거의 개정과는 달리 시장의 급격한 변화에 대한 조직적 대응이라는 차원에서 이루어지고 있다.⁵³⁾

2001년 및 2002년의 상법 개정과 2005년의 신회사법상 제정으로 이제는 우리나라와 비교도 되지 않을 정도로 미국과 동등한 수준의 경영권 방어 제도를 갖추고 있다. 특히 2001년 주식옵션의 자유화는 경영권 방어에 있어 결정적인 계기가 되었다. 이 전에는 주식옵션을 오직 회사 채권에 수반해서 혹은 인센티브 보상차원에서만 발행할 수 있었다. 그러나 회사법 개정을 통해 발행 목적에 특별한 제한 없이 발행할 수 있게 되어 경영권 방어수단으로 활용될 수 있게 되었다. 옵션을 우호적인 제3자에게 발행하거나 미국에서의 포이즌필과 유사한 기능을 하도록 설계할 수 있게 된 것이다.⁵⁴⁾

이와 같이 최근 일본 회사들은 상법 개정, 특히 주식제도의 다양화를 통해 이론적으로는 주주의 승인 없이도 포이즌필을 기술적으로 만들어낼 수 있게 되었다.⁵⁵⁾ 다만 후술하는 바와 같이 경영진이 주주의 승인 없이 포이즌필을 만들어 경영권을 방어했을 경우 사법부에서 정당성을 확보하기가 상당히 어렵다.

(1) 종류주식의 다양화와 신주예약권 제도

일본의 종류주식은 총 9종으로 구성되어 있다. ①이익배당 ②잔여재산의 분배 ③주주총회에서 의결권을 행사할 수 있는 사항(의결권제한 주식) ④주식양도에 있어서 회사의 승인을 요하는 것(양도제한 주식) ⑤주주가 회사에 대해 본인 소유 주식의 취득을 청구할 수 있는 것(취득청구권부 주식) ⑥회사가 일정한 사유의 발생을 조건으로 주주로부터 강제적으로 주식을 취득할 수 있는 것(취득조항부 주식) ⑦주주총회결의를 통해 회사가 전주주의 주식을 강제로 취득할 수

53) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2190.

54) Kenichi Osugi(2007), p.151.

55) Bliss Burdett Pak(2007), p.404.

있는 것(전부취득조항부종류주식) ⑧주주총회나 이사회결의사항 중 종류주주총회의 결의를 요하는 것(거부권부주식) ⑨종류주주총회에서 이사 또는 감사를 선임하는 것(임원선해임권부종류주식)에 관해 내용이 다른 주식 등이 그것이다. 56)57)

또한 이러한 종류주식의 다양화 외에도 일본에서는 2001년 11월 상법 개정을 통하여 신주예약권 제도를 도입하며 발행결의, 유리발행, 양도방법, 등기 등에 관하여 신주발행에 준하는 규정을 신설하며 신주 발행, 사채 발행과 함께 자금조달방법으로써 신주예약권에 관한 일반규정을 정비하였다. 개정 상법에서 신주예약권 제도를 도입한 것은 주식회사에서 옵션발행을 일반적으로 할 수 있도록 하여 옵션제도의 합리화를 모색하기 위함이다. 이것은 종류주식 제도의 개정과 함께 주식발행 자유화의 일환으로 이루어진 것이다. 또한 2005년 새로 제정된 일본 회사법에서는 종래 운영에서 문제가 되는 부분들을 개선하기 위해 신주예약권 제도에 관해 60여 개의 조문을 신설 또는 추가하였고 이에 따라 자금조달의 수단이라는 관점에서 보았을 때 우리나라와는 비교도 되지 않을 정도로 많은 진전을 가져왔다. 이러한 신주예약권의 구체적 발행요건에 대해 정관에서 주주총회 의결을 거치도록 하지 않는 한 이사회 결의를 통해 발행규모, 수량, 조건, 기간 등을 정할 수 있다. 다만 유리발행의 경우에는 주주총회의 특별결의를 거쳐야 한다.⁵⁸⁾

56) 권종호(2005), p.9.

57) 우리 상법은 주주평등의 원칙을 강행적으로 적용하여 그 예외는 법률에 의해서만 인정될 수 있는 것으로 보아 주식의 종류를 엄격히 제한하고 있다. 상법에 의하면 회사는 ①이익이나 이자의 배당 또는 ②잔여재산의 분배에 관하여 내용이 다른 수종의 주식을 발행할 수 있다고 규정하고 있다(제344조항). 즉 이익배당 또는 잔여재산 분배의 내용이 어떠한가를 주식분류의 기준으로 삼고 있음을 알 수 있다. 여기서 이익배당 또는 잔여재산 분배의 내용이란 재산적 내용으로서, 그 재산적 내용의 우선 '순위'에 따라 보통주, 우선주, 열후주로 분류하고 이에 상환조건, 전환조건, 무의결권조건을 붙일 수 있는데 회사가 상환조건·무의결권조건을 붙여 주식을 발행하려면 반드시 우선조건으로 해야 한다. 따라서 보통주는 전환조건만을 붙일 수 있는데 실제 전환조건을 붙여 발행한 예는 없기 때문에 국내 회사의 보통주의 내용은 동일하다고 할 수 있다. 김지환(2002), p.271.

58) 자세한 내용은 유영일(2006).

(2) 일본 회사법상의 주식제도와 경영권 방어

일본에서는 자본조달의 다양화라는 측면에서 도입된 다양한 주식관련 제도들을 기반으로 독약증권을 만들어 경영권 방어수단으로 활용할 수 있게 되었다. 이러한 독약증권의 구체적인 작동 메커니즘은 다양할 수 있지만 일본에서 현재 사용되고 있는 포이즌필은 의결권제한형, 사전경고형, 신탁형, 조건부 발행형 등 네 유형으로 나누어 볼 수 있다. 이 중 후자의 셋은 신주예약권의 발행과 관련된 것이다.⁵⁹⁾

1) 의결권제한형 포이즌필(Limited Voting Right Pills)

의결권제한형 포이즌필은 종류주식을 이용한 포이즌필로서 회사가 정관변경을 통해 보통주를 의결권제한 주식으로 전환하여 매수자의 의결권을 희석하는 것으로 '전부취득조항부 주식'과 '의결권제한 주식'을 조합하여 설계한다. '전부취득조항부 주식'이란 회사가 발행주식의 전부를 주주총회 결의를 통해 강제적으로 취득할 수 있는 주식을 의미한다. 이 주식을 발행할 경우 정관에서 발행 가능한 종류주식 총수와 취득대가의 결정방법 등을 규정해야 한다. 즉 매수자가 일정비율의 주식(20% 정도)을 취득한 경우 회사는 매수자가 보유하고 있는 취득조항부 주식을 강제로 취득하고 그 대가로 의결권제한 주식(이사선임에 관해 의결권이 없는 주식)을 교부할 수 있도록 설계하는 것이다.⁶⁰⁾

이러한 주식이 경영권 방어수단으로 활용될 수 있는 이유는 회사가 이렇게 강제적으로 주식을 취득하고 그 대가로 의결권제한 주식이나 사채 등을 부여하여 의결권을 희석할 수 있기 때문이다.

2) 사전경고형 포이즌필(Prior Warning Pills)

사전경고형 포이즌필은 신주예약권을 미리 발행하지 아니하고 사전에 경고만 하는 형태인데 적대적 매수자가 등장하면 어떻게 주식을 취득할지를 매수

59) Christopher T. Hines, Tatsuyatanigawa, Andrew p.Hughes(2006), p.405.

60) 자세한 내용은 권중호(2005), p.59.

자에게 질의하고 회신 수준에 따라서 신주예약권의 발행 여부를 결정하는 제도이다. 즉 회사가 사적으로 내규를 만들어서 매수자가 이에 따르지 않을 경우에만 신주예약권을 발행하는 제도로 신주예약권을 미리 발행하지 않기 때문에 비용이 적게 드는 장점이 있다.

3) 신탁형 포이즌필(Trust Pills)

신탁형 포이즌필은 신주예약권을 사전에 미리 발행해 두고 적대적 매수자가 등장하면 그때 주주가 행사할 수 있게 한다는 점에서는 미국의 일반적인 포이즌필과 유사하다. 그러나 미국에서는 주주에게 직접 발행하지만 신탁형의 경우에는 신탁은행에 신주예약권을 맡겨놓고 적대적 M&A 발생 시 신탁은행이 적대적 매수자 이외의 주주에게 신주예약권을 교부하고 주주들은 이를 행사함으로써 인수 시도자가 가지고 있던 주식을 희석한다. 처음부터 주주들에게 직접 신주예약권을 발행하지 않고 이렇게 신탁을 이용하는 이유는 미국과 같은 경우에는 주식의 양도가 있다면 신주예약권이 같이 따라가게 할 수 있는 반면 일본에서의 신주예약권은 주식과 분리하여 양도될 수 있기 때문에 인수자가 주식을 취득하기 전에 미리 신주예약권을 매수하면 결국 신주예약권이 독약의 기능을 할 수 없게 되기 때문이다.

4) 조건부 발행형 포이즌필(Conditional Issuance Pills)

조건부 발행형 포이즌필은 방어수단을 도입하는 시점에서 실질적으로 신주예약권을 발행하는 대신 조건부, 즉 특정한 적대적 기업 인수 상황이 발생하는 경우 인수시도자를 제외한 나머지 주주들에게 신주예약권이 배정된다는 조건으로 발행 결의를 미리 해두는 것이다.

현재 일본의 회사들이 사전경고형 또는 신탁형 포이즌필은 채택해 왔지만 조건부 또는 의결권제한형 포이즌필은 별로 채택하지 않고 있다.⁶¹⁾

61) Christopher T. Hines, Tatsuyatanigawa, Andrew P. Hughes(2006), p.408.

2. 포이즌필의 적법성 판단

현재 일본 회사법상 다양한 주식제도를 이용해 경영권 방어를 위한 독약증권을 만들 수 있지만 여기서 잊지 말아야 할 것은 이미 앞에서 언급한 바와 같이 독약증권의 재료인 '신주예약권'과 '종류주식' 등은 경영권 방어를 목적으로 도입된 것이 아니고 그 제도 자체적으로 별도의 고유기능이 있기 때문에 도입된 것이라는 사실이다. 따라서 현재 일본에는 '회사법'상 포이즌필을 위한 독자적인 제도는 존재하지 않는다. 즉 방어자가 현행법상 자본조달과 자본시장에서 이해관계의 조정 및 충족을 위해 도입된 주식 관련 제도들을 조합하여 방어수단으로 활용하는 것이지 회사법이 애초부터(물론 묵시적으로 고려는 하고 있었겠지만) 경영권 방어수단을 목적으로 이러한 주식제도를 만든 것이 아니라는 것이다.⁶²⁾

따라서 회사법상의 주식관련제도를 이용하여 독약을 만들었을 경우 이에 대한 적법성 판단은 과연 자본조달을 위해 마련해 놓은 주식제도를 자본조달이 아닌 경영권 방어를 위해 발행한 것이 증권의 '불공정발행'에 해당하는지에 초점이 맞추어져 있다. 결국 일본은 포이즌필을 위한 별도의 입법적 시도 대신 현 회사법 체계하에서 개별 회사들이 자본시장의 변화에 유연하게 대응할 수 있는 제도적 기반, 즉 종류주식의 다양화와 신주예약권 제도화의 연장선상에서 포이즌필을 설계할 수 있는 기반을 조성해 주고 있다. 그리고 이에 대한 적법성 판단을 위한 기준은 후술하는 바와 같이 행정부의 지침과 사법부의 판례를 통해 제시되고 있다.

