

Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control: An Agency Cost Model*

William J. Carney**

번역 : 송 중 준

(충북대학교 법과대학 교수)

【논문의 요지 및 시사점】

1. 논문의 요지

이 논문은 적대적 M&A에 있어서 대상회사의 방어책 행사에 대한 계약적·법규제적 제한이 경영진과 주주의 이해충돌을 조정하는데 합당한 역할을 수행하고 있는지를 비용과 편익의 관점에서 접근하여 그 해결방향을 모색하고 있다.

상어퇴치식 정관변경, 로크업 옵션, 그린메일, 포이슨 필, 자기공개매수, 방어소송 등과 같은 개별적인 방어책의 행사는 대상회사의 주주에게 이익이 될 수도 있고 또는 불이익이 될 수도 있어서, 계약이나 법적 규제에 의하여 확일적으로 그 행사를 제한하는 것은 바람직하지 않음을 주장하고 있다.

법경제학자들은 대상회사의 경영진은 적대적 기업인수의 국면에서 기회주의적으로 행동하는 특성이 있는데 경영진의 이러한 태도를 제약하기 위하여, 자신들의 재량권을 기회주의적으로 행사하지 않기로 대리계약이나 보증약정을 체결할 수도 있다고 주장해 왔다. 이에 대하여 Carney 교수는 경영진에게 결정권을 위임하는 것이 순대리비용인 결정비용을 최소화한다는 Coase의 견해에 찬성하고 있다. Carney 교수는 공개기업의 경우 의사결정구조의 복잡성 때문에 경영진에 대한 투자자의 통제와 집단적 의사결정의 비용이 높고, 또한 적대적 기업인수와 같은 우발적인 상황에서 경영진과의 대리계약을 작성하는 비용이 너무 높음을 강조하고 있다. 실제로 회사경영진과 체결한 대리계약에는 경영자와 주주의 이해관계를 일치시키기 위한 인센티브약정이 널리 이용되고 있다. 그런데 투자자들은 이 약정에서 사전에는 경영자의 재량권을 존중하고, 사후에는 인센티브약정이 의도한 효과를 달성하지 못한 경우에는 실패한 대리인과 재협상하거나 보수를 조정하고 있음을 볼 때에 경영진과 회사와의 계약에서 바람직한 행동과 바람직하지 못한 행동을 특정하는 것은 비효율적이라고 분석하고 있다. 특히 대리인의 의무를 특정하는 것은 우발적이고 불확실한 조건하에서 대리인의 재량권을 제한하는 것이기 때문에, 이는 계약체결의 거래비용을 증가시키고, 또 특별한 보상을 받을 만한 성과를 특정하는 데에도 비용이 수반된다고 분석하고 있다. 또한 기업의 지속적인 경영에 있어서 경영진의 보상책이 대리비용을 감소시키더라도 적대적 기업인수가 우발적으로 나타날 경우에는 그 대리비용을 증가시킬 수도 있다고 주장하고 있다. 그리고 경영진의 보상조정을 위하여 최근에 많이 이용되고 있는 금낙하산계약에 의한 고액의 퇴직금지급 계약에 있어서도 지배권변경관계에 놓여 있는 회사 특유의 인적자본의 가치를 특정하는 것도 어려울 뿐만 아니라 여기에는 많은 비용이 수반된다고 한다.

한편, 경영진의 방어행위에 대한 사법심사와 관련하여 방어책의 행사에 경영진의 주된 동기가 사업목적인가의 여부로 판단하는 과거의 판례원칙은 너무 주관적이어서 부당하다고 주장한다. 이 문제는 델라웨어 법원의 태도처럼 경영진의 불성실문제로 파악해야 한다는 것이다. 다만 여기서는 경영자들로 하여금 의사결정의 당시에 방어책의 선택에 주주들의 복지추구가 합리적으로 고려되었는지, 또 방어적 대응이 방어의 목적과 일치되게 투자자의 이익을 위하여 손실을 최소화하는 선택이라고 합리적으로 신뢰하였다는 점을 증명하도록 하여야 한

다는 법원의 태도를 지지하고 있다.

결론적으로 Carney 교수는 회사를 계약의 연결체로 파악하는 법경제학자들의 견해만으로는 경영진의 기회주의를 제한하는 데 난점이 있으므로, 대리인과 주주의 이해가 충돌할 경우에는 경영진의 성실과 불성실을 판가름하기 위한 정확한 조사가 필요하다는 것을 강조하고 있다.

2. 시사점

이 논문이 우리에게 시사하는 것은 적대적 기업인수에 직면한 대상회사 경영진의 방어태도에 대한 법적 규제에 관한 점이다. 그 동안 우리나라에서는 대상회사의 방어책 행사에 대한 법규제의 문제를 대상회사 이사의 중립의무라는 관점에서만 바라보고, 공개매수의 와중에는 대상회사 경영진에게 획일적으로 일정한 행위를 금지하거나 제한하거나, 이것을 현행규정보다 더 강화하자는 견해가 제시되어 왔다.

이 문제는 유럽연합에서도 입법과정에서 첨예하게 다투어진 바 있고, 최근 독일 주식법은 원칙적으로 신주발행 등 일정한 행위에 해당하는 경영진의 방어행위를 금지하기로 하는 입법을 단행한 바 있다. 이것은 영국의 시티 코드의 영향을 받은 것이다. 우리나라의 경우 대상회사의 방어를 법률의 규정에 의하여 획일적으로 금지하는 것이 M&A의 활성화를 기할 수 있는 긍정적인 효과도 있겠지만, 다른 한편으로는 기업경영권의 방어를 통하여 경영진과 주주간의 이해가 일치되는 경우까지도 배척하는 부정적인 효과를 가져올 수도 있을 것이다. 이 논문이 시사하는 원칙은 경영진의 방어에 관한 의사결정은 경영진의 재량권에 속하는 사항으로 하고, 그 재량권의 남용은 제한되어야 한다는 것이다. 그리고 그 재량권의 남용은 미국법상 경영진의 성실성의 준부를 가리는 것이 그 판단기준인데, 이것은 우리 회사법상 이사의 선관주의의무와 충실의무의 이행여부에 관한 판단기준과 동일하게 보아야 할 것이다. 다만 지배권변경의 상황에서는 그러한 의무의 이행기준으로서 경영진의 성실성에 관한 입증책임을 경영진에게 전환하는 것이 합당하다고 할 수 있다. 그리하여 경영진의 방어의 적법성 및 정당성에 관한 법적 문제는 입법에 의하여 방어책 행사를 금지하는 방법으로 접근하여 획일적으로 해결하는 것보다는, 경영진에게 방어에 대한 재량권을 부여하고 그 재량권의 남용여부의 판단에는 법원의 사법심사를 통하여 해결하는 것이 바람직하다고 본다.

