

신주의 제3자배정을 통한 적대적 M&A의 방어

권재열(경희대)

I. 서론

국내 증권시장에서는 과거 우리나라에서 거의 일어나지 않았던 적대적 M&A의 가능성이 지속적으로 증대되고 있으며, 실제적으로 빈번한 시도가 일어나고 있는 형편이다.¹⁾ 이와 같이 적대적 M&A의 움직임이 활발해 가는 배경에는 여러 가지 요인을 들 수 있다. 먼저 安定的인 株主가 감소하였다는 점을 들 수 있다. 지금까지 우리나라에서 적대적 M&A를 시도하기 어려웠던 것은 많은 기업에 안정주주 내지 우호적 주주가 존재하였던 것에 힘입은 바 크다. 안정주주·우호적 주주로부터의 협력은 적대적 M&A에 대한 가장 효과적인 방어수단이기 때문이다. 그러나 출자총액제한이 강화되고 증권시장 개방으로 인하여 외국인투자가 증가되면서 안정주주 내지 우호적 주주를 확보하기가 어려워졌다. 예컨대, 2008년 6월말 현재 국내 증권시장에서 전체시가총액 대비 외국인의 지분율이 29.3%에 달하는 등 외국인의 투자 비중이 상당히 높다.²⁾ 게다가 최근 국내 증권시장의 침체로 인하여 주가의 저평가가 지속되고 있고, 국내투자자들의 소극적인 투자성향으로 인하여 외국인투자자의

1) 2007년 공개매수 사례는 18건에 달하였으며, 그중에서 경영권안정을 위한 경우와 M&A를 위한 경우는 각각 3건이었다. 위임장 권유건수도 급증하여 2007년에는 187건을 기록하였다.

공개매수 현황

공개매수 목적	2005	2006	2007	계
지주회사 요건 충족	2	1	8	11
M&A	-	3	3	6
상장 폐지	3	-	2	5
경영권 안정	-	-	3	3
소액주주 보호	2	-	1	3
종업원지주회사 전환	1	-	1	2
합 계 (유가증권, 코스닥)	8 (5, 3)	4 (4, -)	18 (13, 5)	30 (22, 8)

출처: 금융감독원, “2007년도 공개매수·위임장권유 현황분석,” 「보도자료」 (2008.2.12.).

위임장권유 현황

	2005	2006	2007	계
유가증권 시장	97	106	116	319
코스닥 시장	36	38	71	145
계	133	144	187	464

출처: 금융감독원, “2007년도 공개매수·위임장권유 현황분석,” 「보도자료」 (2008.2.12.).

2) 증권선물거래소, “08년 상반기 외국인 대량보유(5%이상) 현황 분석,” 「보도자료」 (2008.7.28.).

지분이 증가하고 있다. 더구나 소수주주가 예전에 비하여 적극적으로 자신의 권리를 행사하려는 움직임이 활발해져감에 따라 기업이 단기적 업적을 달성하는 데 주력하다 보니 다른 회사의 주식을 장기취득하려는 경향이 자연스럽게 수그러들었다.

둘째, 보다 근본적으로는 최근 회복해 가고 있다고는 하지만 우리 기업의 주식이 상당히 저평가되어 있다는 것이다. 주식이 저평가된 경우에는 주가는 상승할 가능성이 크지만 적대적 M&A를 실행하는 데에 상대적으로 많은 자금이 들지는 않는다. 예를 들면, 주가순자산비율(price book-value ratio: PBR)이 1 미만인 기업은 시가총액이 회사의 순자산가치에 미치지 못하는 것을 의미하는데,³⁾ 2007년말 현재 유가증권상장사 584개사 가운데 281개 업체의 PBR이 1 미만이며, 코스닥시장에서는 상장사 892개사 중 32.1%인 287개사의 PBR이 1 보다 낮았다.⁴⁾ 그러한 기업들은 차익거래(arbitrage)형 M&A의 대상이 될 수 있다. 코스닥상장법인 중 많은 벤처기업은 자본금이 적어 장내매입만으로도 손쉽게 경영권을 확보할 수 있으며, 최근 수년간에 걸친 주가폭락으로 인해 싼값에 지분을 쉽게 취득할 수 있어 코스닥시장에 적대적 M&A에 대한 우려가 상당한 상황이다.

이러한 일련의 현상은 우리나라가 산업자본주의의 단계를 벗어나는 과정에 있다는 사실과 맞물려 있음을 보여준다. 미국에서는 1981년을 기점으로 하여 적대적 M&A는 기업확장을 위한 수단으로 이용되었다. 이는 전통적인 공업으로 이윤을 획득하는 산업자본주의에서는 이윤추구의 한계가 발생하였기 때문에 자본가들은 자금을 공장운영에 충당하는 것보다 적대적 M&A를 통해 기존 회사의 시장가치(주가)와 자산가치와의 차이를 추구하는 것이 오히려 더 많은 이윤을 획득할 수 있는 길이라고 판단하게 되었다.⁵⁾ 그리하여 예전에 비하여 적대적 M&A의 가능성이 크게 대두되고 있는 것이다. 한편으로 기업이 적대적 M&A의 위협으로부터 무방비상태에 있는 것 자체만으로 경영비효율성이 발생하는 경우가 있으므로 법이 허용하는 범위 내에서 그에 대한 방어방법을 종합적으로 검토해 보아야 할 필요성이 제기되고 있다. 그중에서 대표적인 방어방법이 안정주주의 확보이다. 가장 저렴한 비용으로 안정주주를 확보할 수 있는 방법으로는 신주의 제3자배정을 들 수 있다. 본고에서는 적대적 M&A에 대한 방어방법으로서 신주의 제3자배정에 관하여 현행법과 판례를 중심으로 살펴보고자 한다.

II. 현행법의 동향

3) 주가순자산비율(PBR)이라 함은 주가를 주당순자산가치(book-value per share: BPS)로 나눈 비율을 말하는데, 이는 주가와 1주당 순자산을 비교한 수치이다. PBR은 주가를 순자산에 비교하여 1주당 몇 배로 거래되고 있는가를 측정하는 지표이다. 이 때문에 PBR은 기업의 재무적 측면에서 주가를 판단하는 기준이 된다. 예컨대, PBR이 1이라면 주가와 기업의 1주당 순자산이 같은 경우이다. 그러나 PBR이 낮으면 낮을수록 당해 기업의 자산가치가 시장에서 저평가되고 있음을 의미한다. 그러므로 PBR이 1 미만이라면 주가가 장부상 순자산가치(청산가치)에도 미치지 못함을 나타낸다.