특히 일본 사법부는 전통적으로 주식제도를 이용해 경영권 방어를 했을 경우 이러한 주식제도의 활용이 주식 본래의 목적인 자금조달을 위한 것이고 다만 지배권 유지의 목적이 부수적으로 있더라도 이것은 정당하다고 보는 '주요 목적 기준'에 따라 경영권 방어행위의 정당성을 판단해 왔다. 그러나 최근에는 미국과 같이 특별한 자본조달의 목적과 연계시키지 않고 순수하게 경영권 방어의 관점에서 접근하며 이러한 경영권 방어행위가 기업가치에 미치는 영향을

62) 간다 히데키 교수 좌담내용, 『적대적 M&A에 대한 일본의 최근 동향과 우리의 대응』, 2008.

기준으로 하는 ‘기업가치기준’에 근거해 정당성을 판단하고 있다. 이러한 기업가치기준이 바로 앞에서 살펴본 미국 델라웨어주 법원의 ‘중간기준’이다. 이러한 기업가치기준은 아래에서 보는 행정부의 지침에서도 제시되고 있다.

(1) 행정부의 대응

일본은 미국과 달리 최근에서야 회사지배권 시장에 직면하게 되었다. 이러한 시장의 변화에 대한 반응 중 가장 중요한 것은 일본 경제산업성(METI)이 기업 인수에 관한 공정한 규칙의 정립에 기여하기 위해 ‘기업가치연구회’를 만들었다는 사실이다.⁶³⁾

연구회의 작업은 네 개의 중요한 원칙, 즉 회사가치의 증진, 글로벌 스탠더드, 외국기업과 일본기업의 차별금지, 선택의 자유 확산 등에 기초하고 있다. 9개월 동안 다양한 분야의 전문가들이 미국과 유럽의 기업 인수 관련 제도를 심도 있게 연구하였다. 이러한 연구는 두 개의 중요한 결과를 낳았다.

하나는 100페이지를 넘는 기업가치보고서(corporate value report)다. 이것은 기업가치연구회에 의해 2005년 5월 27일 발간된 것이다. 여기서는 선진국에서의 M&A 역사와 제도 등을 소개하고 있다. 그리고 일본에서 ‘기업가치를 증가시키기 위한 공정하고 합리적인 규칙’을 설정하기 위한 기준을 제시하고 있다.

두 번째 결과물은 2005년 5월 27일 경제산업성(METI)과 법무성(MOJ)에 의해 발간된 “Guidelines Regarding Takeover Defenses for the Purpose of Protection and Enhancement of Corporate Value and Shareholder’s Common Interests”이다. 이 가이드라인은 기업가치보고서에서 제시하고 있는 것을 그대로 따르고 있다. 비록 이것이 법적인 구속력을 가지는 것은 아니지만 일본에서의 정당한 경영권 방어기준을 제시해 주고 있다.

결국 2005년 일본 기업 인수법제의 발전은 주로 미국의 경영권 방어법리를 기본 모델로 하며 METI의 공무원들에 의해 주도되기 시작하였다. 이러한 행정부에서 제시하고자 한 정당한 경영권 방어행위의 기준은 주로 적대적 기업

63) Corporate Value Study Group, Corporate Value Report 5(April 27, 2005), available at http://www.meti.go.jp/policy/economic_organization/pdf/houkokusy_o_hontai_eng.

인수에 미리 대비하고자 하는 사전적(pre-bid) 방어조치와 관련된 것이고 공개 회사들은 이러한 기준을 참고하며 2005년 중반부터 사전적 방어조치를 도입하기 시작하였다.

1) 기업가치보고서와 지침의 기본원칙

지침과 이것이 기초하고 있는 기업가치보고서의 기본 골격은 다음과 같다.

첫째, 지금까지 기업 인수 상황에서 어떻게 대응할 것인가에 대한 적절한 가이드라인이 없었던 일본 기업들에게 잘 정리된 경영권 방어원칙을 제시해 주기 위함이다.

둘째, 지침은 영국과 싱가포르, 말레이시아 등 몇몇 나라의 기업 인수규제에 대한 접근과는 다소 차이가 있다. 이들 국가에서는 적대적 기업 인수 상황에서 대상회사 이사회가 엄격한 중립을 요구하고 있다. 그리고 이사가 주주의 승인 없이 방어조치를 취하는 것을 금지하고 있다. 여기서는 불공정하고 강압적인 공격수단을 막기 위해 강제적 매수제의를 규제하는 방식을 취한다.⁶⁴⁾ 그러나 기업가치보고서와 지침은 미국과 몇몇 EU 나라들에서 폭넓게 인정되고 있는, 즉 대상회사 이사회가 적대적 기업 인수 상황에서 ‘공정(fair)’하고 ‘합리적(reasonable)’인 경영권 방어조치를 사용하는 것은 원칙적으로 허용된다는 관점에 기초하고 있다.

셋째, 기업가치보고서와 지침에서 제시하고 있는 경영권 방어의 정당성 기준은 대부분 델라웨어주 판례법리(case law)에 의해 제공되고 있다. 이러한 법리는 기본적으로 입법부나 행정부보다는 법원에 의해 적립되고 운영되는 법리이다.⁶⁵⁾ 그러나 기업 인수와 관련된 델라웨어주 법리를 그대로 선택하며 따르고 있지는 않다. 특히 적법성 판단에 있어 주주들의 개입을 미국보다 강조하고 있다. 그러나 기업가치보고서와 지침의 저자들은 일본 기업과 경제의 이익은 델라웨어주 경영권 방어법리에서 도출되는 원리를 채택함으로써 가장 잘 보전될 수 있다고 굳게 믿고 있었다.⁶⁶⁾

64) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2205.

65) Curtis J. Milhaupt(2005), pp.2194-2198, pp.2204-2207.

66) Jack b. Jacobs(2006), p.3.

2) 사전적 방어조치가 적법성을 인정받기 위해 지켜야 하는 원칙

첫째, 방어조치의 목적은 모든 주주의 이익을 위한 기업가치의 증진이어야 하고 둘째, 그러한 방어조치계획은 주주의 의지에 기초하고 있어야 하며 셋째, 방어조치는 필요하고(necessary) 비례성(proportionality)을 만족시켜야, 즉 합리적이어야 하고 목적에 비추어 과도해서는 안 된다.

또한 지침은 신주예약권의 발행에 대해서도 구체적으로 언급하고 있다. 만일 경영권 방어를 위한 신주예약권 발행이 주주총회에서 결정된 것이라면 그러한 발행은 위의 세 가지 원칙에 합치되는 것으로 볼 수 있는 반면 신주예약권이 주주총회 결의 없이 이사회 결정에 의해 발행된 경우라면 ‘필요성’과 ‘비례성’에 대한 엄격한 입증이 있어야 한다.⁶⁷⁾

앞서 살펴본 경영권 방어 법리에 대한 미국 판례의 기본태도는 경영권 방어 조치의 사용권한은 이사회에 있고 과연 이러한 사용권한의 한계가 어디이며 그 판단기준을 어떻게 설정할 것인가에 관한 것이다. 그러나 이와 달리 일본의 행정부 지침에서는 경영권 방어수단과 관련된 이사회의 권한사용에 대해서는 특별한 언급이 없고 경영권 방어가 주주의 의지에 기초하고 있는지의 여부를 강조하고 있다. 그 이유는 전통적인 회사이론에서는 이사가 아닌 주주가 회사의 소유자 또는 주인이므로 이들이 회사의 통제권(control rights)을 누려야 하고, 또한 대부분의 일본 회사의 이사들은 동일 회사의 임원직을 동시에 맡고 있으므로 미국과 달리 독립사외이사가 적기 때문이다. 따라서 주주의 결정이 이사회의 결정보다 더 높게 평가받는다. 이러한 차이로 인해 일본이 미국의 포이즌필을 모델로 하고 있지만 이것이 운용되는 국면에서는 상당한 차이를 보이고 있다.

2007년 7월 현재 일본에서 4천 개의 회사가 증권거래소에 등록되어 있고 이 중 381개 회사가 포이즌필을 도입하고 있다. 이 중 218개 회사는 포이즌필을 도입하기 위해 주주의 동의를 받았다. 31개 회사의 정관에서는 오직 주주총회 의결을 통해서만 포이즌필을 발동할 수 있다고 규정하고 있다. 또 다른 18개의

67) Hideki Kanda(2007), p.5.

회사는 주주 혹은 다른 내부기관, 예를 들어 독립된 이사회나 독립위원회에 의해 발동할 수 있도록 하고 있다. 이와 같이 대부분의 일본 회사들은 독립 사외 이사의 개입보다는 주주의 개입을 선호하고 있다.

(2) 판례

1) 사후적 방어조치

① 라이브도어 사건(이사회 결의에 의한 신주예약권 발행)

2005년 몇 년 전까지만 해도 일본에서는 상상할 수도 없는 사건이 발생했다.⁶⁸⁾ 적대적 기업 인수 시도자인 ‘라이브도어’의 공격에 대하여 ‘일본방송’ 이사회는 라이브도어가 가지고 있던 자신들 회사의 지분을 희석하기 위해 우호적인 제3자인 ‘후지TV’에 신주예약권을 발행하였다. 이 사건은 경영권 분쟁이 발생하기 전에 사전적으로 신주예약권을 발행해 두는 미국식의 포이즌필(사전적 방어조치)이 아니라 이미 경영권 분쟁이 발생한 위기상황에서 신주예약권을 발행한 사후적 방어조치였다는 점이 특징이다.

이 사건에서 법원은 적대적 기업 인수 시도가 있을 경우 대상회사의 이사회가 경영권을 방어하는 것이 언제 허용될 수 있을 것인가라는 적대적 기업 인수 논쟁의 가장 핵심적인 질문에 답을 해야 하는 상황에 직면하게 되었다.⁶⁹⁾ 일본 법원은 이 사건에서 경영권 분쟁이 발생한 상황에서 현 경영진 혹은 실질적인 경영권을 장악하고 있는 지배주주가 적대적 기업 인수 시도자가 가지고 있는 대상회사 주식의 지분을 희석함으로써 자신들의 경영권을 유지하기 위해 신주예약권을 발행하는 것은 일본 상법에 근거할 때 대단히 불공정한 발행이라고 판시하였다. 그러면서도 법원은 적대적 기업 인수 시도자가 중요 자산을 매각하여 단기이익을 취득할 목적으로 대상회사의 지배권을 취득하려는 등의 불순한 의도를 가지고 있는 ‘특별한 경우’에는 주주들의 이익을 심각하게 훼손할 수 있으므로 신주예약권의 발행을 통해 적대적 기업 인수를 방어하는

68) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2172.

69) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2193.

것이 인정된다고 판시하였다. 다만 이러한 경우에도 적대적 기업 인수에 대한 방어 수단인 필요(necessary)하고 적정(appropriate)해야만 한다고 판시하고 있다. 그러나 이 사건에서는 주주들의 이익을 심각하게 훼손할 ‘특별한 경우’에 해당한다고 볼만한 사정이 없다고 하며 일본방송사의 신주예약권 발행을 불공정한 발행으로 보았다.

② 불독 사건⁷⁰⁾(주주총회 결의에 의한 신주예약권 발행)

최근(2007.8.7) 일본에서는 적대적 매수자(스틸파트너스)가 대상회사(불독소스사)의 주식 전부에 대해 공개매수의 공표를 하자 대상회사가 주주총회의 특별 결의를 통해 신주예약권을 발행하여 경영권을 방어하고자 한 사건이 발생하였다. 일반 주주들에게는 신주예약권을 무상배정하며 권리를 행사할 수 있다고 하면서 적대적 인수시도자는 신주예약권을 행사할 수 없고 다만 금전적으로 보상을 해준다고 주주총회에서 결의하였다. 이에 대해 적대적 매수자 측에서는 이러한 차별적인 행사조건을 붙여 신주예약권을 발행하는 것은 회사법상 주주평등의 원칙에 반한다는 이유로 신주예약권의 발행 금지를 신청하였다.