【차 례】

I. 서론

II. 방어책의 세계

1. 상어퇴치식 정관변경
2. 로크업 옵션
3. 그린메일
4. 포이슨 필
5. 자기공개매수
6. 대상회사의 소송
7. 이원화 주식계획

III. 대리계약·보증약정·기회주의

1. 계약과 보증약정의 비용
2. Gilson의 해결책: 구조적 접근법

IV. 우발적 상황에서의 특정대리계약

1. 소유와 경영의 분리
2. 지배권매각에 관한 집단적 결정의 비용
3. 대리계약

V. 사법심사의 대리비용모델

1. 대리행위의 성실성 판단
2. 대리인에 대한 정보책임의 부과
3. 사업판단원칙의 존중

VI. 결 론

I. 서 론

기업인수에 관한 최근의 입법동향은 연방법이든 주법이든 기업의 지배권을 획득하고자 하는 적대적 인수자를 규제하는 데에 초점이 맞추어져 있다. 그러나 그러한 입법시도에 있어서 적대적 기업인수에 대한 대상회사 경영진의 대응태도에 관하여 이루어져 온 작금의 논의가 무시되어서는 아니될 것이다. 기업지배권시장에 있어서 경쟁력 있는 경영진은 회사자원의 지배를 위하여 경쟁관계에 있고, 현 경영진은 거의 항상 그 경쟁자가 된다고 볼 것이다. 경쟁적인 회사지배권시장의 존재가 실질적인 이익을 준다고 보는 자들은 현 경영진의 “권한남용”을 골치아픈 문제로 파악하고 있다. 사실 적대적 기업인수자와는 달리, 현 경영진은 주주들이 지배권을 유지하도록 그들의 전쟁에 자금을 지원하는 방법으로 대상회사의 자원을 지배하므로 이익충돌(conflicts of interest)에 직면하고 있다.

이와 관련하여 회사지배권경쟁에 있어서 현 경영진에게 그들의 권한을 남용하지 못하게 할 수 있는 방법은 적어도 4가지가 있다. 첫째는 주주의 사전승인이 없는 특정의 행위를 명시적으로 금지하거나 제한하는 방법으로 회사계약(corporate contract)을 작성하는 것이다. 둘째는 경영진에게 광범위한 재량권을 부여하고, 보수의 조정(settling up)과 재협상에 의하여 보완된 보상규정을 통하여 그들의 인센티브를 주주들의 인센티브와 연계시키는 것이다. 셋째는 시장의 힘으로는 최상의 계약을 만들어낼 수 없을 것 같다고 본다면, 계약과 동일한 결과를 달성할 수 있도록 제정법상의 법적 환경을 변경시키는 것이다. 넷째는 지금까지도 그러했듯이 앞으로도 회사법적 관점에서 경영진의 행동에 대한 사법심사가 내려지는 것이다.

최근에 Haddock·Macey·McChesney는 경영자들이 투자자에게 해가 되는 특정한 행위를 수행할 수 있는 재량권을 제한하는 계약을 체결할 수 있고, 또 이러한 약속이 실현되도록 보증할 수 있다고 주장한 바 있다. Martin Lipton은 경영진에게는 적대적 기업인수에 대항하기 위한 무제한의 재량권이 부여되어야 하고, 또 법원은 경영판단의 원칙(business judgement rule)하에서 경영진의 의사를 존중해야 한다고 주장해 왔다. Ronald Gilson에 의하면 이러한 영역에 있어서 시장의 힘이 주는 효과적인 대리계약(efficient agency contracts)체결의 인센티브효과는 미미하다는 점, 사법심사는 비효과적이었다는 점, 그리고 회사경영진에게 특정한 의심스러운 행위를 금지할 수 있도록 회사법의 구조는 변경되어야 한다는 점을 주장해 왔다. 미국법률가협회(ALI)의 회사지배프로젝트의 공동연구자로서 Gilson이 제시한 권고안은 특정의 의심스러운 행동이 취해지기 전에 주주의 동의를 얻도록 하고 있는 것에 불과하다. 적대적 기업인수의 와중에서 주주의 동의를 얻는 데에는 높은 비용이 소요되기 때문에, 그것은 그러한 전략적 행동을 효과적으로 금지하는 것과 다를 바 없을 것이다. 그리고 Easterbrook과 Fischel은 기업인수의 국면에서 경영진의 완전수동주의원칙(rule of total management passivity)을 제안한 바 있다. 그러나 그들은 모두 부당하다.

기업인수로부터 얻는 이득의 원천(sources of gains)은 다양하고, 또 그 이득의 분배는 인수의 방법에 따라 다양할 수 있으므로, 각 사례에 있어서 그 이득의 극대화기준을 명료하게 구분할 수는 없다. 그런데 계약과 협상의 복합적 구조 때문에 기업의 경영과 소유를 둘러싼 불확실성, 정보대칭 및 단체법적 행동의 문제들에 대한 명료한 “해결책”을 만들어내야 한다는 주장도 있다. 이에 의하면 논란이 되는 방어책은 어떤 경우에는 투자자에게 유익할 수 있고, 어떤 경우에는 그렇지 않다는 점을 보여주고 있다. 동일한 기업 내에서 동일한 방어책이 어떤 주주에게는 이롭고 어떤 주주에게는 불리할 수 있다는 것이다. 또한 방어책의 불리한 이용을 제한하는 명시적인 계약도 없다는 것이다. Gilson은 효과적인 대리계약을 창출한다는 것은 시장의 실패를 의미한다고 주장한다. 이와는 대조적으로 금지되어야 할 방어전략을 특정하는 계약을 체결하는 것은 일반적으로 비효율적이라는 결론을 쉽게 내릴 수 있다고 생각한다.

현재 회사법영역에서는 이해당사자로 하여금 그러한 계약을 체결하도록 허용하는, 일반적으로 인식된 기업인수 및 협상이론은 존재하지 않는다. 즉 기업지배권의 세계에서는 용이한 해답은 없다는 것이다. 이것이 바로 기업인수에 대한 경영진의 특정의 대응책행사를 금지하는 대리계약 또는 법규 그 어느 것도 효율적인 해결책을 제공해 주지 못하는 이유를 설명하고 있는 것이다. 결국 대리계약이 경영진과 시장의 투자자에 의하여 작성되든, 시장실패에 대한 대응책으로서 규제주의자에 의하여 작성되든, 이들 경영진에게 완전히 우발적인 계약(fully contingent contract)을 작성하도록 한다는 것은 결코 효율적인 해결책이 될 수는 없을 것이다.

경영진과의 계약체결에 관한 현존하는 문헌 중에는 특정의 대리계약의 결여가 특정화 및 집행에 따르는 고비용 때문에 나타나는 것인지, 아니면 시장의 실패 때문에 나타나는 것인지에 관한 논쟁을 해결하기 위한 실증분석이 있다. 경영진의 의무에 관한 대리계약은 공개적인 형식을 갖는 것이 일반적이다. 소유자와 경영자의 이해관계를 일치시키기 위한 보상계약의 체결은 대리인을 통제하는 사전적인 지배수단이고, 보수의 조정은 대리비용을 통제하는 사후적인 지배수단이다. 요컨대 사외이사와 주주에게는 경영자들이 기회주의(opportunism)를 인식하고 있다고 믿을 만한 이유가 있다.

그러나 Gilson의 시장실패분석이론을 전적으로 반대하지는 않지만, 많은 경영자들에게는 기업매수자가 출현할 때의 기간을 의미하는 최종 예상고용기간(last expected period of employment) 동안에는 까다로운 계약체결의 문제가 있다. 기업은 그 기간중 대리인의 기회주의라는 극단적인 문제에 있어서 경영자가 법원에 자신을 위해 보수를 조정해야 할 수임인(proxy)으로서 임무를 수행하도록 하는 것이, 완전히 우발적인 계약을 체결하는 것보다 훨씬 비용면에서 효과적임을 알고 있다.