4) “유가증권 상장사 절반·코스닥 3社중 1곳, 주가 푸대접,” 「한국경제」(2008.4.22.)(인터넷판)

5) 선우석호, 「M&A-기업합병·매수와 구조재편」 제3판(법문사, 2001), 48-49, 51면.

1. 상법의 입장

주식회사는 회사설립시에 주식을 발행하여 자금을 조달하지만 회사설립후에도 자금조달이 필요하면 주식을 발행할 수 있다. 후자의 주식발행을 전자의 그것과 구별하여 신주발행이라고 한다. 통상의 신주발행은 원칙적으로 이사회 결의에 의하여 이루어진다(상법 제416조). 이는 주식회사의 자금조달의 기동성을 중시하고 하고 있음을 반영하고 있다. 따라서 주주는 원칙적으로 신주발행의 결정에는 관여할 수 없게 된다. 다만, 상법에 다른 규정이 있거나 정관으로 주주총회에서 결정하기로 정한 경우에는 그에 따른다(상법 제416조 단서).

신주를 발행할 경우 발행주식의 총수가 증가하여 1주의 가치가 희석된 결과 주가가 떨어질 위험이 증가한다. 이에 신주의 발행과 관련하여 현행법은 엄격하게 규정하고 있다. 먼저 상법상 신주인수권의 부여와 관련한 방법으로는 기존주주로 하여금 신주를 인수시키는 주주배정(상법 제418조 제1항), 회사의 임원·종업원·거래선 등 연고관계에 있는 자에게 신주를 인수시키는 제3자배정(상법 제418조 제2항), 널리 일반으로부터 주주를 모집하는 공모(상법 제418조 제2항, 증권거래법 제189조의 3) 등이 있다. 이 중에서 기존주주의 이익보호를 위해 신주발행과 관련하여 인정되는 원칙적인 방법은 주주배정이다. 왜냐하면 기존주주 이외의 자에게 신주발행이 이루어지면 기존주주의 지주수는 그대로인 채 회사의 발행주식총수만이 증가하여 상대적으로 그의 지주비율이 감소하게 되어 회사에 대한 지배력이 떨어지게 되기 때문이다.⁶⁾ 그리고 만약에 신주를 시가보다도 낮은 가격으로 발행한다면 전체 주식의 가격이 하락하여 손해를 입을 수밖에 없는 것도 또 다른 이유이다.

따라서 상법은 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 제3자배정을 할 수 있음을 규정하고 있으며(상법 제418조 제2항 단서), 이에 덧붙여서 회사의 이익에 대한 적합성과 최소한 범위에서의 신주인수권 부여라는 요건을 충족하여야만 제3자배정이 가능하다고 보고 있다.⁷⁾ 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 인하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(상법 제424조). 게다가 제3자에 대하여 이사와 통모하여 현저하게 불공정한 발행가액으로 주식을 인수한 때에는 회사에 대하여 공정한 발행가액과의 차액에 상당한 금액을 지급할 의무가 있다(상법 제424조의2 1항). 이처럼 현행 상법에서는 제3자에 대한 신주배정을 그 목적의 제한 등을 통하여 엄격하게 규제하고 있어 경영권분쟁시에 사용할 수 있는 방어책으로는 인정하지 않고 있다.⁸⁾

6) Alexander H. Frey, *Shareholders' Pre-emptive Rights*, 38 Yale Law Journal 563, 569-74(1929).

7) 정동윤, 「회사법」 제7판(법문사, 2001), 514면. 신주인수권을 제3자에게 주는 방법을 통해 증자하는 행위를 제3자 할당증자(allotted increase of capital)라고도 한다. 지호준/박용원, 「M&A: 기업인수·합병」(법문사, 1997), 407면.

8) 정동윤, 앞의 책, 514면.

이상과 같이 오랫동안 주주의 신주인수권은 주식회사제도에서 보편적으로 인정되는 사항으로서 회사법에서 무조건적으로 인정되어야 하는 것으로 인식되었다.⁹⁾ 이 때문에 우리 상법이 제3자에게 신주를 배정할 수 있는 권한을 이사회에게 부여한 것은 자금조달의 기동성·유통성 등의 필요성 때문에 어쩔 수 없이 부여한 것에 지나지 않는다고 해석되고 있다.¹⁰⁾

2. 판례의 태도

(1) 서언

경영권방어도 상법 제418조 제2항에서 규정한 “회사 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우”에 경영권방어도 포함될 수 있는가의 여부에 대하여 비록 지방법원이지만 그 입장이 나누어지고 있다.

(2) 이른바 “현대엘리베이터” 사건

수원지방법원 여주지원은 2003년 현대엘리베이터의 국민주 발행계획에 대한 금강고려화학의 가치분신청에서 이사의 경영권 방어의 남용여부에 관한 판단기준과 관련하여 “직접적인 법령 또는 정관의 규제 규정이 없는 경우에는 구체적인 해당 경영권 방어행위의 동기나 목적, 방어 수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용 여부가 결정되어야 하고, 이러한 결정에는 그 방어행위로 추구하는 회사 또는 주주의 이익의 내용, 방어행위 실행의 결정과정이 적정한 절차를 거쳐 상당한 근거를 가지고 이루어졌는지 여부가 중요한 요소로 고려되어야 할 것”이라는 견해를 제시하고 있다.