이에 대한 사법부의 논리는 경영권 방어 제도의 합리화가 필요한 우리에게 많은 정책적 시사점을 제시해 주고 있다. 특히 포이즌필과 관련하여 법리적으로 가장 문제가 있고, 또한 우리나라의 기존 법체계와 가장 마찰을 일으킬 수 있는 부분은 기업 인수를 시도하는 특정주주의 주식을 희석하기 위해 이들을 배제한 채 그 밖의 주주들에게만 옵션권리(신주예약권)를 행사할 수 있도록 하는 것이다. 그리고 이것은 현행 우리나라 상법상의 대원칙이라고 할 수 있는 주주평등의 원칙과 대립되고 있어 과연 국내에 포이즌필을 도입할 경우 이 문제를 어떻게 해결할 것인가에 대한 시사점을 이 사건의 판결을 통해 얻을 수 있다.

일본 법원은 이 사건에서 적대적 인수 시도자를 차별하는 불평등한 조건을 붙인 신주예약권의 발행이 주주평등의 원칙에 반하지 않는다고 보았다. 왜냐하면 적대적 기업 인수 시도자인 스틸파트너스는 인수 후 장래의 경영계획 혹

70) John R. Schmertz, Mike Meier(2007); Kenichi Osugi(2007), p.158; Hideki Kanda (2007), p.8.

은 장래의 경영전략에 대한 명확한 기본방침을 입증하지 못했다는 것이다. 즉 스틸파트너는 불독소스사를 인수한 후 지분을 매각하여 이익을 취하려는 의도를 가지고 있지 실질적으로 불독소스사를 경영할 의도를 가지고 있지 않은 헤지 펀드라는 사실을 고려하면서 스틸파트너는 ‘남용적 기업 인수자(abusive acquirer)’이므로 이에 대해 경영권 방어를 하는 것은 정당하다는 것이다. 또한 신주예약권행사가 제한된 스틸파트너스에게 금전 보상을 해 주었고 경영권 방어 여부에 대한 결정이 주주총회에서 절대적 지지를 얻었으므로 공정성 문제에서도 무리가 없다는 것이다.

결국 이 판결의 취지를 보면 주주평등이라는 상법상의 원칙은 불변의 절대 원칙은 아니고 회사의 이익과 주주전체의 이익을 위해 합리적인 이유가 있고 차별의 수단이 상당한 정도라면 차별하는 것도 가능하다는 것이다.

이 사건은 앞에서 살펴본 일본방송 사건과 마찬가지로 경영권 분쟁이 발생한 이후 대상회사의 사후적 방어조치였지만 신주예약권의 발행결정이 일본방송 사건과 달리 주주총회에서 이루어졌으므로 정당성을 인정받기가 훨씬 수월했다. 만일 주주총회가 아닌 이사회 결정만으로 이루어졌다면 정당성을 인정받기가 쉽지 않았을 것이다.

2) 사전적 방어조치 - 니레코 판례(이사회 결의에 의한 사전적 방어조치)

이 사건은 니레코사 이사회가 경영권 방어를 위해 ‘사전적’으로 신주예약권을 발행해 둔 사건이다. 법원은 이 사건에서 적대적 M&A와 무관한 일반주주의 재산상 이익을 침해한다는 이유로 사전적 신주예약권 발행은 현저히 불공정한 발행이라며 적법성을 인정하지 않았다. 비록 이 사건에서는 경영권 방어를 위해 사전적으로 신주예약권을 발행해 둔 것의 적법성을 인정하지 않았지만 항상 그렇다는 것은 아니다.

이 사건에서 법원은 사후적으로 적대적 기업 인수 상황이 발생했을 때 사용하기 위해 ‘사전적’으로 ‘이사회’가 경영권 방어조치를 마련해 두는 결정이 적법성을 인정받기 위한 요건을 제시해 주고 있다는데 의미가 있다. 첫째, 신주예약권 발행 시 주주의 의사가 반영되어야 하며, 둘째 이미 발행된 신주예약권

을 사후적으로 거두어들일지의 여부에 대한 이사회 결정권한을 통제할 사전적 장치를 마련해 두어야 하고, 셋째 신주예약권의 발행이 적대적 M&A와 무관한 주주에게 손해를 주어서는 안 된다는 것이다.⁷¹⁾

특히 눈여겨보아야 할 부분은 비록 이사회가 경영권 분쟁이 발생하기 전에 미리 신주예약권을 발행해 둘 수 있다는 점에서는 미국의 포이즌필과 상당히 유사하지만 미국과 달리 이러한 신주예약권을 발행해 둘 당시 이미 이것이 경영자의 사적 이익을 위해 남용되지 않도록 하기 위한 수단을 사전적으로 보유하고 있어야 나중에 포이즌필이 작동하여 경영권을 방어했을 경우 적법성 판단을 받을 수 있다는 것이다. 예를 들어 포이즌필의 유지 또는 철회결정에 대한 권한을 독립된 사외이사로 구성된 위원회가 보유하도록 해야 한다는 것이다. 결국 니레코 판결이 강하게 암시하고 있듯 포이즌필의 적법성이 보장받기 위해 이사들은 자신들의 권한 대부분을 독립된 위원회로 이전하는 것이 필요하다. 만일 그렇지 않고 이사회가 포이즌필과 관련된 권한을 계속 유지하고 있다면 사적 이익을 위해 포이즌필을 사용할 것이라는 사법부의 시선을 피하기 어렵기 때문이다.⁷²⁾

(3) 평가

일본 상법은 변화하는 기업환경에 유연하게 대처하기 위해, 특히 포이즌필의 도입이 가능하도록 하는 상법을 개정해 왔다. 초기 일본 언론에서는 포이즌필이 상호출자에 대한 대안적 경영권 방어수단으로서 폭넓게 채택될 것이라고 예상했지만 현재 일본의 상황은 기업들이 포이즌필을 사용하는 데 있어 여러 가지 어려움에 직면하고 있다. 특히 앞에서 살펴본 일본의 판례를 볼 때 이러한 어려움은 쉽게 극복될 것 같지 않다. 즉 현재 일본에서는 제도적인 차원에서 포이즌필이 도입되어 있지만 이것이 실질적으로 경영권 방어수단으로 활용되어 정당성을 인정받기에는 상당한 어려움이 있다.⁷³⁾

71) Toshihiko Shimizu, Yoshihiro Igi(2007).

72) Douglas G. Gruener(2006), p.884.

73) Douglas G. Gruener(2006), p.873.

1) 사전적 시점에서의 적법성 판단의 한계

일반적으로 일본이 미국의 포이즌필을 도입했다고 하나 여기서 주의할 것은 일본의 포이즌필과 미국의 포이즌필을 동일하게 보아서는 안 된다는 것이다. 미국에서는 일반적으로 적대적 M&A가 구체적으로 발생한 상황에서 혹은 적대적 M&A가 발생하기 전에 미리 개별 회사의 이사들이 상당한 재량을 가지고 포이즌필을 만들 수 있고, 다만 이를 경영권 방어를 위해 구체적으로 사용하여 경영권을 방어하는 행위 또는 적대적 기업 인수가 회사 전체에 이익이 됨에도 불구하고 경영권 방어장치를 철회하지 않는 행위가 앞에서 살펴본 ‘중간기준’에 부합하는지를 사후적으로 판단하고 있다. 그러나 일본의 경우는 판례와 행정부 지침에서 보는 바와 같이 남용을 막을 수 있는 장치를 ‘사전적’으로 가지고 있어야 적법성 판단을 받을 수 있다.

결국 경영권 방어에 대한 델라웨어주 법원의 평가는 사후적(ex post)으로 이루어지는 반면 일본 법원은 사전적(ex ante)인 관점에서 분석하므로 포이즌필 등의 경영권 방어 제도의 적법성 판단에 소극적일 수밖에 없을 것이고 적법성 자체를 인정하지 않을 위험이 있다.⁷⁴⁾

결국 공개매수가 발생한 경우 포이즌필의 사용이 어떻게 주주들에게 혜택을 주는지를 이사들에게 입증하도록 하는 것이 아니라 오히려 포이즌필의 선택 시 남용을 방지하기 위한 장치를 사전적으로 잘 갖추도록 요구하고 있다.⁷⁵⁾

2) 주주총회와 이사회에 균형적인 권한배분 필요

일부의 학자들은 일본에서는 사외이사나 투자자 보호가 상대적으로 약하기 때문에 이러한 부분들을 보충하며 포이즌필이 남용되는 것을 막기 위해 일본 법원이 엄격하게 포이즌필을 운용해야 한다고 보고 있다.⁷⁶⁾ 그러나 최근 일본 회사지배구조와 경영권 방어 제도와의 상관관계에 대한 실증연구에 의하면 공시 정도만이 주식 수익률과 상관관계가 있지 이사회에 구조나 주주의 권리 등은 회사의 성과와 관련성을 보이지 않고 있다. 또한 미국에서와 마찬가지로 경

74) William B. Chandler III(2004), p.54.

75) Douglas G. Gruener(2006), p.889.

76) Ronald j. Gilson(2004), pp.33-40.

영권 방어장치가 기업의 성과와 유의미한 상관관계를 보이고 있지 않다.⁷⁷⁾

따라서 이사의 포이즌필 사용재량을 지나치게 제한하는 것은 포이즌필의 본질적 기능에 비추어 바람직하지 않다는 견해도 있다. 이러한 견해에 의하면 일본에서 이미 주주보호를 위한 상당한 법적 조치들이 마련되어 있음에도 불구하고 이사들의 권한남용을 지나치게 염려하며 이들의 포이즌필 사용을 지나치게 제한하는 것은 바람직하지 않다는 것이다. 포이즌필은 다른 경영권 방어수단들보다 효율적인 수단으로 평가받고 있는데 그 이유는 이미 살펴본 바와 같이 포이즌필을 채택하더라도 경영권 방어를 위한 특별한 현금지출을 필요로 하지 않고 회사의 자본구조에 특별한 영향을 주지 않기 때문이다. 게다가 적대적 M&A가 있기 전에 사전적으로 특별한 조치를 할 필요 없이도 대상회사의 이사진에게 협상력을 증진시켜주어 더 많은 이익을 얻을 수 있는 기회를 제공해 준다.⁷⁸⁾ 따라서 포이즌필의 실질적 이용을 지나치게 어렵게 하는 일본에서의 법리는 바람직하지 못하며 법원은 더욱 유연하게 적법성 판단기준을 적용해야 한다는 것이다.⁷⁹⁾

물론 일본에서의 포이즌필은 아직 도입 초기이기 때문에 제도의 정착과 운용에 대해 정확히 평가하기는 쉽지 않다. 그러나 현재 일본의 상황은 지나치게 주주 의사에 의지하고 있어 포이즌필의 핵심적 기능인 이사진의 협상력을 감소시킬 수 있다.

이와 같이 포이즌필을 사용한 경영권 방어가 현실적으로 어려운 상황에서 일본 기업들은 어떠한 형태로든 적대적 기업 인수에 대응하여 자신들을 지키기 위한 조치를 취할 것이다. 2005년 조사에 의하면 일본 대기업의 70%가 적대적 기업 인수의 위협에 대해 우려하고 있다. 포이즌필의 작동 여부에 대한 결정에 있어 이사회보다 주주총회를 중요시 하는 최근의 판례 경향을 고려해보면 이러한 비율은 점점 높아만 갈 것이다. 이러한 상황에서 일본 기업들은 포이즌필 이외의 경영권 방어수단들로 선회할 확률이 높다. 그러나 경영권 방어수단 중 포이즌필보다 더 효율적인 수단은 존재하지 않는다는 사실을 잊어

77) Sanford M. Jacoby(2007), p.285.

78) Douglas G. Gruener(2006), p.873.