이러한 형식의 대리계약이 시사하는 것은 보상계약과 보수조정 기회의 경영자와 주주의 이해관계를 일치시킬 수 있을 정도로 충분히 강력한 인센티브를 제공해 줄 것 같지 않은 경우에, 법원은 기회주의적인 경영자와 보수를 조정하는 데에 있어서 수행하여야 할 나름대로의 역할을 가지고 있다는 것이다. 그 역할에는 주주의 이익을 충실하고 합리적으로 추구하였음(loyal and reasonable pursuit of shareholder interests)을 입증할 책임을 정보제공의 최상의 지위에 있는 경영자에게 부과하는 것이 포함된다. 경영판단의 원칙과 이해충돌의 상황을 면밀하게 조사하는 것을 구분하는 전통적인 기준은 적절하다고 생각한다. 그런데 주된 임무는 이해충돌상황을 보다 명백하게 정의내리는 것이다. 기업인수가 현 경영진의 부의 정도(wealth position)와 인센티브에 대하여 미치는 효과를 보다 치밀하게 검토하면, 이러한

임무수행에 있어서 상대적으로 객관적인 가이드를 법원에 제공해 줄 수 있을 것이다. 요컨대 부의 정도가 주주의 그것과 충분히 일치된 이사들은 경영판단원칙의 일부인 신의성실(good faith)의 추정을 받을 만하다. 그러한 접근방법은 단순한 “독립성”(independence)만으로 충분하다는 것을 의미하지는 않는다. 독립성이라는 것은 무관심을 의미할 수도 있고, 또 특정한 결과에 강한 이해관계를 가지는 동료경영자에 의하여 지배될 가능성을 의미할 수도 있기 때문이다.

이 논문에서는 적대적 기업인수에 대한 방어책을 간단히 살펴보면서 그 방어책의 사용에 대한 금지가 주주에게 미치는 비용과 효과를 분석하고, 기업인수의 국면에서 경영자들이 자신들의 기회주의적 행동을 금지하는 특정계약을 체결하여 그 행동을 효과적으로 제약할 수 있다는 논의에 대하여 검토한다. 그리고 계약과 규제적 접근방법이 비효율적이기 쉽다는 점을 논의한다. 아울러 대리계약의 본질에 대한 인식과 사법심사의 기능을 통합하기 위한 시도와 함께, 현재의 패러다임 속에서 사법적 결정에 대한 하나의 접근방법을 제안한다.

II. 방어책의 세계

여기에서는 적대적 기업인수에 대하여 이용되는 몇 가지 기본적인 방어책을 검토한다. 아울러 그 방어책이 대상회사의 주주에게 미치는 효과를 설명하는 수량적 실증분석도 검토한다. 그 검토의 초점은 평균적인 결과가 긍정적인가 부정적인가 하는 것이 아니고, 개별적인 방어책마다 대상회사의 주주들에게 주는 효과에 광범위한 차이가 있다는 점에 있다. 이것은 계약이든 법규이든 방어책의 행사를 효과적으로 금지하는 여하한 규범도 주주들에게는 비용을 수반하기 쉽다는 것을 의미한다. 원칙적으로 주주는 이익이 되는 방어책은 허용하되, 비용을 수반하는 방어책은 금지하는 규범들을 선호할 것이다.

1. 상어퇴치식 정관변경(Shark Repellent Charter Amendments)

많은 기업들은 적대적 기업인수에 직면하여 현 경영진에 의하여만 포기될 수 있거나 또는 공정가격조건(fair price condition)에 부합하는 경우에만 용인될 수 있는 소수주주축출합병(takeout mergers)에 대한 엄격한 조건을 규정하는 상어퇴치식 정관변경조항을 둬으로써 경영진에게 극대화된 재량권을 부여하고 있다. 일반적으로 이러한 정관변경조항은 잠재적으로 강압적인 2단계 기업매수(coercive nature of two-tier bids)에 대하여 민감한 것으로 보여지는데, 여기서는 대상회사의 주주들은 1단계에서 제시된 청약가격에 동의해서가 아니라 2단계의 낮은 축출가격에 대한 두려움 때문에 1단계에서 주식을 매수청약하게 된다. 주주들은 인수자가 공격적인 2단계 기업인수를 행할 확실성에 대하여 경영진이 취할 불성실(disloyalty)의 위험을 합리적으로 선택할 수 있을 것이다.

정관상의 상어퇴치조항이 대상회사의 주주들에 대하여 주는 영향은 초기의 실증적 연구에 의하면 놀랍게도 취약한 결과로 나타났다. 한 연구에서는 주주에게 이득을 주었고, 다른 연구에서는 아무런 중요한 효과가 없었으며, 또 다른 연구에서는 손실을 준 것으로 나타났다. 이들 연구는 상어퇴치조항을 가진 회사의 어느 정도가 긍정적이고 또 부정적인 결과를 가져다주는지에 대한 어떠한 정보도 제공하지 못하고 있다. 증권거래위원회(SEC)의 수석경제인실이 수행한 조사연구에서는 조사대상기업의 55%는 주가가 감소하였고, 45%는 상승한 것으로 나타났다. 사실 이러한 다양한 결과는 기관투자자의 주식보유비율, 경영진의 주식보유규모 및 여타의 주식분산정도 등과 같은 요소에 의하여 설명될 수 있다. 따라서 기관투자자가 대상회사의 주식을 대량으로 보유하고 있는 경우에 이들은 기업인수의 1단계에서 보유주식을 매각할 것으로 예상되므로 상어퇴치식 정관조항은 선호하지 않을 것으로 보인다. 경영자들이 대량의 주식을 보유하고 있는 경우에는 이 조항은 기업특유의 인적자본(human

capital)에 있어서 그들이 유용가능한 준지대(appropriable quasi-rents)를 보호해 줄 수 있고, 만약 경영진들이 기업인수의 1단계에서 보유주식을 매각하지 않을 것으로 예상한다면 이 경우에 상어퇴치조항은 축출합병으로부터 자신들을 보호해 줄 수 있다.

소량의 주식을 소유한 주주가 광범위하게 분산되어 있는 경우에 그 주주들은 기업인수의 내용에 대한 협상권한을 경영진에게 효과적으로 위임하는 상어퇴치식 정관조항에 의하여 해결되는 것을 선호할 수 있고, 반면에 대량주식을 보유한 주주들은 주식을 매각하여 지배권프리미엄(control premium)을 획득하는 것을 선호할 수 있다. Romano는 기업인수가 행하여지는 때에 주주들이 직면하는 선택의 복잡성을 지적한 바 있다. 주식의 보유비율이 변할 때에는 그것이 문제의 복잡성에 가미되는 경우에만 합의의 최적성향도 변화할 수 있다. 이와 유사하게 기업자산의 특유성 또는 그 지배권시장의 경쟁적 성질 중 어느 것의 변화가 있을 때에는 상이한 협상전략이 주주의 부의 극대화를 위해 필요하다는 것을 의미할 수 있다.

최근의 한 연구에 의하면 공정가격 조항, 특별다수결 조항 또는 시차이사임기제 조항 등과 같은 상어퇴치식 정관조항을 채택하면 기업인수의 시도가 26% 감소한다고 나타났다. 동시에 이 연구에서는 인수프리미엄은 미미한 증가(10%)만이 있는 것으로 나타났다. 놀랍게도 이러한 정관변경은 2단계 기업인수 또는 부분매수(partial bids)와 비교되는 전부인수(any or all bids)의 비중을 증가시키지 않았다는 것이다.