본 사건에서는 신주의 제3자배정의 요건인 상법 제418조 제2항에서 규정한 “회사 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우”에 경영권방어도 포함될 수 있다고 보면서 “신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사의 경영권 방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성 있는 자금조달의 필요성 및 이를 위한 적합성을 인정하기 어려운 경우라도 적대적으로 기업취득을 시도하는 자본의 성격과 기업취득 의도, 기존 지배주주 및 현 경영진의 경영전략, 대상회사의 기업문화 및 종래의 대상회사의 사업내용이 사회경제적으로 차지하는 중요성과 기업취득으로 인한 종래의 사업의 지속전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고, 한편, 이러한 신주발행행위가 그 결의 당시의 객관적 사정에 의하여 뒷받침되고, 그 결의에 이르기까지의 과정에 대상회사의 경영권분쟁 당사자인 기존 지배주주가 아닌 일반 주주의 의견과 중립적인 전문가의 조언을 듣는 절차를 거치는 등 합리성이 있는 경우라면 상법 제418조 제2항 및 이

9) Fuller v. Krogh, 15 Wis. 2d. 412, 420(1961).

10) 정찬형, 「상법강의(상)」 제11판(박영사, 2008), 949면; 최준선, 「회사법」 제3판(삼영사, 2007), 536면.

와 동일한 내용의 규정을 둔 대상회사의 정관규정이 정하는 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 해당한다고 보아 허용되어야 할 것이다”라고 판시하였다.¹¹⁾

(3) 유비케어 사건

우리나라에는 적대적 M&A를 막기 위해 협력업체를 대상으로 실시한 제3자 신주배정은 무효라는 하급심판결이 있다. 의료정보화 전문기업인 유비케어는 최대주주이었던 메디슨이 부도나는 바람에 그 회사가 보유한 지분이 일시에 시장에서 거래되면서 뚜렷한 대주주가 없게 되었다. 이 틈을 비집고 유비케어와 동종업종인 엠디하우스가 2003년 5월 적대적 M&A를 시도하였다. 이에 유비케어는 2003년 11월 협력관계에 있는 의료기기 개발업체인 바이오넷과 엠지비엔도스코피에게 신주를 제3자배정하였다. 그러자 엠디하우스는 유비케어의 신주발행무효 소송을 제기하였다.

서울남부지방법원은 유비케어가 경영권을 방어하기 위해 협력업체에게 373여만 주의를 신주를 발행한 것에 대해 무효라고 판결하였다. 따라서 유비케어는 제3자배정한 주식을 전량 소각처리할 수밖에 없는 처지에 놓였다.¹²⁾

Ⅲ. 외국법제의 동향

1. 개관

신주발행과 관련하여 제3자가 신주를 인수하면 주식의 가치가 희석되어 회사지배권에 대한 변동이 초래할 수 있으므로 과거에는 대부분의 나라에서 주주의 신주인수권을 보장하고 있다. 그러나 기업의 규모가 거대화됨에 따라 제한된 수의 주주만을 대상으로 자본을 조달하는 것은 한계에 봉착하면서 유력한 자본가 내지는 대상투자자로부터 자금을 조달하려는 움직임이 두드러지게 나타나면서 이러한 추세에 부응하여 각국의 신주인수제도는 상당한 다양한 형태로 변화하고 있다.¹³⁾

2. 미국

미국 주회사법상 주주의 신주인수권 인정과 관련한 입법은 opt-in 방식과 opt-out 방식을 따르고 있다. 먼저 전자는 개정모범사업회사법(Revised Model Business Corporation Act: RMBCA)이 채택한 모델이다. 동법은 회사의 주주는 정관에 특별한 규정이 없는 한 회사의 미발행주식의 인수에 관하여 우선권을 갖지 않지만, 회사가 정관에 의해 주주의 신주인수권을 인정하면 그 지주수에 비례하여 신

11) 수원지방법원 여주지원 2003.12.12. 선고, 2003카합369 결정.

12) 서울남부지방법원 2004.11.25. 선고, 2003가합16871 판결.

13) 정용상, “제3자배정의 공정성론,” 「기업환경의 변화와 상사법-춘강 손주찬교수 고회기념논문집」(삼성출판사, 1993), 323면.

주를 취득하는 것으로 규정하고 있다.¹⁴⁾ 후자의 예에 속하는 입법으로 뉴욕주 회사법이 있다. 동법은 회사의 정관이 명시적으로 부정하는 규정이 없는 한 주주는 신주인수권을 가지는 것으로 간주하고 있다.¹⁵⁾ 양자의 입법모델 중에서 다수를 차지하는 것은 전자이다.¹⁶⁾ 이처럼 미국법에서는 주주의 신주인수권을 보편적인 원칙으로 인식한 적이 있으나 오늘날에는 정관규정으로 그것을 박탈할 수도 있고 정관에 명문의 규정이 없는 한 원칙적으로 주주의 신주인수권을 인정하지 않는 주도 상당한 수에 이른다. 이처럼 많은 주에서 제3자에 대한 증권발행 등을 금지하는 조항을 두고 있지 않기에 적대적 M&A시 이사회 결의만으로 증권발행이 가능하다.

3. 일본

(1) 회사법 등의 규정

제3자에 대한 신주배정은 과거 일본에서 적대적 M&A에 대한 대표적인 방어수단으로 인식되었다. 지배권에 분쟁이 없는 시점에서 안정주주를 확보하기 위한 방법으로 이용된 경우도 있었지만 기업의 지배권에 대해 분쟁이 발생한 후에도 사용된 적이 있다.

일본에서는 1965년 상법개정 이래 주주의 신주인수권은 정관으로도 제한할 수 없다고 하는 기존의 입장을 포기하였다. 이에 정관규정으로 주주에게 신주인수권을 부여하거나 정관규정에 의해 주주총회가 신주발행을 결정할 경우에 주주총회의 결의로 주주에게 신주인수권을 부여할 수 있는 예외에 해당하지 않는다면 주주의 신주인수권을 인정하지 않으며, 이사회가 신주발행을 결정할 때에 신주배정에 관해서도 재량으로 결정할 수 있게 변경되었다. 이처럼 현행 일본법은 회사의 자금조달에 있어서 기동성 확보를 위하여 배정자유의 원칙을 채용하고 있다. 더 나아가 주식양도의 자유가 인정되어 공개시장에서 주식을 취득하는 것이 가능하므로 지주비율을 엄격하게 유지하는 것 자체를 특별히 법적으로 보호할 필요가 없고, 따라서 발행가액이 공정하다면 주주의 재산적 이익이 보호되는 것으로 보고 있다. 그 결과 주주에게 신주인수권을 부여할 것인가 또는 그 권리를 어느 정도 부여할 것인가는 원칙적으로 이사회가 경영판단사항에 포함되는 것으로 풀이하고 있다. 신주의 제3자배정도 마찬가지로 이사회가 경영판단사항으로 보고 있다.¹⁷⁾

요컨대, 일본에서는 공개회사의 제3자 신주배정은 수권자본 틀의 범위 내에 있고 동시에 유리한 발행에 해당하지 않는 한 이사회 결의만으로 하는 것이 가능하고 배정자유의 원칙도 종래부터 널리 인정되어 왔다. 이런 점에서 제3자 신주배정은 사용하기에 편리하여 좋은 방어방법이라고 생각되었다. 더구나 2001년 6월 상법개정

14) RMBCA §6.30(a)(1984).