79) Douglas G. Gruener(2006), p.891.

서는 안 될 것이다.⁸⁰⁾

3) 요약 및 전망

일본 회사법은 포이즌필의 사용과 적법성 판단 등에 대해 직접적으로 규정하고 있지 않으므로 이에 대해서는 관련 법령의 해석에 의할 수밖에 없다. 회사법에서는 신주예약권의 발행과 만일 이러한 발행이 심각하게 불공정하다면 금지된다는 사실만 규정하고 있으므로 이것을 이용해 포이즌필을 만들어 경영권을 방어했을 경우의 적법성 판단을 위해 법원은 적절한 기준을 마련해야만 한다.

이러한 적법성 판단에 주주의 의사결정 및 관여를 중요시한다. 그러나 주주총회에서 3분의 2의 승인을 얻는 것은 쉬운 일이 아니다. 만일 회사가 주주총회에서 단순히 다수를 얻었다면 어떻게 판단해야 할까? 만일 회사가 주주승인 없이 사전적 방호조치를 도입했다면 어떻게 될까? 이러한 물음에 대한 답을 찾기 위해 일본 사법부는 앞으로 많은 시행착오를 거칠 수밖에 없을 것이다.

지금까지 일본에서는 새로운 입법을 통해 경영권 방어의 적법성 판단 기준을 분명히 하지는 논의는 거의 없어 왔고 대신 사법부 판단에 맡겨져 왔다.

이러한 상황에서 현재 일본에서 해결해야 할 가장 중요한 문제는 어느 정도까지 대상회사의 이사가 주주총회의 승인 없이 적대적 기업 인수에 대한 방호조치를 할 수 있을 것인가 하는 것이다.⁸¹⁾ 이러한 문제는 앞에서 살펴본 주주승인 포이즌필에서 보는 바와 같이 현재 미국 포이즌필 논쟁에서도 가장 중요한 문제이고 이것은 회사지배구조에서 주주와 이사의 권한을 어떻게 할당할 것인가에 대한 근본적인 문제에 뿌리를 두고 있다. 따라서 일본에서의 포이즌필 논쟁은 미국에서의 논의와 마찬가지로 이사와 주주사이의 권한 배분 문제라는 큰 틀 속에서 논의가 전개될 것이다. 따라서 일본의 포이즌필이 미국의 포이즌필에 수렴될 것인가의 문제가 제기되고 있다.

80) Douglas G. Gruener(2006), p.896.

81) Hideki Kanda(2007), p.9.

3. 미국과 일본의 포이즌필 수렴 여부 및 시사점

일본은 미국의 포이즌필 운용에 관한 판례 법리를 통해 실질적으로는 미국 판례법 체계를 일본의 대륙법 체계로 도입한 것이다. 지금 일본의 포이즌필 운영은 1985년의 델라웨어주 법리와 비교될 수 있다.⁸²⁾ 그렇다면 일본은 포이즌필 운용과 관련하여 미국이 걸어온 길을 그대로 따라갈 것인가의 문제가 최근 비교회사지배구조(comparative corporate governance) 논쟁에서 주목받고 있다.⁸³⁾

지금의 단계에서는 델라웨어주의 포이즌필 법리가 일본에서 어떻게 작동할지에 대해 알 수 없다. 일본은 미국의 법리 하나 또는 판례 하나를 들여온 것이 아니라 미국 보통법 원칙의 복잡한 체계와 세부적인 법적 테크닉을 포이즌필을 통해 도입했다고 할 수 있다. 이때 유의해야 할 것은 미국의 포이즌필 법리는 하루아침에 이루어진 것이 아니라 30년 동안 미국이라는 시장환경의 변화에 경제주체들이 전략적이고 적응적으로 대응하는 반복적인 과정을 통해 발전되어 왔고 이러한 발전은 현재에도 계속 되고 있다는 사실이다.⁸⁴⁾

반면 델라웨어주 법리를 모델로 한 일본의 경영권 방어 가이드라인은 일본 스스로의 경험과 진통을 통해 정립된 것이 아니라 델라웨어주 법리의 신속한 도입을 통해 만들어진 것이다. 이때 잊지 말아야 할 것은 델라웨어주의 포이즌필 적법성 판단 기준은 구체적인 사안 해결을 위한 법원의 판단들이 오랜 시간동안 지속적으로 집적되어 형성된 것이기 때문에 판단기준 자체는 객관적으로 확정되어 있지 않고 상당한 유연성을 지니고 있으므로 이러한 미국 판례법리가 실질적으로 일본에서 작용할 때는 다른 방식으로 작용할 수밖에 없다는 사실이다.⁸⁵⁾

다시 말해 미국의 포이즌필을 도입한 일본이 겉으로 보기에는 미국 회사지배구조의 일반적 특징이라고 알려져 있는 주주중심모델(shareholder oriented

82) Christopher T. Hines, Tatsuyatanigawa, Andrew P. Hughes(2006), p.440.

83) Curtis J. Milhaupt(2005), Cristina Alger(2006).

84) 일본 독자들을 대상으로 미국의 이러한 과정에 대한 개요 설명은 William B. Chandler III(2004).

85) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2210.

model)로 수렴하는 듯하지만 자세히 살펴보면 미국의 법리를 전제로 하면서도 일본의 구체적 상황을 고려하며 선택적으로 적응해 나가는(selective adaptation) 복잡한 진화과정이 숨어 있다는 것을 알 수 있다.⁸⁶⁾

(1) 일본은 왜 델라웨어주 회사법제를 받아들였는가?

흔히 미국법제를 글로벌 스탠더드라고 한다. 그래서 일본도 미국 델라웨어 판례법리를 지침이라는 형식으로 도입하였다. 그렇다면 왜 미국 회사법제가 글로벌 스탠더드인가? 또 다른 영미법체계인 영국의 기업 인수 규칙은 어떠한가?

이것은 델라웨어주법과는 매우 다른 체계이다. 여기서는 적대적 기업 인수에 직면한 대상회사 이사의 엄격한 중립의무(strict neutrality)를 요구한다. 그리고 이사회가 주주의 동의 없이 경영권 방어조치를 취하는 것을 금지한다. 일본 입장에서는 이것이 델라웨어주 판례법 체계보다 받아들이기 쉬운 법체계이다. 왜냐하면 이는 행위를 직접적으로 통제하는 형식으로 되어 있으므로 사법부 위주의 미국법 통제보다 기존의 일본에서의 경제규제 방식과 유사하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 일본이 미국의 판례법 체계를 받아들인 데는 몇 가지 이유가 있다.

우선 가이드라인을 만든 사람들의 대부분은 미국에서 공부를 했으므로 미국 법에 익숙해 있다. 그러나 가장 중요한 이유는 델라웨어주 경영권 방어법리는 영국의 기업 인수 규칙보다 경영(management)의 보호를 중요시한다는 점이다. 앞서서도 살펴본 바와 같이 미국은 기본적으로 경영진이 포이즌필을 사용할 수 있다는 관점에서 시작하며 단지 그러한 사용의 한계를 설정하고 한다. 반면 영국의 기업 인수 규칙에서는 경영진의 중립의무를 전제로 하므로 경영권 방어를 위한 경영진의 권한은 매우 적을 것이다. 만일 일본이 이를 선택했다라면 주주 이외의 이해당사자 그룹의 이익에 관심을 가지기 힘들었을 것이고 외국 기업의 약탈적 기업 인수에 대한 우려 역시 더 크게 했을 것이다. 기업가치연

86) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2171.

구회 역시 명시적으로 지침 제정의 이유로서 이러한 두려움의 완화를 들고 있다.

이와 같이 델라웨어주 회사법리는 지침의 작성자들인 경제산업성과 법무성 구성원들에게 최선의 가능한 대안을 제시해 주고 있다. 미국에서 공부한 대다수의 교수들과 실무자인 이들에게 익숙하고, 정치적으로 글로벌 스탠더드라는 명분도 챙길 수 있으며 동시에 경영진의 재량을 어느 정도 보호해 주고 있기 때문이다.⁸⁷⁾

그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 현재 일본에서 포이즌필이 실질적으로 운용되는 과정을 보면 이사의 재량은 상당히 제한되어 있다.

(2) 델라웨어주 회사법제는 왜 글로벌 스탠더드인가?

최근 일본에서 회사의 조직적 유연성(organizational flexibility)과 이사회 구조 선택의 자유를 촉진시키는 상법 개정과 이에 수반되는 일본의 경영권 방어지침은 분명 델라웨어주 회사법제의 영향을 반영하는 것이라고 할 수 있다.

델라웨어주 회사법의 중요한 특징은 회사 구성원 사이의 계약 자유를 촉진시키는 기능을 하는 임의규정(enabling)의 성격, 사후적 관점에서 회사 구성원들의 행동에 미치는 인센티브 효과를 고려하며 이사의 행동 한계를 설정하고자 하는 세심한 사법부의 노력을 통한 주주 보호 등은 많은 학자들에게 가장 이상적인 회사법 체계로 인식되어 왔다.⁸⁸⁾ 즉 글로벌 스탠더드로서의 델라웨어주 법리의 장점은 일반적으로 알려진 것과 같이 주주중심(shareholder primacy)에 있다거나 주주보호의 우월성 그 자체에 있는 것이 아니다. 더욱 본질적인 장점은 다양한 회사 이해관계인들 사이의 갈등을 조정하는 데 적합한 회사법리의 유연성(elastic quality), 공시와 절차적 측면을 중요시하며 경영진의 행동을 사전적으로 차단하기보다는 문제된 행동을 사후적으로 규제하는 방법 등에 있다.

87) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2205.

88) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2212.

지금까지 우리나라에서는 회사법의 가장 중요한 기능으로 소수주주 보호를 들고 있었다. 그러나 델라웨어 회사법제의 특징인 유연성과 이것을 받아들인 일본에서의 상황을 고려해 보면 성공한 경제에서 회사법의 기능 및 역할은 단순히 소수주주보호에만 있는 것이 아니다.

세계에서 가장 강대국이라는 두 경제대국에서의 포이즌필 운용에서 알 수 있는 것은 회사법이 시장의 혁신과 이에 대한 다양한 시장 참여자들의 전략적 법적 대응의 반복 과정에 대한 구심점이 되고 있다는 것이다. 시장 참여자들은 자신들의 개별적 이해를 추구하고 새로운 규칙을 창조하거나 이에 적응하고자 할 것이다. 이러한 과정에서 적대적 기업 인수자의 등장은 새로운 적응의 발단을 촉발시킨다. 이러한 과정은 모든 시장 참여자들에게 새로운 기대를 유발하고 이러한 기대가 안정화되어 내부적인 균형을 이룰 때까지 반복된다. 이러한 과정에서 형성된 회사지배구조의 새로운 체계는 새로운 시장 현실에 더욱 잘 부합하게 된다.

일본에서의 이러한 과정은 적대적 기업 인수의 증가현상과 이에 대한 방어 수단으로서 포이즌필과 같은 새로운 법적 기술, 그리고 이러한 법적 기술의 정당한 행사기준을 제시하기 위한 법적 구속력 없는 가이드라인의 마련 등을 통해 시작되었다. 일본은 미국 델라웨어주의 경영권 방어법리를 자신의 정치·경제 상황에 적응시켜 가며 자신들만의 균형점을 찾아갈 것이다.⁸⁹⁾

특히 일본 사법부는 곧 1980년대 미국 법원들이 직면한 동일한 문제에 직면하게 될 것이다. 경영권 방어수단으로 도입된 포이즌필은 사법, 입법, 그리고 투자자 집단 사이에서의 긴장관계를 야기하게 될 것이고 이는 일본 법원이 해결해야 할 과제이다.⁹⁰⁾

결국 델레웨어주 회사법리가 글로벌 스탠더드인 이유는 주주를 가장 잘 보호해 주는 법리를 제공해 주기 때문이라기보다는 오히려 다른 국가에서 델라에어주 회사법리를 도입하여 이를 자신들의 법체계로 수용하는 과정에서 발생하는 선택적 적응(selective adaptation) 과정을 더욱 원활하게 해줄 수 있는 메커

89) Curtis J. Milhaupt(2005), p.214.