2. 로크업 옵션(Lock-up Options)

로크업 옵션은 기업지배권의 경쟁매각(auction)을 종식시킬 수 있다는 이유로 법원에서 비판을 받아 왔다. 반면에 주주의 동의를 받지 아니하고 대량의 주식을 매입할 선택권(option)을 발행하거나 부여하는 것은 주주의 이해관계와 밀접한 관련을 갖고 있다. 예컨대 로크업 옵션의 발행이 사업의 매각을 시작하거나, 경쟁매수자를 유인하여 매수가격을 인상하는 데 필요한 경우에는 주주에게는 이익이 될 수 있다. 델라웨어주 대법원이 인용하였듯이, 기업인수전쟁에 경쟁매수자를 유인하는 것은 주주에게 이익이 되고, 적극적인 경쟁매매를 종식시키거나 추가적인 매수행위를 금지시키는 것은 주주에게 손해가 된다는 것이다. 심지어 경쟁매수가 진행되는 동안에 부여된 로크업도 한 사람이라도 더 유인할 수 있다면 그것은 주주에게 유익하다는 것이다. 반면에 로크업이 경쟁매매가 종료되기 전에 어느 매수자에게 부여되면 그것은 주주에게 매우 큰 손해를 야기할 수 있다. 물론 여기에는 경쟁매매가 실제로 언제 종료되는지를 결정해야 하는 미묘한 문제가 있다. 이 문제는 당사자들의 전략적인 태도가 무엇인지에 따라서 복잡한 양상을 띠게 된다. 최근에 경쟁매매기간 동안의 로크업이 법원에서 순조롭지 못한 적이 있다. 적대적 기업인수의 다원적 성질 때문에 실증적인 연구에 의하여도 이러한 제도의 가치에 관한 유용한 정보가 제공될 것 같지는 않다.

3. 그린메일(Greenmail)

대상회사 경영진의 대응조치 중에서 예상되는 기업인수자로부터 대상회사가 그 소유주식을 재매입하는 것, 즉 현재의 시장가격에 프리미엄을 붙여서 거래되는 그린메일보다 더 많은 비난을 받은 것도 없다. 대체로 그린메일의 지급은 대상회사의 주주에게 부정적인 효과가 있는 것으로 보이지만, Macey와 McChesney는 이러한 결과가 일반적인 현상은 아니라고 지적하고, 그들은 그린메일의 지급이라도 대상회사의 주주에게 이익을 줄 수 있는 경우가 있음을 적시한 바 있다. 그들은 그린메일은 예상되는 인수자의 사전비용을 증가시키지 않고 또 예상되는 인수의 수를 감소시키지 않기 때문에, 지배권의 매각가격을 극대화하고자 하는 대상회사의 주주들에게는 상어퇴치식 정관개정보다 비용이 저렴할 수 있다고 주장한다. 보다 최근에 발표된 연구에서도 외부자(outsider)에 의한 대량주식취득사실의 공표에 따른 주

주의 이익은 그린메일의 지급사실의 공포에 따른 주가의 손실을 완전히 상쇄하지는 못한다는 점을 제시하여 이러한 이론을 지지하고 있다. Bhagat와 Jefferis에 의하면, 기업의 가치를 저평가하는 것으로 대상회사의 경영진이 믿고 있는 기업인수에 직면하여, 그린메일은 기업의 진정한 가치가 시장가치를 어느 정도 상회하는지에 관한 사적인 정보교환을 위해서 성실한 경영자에 의하여 이용되는 효과적인 수단이 될 수 있다고 주장한다. 그들은 또한 자신들이 현재 주주들로부터 받고 있는 렌트(rent)의 가치를 계산하고 있는 열등한 경영자(inferior manager)에 의하여 그린메일이 지급될 수 있다는 점도 확인하고 있다. 투자자들이 현 경영진의 성실한 의견을 지지하는 경우에, 그린메일의 지급은 회사의 실체가치에 관한 긍정적인 정보(positive information)를 의미할 수 있고 따라서 주가는 올라야 한다. 이 논자들은 그린메일의 지급 하나만으로서 경영자의 이해관계가 주주들의 그것과 일치되고 있는지를 밝히지 못한다고 주장한다.

일부의 실증연구에서는 그린메일 지급이 가져다 주는 투자자효과에는 변이(variation)가 있는 것으로 나타나고 있다. Mikkelsen과 Ruback은 그린메일의 지급으로 주식을 매입한 회사의 44%가 그린메일의 지급이 주가상승과 관련이 있음을 밝혔다. Dann과 DeAngelo는 그린메일을 지급한 기업의 40%가 주주에게 이득을 안겨준 사실을 찾아냈고, 반면에 Bradley와 Wakeman은 35%가 긍정적인 결과를 가져온 것으로 밝혔다. Bhagat와 Jefferis는 27%가 그러했다고 밝혔다.

그린메일을 둘러싼 최근의 법률잡지의 논쟁에서는 그린메일이 투자자에게 긍정적이고 또한 부정적일 수 있다는 점을 지지하는 데에 공통점이 있는 것으로 나타나고 있다. 그러나 법원이 긍정적이고 부정적이 그린메일을 구별할 수 있는가의 여부 그리고 긍정적인 그린메일 지급이 어떤 경우에 발생할 수 있을가에 관한 문제에 대하여 의견의 불일치는 있는 것 같다.

4. 포이즌 필(Poison pills)

이른바 포이즌 필은 일정한 조건하에서는 정당화될 수 있다. 포이즌 필 계획은 매우 다양한 형태로 나타난다. 전형적으로는 단일 매수자(bidder)가 통상 20~30% 정도에 해당하는 상당한 주식을 취득하게 되면 포이즌 필은 효력이 발휘된다. 일반적으로 포이즌 필에는 그보다 더 늦은 날에 행사될 수 있는 권리를 주주에게 발행해 주는 것도 포함된다. 전형적으로 이러한 권리들은 매수자 한 사람의 의지대로 행사될 수는 없다. 이들 권리는 결과적으로 매수자가 보유하는 대상회사 주식의 소유비율을 희석시키게 되는 형태가 있고, 이것을 변형한 형태로 대상회사가 소멸하는 합병의 경우에 결과적으로 매수자의 소유주식의 소유비율을 희석시킬 수 있는 것이 있다. 매수자가 지배권을 장악할 경우에 이를 달리 변형하여 대상회사의 주식을 통상적으로 매수자가 지급한 가격보다 고가에 대상회사에 매도할 수 있는 권리를 대상회사의 주주에게 부여할 수도 있다. 이러한 옵션도 역시 대상회사에 대하여 갖는 매수자의 지분을 희석하게 될 것이다.

다양한 권리계획(right plans)은 한편으로는 모든 성공가능성 있는 기업인수를 배척할 수 있는 반면, 다른 한편에서는 2단계 매수(two-tier bid), 대상회사의 가치에 대한 주주의 무지 등에 대한 대응수단으로서 정당화될 수도 있다. 다양한 포이즌 필 계획의 공포에 따른 주가반응을 조사한 한 연구에 의하면 대부분의 회사에서 부정적인 반응을 경험한 것은 아닌 것으로 나타나고 있다. 이 연구에서는 포이즌 필을 공포한 것의 59.8%만이 부정적인 효과를 가져온 것으로 나타났다. 포이즌 필을 채택한 회사가 기업인수의 가능성이 있는 사례에서는 그 회사들의 70.3%만이 부정적인 효과를 경험하였다. 흥미롭게도 기업인수전쟁의 와중에 포이즌 필 계획을 채택한 회사의 46%만이 적대적 기업인수를 배격하고 독립성을 유

지하였다.

5. 자기공개매수(Self-Tender Offers)

경영진은 공개시장에서 자기주식을 매입할 수도 있고, 자기 회사에 대하여 경쟁공개매수를 실행할 수도 있다. 경영자는 잔여주주에게 자기주식취득 후의 주식가치를 지급하여 적대적 인수자를 배격함으로써 가치상승(value-increasing)을 막을 수 있지만, 자기주식의 취득은 일반적으로 가치증대전략이라는 실증이 있다. 현금에 의한 자기주식취득은 일반적으로 투자자에게 상당한 이득을 가져온다. 자기주식취득에 부채에 의한 금융지원이 이루어지는 경우에 주주의 이득은 증가한다. 실제로 몇몇 사례에서 투자자에게 자유로운 현금흐름(free cash flows)을 주는 자기주식취득을 통한 구조재편(restructuring)은 가치증대를 위해 필요한 전략인 것이 사실이다.