15) N.Y. Business Corporation Law §622(b)-(c)(1986).

16) James D. Cox et al., Corporations 474(1997); John E. Moyer, The Law of Business Organizations 214(5th ed. 1999).

17) 정용상, 앞의 논문, 327-328면.

에 따라 金庫株의 처분이라는 방식을 취한다면 수권자본 틀을 생각하지 않고도 제3자 신주배정이 가능하였다.¹⁸⁾ 또한 위원회 등을 설치한 회사에서는 執行役에게 수권가능한 사항이었다(상법특례법 21조 7제3항). 현행 회사법은 공개회사에 있어서 제3자 신주배정은 특히 유리한 발행가액으로 하지 않는 한(회사법 제199조 제3항, 제309조 제2항) 원칙적으로 이사회 결의만으로 가능한 것으로 규정하고 있어(회사법 제201조 제1항), 일본의 경우에는 적대적 M&A에 대한 신속한 방어책으로 기능할 수 있다. 다만, 현저히 불공정한 방법으로 신주를 발행하는 경우에는 유지청구의 대상이 될 수 있다(회사법 제210조 제2호)

(2) 판례 및 학설의 경향

일본에서는 회사의 지배권에 분쟁이 없는 상황에서의 신주의 제3자배정은 특별히 문제시하지 않지만, 지배권에 분쟁이 있는 상황에서의 그것은 기존 주주의 지분 비율에 직접적인 영향을 미치므로 논란의 대상이 되고 있다. 신주의 제3자배정과 관련한 불공정발행여부에 대해서는 이른바 주요목적 기준이 지금까지 하급심판사례로 확립되었다. 즉, 회사의 지배권에 분쟁이 있는 주식회사에서는 이사회가 제3자 신주배정을 결정한 여러 가지 동기 가운데 自派의 의결권의 과반수를 확보하는 등의 부당한 목적을 달성하려는 동기가 다른 동기에 우월할 경우에는 불공정 발행이라고 인정한다. 이는 “할당자유의 원칙”하에서 이사회에게 제3자 할당증자의 권한을 부여한 것은 자금조달의 기동성·유통성 등의 필요성 때문이며, 이사회가 제3자 할당증자를 실시하려고 하는 동기가 자금조달 등의 목적보다도 오히려 자파의 지배권 유지에 있는 경우에는 본래 이사회에 부여되었던 권한을 일탈하는 것으로 판단하고 있다.¹⁹⁾ 그러나 법원에서는 신주의 제3자배정에 의한 자금조달의 필요성을 개별적·구체적으로 심리하고 있다. 그래서 자금조달의 필요성이 있다고 인정되면 그 방법으로 제3자배정을 사용하는 것에 대해서는 경영진에게 재량을 인정하는 경향이 나타나고 있다.²⁰⁾

18) 신주발행이 아닌 금고주 처분을 행하는 것 이외의 이점은 ① 함축된 이익이 있는 금고주를 사용한다면, 금고주 처분차익으로서 배당 가능한 이익이 창출된다는 것, ② 자본 금액이 증가하지 않으며, 등록면허세가 부가되지 않는 것 등이 있다.

19) 일본에도 우리의 경우와 유사한 하급심판례가 있다. 부동산업을 하는 슈와(秀和)사는 유통업을 하는 주지츠야(忠實屋)사의 발행주식총수의 33.34%에 해당하는 주식과 슈퍼마켓을 하는 이나게야(いなげや)사의 발행주식총수의 21.44%에 해당하는 주식을 매입한 후, 1989년 주지츠야 및 이나게야를 비롯하여 제3의 회사와의 합병을 제의하였다. 이에 대항해서 주지츠야와 이나게야의 경영진은 제3자 신주배정의 방식을 통해 신주를 상호인수해서 슈와의 지분비율을 떨어뜨리려고 시도하였다. 만약 이들의 신주의 상호인수가 성공하였다면 주지츠야는 이나게야에 대하여 반대로 이나게야는 주지츠야에 대하여 약33.4%까지 지분율을 가질 수 있게 되는 것이었다. 그러자 슈와는 주지츠야와 이나게야의 신주발행금지의 가처분을 신청했다. 동경지방법판소는 본건의 제3자배정에 관하여 “지배권에 분쟁이 있는 주식회사에서, 종래 주주의 지주비율에 중대한 영향을 미치는 다양한 수의 신주가 발행되고, 그것이 제3자에게 할당되어진 경우, ① 그 신주발행이 특정 주주의 지주비율을 저하시키고, 현 경영자의 지배권을 유지하는 것을 주요한 목적으로 했던 것일 때, 또는 ② 신주발행의 주요한 목적이 지배권의 유지에 있다고까지는 말할 수 없는 경우에도, 그 신주발행에 의해 특정 주주의 지주비율이 현저하게 저하된 것을 인식하면서 신주발행이 된 경우에는, 그 신주발행을 정당화시킨 만큼 합리적인 이유가 아닐 때에는, 그 신주발행은 불공정 발행에 해당된다”라고 판시하여 슈와의 신주발행의 금지가처분을 인용한 바 있다(東京地方裁判所 1989年 7月 25日 決定).

20) 奈良輝久 外 3人 編, 「M&A法制の羅針盤」(青林書院, 2007), 310-311頁.