90) William B. Chandler Iii(2004), pp.64-65.

니즘을 제공하기 때문이다.⁹¹⁾

(3) 일본 포이즌필 법리는 아직 진행형

일본은 경영권 방어 제도와 관련하여 경험이 부족하고 이러한 제도의 마련과 운용에 있어 높은 거래비용에 직면해 있으므로 가장 시장 친화적이고 잘 짜인 델라웨어주 법리를 중심으로 지침을 마련한 것이다. 이러한 지침이 경영권 방어에 대한 전례가 아직 확립되지 못한 일본의 법적 환경에서 분명 유용한 기준을 제공해 줄 수 있을 것이다. 그러나 미국이 아닌 일본의 제도적 환경 하에서 정착되어 가는 적응적 선택 과정의 존재는 중요한 변수로 고려되어야 할 것이다.⁹²⁾

이것은 회사지배구조 수렴론을 지지하는 것도 아니며 거부하는 것도 아니다. 오히려 일본의 현재 상황은 새로운 시장상황에서 전략적으로 적응해 나가는 회사법제의 진화 과정을 보여주는 것이다. 일본에서의 이러한 과정을 현재의 시점에서 정확히 예견하기는 어렵다. 새로운 제도들은 지금 개혁 중이며, 특히 법원은 예전과 달리 회사지배구조에서 중요한 역할을 하기 시작하고 있다.⁹³⁾

우리도 일본이 겪고 있는 이러한 경험을 앞으로 곧 경험하게 될 것이다.

91) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2171, p.2175.

92) Cristina Alger(2006).

93) Curtis J. Milhaupt(2005), p.2212.

V. 정책 제언

이하에서는 미국과 일본에서의 포이즌필 운용을 간단히 정리해 보고 이러한 이해의 바탕 위에서 우리나라에 포이즌필이 도입되어 합리적으로 운영되기 위한 몇 가지의 정책제언을 하고자 한다.

미국과 일본의 포이즌필 운영에 있어 양국의 공통점과 차이점을 개괄적으로 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 미국과 일본 모두 주식제도의 유연화와 회사법의 유연화를 통해 포이즌필을 만들 수 있는 재료 및 여건을 마련해 주고 있다. 물론 이러한 주식제도를 활용하여 포이즌필을 만들어 경영권을 방어할 것이라는 사실을 입법단계에서 염두에 두고 있었겠지만 적어도 미국이나 일본 모두 ‘명시적’으로 입법단계(회사법) 차원에서 이러한 사실을 고려하고 있지는 않다.

둘째, 이러한 재료를 이용해 독약을 만들어 경영권을 방어했을 경우 사법부 단계에서의 적법성 판단과 관련된 것으로 여기서의 쟁점은 누가(이사회 vs. 주주총회) 독약을 만들어 경영권 방어를 하는 것이 바람직한가에 관한 것이다. 미국에서는 이사회가 독자적으로 독약을 만들 수 있는 권한이 있다. 다만 이러한 독약의 제조과정에 주주들이 얼마나 관여했고 이들의 의사가 얼마나 반영되었는가는 이사의 행위에 대한 적법성 판단의 한 요소로 고려되고 있다. 일본도 마찬가지로 이지만 상대적으로 이사회의 판단보다 주주총회의 판단을 더욱 신뢰하고 있다.

1. 회사법 차원에서의 ‘주식제도 유연화’ 필요

지금까지 살펴본 것처럼 포이즌필이란 결국 다양한 주식제도(종류주식과 신주예약권)를 이용해 독약을 만드는 것이고 이 중 신주예약권을 바탕으로 하는 것이 미국의 전형적인 포이즌필이고, 우리가 일반적으로 포이즌필이라고 할 때도 이것을 의미한다.

그렇다면 포이즌필을 사용하기 위한 전제조건은 신주예약권 제도의 도입과 종류주식 다양화, 그리고 이러한 증권의 내용 및 발행조건 등을 다양화하는 것이다. 그리고 신주예약권을 이용한 포이즌필의 핵심은 다른 일반주주들을 제외한 적대적 기업 인수자만 신주예약권을 행사하지 못하게 하여 그가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 것이므로 주주들을 차별화하는 것이 가능해야 한다.

결국 포이즌필이 작동하기 위해서는 지금까지 우리나라 회사법의 기본원칙으로 인식되어 오며 경직된 주식제도의 주요 원인으로 작용해 온 주주평등의 원칙, 1주 1의결권 원칙 등이 과연 절대적으로 벗어날 수 없는 원칙인지 등에 대한 회사법의 기본제도와 관련된 더 근본적인 고민이 있어야 할 것이다.⁹⁴⁾

이하에서 살펴보는 바와 같이 포이즌필이 제도적으로 가능하기 위해서는 주식의 구성요소인 소유권과 의결권을 횡적으로는 ‘종류주식의 다양화 및 종류주식간의 전환권·상환권의 확대’, 종적으로는 ‘옵션의 제도화’라는 주식제도의 유연화가 마련되어야만 한다.

(1) 주식의 다양화

보통주(common stock)는 배당받을 권리나 회사의 의사결정에서 의결권을 행사할 수 있는 다양한 권리의 묶음을 표창하고 있다. 오늘날 대부분의 회사법들은 이러한 권리의 묶음을 어떻게 구성할 것인가에 대해 개별 회사들에게 상당한 권한을 부여하고 있다.

이와 같이 주식은 회사의 경영성과를 배분받을 권리인 현금흐름권(소유권)과 회사의 의사결정에 참여할 수 있는 지배권(의결권)의 양 축으로 구성되어 있으므로 양자의 내용을 어떻게 설정하고 조합하느냐에 따라 자본시장에서 다양한 투자자들의 욕구에 신속하고 효율적으로 대응할 수 있는 금융상품의 개발이 가능하다.

94) 이에 대해 2007년 EU 집행위원장과 OECD 지배구조조정위원회에서는 1주 1의결권을 법적으로 강제하는 것은 바람직하지 않다는 의견을 제시한 바 있다. 이에 대해서는 신석훈(2008), p.152 이하 참조.

지금까지 동일한 이해관계를 가지고 있다고 보아온 주주들 중에는 회사의 단기이익에 주로 관심을 가지는 주주와 장기 이익에 관심을 가지는 주주, 그리고 주로 배당에 대해 관심을 가지는 주주와 지배권에 관심을 가지는 주주 등 다양한 성격의 주주들이 존재하고 있다. 이들 사이의 이해관계는 상이하므로 자본시장에서 이들의 이해관계를 조정하며 욕구를 충족시켜주고 투자의욕을 유발하여 시중의 유동자금을 자본시장으로 유입시켜 자본시장을 활성화하기 위해서는 소유권(현금흐름권)과 지배권 사이의 다양한 포트폴리오로 구성된 주식제도를 만들 수 있는 제도적 기반이 조성되어야 할 것이다.

(2) 신주예약권의 도입

종류주식의 다양화라는 법적 기반위에 일정한 수의 주식을 일정한 기간 동안 일정한 가격으로 매입할 수 있는 권리인 옵션을 제도화한다면 자본시장에서의 다양한 선호와 위험성향을 가진 투자자들의 욕구를 더욱 잘 충족시켜 주며 효율적인 자본조달 및 이해관계의 조정이 가능할 것이다.

주식에 대한 이러한 옵션제도가 현행법상 전혀 없는 것은 아니나 현행법에서는 이사나 사용인에게 부여하는 스톡옵션 또는 사채에 부가하는 형태의 것(전환사채의 전환권, 신주인수권부사채의 신주인수권) 등 일정한 경우로 한정되어 있으므로 자본시장의 활성화를 위해서는 현행법상 일정한 조건을 수반하는 법정화된 옵션이 아니라 특정한 조건이나 요건 없이 일반적이고 독립적인 옵션권리를 기업들이 만들어낼 수 있어야 한다. 즉 발행 대상이 현행법상의 스톡옵션처럼 이사나 사용인에 국한되지 않고 전환사채나 신주인수권부사채처럼 사채에 부수하지도 않는 일반적인 주식에 대한 옵션을 발행할 수 있어야 한다.

(3) 전환조건·상환조건 확대 및 발행조건 다양화

현행 상법은 회사가 종류주식을 발행하는 경우 정관이 정하는 바에 따라 어느 종류의 주식을 다른 종류의 주식으로 전환할 수 있는 전환주식이 인정되고

있으나(제346조) 그 전환권은 오직 주주에게만 인정되고 있다. 즉 종류주식을 발행하는 경우에는 회사가 강제전환권을 행사할 필요가 있음에도 불구하고 상법상 이에 관한 규정이 없기 때문에 우회적인 방법으로만 가능하다.

이와 같이 주식의 발행조건 등이 다양화 되면 종류주식과 신주예약권 등의 발행에 있어 다양한 요건들을 붙여 더 효과적으로 독약증권을 만들 수 있을 것이다.

(4) 회사법의 유연화

주식제도의 유연화라는 것은 결국 개별 회사들이 자신들이 처한 상황에서 가장 효율적인 자본조달 수단을 얼마나 자유롭게 마련할 수 있을 것인가와 관련되어 있는 것이고 이것은 결국 개별 회사의 정관을 통해 마련되는 것이므로 주식제도의 유연화는 회사의 정관자치를 어느 정도 인정할 것인가와 관련되어 있다.

또한 정관자치를 어느 정도 인정할 것인가의 문제는 회사법상 규정들의 성격을 강행법규로 보아 정관에서 이것에 배치되는 내용을 설정할 수 없다고 보아야 할 것인지 아니면 임의규정으로 보아 정관을 통해 변경가능하다고 볼 것인지의 문제, 즉 회사법의 강행법규성 논쟁과 직결되고 이것은 또한 회사의 본질과 회사법의 기능에 대한 논의까지 연결된다.

이러한 논리로 본다면 우리나라에서 포이즌필에 대해 지금까지 소극적인 입장을 보여 온 근본적인 원인은 경직된 주식제도에 있지만 궁극적으로는 경직된 회사관에서 기인한다고 할 수 있다. 따라서 포이즌필의 도입과 관련하여 회사의 본질에 대한 근본적인 논의도 검토해 보아야 할 것이다.⁹⁵⁾

95) 회사의 본질에 대한 더욱 근본적인 논의는 신석훈(2008) 참조.

2. '주식제도의 유연화'와 '포이즌필 제도화 작업'은 구별해야

(1) 주식제도의 유연화는 경영권 방어가 아닌 자본시장에서의 필요성 차원에서 이루어져야

주식제도의 유연화, 즉 회사법 차원에서 신주예약권이나 종류주식의 다양화를 도모할 경우 주의할 것은 이것이 경영권 방어수단으로 남용될 것을 미리 염려하며 지나치게 소극적으로 대응해서는 안 된다는 점이다. 즉 자본조달의 원활화와 자본시장에서 이해관계의 조정이라는 고유 목적에 기초하며 제도의 도입 및 남용 장치를 마련하는 것이 바람직하지 처음부터 포이즌필로 이용될 것을 전제로 이에 관한 내용을 회사법에 직접적으로 규정한다거나 남용을 방지하기 위한 제한규정을 직접적으로 규정하는 것은 바람직하지 않다.