6. 대상회사의 소송(Target Litigation)

대상회사 경영진은 기업인수자에게 소송을 제기할 수도 있다. Jarrell은 100개 기업을 조사한 바 있는데, 매각이 이루어진 100개의 대상회사 중에서 79개 회사에서 주주들은 이익을 본 것으로 나타났고, 매각이 이루어지지 않은 21개 회사의 주주들은 손실을 겪었다. 소송이 경쟁매매를 촉진하는 것인 경우에 주주들은 17%의 부의 증가를 경험하였다. 반면에 소송이 회사의 매각을 중단시키는 것인 경우에는 대상회사의 주주들은 평균 32%의 프리미엄을 손실했고, 아울러 소송비용을 낭비하였다.

경영진의 방어적 행동의 가치를 판단하는 어려움도 있지만, Jarrell은 소송을 제기한 모든 대상회사는 소송의 발표시에 0.45%의 손실을 경험한 것을 찾아냈다. 그러나 Jarrell은 “대상회사 경영진은 소송에 의하여 가치극대화를 위한 도박(value-maximizing gamble)을 하는 것 같다”고 지적하면서, Easterbrook과 Fischel의 경영진 수동주의 가설(passivity hypothesis)을 받아들이는 경우에 소송으로 많은 수의 기업인수시도가 저지되면 그 소송은 주주의 복지극대화와는 불일치한다는 최종 결론을 내렸다.

7. 이원화 주식계획(Dual Class Stock Plans)

전형적으로 이원화 주식계획은 주주의 주식보유규모 또는 보유기간에 따라 2순위의 의결권 있는 주식을 발행하거나 주식의 의결권에 변화를 주기로 하는 약정을 말한다. 이 계획의 효과는 적대적 인수자가 가지는 의결권의 영향력을 축소하고, 보통은 상당량의 주식을 보유하고 있는 가족구성원인 현 경영진이 갖는 의결권의 영향력을 강화하는 것이다. 일반적으로 이 계획상 자본의 재구성 또는 주식의 교환을 위하여는 주주의 동의가 필요하다. Gordon은 이 계획은 주주의 동정이나, 투자자들이 반대하지 않겠다는 제의에 의존해야 하는 수가 있다고 주장한 바 있다. 반면에 Gilson은 일부의 사례에서 이러한 계획은 현재의 지배주주가 보상 없이는 지배권을 포기하지 않기로 하는 경우에 회사 내의 신규 프로젝트를 위한 현금 수요에 의하여 설명된다고 주장한 바 있다.

이원화 보통주식계획의 채용으로 인하여 나타나는 부의 효과는 다른 방어적 대응조치의 그것과 일치한다. 평균적으로 볼 때에 이 계획은 부의 현저한 효과와는 아무런 관련이 없다. 따라서 오늘날에는 이원화 주식계획은 금지되어야 하는 것이 아닌가 하는 논의가 활발하다. 요컨대 적대적 기업인수에 대한 경영진의 모든 방어적 대응조치를 면밀하게 검토하여 보면 주주의 이해관계라는 견지에서는 어떤 정당성이 있는 것으로 나타난다. 성실한 경영진은 대상회사의 주주를 위하여 회사가치를 극대화하고자 그 방어책을 잘 이용할 수도 있지만, 불성실한 경영진은 자신의 재량권을 남용하여 기업인수를 저지할 수도 있다. 이상의 연구결과는 계약에 의한 것이든 규제에 의한 것이든, 경영자들의 포괄적인 방어를 충분히 설명할 수

있는 명백한 기준이 되지는 않는다.

III. 대리계약·보증약정·기회주의

1. 계약과 보증약정의 비용

Haddock·Macey·McChesney는 잠재적인 기업인수자에 의한 외부통제로부터 모든 기업이 똑같이 이익을 얻는 것은 아니고, 이익을 얻는 기업들은 기업인수의 국면에서 수동적인 자세를 취하겠다는 의사를 시장에 보증(bonding)함으로써 이러한 이익을 성취할 수 있다고 주장한 바 있다. 그들의 이론하에서는 경영자들은 그들이 안고 있는 대리비용(agency cost)을 감소시킬 의도로서 기업인수의 국면에서 자신들의 재량권을 기회주의적으로 행사하지 않기로 스스로 보증하고자 할 수 있을 것이다. 심지어 대리인이 이러한 비용을 전부 부담한다고 가정하는 경우에, 그들의 주장은 그들도 인지하고 있듯이 계약의 특정화(contractual specification)에 따르는 고비용 문제에 부딪힌다. 따라서 경영자들은 유연성을 가지고 임시적 청구의 형태로서 보너스계획과 주식매입선택권 등과 같은 상당한 보상을 받고자 할 수 있다.

Haddock·Macey·McChesney는 경영자들이 보증하고자 하는 것과 기업인수시도의 국면에서 스스로를 보호하지 않겠다는 것을 시장에 신호로서 보내기 위하여 선택할 수 있는 여러 가지 수단이 무엇인지를 분석한 바 있다. 그 중에는 약속의 실행을 위한 정관작성의 역할이 있다. 일부의 주에서는 경영자의 재량권을 다른 주보다 더욱 제한하고 있지만, 어떤 주에서도 기업인수에 대한 경영진의 대항을 금지하는 규정을 제정하고 있지는 않다. 더욱이 포이슨 필 또는 선택적인 자기공개매수 등과 같은 새로운 방어책에 대하여 어떤 주의 법원이 어떻게 반응할 것인지를 예견하기는 어려운 경우도 있다.

Haddock·Macey·McChesney에 의하여 논의되지는 않았지만, 공개기업의 경영자들은 사외이사를 통하여, 그리고 결과적으로는 사외이사로 구성된 이사회위원회를 통하여 자신들의 성실한 행동을 보증하기도 한다. 실제로 불법선거자금모금에 대한 워터게이트사건의 공개 후, 그리고 외국관리에 대한 의심스러운 금전지급이 있는 후에 기업감시자로서 사외이사의 사용은 일부의 기업평론가들에게는 중요한 연구대상이 되었다. 그러나 심지어 사외이사조차도 신뢰할 수 없으며, 따라서 지배권변경을 위한 거래에 있어서 주주의 이익을 대변하는 이사회회의 능력에 대한 신뢰도 더욱 약화되었다는 주장이 제기되었다. 독립이사들이 내린 이사회회의 결정의 대부분이 회사의 경영자들이 고용한 외부전문가의 자문에 의존하고 있다는 이유로 그 이사회회의 결정을 부정하는 최근의 판결은 이러한 외부이사들에 대한 사법부의 신뢰가 결여되어 있음을 보여주는 증거가 되고 있다.