학설에서는 판례의 주요목적기준을 지지하는 학설을 중심으로 회사의 주주 상호 간에 지배권 쟁탈이 있는 경우에는 이사가 엄격하게 중립을 지켜야 할 것이라는 학설, 신주발행을 정당화하는 만큼 합리적 이유의 존재 여부를 회사측에 疎明시켜서 그것의 옳고 그름을 법원이 판단하는 것은 재판소의 관여로서 적절하지 않으므로 경영판단의 원칙하에서 회사의 장기적 이익에 관해서는 이사회가 판단을 존중해야 할 것이라는 학설 등이 있다. 또한 최근에는 적대적 매수에 대처해야 할 필요성과 그 수단의 상당성을 가미한 정교하고 치밀화한 주요목적론을 전개해야 할 것이라는 학설도 유력하다. 이러한 새로운 해석론의 흐름은 신주예약권 발행 등 자금조달목적이지 아닌 매수방위책도 고려할 수 있도록 되어 있는 지금의 상황에서 기업매수방위책 일반에 광범위하게 적용할 수 있는 판단기준을 설정하는 시도로서 주목받고 있다.²¹⁾

IV. 관련사항: 제3자에 대한 주식관련 사채의 발행

1. 의의

상법상 주식회사가 타인자본을 조달하는 한 방법으로 사채제도를 인정하고 있다. 여러 가지 종류의 사채중에서 사채권자에게 특수한 권리가 부여되어 있어 특수사채로 불리는 전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행도 적대적 M&A에 대한 방어방법으로 사용될 수 있다.

여기서 전환사채(convertible bond: CB)란 일정한 조건을 갖추면 발행회사의 주식으로 전환시킬 수 있는 권리(전환권)가 부여되어 발행되는 사채를 뜻한다. 신주인수권부사채(bond with warrants: BW)라 함은 일정한 조건에 의하여 발행회사의 신주를 인수할 수 있는 권리(신주인수권)가 부여된 사채를 말한다. 이러한 전환사채나 신주인수권부사채를 사모형식으로 발행하여 우호적인 제3자에게 인수시키고 그 제3자가 전환사채의 전환권이나 신주인수권부사채의 신주인수권을 행사한다면 인수희망자의 지분율이 낮아지는 한편 대상회사에게 우호적인 지분율이 높아지게 되므로 적대적 M&A를 방어할 수 있게 된다.²²⁾

2. 현행법의 동향

(1) 상법의 입장

전환사채의 경우 그 소유자는 회사의 경영상태가 양호하지 않은 기간에는 채권자로서 소정의 이자를 받다가 회사의 영업이 호전되어 주가가 상승하면 전환권을

21) 武井一浩 外 2人, “企業買收防衛策の法的論点と實務上の諸問題,” 「企業買收防衛戰略」 武井一浩 外 2人 編著 (商事法務, 2004), 43頁.

22) 유영일, “M&A에 대한 방어행위로서의 전환사채발행의 적법성,” 「상사판례연구」 제8집(상사판례연구회, 1997), 96면.

행사하여 주주가 되어 이자를 증가하는 이익배당을 받을 수 있다. 그리하여 전환사채는 사채의 안정성과 주식의 투기성을 함께 가지고 있다. 이러한 특성으로 인하여 회사는 전환사채를 발행함으로써 유리한 조건으로 손쉽게 자금조달을 할 수 있는 이점이 있다. 신주인수권부사채도 전환사채와 마찬가지로 일정한 수의 신주의 인수를 청구할 수 있는 권리가 부여됨으로 인하여 투자를 촉진시키는 기능과 함께 발행 회사의 자금조달을 용이하게 하는 기능을 가지고 있다. 이처럼 전환사채는 전환권의 행사로 인하여 그리고 신주인수권부사채는 신주인수권의 행사로 인하여 발행주식의 총수가 늘어난다는 점에서 우회적 증자의 효과를 가진다.²³⁾ 따라서 이들 사채는 법적으로는 사채이지만 경제적으로는 주식의 성격을 동시에 지니고 있어 잠재적 주식(potential stock)으로 부르기도 한다.²⁴⁾

따라서 제3자에 대하여 전환사채나 신주인수권부사채를 발행하는 것은 제3자에 대하여 신주를 배정하는 것과 동일한 효과를 초래하는 까닭에 상법은 다음과 같은 제한을 두어 기존주주를 보호하고 있다. 첫째, 이들 사채의 발행을 주주에게 하는 경우에 발행사항의 결정은 정관에 아무런 정함이 없으면 이사회가 하지만, 주주 외의 제3자에게 발행하는 경우에는 발행사항의 결정은 정관에 특별한 규정이 없으면 주주총회의 특별결의를 거치도록 함으로써 사실상 제3자에 대한 전환사채 또는 신주인수권부사채의 발행을 제한하여 기존주주를 보호하는 규정을 두고 있다(상법 제513조 제2항 제1문·제516조의 2 제2항 제1문).²⁵⁾

둘째, 상법은 전환사채나 신주인수권부사채를 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 제3자배정을 할 수 있음을 규정하고 있다(상법 제418조 제2항 단서·제513조 제3항 제2문·제516조의 2 제4항 제2문). 또한 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 전환사채 내지 신주인수권부사채를 발행함으로써 인하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다(상법 제424조·제516조 제1항·제516조의 10). 따라서 회사의 지배권에 분쟁이 있는 주식회사에서 이사회가 제3자에게 전환사채 내지 신주인수권부사채를 발행한 경우에는 그 여러 가지 동기 가운데 회사의 경영상의 목적보다는 이사 자신의 지위만을 보전하기 위하여 의결권의 과반수를 확보하려는 동기가 우월하다면 이는 위법한 사채발행에 해당하게 될 것으로 보인다.

23) 대법원 판례에 따르면 “전환사채는 전환권의 행사에 의하여 장차 주식으로 전환될 수 있어 이를 발행하는 것은 사실상 신주발행으로서의 의미”를 가진다(대법원 1999.6.25. 선고, 99다18435 판결).

24) 유영일, “주주의 신주인수권에 관한 연구,” 「기업법연구」 제15집(한국기업법학회, 2003), 149면.