이미 살펴본 바와 같이 미국은 물론 일본에서도 '회사법'상 주식제도의 다양화는 포이즌필과는 무관하게 자본시장에서의 필요성이라는 고유 목적으로 이루어진 것이다. 다만 이러한 제도를 잘 조합하고 활용하여 포이즌필이라고 하는 주식 희석화 메커니즘을 만들어낸 것이다. 즉 이들 나라에서의 주식제도 유연화는 애초부터 포이즌필을 염두에 두고 이루어진 것은 아니다. 따라서 미국과 일본의 회사법 어디에도 포이즌필에 대한 명시적 규정은 존재하지 않는다. 워런트와 신주예약권, 그리고 종류주식에 관한 내용만 있을 뿐이다.

그리고 미국과 일본에서 자금조달을 위한 이러한 주식제도의 구체적인 활용 권한은 법과 정관규정의 한도 내에서 이사회에 있는 것이 일반적이다. 그리고 이사회에서 주식제도를 본래의 목적이 아닌 경영권 방어를 위한 독약의 재료로 사용하였을 경우 이에 대한 법적 판단을 어떻게 할 것인가가 포이즌필 논쟁의 핵심이다. 따라서 미국과 일본에서 '주주총회의 결의를 통해 포이즌필을 선택했을 경우에는 그 정당성을 폭넓게 인정해 주고 있다는 사실'과 '포이즌필의 재료인 신주예약권 자체는 양국 모두 이사회에 권한으로 발행할 수 있다는 사실'은 구별해야 한다.

회사에서의 권한을 주주총회와 이사회 사이에 어떻게 할당할 것인가와 관련

하여 전자는 경영권 방어행위의 적법성 판단이라는 관점과 그리고 후자는 자본시장에서 회사의 자본조달이라는 관점과 관련된 문제이다. 따라서 현재 우리나라에서 포이즌필 도입을 긍정하는 견해 중에는 포이즌필의 발행을 주주총회의 특별결의를 통해 하도록 한다면 경영진의 권한 남용을 줄일 수 있다는 주장이 많은데 이러한 주장이 전자의 경우를 염두에 둔 것인지 아니면 후자의 경우를 염두에 둔 것인지를 분명히 할 필요가 있다.

이와 같은 관점에서 보면 현재의 ‘포이즌필 도입’ 논쟁이라는 말은 엄격히 보면 정확한 표현은 아니다. 포이즌필이라는 하나의 독자적인 제도가 존재하는 것이 아니며 다만 경영진이 포이즌필의 재료인 다양한 주식제도를 어느 정도까지 활용할 수 있을 것인가의 문제이기 때문이다. 즉 포이즌필의 논쟁은 ‘도입’의 문제가 아니라 ‘정도’의 문제이다.

그렇다면 왜 미국과 일본의 회사법에서는 이러한 주식제도의 다양화와 함께 이것이 경영권 방어를 위한 독약의 재료로 사용될 때를 대비하여 법적으로 허용가능한 구체적인 범위나 기준을 회사법 차원에서 동시에 제시해 주고 있지 않을까? 그렇게 하고 싶지만 그렇게 할 수 없기 때문이다. 이하에서 살펴보기로 한다.

(2) ‘신주예약권의 도입’과 ‘포이즌필의 적법성 판단’은 구별해야

현재 포이즌필의 도입을 반대하는 입장에서는 칼(신주예약권)을 도입하면 이것으로 사람을 해칠 것(독약을 만들어 남용)이라는 사실을 우려해 칼이 가져다주는 유용성(자본시장에서의 자본조달의 편이와 이해관계의 조정)을 처음부터 포기하는 우를 범할 수 있다. 우리 주변에는 다양한 용도에 적합한 다양한 종류의 칼이 있고 이를 사용하고 있다. 이럴 경우 비록 칼을 이용해 다른 사람을 해할 가능성이 더 많다는 것이 자명함에도 불구하고 우리는 다양한 종류의 칼을 사용하며 그 혜택을 누리고 있다. 다만 그 위험성은 사후적으로 사법부에 의해 통제하고 있다. 만일 칼을 사용하지 못하게 하거나 허용하더라도 날카로운 칼의 사용을 금지한다면 분명 칼을 사용한 사고율은 급격히 줄어들 것이다. 그러

나 이것을 보고 우리 사회가 더 살기 좋아졌다고 말하는 사람은 아무도 없을 것이다. 칼이 분명 위험한 물건이지만 이것이 가져다주는 효용이 더 크기 때문에 사후적으로 사용을 통제하며 이용하고 있는 것이다.

또한 자신의 생명에 위협을 가하는 외부세력의 침입을 막기 위해 칼의 일반적인 용도를 벗어나 이것으로 상대방을 해하더라도 과연 이러한 행위가 형법상의 정당방위에 해당하여 적법한 것인지 아니면 상해죄 또는 살인죄에 해당하여 위법한 것인지의 여부는 사후적으로 구체적 사건의 여러 정황을 고려하여 법원이 판단하고 있다. 정당방위 상황이 워낙 복잡하고 다양하기 때문에 사전적으로 정당방위 상황을 자세하게 형법에서 나열할 수 없고 기본적 판단기준⁹⁶⁾만 마련한 상태에서 구체적 판단은 사법부에서 사후적으로 이루어지고 있다.

포이즌필도 마찬가지다. 평상시에는 포이즌필의 재료인 옵션권리(신주예약권)를 자본조달을 위해 유용하게 사용하다가 회사의 이익에 반하는 외부의 세력이 침입했을 경우 이를 이용해 독약을 만들어 경영권을 방어하는 행위가 현 경영권의 자리를 보전하기 위한 것인지 아니면 회사의 이익을 위한 정당한 행위인지에 대한 구체적 판단기준을 사전적으로 마련하는 데는 한계가 있다. 실제로 발생한 구체적 경영권 방어 상황을 고려해 본 후 사후적으로 판단할 수밖에 없다. 옵션권리를 도입할 경우 이것의 남용을 지나치게 우려해 제도 도입에 주저하는 것은 사전적인 ‘제도 자체의 도입’과 이러한 제도를 실질적으로 경영권 방어를 위해 사용했을 경우 사후적으로 이루어지는 ‘적법성 판단 기준’을 동일한 시점에서 동시에 고려하고 있기 때문이다.

(3) 사전적 규제의 어려움

따라서 포이즌필 도입을 인정하더라도 특정한 요건을 갖춘 기업들만 이용할 수 있도록 한다거나 엄격한 제한조건하에서만 이용할 수 있도록 하는 것과 같이 구체적인 경영권 방어행위 이전 단계에서 사전적으로 지나친 조건을 부과

96) 형법 제21조에서는 “자기 또는 타인의 법익에 대한 현재의 ‘부당한 침해’를 방위하기 위한 행위는 ‘상당한 이유’가 있는 때에는 별하지 아니한다”라고 규정하고 있다.

하는 것은 바람직하지 않다. 칼을 사용하도록 하면서 사전적으로 특별히 위험성이 있는 전과자나 특정한 사용방법을 제한하고 있지 않은 것과 마찬가지로. 이렇게 하는 것이 사고율을 줄일지는 몰라도 복잡하고 다양하게 발생하는 정당방위 상황을 모두 사전적으로 고려할 수 없기 때문에 사회적인 이익보다 비용이 더 크기 때문이다.

미국에서 포이즌필이 개발된 1980년 초부터 지금까지 이에 대한 방대한 법리(法理)는 포이즌필을 사용할 수 있는 기업의 형태나 사용방법에 관한 입법부의 사전적 제한에 관한 것이 아니라 포이즌필을 이용해 구체적으로 경영권 방어행위를 하고 난 후 이루어지는 사후적인 적법성 판단 기준에 관한 것들이다. 30년 동안 포이즌필을 운용한 미국 법원이 적법한 적법성 판단기준은 “회사의 사업방향 기조와 효율적인 운영에 대한 ‘합리적인 위협’이 존재하고 방어로치는 이러한 위협에 비추어 ‘합리적으로 상응’하는 정도이어야 한다”는 것으로 상당히 추상적으로 설정되어 있고 그렇게 할 수밖에 없다. 여기서 무엇이 ‘합리적’인가에 대한 구체적 내용을 실제의 사건이 발생하지 않은 상태에서 사전적으로 설정하기가 그만큼 어렵고 실효성도 없기 때문이다.

(4) 적법성 판단기준은 지침을 통해 예측가능성을 제공해 주며 판례 형성을 통해 만들어 가야

포이즌필에 대한 이러한 사전적 규제의 한계로 인해 회사법(입법)에 포이즌필의 정당한 사용방법을 직접적으로 규정하는 것은 한계가 있고 바람직하지도 않다.

그렇다면 이에 대한 대안으로 회사법에서는 포이즌필을 사용할 수 있는 여건만 마련해 주고 구체적으로 이러한 여건을 활용하여 경영권 방어를 위해 독약을 만들었을 경우의 정당성에 대해서는 구체적인 사건과 관련하여 사법부에서 판단하는 것이 바람직하다. 그리고 다양한 상황에서 다양한 형태의 포이즌필 사용에 대해 법원은 다양한 방법으로 법적 대응을 하며 포이즌필과 관련된 판결을 만들어갈 것이다. 이러한 구체적인 상황에서의 다양한 형태의 포이즌

필 사용에 대한 법적 판단이 누적되어 감에 따라 포이즌필의 정당한 사용방법에 관한 사회적 합의와 원칙 및 법리가 형성되어 갈 것이다. 30년 동안 이러한 과정을 거쳐 형성된 것이 바로 미국의 포이즌필 관련 법리이다. 그런데 일본은 포이즌필을 최근에서야 사용하기 시작하였으므로 이에 대한 경험과 사회적 합의가 부족하다. 따라서 앞으로 많은 시행착오를 겪을 수밖에 없을 것이다. 다만 이러한 시행착오를 최소화하기 위해 일본은 미국의 판례 법리를 행정부의 지침이라는 형식으로 만들어 기업들에게는 포이즌필의 정당한 사용방법에 대한 예측가능성을 그리고 법원에게는 정당한 판단기준에 대한 개괄적인 틀을 마련해 주며 포이즌필의 정당한 사용을 위한 사회적 통합을 이끌어가고 있다.

3. 주주와 이사의 권한배분이라는 큰 틀에서 접근해야

미국과 일본의 포이즌필 운용의 시사점은 입법단계에서는 금융상품의 다양화라는 큰 틀에서 ‘주식제도의 유연화’를 꾀하며 이러한 주식제도를 이용해 자본시장에서 자본을 조달하고 자본시장에서의 이해관계를 조절하는 기능은 기본적으로 이사회에서 하도록 하고 있다. 다만 개별 회사들은 자신들이 처한 상황에 따라 주주와 이사진의 ‘계약’의 결과물이라고 할 수 있는 ‘정관’을 통해 주식제도를 구체적으로 어떻게 활용할 것인가를 규정할 수 있다. 따라서 주식제도를 자본조달이라는 본래의 목적이 아닌 경영권 방어라는 목적으로 사용할 것인지, 사용한다면 어떻게 사용할 것인지에 대한 문제 역시 주주와 이사진이 합의를 통해 정관에 규정할 수 있다.

그렇다면 i)포이즌필의 선택 및 사용에 대해 주주와 이사의 합의의 산물인 정관이 아니라 이사회가 ‘일방적’으로 포이즌필을 선택하고 사용한 경우와 ii) 이러한 이사회 권한에 대해 주주들이 ‘일방적’으로 제한을 가하며 포이즌필을 철회하라고 요구하거나 주주총회의 승인을 받으라고 요구하는 경우를 법적으로 어떻게 다루어야 할 것인가가 핵심적 쟁점이다.