Haddock·Macey·McChesney는 경영진으로 하여금 기회주의적인 행동을 하지 못하도록 보증을 원하는 회사들은 그러한 행동을 제한하는 엄격한 규칙을 가지고 있는 증권거래소에 주식을 상장하여, 규칙준수를 확보하기 위한 보증금을 낼 수도 있다고 주장한다. 물론 그러한 보증은 경영자들의 그것이어야 하며, 그것은 지배권변경의 경우에 예상되는 경영손실의 가치와 동등한 것이어야 할 것이다. 사법부의 반대는 형사보석금(penal bond)의 문제를 시사하고 있다. 그러나 증권거래소에 대한 경쟁의 압력과 기술혁신은 그러한 보증을 덜 효과적으로 만들고 있다. Haddock·Macey·McChesney는 경쟁과 기술변화로 인하여 뉴욕 증권거래소의 자연독점, 또 탈상장을 통한 거래소의 규칙집행권한이 종식되었다는 점을 인정한다. 만약 이것이 사실이라면 그리고 이원적인 의결권주식이 투자자에게 부정적인 것으로 비취진다면, 시장은 적어도 기업인수에 대응하는 국면에서 경영자들이 어떤 약속을 지키고자 하는지를 투자자들이 판단할 수 없는 진정한 의미의 “레몬”시장이 되었을 수도 있다.

Haddock·Macey·McChesney는 방어책들이 여러 가지 이유에서 신뢰를 결여할 수 있다는 점을 인식하고 있다. 그러나 그들이 논의한 바 있는 한 가지 전략은 그로 인하여 경영자들로부터 방어책을 행사할 법적 권한을 박탈할 수 있다는 이유에서 하나의 신뢰할 만한 계약인 것으로 보인다. 이것이 바로 경영자들로부터 특정한 행위를 할 수 있는 권한을 박탈하는 정관변경(charter amendment)이다. 그러한 행위를 모두 금지함으로써, 또는 사전에 주주의 동의를 얻게 함으로써, 이러한 정관변경은 결정적인 시기에 있어서 회사 내의 권한분배질서를 변경하게 된다. 이러한 규정들은 정관변경을 위해 특별다수결의를 요구하는 다른 규정으로 묶어 놓음으로써 경영자들은 결과적으로 그러한 규정의 폐지를 위하여 주주의 무관심을 이용하지 못하게 될 것이다. 이러한 방법은 소수주주축출합병에서 투자자들을 성공적인 인수자의 권한으로부터 보호하기 위하여 효과적인 계약의 한 형태로 제시되는 상어퇴치식 정관변경의 채택에 있어서 널리 관찰된다. 아직도 이사의 재량권한을 확장하지 아니하고 제한하는 형식의 계약은 거의 드물다.

결과적으로 보면 어떤 형태로든 일정한 금지사항을 선택하는 회사는 거의 드물다. 경영자들은 좋은 나쁜 실체로 모든 회사에서 상당한 유연성을 가지고 있고, 따라서 광범위한 다양한 방법으로 인수자의 이해관계에 대응할 수 있다. 따라서 대부분의 회사들은 경쟁력 있는 경영진팀에 의하여 통제하고자 하는 그들의 상대적인 욕구를 위한 매우 약한 신호를 보내고 있다. 누구든지 Gilson의 주장처럼 시장실패의 결과라고 하거나, Haddock·Macey·McChesney의 주장처럼 그러한 계약이 일반적으로 비효율적이라고 결론지을 수도 있다. IV.에서 보는 바와 같이 효율성논쟁이 더욱 설득력이 있다. 명시적인 대리계약이 없는 경우에는 특별한 규칙의 준수라기보다는 전형적으로 선량한 관리자로서의 행동을 보증하기 위하여 경영계약과 관련하여 보증약정이 널리 이용되고 있다.

Gilson은 회사구조에 있어서 지배메커니즘은 회사를 효율적으로 경영하도록 경영진을 제약하고 있지만, 이러한 제약이 기업이윤의 “초과부분”을 자기들에게 할당하고자 하는 경영진의 동기유인을 제약하지는 못한다고 주장한 바 있다. Gilson은 시장이 주가를 떨어뜨리고, 또 기업의 신규자본조달의 비용을 인상하는 방법으로 이같은 경영진의 자기거래에 대처하는 경우에조차도, 경영자들은 보유하고 있는 소득으로 기업의 성장을 지원함으로써 대처할 수 있다고 하고, 이것은 현재의 투자자에게는 일회적인 손실이라고 주장하는 것 같다. 요컨대 그러한 주장은 경영자들이 일단 회사자원을 통제관리하게 되면, 경영자들이 투자자의 기대를 실망시킨다 하더라도, 경영자들은 상당히 오랫동안 지배권을 유지할 수 있음을 의미하는 것으로 보인다. 기업인수자가 출현하기까지는 투자자들은 보통 그들의 경영자들이 어떻게 대응할지를 식별할 수 없고, 그 때에는 불성실한 경영자를 제한하기에는 이미 시간이 너무 늦다는 것이 보다 설득력 있는 주장이라고 생각한다. Gilson의 제안은 허용된 행위와 금지된 행위를 특정하기 위하여 사용된 사적인 계약체결에 대하여 필자가 제기해 왔던 문제들에 대한 하나의 논리적인 대응을 의미한다. 사적인 계약이 집행하기가 어렵다면, 일정한 행위에 더욱 많은 비용이 들게 하여 경영진의 기회주의를 제한하는 법규정의 형식으로 공적인 계약이 작성되어야 할 것이다.

Gilson은 사법부가 적대적 기업인수에 대항하고자 하는 경영진의 노력을 규제함에 있어서 성공적이지 못하였다고 결론지으면서, 대상회사 경영진의 행위에 대하여 내린 사법부의 결정내용을 분석하였다.

2. Gilson의 해결책: 구조적 접근법

Gilson은 기업의 소유자가 아닌 경영자들에게 부여된 광범위한 자유는 오늘날 법경제학에서

널리 인식되어 있는 개념인 대리비용을 증가시켜 왔다고 주장한다. 그에 의하면 시장의 힘은 대리의 무능(agency incompetence)과 비효율성(agency inefficiency)보다는 대리의 불성실(agency disloyalty)을 더 적게 제한한다고 주장한다. Gilson은 회사지배권시장은 경영진의 기회주의를 제한하는 유일한 진정한 원동력일 수 있다고 주장한다. 그리고 “만약 경영진이 공개매수청약을 수용하기로 하는 주주의 결정을 막는 방어책을 채택할 수 있다면, 그 결과는 예견이 가능하다... 그 청약을 하기 위한 동기요인과 그 청약이 제기될 것이라는 가능성에 의하여 나타나는 위와 같은 제한은 감소되고, 따라서 현 경영진의 재량은 그에 상응하여 증가한다”는 것이다. 그는 “회사구조로 볼 때에 공개매수자는 대상회사의 주주들을 무제한적으로 접근할 수 있다”고 결론짓는다.

Gilson의 해결책은 사적인 계약체결이 아니라, 경영진으로부터 기업인수의 대항에 대한 결정권을 박탈하도록 회사법을 재편하는 것이자, 그 결정권을 주주에게 재부여하는 것이다. 그의 제안하에서는 경영진의 역할은 다른 당사자로부터 보다 높은 매수가격을 추구하는 것으로 제한되어야 한다. 이러한 금지는 주주에게는 가치에 관한 정보를 공시하도록 하거나, 또는 보다 높은 매수가격을 모색하도록 하는 것만을 경영진에게 허용하는 것일 뿐이다.

ALI가 발간한 지배권거래연구보고서에서는 Gilson의 접근방법을 숙고할 것을 시사하고 있는데, 여기에는 경영진의 방어책행사의 절대적인 금지를 변형시킨 것이 있다. 사실 Gilson은 ALI의 기업지배구조 프로젝트 제4장, “지배권거래”의 공동연구자라는 사실의 관점에서 보면 그 연구보고서의 제안이 Gilson의 제안을 확장한 것이라고 보지 않을 사람은 아무도 없을 것이다.