25) 상법은 주주 이외의 자에 대하여 전환사채를 발행하는 경우에 그 발행할 수 있는 전환사채의 액, 전환의 조건, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간에 관하여 정관에 규정이 없으면 주주총회의 특별결의로 정하여야 한다고 규정하고 있다(상법 제513조 제3항 제1문). 신주인수권부사채의 경우도 마찬가지로 제3자에게 신주인수권부사채를 발행하는 경우에 정관 또는 주주총회의 특별결의로써 그 발행할 수 있는 신주인수권부사채의 액, 신주인수권의 내용과 신주인수권을 행사할 수 있는 기간을 정하여야 한다(상법 제516조의 2 제4항 제1문).

(2) 판례의 태도

1) 이른바 한화종합금융사건

전환사채가 회사의 경영권분쟁에 대하여 이용된 대표적인 국내사례로서는 이른바 한화종합금융사건이 있다. 이 사건의 내용은 다음과 같다. 1996년 5월 주권상장법인인 한화종합금융이 서울 소재 재개발 신축건물에 대한 동사의 지분을 한화계열사인 한화개발에 현저한 염가로 매각하였다. 이에 동사의 2대주주이자 감사인 우풍 상호신용금고의 박의송 회장이 소액주주들과 함께 주식을 매집하여 임시주주총회 소집을 요구하였다. 그러나 한화종합금융의 이사회가 주주총회의 소집을 거절하자 같은 해 12월 박의송 측은 서울지방법원에 한화종합금융 임시주주총회 소집허가 신청을 제출하였다. 한화종합금융 측은 임시주주총회에 대비하고 경영권 방어를 위하여 1997년 1월 사모의 방법으로 발행총액 400억 규모의 전환사채를 발행하였다. 그러자 박의송 측은 삼신올스테이트 생명보험 등 제3자에 대한 전환사채의 배정은 자금 조달을 명분으로 하는 지분확보용이라 비난하면서 이에 대한 의결권행사 금지 가처분 신청 및 주식처분 금지 가처분신청을 제출하였다.

이에 대하여 서울지방법원은 1997년 2월 의결권행사금지가처분신청을 기각하였다. 전환사채의 발행이 주주의 신주인수권을 침해하지 않는 것은 물론이고 이는 거래법상의 행위이므로 주주의 이익보호 이상으로 거래안전의 보호가 중요하다는 점에서 그 발행의 무효사유는 엄격히 보아야 한다고 판시하였다. 이러한 법원의 기각결정이 있는 후 삼신올스테이트 생명보험 등 제3자는 사채를 주식으로 전환하고 그 의결권을 한화종합금융 측에 모두 위임함에 따라 임시주주총회에서 이사회는 한화종합금융측이 장악하였으며 그 결과 박의송 측의 한화종합금융의 인수는 실패로 돌아갔다.²⁶⁾

그 후 박의송 측은 언젠가 개최될 임시주주총회를 대비하여 한화종합금융의 우호적 제3자의 의결권행사금지가처분을 신청하였으나 서울고등법원에서는 한화종합금융측의 “전환사채의 발행은 경영권 분쟁 상황에서 열세에 처한 구 지배세력이 지분 비율을 역전시켜 경영권을 방어하기 위해 이사회를 장악하고 있음을 기화로 기존주주를 완전히 배제한 채 제3자인 우호세력에게 집중적으로 ‘신주’를 배정하기 위한 하나의 방편으로 채택된 것이므로 무효”라고 판시하면서도 가처분신청은 기각하였다.²⁷⁾

2) 이른바 삼성전자사건

서울고등법원은 2000년 삼성전자 전환사채발행무효소송 항소심에서도 동일한 입장을 견지하고 있다. 즉, 동법원은 전환사채발행의 무효와 관련하여 “경영상의 필요가 없음에도 불구하고 전환사채가 주식으로 전환되는 점을 악용하여 회사지배구조

26) 서울지방법원 1997.2.6. 선고, 97카합118 결정.

27) 서울고등법원 1997.5.13. 선고, 97라36 결정.

의 변경을 기도하거나 그러한 세력으로부터 기존의 지배주주를 보호할 목적으로 특정인에게 전환사채를 대량으로 발행하는 것과 같은 행위는 회사의 집행기관인 이사회나 대표이사의 권한을 일탈하는 행위"에 해당한다고 하면서 "단순한 금전적 이득 외에 지배권 강화의 목적[을] …… 정상적인 전환사채 발행에 편승하여 …… 피하는 것이라면 이를 위법하다고 말할 수 없을 것"으로 판시하였다.²⁸⁾

상고심인 대법원에서도 전환사채의 발행무효의 원인과 거래의 안전으로 고려하여 엄격하게 해석하여야 한다는 입장을 피력하였다. 그리하여 동법원은 "법령이나 정관의 중대한 위반 또는 현저한 불공정이 있어 그것이 주식회사의 본질이나 회사법의 기본원칙에 반하거나 기존 주주들의 이익과 회사의 경영권 내지 지배권에 중대한 영향을 미치는 경우로서 전환사채와 관련된 거래의 안전, 주주 기타 이해관계인의 이익 등을 고려하더라도 도저히 묵과할 수 없는 정도라고 평가되는 경우에 한하여 전환사채의 발행 또는 그 전환권의 행사에 의한 주식의 발행을 무효로 할 수 있을 것이며, 그 무효원인을 원심이 판시하는 바와 같이 회사의 경영권 분쟁이 현재 계속 중이거나 임박해 있는 등 오직 지배권의 변경을 초래하거나 이를 저지할 목적으로 전환사채를 발행하였음이 객관적으로 명백한 경우에 한정할 것은 아니다"라고 판시하였다.²⁹⁾

V. 검토사항

(1) 현행법으로도 신주의 제3자 배정은 충분한 방어수단이 되는지?