미국과 일본 모두 i)의 경우는 적어도 회사법 차원에서는 이사회가 독자적으로 할 수 있다. 다만 전통적으로 미국에서는 이사회에 폭넓은 재량을 인정해

주고 있는 반면 일본에서는 이사회보다는 주주총회의 결정을 더 신임하므로 일본의 경우 이사회가 독자적으로 포이즌필을 채택하고 사용할 경우에는 적법성 판단을 받기가 매우 어려울 것이다. 그리고 ii)의 경우와 관련해서도 이러한 주주들의 일방적 요구를 이사들이 따를 법적의무는 없지만 이것을 따르지 않았을 경우 이사들은 자신들의 포이즌필 선택이 정당하다는 사실을 입증해야 하는 엄격한 책임을 부담하게 된다. 다만, 어느 정도의 입증책임을 부담하는가에 있어 이사회의 권한남용을 더욱 염려하고 주주총회의 결정을 더욱 중요시하는 일본에서는 그 정도가 미국보다 엄격할 것이다.

이와 같이 포이즌필 운용에 있어 미국과 일본이 세부적으로 차이를 보이고 있지만 회사법을 통해 주식제도의 유연화를 제공해 주고, 이를 활용해 포이즌필을 만들었을 경우 주주총회와 이사회 중 누가 만들었느냐에 따른 문제는 포이즌필의 적법성 판단이라는 관점에서 접근하고 있다는 큰 틀에서는 동일하다. 따라서 우리나라에서 포이즌필이 사용될 경우 그 구체적 운용은 미국이나 일본과 다를 수밖에 없겠지만 적어도 이러한 큰 틀을 짜는 것을 소홀히 해서 안 될 것이다.

현재처럼 포이즌필 등의 경영권 방어법제 도입을 막아 특정한 형태의 회사조직 출현을 처음부터 차단하는 것이 소수주주에 대한 경영진(지배주주)의 기회주의적 행동을 어느 정도 줄여줄 수는 있을 것이다. 그러나 이러한 정책들이 개별 회사의 운신 폭을 좁히고 소수주주나 투기적 자본의 기회주의적 행동에 대한 효율적인 대응을 어렵게 하여 회사 전체의 이익을 해할 수 있다는 사실도 염두에 두어야만 한다. 이것은 결국 경영진의 행동을 사전적·포괄적으로 규제하며 남용의 가능성이 있는 행위를 처음부터 차단하는 정책과 이들의 행동을 가급적 자유롭게 허용하면서 문제되는 행위만을 사후적으로 제재하는 정책 중 어느 것이 사회 전체적으로 바람직한가의 문제로 귀결된다. 미국과 일본의 포이즌필 운용은 모두 후자의 관점에 기초하고 있다.

VI. 결 론

1. 포이즌필의 '제도적 기반'과 '적법성 판단'은 구별해야

포이즌필(독약증권)이란 경영권 방어를 위해 만들어진 특별한 증권의 한 종류라기보다는 회사법상의 자본조달수단으로 마련된 종류주식이나 신주예약권 등 다양한 주식제도를 활용하여 공격회사가 가지고 있는 대상회사의 주식을 희석하는 다양한 메커니즘을 의미하는 것이다. 이와 같이 포이즌필은 회사법상의 다양한 주식제도가 마련되어 있어야만 가능한데 우리나라 회사법상 종류주식은 매우 제한되어 있고 신주예약권 제도는 인정되고 있지 않으므로 이에 대한 개선작업이 필요하다. 이때 중요한 것은 이러한 회사법상 주식제도의 다양화 작업은 포이즌필만을 위해 필요한 것이 아니라 자본시장에서 다양한 성향의 투자자들의 욕구를 충족시켜 주며 원활하게 자본을 조달하기 위해, 또는 자본시장에서의 다양한 이해관계인 사이의 이해를 조정하기 위해 요구되는 금융수단이라는 사실이다. 따라서 포이즌필의 도입에 지나치게 소극적일 경우 경영권 방어수단 하나를 포기하는 것에 그치는 것이 아니라 기업들의 효율적인 금융수단을 막게 된다는 점을 인식해야만 한다.

지금 미국과 일본에서는 '입법단계'에서 기업들이 자본시장에서 다양한 투자자들의 욕구와 이해관계를 충족시켜 줄 수 있는 다양한 주식제도의 효용성을 마음껏 누릴 수 있도록 해주면서 이것을 이용해 포이즌필을 만들어 경영권을 방어했을 경우 과연 어떠한 기준 하에서 적법성을 판단할 것인가에 대해 '사법부 단계'에서 고민하고 있다. 그러나 우리나라는 아직까지도 포이즌필의 남용을 우려해 다양한 주식제도의 마련에 소극적인 태도를 보이고 있다. 즉 포이즌필을 사용할 수 있는 '제도적 기반'을 회사법에서 마련해 주며 이것의 '정당한 사용방법'에 대해 사법부에서 고민하고 있는 미국이나 일본과 달리 우리나라에서는 아직까지도 제도적 기반조차 마련되어 있지 않다. 이것은 미국과 일본에서 포이즌필이라는 경영권 방어 제도가 입법단계에서 법이라는 그릇에 어떻

게 담겨 있고 이렇게 담긴 내용을 사법부 단계에서 구체적 사건에 어떻게 적용하고 있는가라는 큰 틀을 인식하지 못하고 있기 때문이다.

이와 같이 우리나라에서는 아직까지도 포이즌필의 유용성에 대해 논쟁하고 있지만 미국과 일본에서 포이즌필의 유용성에 대한 논쟁은 이미 끝났다. 지금 미국과 일본에서 벌어지고 있는 포이즌필 논쟁은 포이즌필의 유용성에 관한 논쟁이라기보다는 포이즌필의 선택과 사용에 대한 권한을 주주와 이사진 중 누구에게 할당할 것인가 하는 것이다.

이 문제에 대해 미국에서의 기본적인 관점은 이사가 포이즌필의 선택과 사용에 대한 권한이 있고 이에 대한 주주의 관여정도는 이사가 사용한 포이즌필 사용의 적법성 판단의 한 요소로 고려되고 있다.

미국의 포이즌필을 도입한 일본 역시 포이즌필의 유용성이 인정된다는 것을 전제로 이사가 원칙적으로 포이즌필을 선택·사용할 수는 있지만 미국처럼 적법성 판단을 위한 제도운용의 경험이 부족하므로 주주의 의사가 어느 정도 반영되었는가를 미국보다 훨씬 중요한 적법성 판단 요소로 고려하고 있다.

그리고 회사법상의 다양한 주식제도를 활용한 경영권 방어는 다양한 상황에서 다양한 방법으로 이루어지므로 이에 대한 정당한 사용방법을 사전적으로 회사법에 규정하는 것은 현실적으로 어렵고 오히려 불합리한 결과를 낳을 수 있다. 따라서 미국과 일본에서는 구체적인 사건을 전제로 사법부에서 이루어지고 있다. 다만 일본의 경우에는 미국과 달리 사법부가 포이즌필에 대해 판단해 본 경험이 없으므로 행정부가 법적 구속력이 없는 지침의 형식을 통해 적법성 판단기준을 제공해 주고 있다.

이와 같이 포이즌필은 회사법에서의 주식제도 다양화를 통한 제도적 기반조성과 사법부에서의 정당성 판단이라는 구조 속에서 작동하고 있고 이것이 미국과 일본에서 포이즌필 운용의 정책적 시사점이다.

2. 포이즌필이 기업성과에 미치는 영향은 다양

포이즌필 도입의 반대 논거로 포이즌필을 도입한 회사들이 그렇지 않은 회

사들보다 나쁜 성과를 보인다가나 특정한 회사지배구조를 갖춘 경우만 좋은 성과를 보인다는 다수의 실증연구가 제시되고 있다. 특히 최근 켈퍼스 등의 기관투자자들이 미국과 일본 기업들을 상대로 포이즌필 도입 철회를 요구하는 등 회사지배구조 개선을 위해 적극적으로 개입하고 있는 상황을 주주들이 포이즌필을 원하지 않는 것으로 해석하며 이러한 상황에서 굳이 새롭게 포이즌필을 도입할 필요성이 있겠는가에 대해 의문을 제기하기도 한다.

그러나 포이즌필이 기업의 성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 연구결과도 있고 일반적으로 바람직하다고 보는 특정 회사지배구조를 갖춘 회사가 포이즌필을 운용할 때 오히려 성과가 좋지 않다는 연구결과도 있다. 또한 회사지배구조에 대한 켈퍼스의 적극적 개입이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있지 못하다는 실증연구와 함께 주주행동주의에 대한 우려가 제기되기도 한다.

결국 포이즌필을 채택한 회사가 그렇지 않은 회사보다 성과가 나쁜지, 포이즌필을 채택한 후 성과가 좋아진 회사의 지배구조는 흔히 알려진 것처럼 독립된 사외이사가 존재하고 기관투자자들의 감시를 받고 있는지 등에 대한 실증연구결과는 일관되지 않고 다양하다. 왜냐하면 개별 회사는 선택가능한 다양한 회사지배구조 관련 규정 중 자신들이 처한 상황과 자신들의 주주 이익에 가장 부합하는 제도를 선택하고 이러한 제도는 이러한 구체적인 상황에서 작동하며 효과를 나타내기 때문이다.

3. 포이즌필과 주주행동주의

최근 켈퍼스 등의 기관투자자들이 미국 기업들을 상대로 포이즌필 도입 철회를 요구하는 등 지배구조 개선을 위해 적극적으로 개입하고 있다. 이에 대한 미국 델라웨어주 법원의 전통적 입장은 경영진의 권위를 중요시하며 경영진이 이러한 주주행동주의에 굴복하지 말고 회사와 모든 주주의 이익을 위해 의사결정을 하라는 것이다. 따라서 주주와 경영진의 합의가 아닌 주주의 일방적인 포이즌필 철회제안을 경영진이 따를 법적의무는 없다. 그러나 이러한 주주의 제안을 받아들이지 않은 경영진이 포이즌필을 사용하여 구체적으로 경영권을

방어했을 경우 그러한 행위의 정당성에 대한 엄격한 입증책임을 부담하게 된다. 반면 주주의 동의하에서 사용된 포이즌필에 대해서는 경영판단의 원칙을 적용하며 경영진의 폭넓은 재량을 인정해 주고 있다. 이와 같이 델라웨어주 법원은 경영진이 주주의 제안을 따를 것인지의 여부에 대한 법적 판단을 확일적으로 하고 있지 않다. 주주의 제안은 구체적인 사건에서 사실판단과 정황의 한 요소로 고려되고 있다. 주주와의 원활한 의사소통에 기초한 경영행위에 대해서는 정당성에 대한 입증책임을 완화해 줌으로써 경영진이 주주의 제안에 더욱 더 귀 기울이며 주주들과 지속적으로 대화하도록 하는 것이다.⁹⁷⁾

결국 주주중심주의의 진정한 의미는 주주에 의한 일방적이고 직접적인 경영개입에 있는 것이 아니라 경영진과 주주 사이의 원활한 의사소통과 이를 전제로 한 직접민주주의와 간접민주주의의 적절한 운용의 묘를 살리는 데 있는 것이다.

4. 적법성 판단기준은 회사법이 아닌 지침과 판례를 통해 만들어 가야

포이즌필에 대한 경험이 전혀 없는 우리나라에 우리와 법체계가 다른 미국에서 탄생하고 수십 년 동안 시행착오를 거치며 발전해 온 미국의 포이즌필 법리를 그대로 적용하기에는 무리가 있을 것이다. 성공적으로 글로벌 스탠더드를 정착시킨 나라는 이러한 글로벌 스탠더드를 도입한다고 해서 자신들의 제도를 버리지 않는다. 자신들의 제도적 단점을 보완해 줄 수 있는 외국의 제도를 도입하여 이를 자신들의 법체계와 모순 없이 융화시킬 수 있도록 한다. 여기서 알 수 있는 것은 글로벌 스탠더드로 알려진 미국의 포이즌필 법제를 우리나라에 도입하자는 것은 이를 그대로 우리의 기업환경에 이식하자는 의미가 아니라 미국 경영권 방어 법제의 유연성을 받아들여 우리의 기업환경에 잘 적용할 수 있게 길잡이 역할을 하도록 하자는 것이다.