그 연구자들은 NYSE규칙과 거의 똑같이 신주발행에 주주의 동의를 받을 것을 요구하고 있다. 이와 유사하게 아주 제한적인 긴박한 사정이 있는 예외적인 경우를 제외하고는 그런매일거래에도 주주의 동의를 받도록 하고 있다. 주식 및 자산 로크업 역시 주주의 동의를 받도록 하고 있다. 또한 그 연구자들은 진행중인 기업인수를 수용하고자 하는 주주의 기회를 실질적으로 봉쇄하는 모든 중요한 거래는 이사회가 그 거래에 의하여 더 큰 경제적 이익이 제공될 것이라는 것을 증명할 수 있는 경우가 아닌 한, 주주에 의한 사전동의가 있는 경우에만 허용되어야 한다고 주장한다. 이러한 입증책임은 현금 공개매수와 관련되는 상황에서는 거의 충족될 수 없을 것이다. 이와 유사한 접근방법들이 의회에 상정되어 왔지만, 현재의 의회에서는 채택될 것 같지는 않다.

IV. 우발적 상황에서의 특정대리계약

Gilson의 주장은 의문스러운 경영진의 행위를 확인할 수 있고, 경영진의 기회주의를 효과적으로 억제하는 규칙을 고안하는 것이 가능하다고 보는 것 같다. 여기서 대리인을 통제하기 위하여 완전히 우발적이고 특정된 계약을 체결하는 것보다는 대리인에게 광범위한 재량권을 위임하는 것이 회사경영의 주어진 틀 속에서는 일반적으로 효율적이라고 생각한다. 대리의 본질은 재량권의 위임에 있다. 본인으로부터 단순히 지시만을 받는 자는 법률적으로는 대리의 하위범주에 속하는 사용인이라고 부른다. 계약당사자관계면에서 대리인과 주주 사이의 거래비용은 낮은 것 같다. Coase의 분석에 의하면 주주에게보다는 경영자에게 결정권을 위임하는 것이 순대리비용인 결정비용을 최소화한다고 한다. 연역적으로 볼 때에 주주를 위한 집단적 행동(collective action)의 문제는 이러한 결과를 시사하고 있다. 동시에 이와 같은 광범위한 위임 또는 개방형 대리계약(open agency contract)은 최종고용기간(last employment periods)중의 특별한 인센티브문제를 야기하며, 법원의 일정한 보수조정역할이 없이는 용이하게 해결되지 않는다.

1. 소유와 경영의 분리

(1) 투자자결정의 비용

기업의 규모가 작고 결정이 단순한 경우에는 대개 소유와 경영은 일치하는 것으로 나타난다. 그러나 기업이 성장하여 분산된 대중투자자를 갖게 되면 그 결정은 더욱 전문화되며, 여기에서는 한정된 수의 소유자인 경영자에 의하여 소유되는 경우보다 더욱 다양한 지식이 요구된다. 조직체계가 복잡한 구조로 발전하면 통제(monitoring) 역시 더욱 어렵고 전문화되고 통제와 결정의 비용은 높다. 소규모의 기업의 경우에만 많은 결정을 투자자 자신에게 맡기는 것이다.

기업이 공개되면 흔히 대부분의 공개기업이 갖는 복잡한 결정구조를 형성하게 된다. 전형적으로 기업의 확장단계에서는 이들 기업은 예상되는 결과 면에서 잘 다져진 기업의 경우보다 훨씬 많은 변화에 직면하게 될 것이다. 일반적으로는 이들 기업의 경영자들이 변화하는 기회와 도전에 대응할 수 있도록 그들에게 최대한의 유연성을 주는 것이 더욱 효율적일 것이다. 또한 많은 경영자들이 여전히 회사자본의 과반수를 소유하고 있는 설립자들일 것이기 때문에, 이해충돌이 있더라도 기업에 대한 불성실의 위험은 낮다.

(2) 우발적 대리계약의 부수조건

거래계의 실증결과는 앞서 언급한 모델과 일치하고 있다. 일반적으로 자산양도, 해산 또는 합병 등과 같이 법률에 의하여 주주에게 유보된 결정만이 주주의 의결권행사의 대상이 되는 것 같다. 그 결정권이 선택적인 경우에 대부분의 기업들은 이사회에 결정권을 위임하는 것을 선택하였다. 따라서 신주발행에 관한 결정은 현재 필요한 주식만의 발행을 위임하고 또 백지우선주(blank preferred) 발행의 위임은 거절하는 등의 방법으로 주주들에게 유보될 수 있다. 대량주식과 자산의 매각은 정관 또는 제정법상의 규정에 의한 주주의 승인요건에 따라서 이루어질 수 있다. 이러한 주주승인요건은 대리인의 재량권을 확대함으로써 그 남용의 우려가 있긴 하지만 당장 필요한 회사운영자금을 초과하더라도 대량의 증권발행을 위임하기로 한 투자자들에 의하여 포기되는 수도 있다. 현재 경영자에게 부과된 유일한 제한은 주주의 승인 없이 발행될 수 있는 주식금액의 한도를 정하고 있는 증권거래소의 규칙뿐이다.

이사회는 회사정관을 통하여 투자자와 효과적으로 계약을 체결할 수 있다. 다양한 거래에 관여할 수 있는 권한은 엄격하게 제한될 수 있다. 매각을 위한 주식발행은 현재의 자금조달에 필요한 것으로 제한할 수 있고, 백지우선주는 배제할 수 있으며, 중요한 자기주식취득과 자산매각에는 주주의 승인을 받도록 할 수 있다. 이들 중의 일부는 지배주주에 의한 기회주의가 우려되는 폐쇄회사에서 볼 수 있고, 공개회사에서는 일반적으로는 관찰되지 않는다.

신주발행에 주주의 승인을 요구하는 경우는 극히 드물다. 신주발행은 기존 투자자의 이익을 희석시키고, 지배권을 경영진 또는 경영진에게 우호적인 자들에게 이전시키거나 또는 가장 높은 가격을 쳐줄 수 있는 자들에게 지배권이 이전되는 것을 저지할 수 있다. ALI의 연구자들은 중요한 신주발행 이전에 주주의 사전동의를 요구하고 있는 NYSE의 규칙과 유사한 룰에 찬성했다. 이것은 증권거래소의 규칙으로, 특별히 금지된 일정한 행위가 투자자에게 불리하기 때문에 극단적으로 제한적인 의사결정의 규칙을 따르도록 한 것임을 시사한다. 이러한 추론은 평균적으로는 맞는 말이 될 수 있지만, 많은 사례에서 투자자들은 이러한 규칙을 무시할 때에 이익을 향유할 수 있고, 따라서 그들은 경영자들이 증권거래소의 규칙을 위반하는 것을 선호할 수 있다. 로크업에 관한 앞서의 논의는 그러한 약속이 모두 주주에게 해로운 것은 아니라는 점을 보여준다.

NYSE의 규칙은 주주의 동의 없이는 회사의 의결권 있는 사외유통주식의 18.5%를 초과하

는 신주발행을 금지하고 있다. 경영자들이 정관개정을 제안하든지, 또는 규칙을 위반하는 경우에 직위해제될 것을 거래소와 사적으로 보증계약을 체결한다면 이러한 요건을 준수하는 것은 간단한 일일 것이다. 그러나 우리는 일반적으로 경영자들에 의한 그러한 행동을 이해하지 못한다. 왜냐하면 충분히 신뢰할 수 있는 계약서를 작성하는 비용이 많은 기업에게 너무나 높은 것으로 나타나기 때문이다. 주주의 동의 없이 18.5%를 초과하는 주식의 발행이라도, 예컨대 로크업 옵션의 발행이 경쟁적인 기업인수자로 하여금 높은 매수가격으로 경쟁매각에 참가할 수 있도록 유도하는 데 필요하다면, 주주의 이익을 위하여 좋을 수도 있을 것이다.