우리 상법은 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 제3자배정을 할 수 있음을 규정하고 있으며, 적대적 M&A에 대한 방어도 경영상 목적을 달성하기에 필요한 경우에 해당하므로 굳이 개정할 필요가 없다는 견해가 존재할 수 있다(현대엘리베이터의 국민주 발행계획 사건의 입장). 이 견해에서는 상법이 다음과 같이 불공정한 신주발행에 대하여 사전적·사후적 구제책을 이미 마련하고 있으므로 적대적 M&A에 대한 방어를 경영상의 목적에 해당하는 경우로 이해하여 제3자에게 신주를 배정할 수 있는 길을 터놓는다고 하더라도 회사가 큰 손해를 입는 일은 발생하지 않는다는 견해가 제시될 수 있다. 신주의 제3자 배정으로 인한 피해에 대한 구제책으로서 우리 상법은 불공정하게 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 우려가 있는 경우에 대하여 주주로 하여금 회사에 대해 발행의 유지를 청구할 수 있도록 하고 있으며(상법 제424조), 이사와 통모하여 현저하게 불공정한 가액으로 주식을 인수한 자는 공정가액과의 차액을 회사에 지급할 의무를 부여하고 있다(상법 제424조의2).

이와는 달리 상법이 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우에 한하여 제3자배정을 할 수 있음을 규정하고 있으

28) 서울고등법원 2000.6.23. 선고, 98나4608 판결.

29) 대법원 2004.6.25. 선고, 2000다37326 판결.

며, 적대적 M&A에 대한 방어도 경영상 목적을 달성하기에 필요한 경우에 해당하므로 굳이 개정할 필요가 없다는 견해가 존재할 수 있다(현대엘리베이터의 국민주 발행계획 사건의 입장). M&A가 어쩔 수 없는 경제현상이 되어 버린 현 시점에서 회사의 경영상의 목적에는 적대적 M&A에 대한 방어도 당연히 포함되는 것으로 해석하여야 한다는 식의 주장이 가능하다.

(2) 보다 명확하게 적대적 M&A에 대한 방어가 경영상의 목적에 해당하는 식으로 개정할 경우의 효과

적대적 M&A를 방어하기 위한 가장 확실한 전략은 대주주가 충분한 지분을 보유하는 소유구조를 만드는 방법인데, 신주의 제3자 배정을 통한 우호지분을 확보하는 전략이다. 이 방법은 대상회사로서 비용이 적게 드는 효율적인 것으로 판단된다.

VI. 의견

자기주식취득을 통한 적대적 M&A의 방어

권재열(경희대)

I. 서론

기업이 자기 자본으로 자신의 회사 주식을 매수하였을 때 이를 자기주식 내지 자사주의 취득이라 한다.³⁰⁾ 대상회사의 자기주식 취득은 유통물량을 감소시키며, 이로 인하여 인수희망자는 지배권을 확보하는데 필요한 수의 주식을 취득하는 것이 어렵게 된다. 더 나아가 대상회사가 취득한 자기주식을 우호적인 제3자에게 매각한다면 동 회사는 주주의 지위를 안정시킬 수 있다. 이처럼 자기주식에 대해서는 의결권이 인정되지 않을지라도(상법 제369조 제2항) 자기주식의 취득으로 인하여 우호적 주주의 의결권 비중을 높이는 것은 가능하다.

자기주식이 취득되면 유통되는 주식량이 감소되어 증권시장에서 주가를 상승시키게 된다. 이렇게 유통주식주를 줄여 주당순이익과 주당미래현금흐름을 향상시키면 주식의 가격이 쉽게 오르게 된다. 그리하여 인수희망자가 시장매집을 하거나 공개매수할 때 처음 예정하였던 금액보다 더 큰 금액이 있어야만 제대로 적대적 M&A를 달성할 수 있게 되므로 그 인수희망자의 M&A 의도를 좌절시키는 효과도 있다. 한편, 대상회사가 보유하고 있던 잉여자금으로 자기주식을 취득하여 현금보유량이 감소된다면 그만큼 M&A 대상회사로서의 매력이 줄어들기도 한다.

II. 자기주식취득의 효용과 한계

1. 자기주식취득을 통한 적대적 M&A 방어의 구체적인 사례

큐닉스컴퓨터는 1996년 7월 28일 당시 주권상장법인중 규모가 가장 작은 범한정기(비티아이의 전신)에 대해 공개매수를 시도하였다. 큐닉스는 범한정기의 총발행주식의 50%인 10만주를 공개매수키로 하였으나 범한정기는 큐닉스측에 대한 역공개매수와 함께 자사주펀드로 주식을 매입하면서 주가를 끌어올리는 방어전략을 구사하였다. 이밖에도 범한정기는 큐닉스의 공개매수를 헐값에 경영권을 탈취하려는 신종투기로 몰아세우면서 여론에 호소하는 전략을 취하였다. 결국 큐닉스는 본래 의도하였던 8만주에 크게 모자라는 2만여주의 주식만을 매수에 그치자 적대적 M&A를 포기하였다.³¹⁾

30) 자기주식이라는 용어는 상법과 증권거래법에서 사용되는 한편(상법 제341조, 증권거래법 제189조의 2), 자사주는 근로자복지기본법(제27조 등)과 세법(법인세법 시행령 제19조 제16호, 조세특례제한법 제88조의 4 등) 등에서 주로 사용되고 있다.

31) 지호준/박용원, 「M&A: 기업인수·합병」(법문사, 1997), 400-401면.

2. 자기주식취득을 통한 적대적 M&A 방어의 한계

2001년말 12조4천억원이던 상장기업의 자기주식 보유총액은 2005년 6월에는 30조원을 웃돌아 약 2.5배 정도 증가하였다.

[상장법인 자사주 보유추이]

구 분	보 유 금 액				
	'01.12	'02.12	'03.12	'04.12	'05.6
시가총액	308	296	393	444.1	563.5
자기주식총액(조원)	12.4	17.5	24.0	24.9	30.5
보유비중(%)	4.0	5.9	6.1	5.6	5.4

출처: 금융감독원 공시감독국 기업금융제도팀, “상장법인의 자기주식 보유현황 ('05년 6월말)분석,” 「정례브리핑 자료」 (2005.8.30.).

자사주의 취득은 현금을 소진함으로 인하여 인수희망자의 인수의지를 좌절시킬 수 있는 효과는 있으나 그만큼 기업의 시설투자에 들어가는 비중을 줄이는 부작용이 있다. 자사주 매입은 기본적으로 막대한 자금 소요를 필요로 할 뿐만 아니라 의결권도 제한되는 비효율성을 가지고 있으며, 둘째, 투자를 열심히 하는 기업은 자사주를 매입 할 자금이 부족하여 방어수단으로 활용이 어렵고, 자사주 매입을 많이 한 기업은 투자재원을 소진하여 장기적 기업 가치가 손상되는 부작용을 감수해야 하며, 셋째, 더 큰 문제로 자금력이 취약한 중소 상장기업들은 이마저도 활용할 기회조차 가질 수 없는 수단이라는 한계가 있다.