그런데 최근 포이즌필 도입에 대한 부정적 견해들은 마치 미국의 포이즌필

97) 자세한 내용은 Neil Lieberman(2008) 참조.

을 우리나라에 그대로 도입하는 것을 전제로 우리나라는 미국 회사들과는 달리 지배주주가 존재하고 사외이사가 유명무실하며 기관투자가의 감시를 받고 있지 않으므로 포이즌필이 도입되더라도 득보다 실이 더 많을 것이라고 한다. 물론 그럴 수도 있다. 그러나 이미 살펴본 바와 같이 일반적으로 경영자 감시 체계를 잘 갖춘 회사가 그렇지 않은 회사보다 회사 전체의 이익을 위해 포이즌필을 더욱 잘 운영한다는 실증자료는 없다. 다만, 그럴 가능성이 더 많다는 것이다.

결국 보고서에서 주장하는 것은 미국식 포이즌필을 그대로 우리나라에 도입하자는 것이 아니다. 정확히 말하면 ‘포이즌필 자체’를 ‘회사법’에 도입하지는 입장에 대해서는 반대한다. 미국과 일본도 그렇게 하고 있지는 않다. 다만, 주식제도의 다양화라는 큰 틀을 전제로 우리 기업들이 자본시장에서 마음껏 활동할 수 있는 법적 틀을 마련하자는 것이다. 그리고 회사법상 이러한 주식제도를 이용해 포이즌필을 만들어 사용하는 경우를 대비하여 우리나라도 일본과 마찬가지로 지침의 형식을 만들어 정당한 경영권 방어행위의 적법성 판단기준을 마련해 나가자는 것이다. 일본의 경우는 적법성을 확보하기 위한 기준으로 주주총회의 관여를 중요시 하지만 지배주주가 존재하는 우리나라의 제도적 환경하에서는 포이즌필 운용과정에서 주주총회의 관여보다는 오히려 독립된 사외이사나 위원회의 개입이 포이즌필 정당성 확보에 더 유리할 수도 있을 것이다. 그러나 이는 반드시 그렇다는 것은 아니므로 이러한 내용을 회사법에 규정하는 것은 바람직하지 않다. 일본에서처럼 법적 효력은 없지만 기업과 사법부에 하나의 기준을 제시해 주고 있는 지침의 형식을 통해 우리나라의 상황에 맞는 다양한 정당성 판단기준을 제시해 주는 것이 바람직하다.

이러한 지침을 매개로 하여 사법부는 앞으로 발생하는 다양한 형태의 포이즌필 유형과 사용에 대한 적법성 판단기준 마련을 위한 사회적 합의를 이끌어 가야 하는 중요한 임무를 맡게 될 것이다.

참고문헌

- 권중호, 「적대적 M&A와 회사법 개정」, 『기업법연구』, 한국기업법학회, 제20권 제3호, 2006.
- _____, 「일본의 적대적 M&A 현황과 방어수단에 관한 최근 동향」, 『상장협』 제52호, 2005.
- 김건식, 「위런트의 도입을 위한 소고」, 『서울대학교 법학』, 제40권 1호, 1999.
- 김우찬, 「독약증권: 우리나라에선 진짜 독」, 경제개혁리포트, 경제개혁연대, 2008.
- 김지환, 「종류주식의 다양성 검토」, 『성균관법학』 제14권 제2호, 2002.
- 김화진·송옥렬, 『기업 인수합병』, 법문사, 2007.
- 송옥렬, 「포이즌필의 도입 가능성」, 『BFL』, 서울대학교 금융법센터, 제12호, 2005.
- 신석훈, 『회사의 본질과 경영권』, 한국경제연구원, 2008.
- 유영일, 「일본 회사법상의 신주예약권에 관한 연구」, 『상사판례연구』, 제19집 제4권, 2006.
- 최문희, 「신주예약권의 제3자 배정에 의한 경영권 방어의 적법성」, 『BFL』, 제12호, 서울대학교 금융법센터, 2005.
- _____, 「일본의 포이즌필 발행 사례와 법적 쟁점」, 『BFL』, 제26호, 서울대학교 금융법센터, 2007.
- Hideki Kanda, “Hostile Takeovers, Defense and the Role of Law: A Japanese Perspective,” 한국개발연구원, 2007.
- _____, 「적대적 M&A에 대한 일본의 최근 동향과 우리의 대응」, 한국상장회사협의회, 좌담회, 2008.
- Andrew R. Brownstein, Igor Kirman, “Can A Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding To Majority Vote Resolutions,” 60 *Business Lawyer* 23, November, 2004.

- A. Gilchrist Sparks, III, "Corporate Democracy – What It Is, What It Isn't, and What It Should Be," 1543 *PLI/Corp* 279, 284 n.8, 2006.
- Bliss Burdett Pak, "National Markets and New Defenses: The case for an East Asian Opt-In Takeover Law," *Columbia Journal of Asian Law*, Spring 2007.
- Corporate Value Study Group, *Corporate Value Report* 5, April 27, 2005.
- Cristina Alger, "The Livedoor Looking Glass: Examining The Limits of Hostile Takeover Bids In Japan," *Nyu Journal of Law & Business*, Fall, 2006.
- Curtis J. Milhaupt, "In The Shadow of Delaware? The Rise of Hostile Takeovers In Japan," *Columbia Law Review*, November, 2005.
- _____, "Is The Poison Pill Good For Japan?: A Preliminary Analysis of The New Takeover Guidelines,"
(<http://www.Rieti.Go.Jp/En/Events/Bbl/05072801.Html>)
- _____, "Prescribing The Pill In Japan? Foreword To The Hostile M&A Conference Issue," *Columbia Business Law Review*, 2004.
- Christopher T. Hines, Tatsuyatanigawa, Andrew P. Hughes, "Doing Deals In Japan: Analysis of Recent Trends And Developments For The U.S. Practitioner," *Columbia Business Law Review*, 2006.
- Douglas G. Gruener, "Chilled To The Pill: The Japanese Judiciary's Cool Reception Of The Poison Pill And Potential Repercussions," *University of Pittsburgh Law Review*, Summer, 2006.
- Guhan Subramanian, "Bargaining In The Shadow of People Soft's (Defective) Poison Pill," 12 *Harvard Negotiation Law Review* 41, Winter 2007.
- Jack B. Jacobs, "Implementing Japan's New Anti-Takeover Defense Guidelines," 2 *Nyu Journal of Law & Business* 323, Spring 2006.
- _____, "Implementing japan's new anti-takeover defense guidelines," *Nyu Journal of Law & Business*, Spring, 2006.

- James D. Cox & Thomas Lee Hazen, *Corporation*, Aspen Publishers, 2003.
- John R. Schmertz, Mike Meier, "Japan Court Rejects New York Fund's Challenge of Poison Pill Defense by Japanese Takeover Target," *International Law Update*, September, 2007.
- John R. Boatright, "Contractors as stakeholders: Reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contracts firm," *Journal of Banking & Finance* 26, 2002.
- Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, "Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law," *65 Tex. L. Rev.* 469, 1987.
- John C. Coates, IV, "Empirical Evidence on Structural Takeover Defense: Where Do We Stand?," *54 U. Miami L. Rev.* 783, 2000.
- Julian Velasco, "Just Do It: An Antidote to The Poison Pill," *52 Emory Law Journal* 849, Spring 2003.
- Kenichi Osugi, "What Is Converging? Rules On Hostile Takeovers In Japan And The Convergence Debate," *Asian-Pacific Law And Policy Journal*, Fall, 2007.
- Lawrence A. Hamermesh, "How We Make Law In Delaware, And What To Expect From Us In The Future," *Journal of Business & Technology Law*, 2007.
- _____, "Corporate Democracy And Stockholder-Adopted by-Laws: Taking back the Street?," *73 Tulane Law Review* 409, December, 1998.
- Leo E. Strine, Jr., "Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements," *56 Bus. Law.* 919, 2001.
- Lynn A. Stout, "The Shareholder As Ulysses: Some Empirical Evidence on Why Investors in Public Corporations Tolerate Board Governance," *152 University of Pennsylvania Law Review* 667, December 2003.
- _____, "Takeovers In The Ivory Tower: How Academics Are Learning Martin Lipton May Be Right," *60 Business Lawyer* 1435, August, 2005.

- Lynn A. Stout And Iman Anabtawi, "Sometimes Democracy Isn't Desirable," *The Wall Street Journal*, August 10, 2004.
- Marcel Kahan, Edward B. Rock, "Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions As Precommitment," *152 University of Pennsylvania Law Review* 473, December, 2003.
- Margaret M. Blair, Lynn A. "Director Accountability And The Mediating Role of The Corporate Board," *79 Washington University Law Quarterly* 403, Summer, 2001.
- Martin M. Cohen, "Poison Pills as a Negotiating Tool: Seeking a Cease-Fire in the Corporate Takeover Wars," *Colum. Bus. L. Rev.* 459, 1987.
- Martin Lipton, "Twenty-Five Years after Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War," *60 Business Law*. 1369, 2005.
- Neil Lieberman, "Justice Jackson In The Boardroom: A Proposal For Judicial Treatment of Shareholder-Approved Poisonpills," *Columbia Business Law Review*, 2008.
- Ronald J. Gilson, "The Poison Pill In Japan: The Missing Infrastructure," *Colum. Bus. L. Rev.* 21, 2004.
- Roberta Romano, "Less Is More: Making Institutional Investor Activism A Valuable Mechanism of Corporate Governance," *18 Yale Journal on Regulation* 174, Summer, 2001.
- Sanford M. Jacoby, "Convergence by Design: The Case of Calpers In Japan," *55 American Journal of Comparative Law* 239, 2007.
- Sanjai Bhagat, "The Uncertain Relationship Between Board Composition And Firm Performance," *Business Lawyer*, May, 1999.
- Sanjai Bhagat, Bernard Black "The Non-Correlation Between Board Independence And long-Term Firm Performance," *27 Journal of Corporation Law* 231, Winter, 2002.

- Sharon Hannes, Omri Yadlin, "The Sec Regulation of Takeovers: Some Doubts From A Game Theory Perspective And A Proposal For Reform," *25 Yale Journal On Regulation* 35, Winter 2008.
- Stephen M. Bainbridge, "The Business Judgment Rule As Abstention Doctrine," *57 Vanderbilt Law Review* 83, January 2004.
- _____, "Unocal At 20: Director Primacy in Corporate Takeovers," *Delaware Journal of Corporate Law*, 2006a.
- _____, "Response to Increasing Shareholder Power: Director Primacy and Shareholder Disempowerment," *119 Harv. L. Rev.* 1735, 2006b.
- Thomas R. Wilcox, "Note, Delaware's Attempt to Swallow a New Takeover Defense: The Poison Pill Preferred Stock," *10 Del. J. Corp. L.* 569, 1985.
- Toshihiko Shimizu, Yoshihiro Igi, "The Nireco Poison Pill: The Impact of A Court Injunction," *Pacific Rim Law and Policy Journal*, June, 2007.
- Tuart M. Grant & Megan D. "McIntyre, Unisuper v. News Corporation: Affirmation that Shareholders, Not Directors, Are the Ultimate Holders of Corporate Power," *1557 PLI/Corp* 17, 19, 2006.
- William A. Klein & John C. Coffee, Jr., *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, New York Foundation Press, 2002.
- William B. Chandler Iii, "Hostile M&A And The Poison Pill In Japan: A Judicial Perspective," *Columbia Business Law Review*, 2004.
- William T. Allen & Leo E. Strine, Jr., "When the Existing Economic Order Deserves a Champion: The Enduring Relevance of Martin Lipton's Vision of the Corporate Law," *60 Bus. Law.* 1383, 2005.