Ⅲ. 현행법의 태도

1. 현행법의 규정

회사가 자기주식을 취득하는 것은 회사가 자기의 구성원이 된다는 논리적 모순이 있으며 또한 자본 또는 법정준비금을 재원으로 하여 유상으로 자기주식을 취득하는 것은 실질적으로 출자를 환급하는 것이 되어 자본충실의 원칙에 반하므로 주주와 회사채권자의 이익을 해하게 된다. 게다가 회사가 자의적으로 일부 주주로부터 주식을 매수하는 것이 그 주주에게 유리한 기회를 부여하는 효과가 있다면 주주평등의 원칙에 반할 우려도 있으며 주가조작 및 내부자거래의 기회로 악용될 염려도 있다.³²⁾ 이에 상법은 자기주식의 취득을 원칙적으로 금지하고 있으며 예외적으로 주식소각의 경우나 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 때,

32) 정동윤, 「회사법」 제7판(법문사, 2001), 244-245면.

회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 때, 단주의 처리를 위하여 필요한 때, 주주가 주식매수청구권을 행사한 때, 주식매수선택권부여목적 등이 있는 때에 자기주식취득을 인정하고 있다(상법 제341조·제341조의 2).

아울러 특별법인 증권거래법에 또 다른 예외사유를 규정하고 있다. 즉, 경영권 안정과 방어의 목적, 그리고 주가안정의 목적으로 자기주식을 매입하는 것을 허용하고 있다(증권거래법 제189조의 2, 동 시행령 84조의 2). 이에 따라 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 경우 자기주식의 취득을 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 이용할 수 있다. 하지만 증권거래법에서는 주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 자기주식에 대해 취득 및 처분 기간은 물론이고 그 재원과 방법에 대해 일정한 제한을 두고 있다. 예컨대, 증권거래법은 자기주식의 취득방법과 관련하여 주권상장법인 또는 코스닥상장법인은 시장을 통한 매수(open market repurchase: OMR) 또는 공개매수(tender offer repurchase: TOR)의 방법으로만 가능하다고 규정하고 있다(증권거래법 제189조의 2 제1항).³³⁾ 이러한 경우에는 당해 법인의 명의로 취득하게 된다. 특히 대상회사 자신이 공개매수에 의해 인수희망자가 제시한 공개매수가격보다 높은 가격으로 자기주식의 매수를 신청하고, 그것에 의해서 부동주주들이 보유한 자기주식을 흡수하여 적대적 매수자가 획득할 수 있는 의결권 비율을 낮추려는 기법을 자기공개매수(self-tender offer)라 한다. 금전신탁계약을 통해서도 자기주식을 취득할 수 있다(증권거래법 제189조의 2 제2항). 이처럼 주식취득방법을 이렇게 한정하는 것은 특정주식을 장외에서 고가로 매입하거나 미공개정보를 이용하는 등의 불공정거래행위가 발생할 우려가 있으므로, 이를 방지함으로써 주식취득의 공정성을 확보하여 주주평등의 원칙을 지키기 위한 것이다.

2. 법원의 태도

대법원의 판례에 따르면 상법과 증권거래법에서 명시적으로 자기주식의 취득을 허용하는 경우 이외에는 회사가 자기주식을 무상으로 취득하는 행위 또는 타인의 계산으로 자기주식을 취득하는 행위 등과 같이 회사의 자본적 기초를 위태롭게 하거나 주주 등의 이익을 해한다고 할 수 없는 것이 유형적으로 명백한 경우에만 자기주식의 취득이 예외적으로 허용된다. 그러므로 대법원은 그 밖의 경우에 있어서는 설령 회사 또는 주주나 회사채권자 등에게 생길지도 모르는 중대한 손해를 회피하기 위하여 부득이 한 사정이 있다고 하더라도 자기주식의 취득은 허용되지 않으며 따라서 상법과 증권거래법의 금지규정에 위반하여 회사가 자기주식을 취득하는 것은 당연히 무효라고 판시하고 있다.³⁴⁾

그러므로 회사의 지배권에 분쟁이 있는 상황, 즉 인수희망자가 회사의 주식을 상당한 정도 매집하고 있고 그 결과 주가가 오르고 있는 상황에서 경영자가 보신(保

33) 자기주식의 취득을 위한 매수취득의 구체적인 방법은 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제106조와 제106조의 2에 따른다.

34) 대법원 2003.5.16. 선고, 2001다44109 판결.

身) 내지 연명(延命)을 목적으로 상대방의 적대적 M&A를 위한 주식취득을 방해하고 상당히 오른 가격으로 자기주식을 매수하는 것은 이사의 선관주의의무·충실의무위반을 구성할 수 있다.³⁵⁾

IV. 외국법의 동향

미국의 경우에는 1930년대까지만 해도 보통법상 자기주식취득은 원칙적으로 금지되었으나 오늘날 그러한 제한이 존재하지 않는다. 다만, 자기주식취득으로 인하여 회사가 채무초과상태로 되지 않고 다른 주주 및 채권자의 이익을 해하지 않아야 하며, 취득한 자기주식에 대해서는 의결권이 부여되지 않는다.

일본은 자기주식취득에 관한 규제를 대폭 완화하였다. 예컨대, 주주총회의 특별결의에 근거하여 이사(이사회설치회사의 경우 이사회)에게 자기주식 취득을 수권할 수 있다(회사법 제156조-제159조).

V. 검토사항

- (1) 현행법상 자사주취득규정만으로 충분한 방어수단이 되는지?
- (2) 만약에 방어수단으로서 자사주취득제도를 개선할 점이 있다면?

VI. 의견

35) 武井一浩 外 2人, “企業買收防衛策の法的論点と實務上の諸問題,” 「企業買收防衛戰略」武井一浩 外 2人 編著 (商事法務, 2004), 43頁.