앞서 그린메일, 포이슨 필 기타의 다른 방어책 등과 같은 대상에 대하여 특별한 계약이 없음을 언급한 바 있다. 필자는 초특별다수결의를 요구함으로써 제한적인 상어퇴치식 방어책을 정관에 규정하기 위하여 경영자가 주주의 무관심을 이용하지 못하도록 금지하거나, 로크업 옵션의 부여를 금지하거나, 주주에게 신주인수권을 부여할 수 있는 경영진의 권한을 제한하거나, 기업인수기간 동안에 자기공개매수를 수행할 수 있는 경영진의 권한을 제한하거나, 대상회사의 소송제기를 금지하거나, 또는 이원적인 보통주식의 발행을 금지하기 위한 정관변경이 광범위하게 이용되고 있는지에 대하여는 아는 바 없다. 그린메일은 3~5%를 초과하는 대량주식이 재매입되기 이전에, 주주의 승인을 요구하는 정관변경을 통하여 경영자로부터 박탈하고자 했던 계약적 행동의 하나임을 시사하는 것이다. 이러한 정관변경은 상대적으로 최근에 발전된 것이며, 소수의 기업에서만 그것을 채택하였다. 그러한 정관변경은 어떤 경우에는 투자자에게 이로울 수 있겠지만 모든 경우에 다 그런 것은 아니라고 할 수 있다. 기업인수에 대응함에 있어서 경영자의 기회주의에 대한 기관투자자의 관심사항에 비추어 볼 때에, 그러한 정관변경을 드물게 채택한다는 것은 이것이 주주의 무관심을 시사한다기보다는 오히려 기존의 새로운 기회가 충분히 가치가 있다는 것을 투자자가 확신하지 못하고 있음을 시사하는 것이다.

이사회가 심지어 대표이사에 대하여도 좀처럼 특별한 계약을 작성하지 않는다는 사실은 이러한 주장을 뒷받침하는 확증적 증거를 제공하고 있다. 임원의 권한이 이사회에 권한보다 더욱 제한되는 경우에 주된 신뢰는 계약의 내용보다는 임원의 행동의 통제, 임원의 인센티브계약 그리고 사후의 보수조정에 주어진다. 이 임원들은 즉시 해고될 수 있기 때문에 이사회에 의지에 따라 수년 동안 임무를 수행하는 전형적인 것이다. 대부분의 경우에 서면의 고용계약이 작성되는 예는 없다. 보다 최근에는 그러한 계약이 회사의 특정한 인적자원을 보호하기 위하여 보다 보편화되고 있기는 하지만, 계약에는 여전히 임원의 의무를 구체화하지 않고 있다. 이것은 계약의 서면작성비용이 높다는 것을 보여주는 것이다.

2. 지배권매각에 관한 집단적 결정의 비용

공개기업에 있어서 수동적인 투자자들은 일상적인 경영에 관한 의사결정에는 관심이 없지만, 기업매각에 관한 의사결정의 경우에는 다르다고 할 수 있다. 투자자들은 경영자만큼 기업의 가치를 결정할 수 있다. Gilson의 주장에 따르면 경영자들은 기업인수경쟁에 대항하기 보다는 보다 나은 가격제시를 추구하면서 경매역할로 그 행동이 제한되어야 한다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 협상은 복잡한 것이다. 특정한 기업인수에 대항하는 것이 정확하게 얼마의 비용이 드는지를 스스로 결정함에 있어서는 투자자의 힘을 유지하기 위한 의사소통과 조정의 비용으로 인하여 집단적 의사결정에 역시 높은 비용이 수반된다. 그밖에 이러한 대안은 지연으로 인하여 비용이 증가하기도 하고, 여기에는 주주의 무관심문제도 포함된다. 모든 주주가 자기들의 주식에 대한 가능한 최고의 가격을 얻고자 하지만, 협상은 상대적인

게임으로서 여기에서는 회사와 그 가치에 대한 것은 물론이고, 기업매수자의 선호사항, 능력과 사전의 위법행위에 관하여 상세하게 아는 것이 필요하다.

기업매수에 대한 경영진의 대항권고를 승인해 주도록 요청받는 대상회사의 주주들에 대한 정보비용은 높을 수 있다. 그 기업매수는 “부적절하다”고 내린 경영진의 결론은 기업가치가 현재의 시장가격과 매수가격을 초과한다는 개인적인 정보에 기할 수도 있고, 반면에 지배권을 유지하고자 하는 욕망에 기초할 수도 있다. 주주는 특정의 사례에서 이들 요소 중 어느 것이 존재하고 있는지를 결정할 수 없기 때문에, 경영진의 모든 권고를 수용하거나 거절하는 것은 어느 것도 주주의 이익과는 관계가 없다.

개별적인 기대가격(reservation price)이 그렇듯이 다양한 투자자들의 목적은 상호 충돌하는 것이다. 주주들은 기업매수자보다는 주주들 상호간에 전략적 흥정을 도모할 수도 있을 것이다. 이와 같은 주주행동은 지배권의 매각으로 발생하는 이익을 분산시킬 수 있다. 투자자들이 단체일지라도 그들이 성실한 경영진의 결정보다 우월하게 결정할 가능성은 상당히 희박하다. 실제로 투자자들의 집단적 결정은 경영진의 결정보다 열악할 것이다. 투자자와 경영자 사이에서 누가 회사의 매각을 위한 결정을 하여야 하는지의 선택으로서 문제를 제기하는 것은 잘못된 이분법일 수 있다. 그 대신에 실질적으로 제기되는 문제는 경영진의 성실성을 담보하는 것이다.

3. 대리계약

여기서는 회사경영자들과 체결한 실제계약의 예를 검토하고자 한다. 이 계약들은 개방되는 것이 일반적인데, 경영자와 주주의 이해관계를 일치시키기 위한 강력한 인센티브약정을 갖고 있다. 투자자들은 사전에는 경영자의 재량권을 존중하고, 인센티브약정이 의도한 효과를 달성하지 못한 경우에 실패한 대리인과 재협상하거나 보수를 조정할 뿐이다. 이러한 대리계약의 일반성과 개방성으로 볼 때에 사전에 바람직한 행동과 바람직하지 못한 행동을 특정하는 것은 비효율적이라는 것이 강력하게 입증되는 셈이다.

(1) 특정의 대체수단으로서의 인센티브약정

투자자들은 일반적으로 경영자들에 대하여 특별한 제한을 두는 것을 선택하지 않았다. 실제로 지난 세기 동안 미국의 회사법은 정반대의 방향, 즉 경영진의 유연성을 극대화하는 방향을 추구하였다. 일반적으로 이러한 움직임의 전면에서 있는 델라웨어주는 “바닥을 향한 경주”(race of bottom)가 아니라 “경영진의 유연성을 향한 경주”(race for management flexibility)의 승리자로서 언급되어 왔다. 델라웨어주 회사의 경우 경영진의 유연성은 투자자들에게 유익하였다는 실증이 있다. 이 실증에 의하면 기업은 일반적으로 대리인의 의무를 특정하지 아니하고, 오히려 주주의 이익을 위해 경영자들이 광범위한 권한을 사용할 수 있도록 인센티브약정의 이용을 통한 경영자들의 동기유발을 선택해 왔다는 점이 시사되고 있다.

1) 보상약정

최근 몇 년 동안에 경영진의 동기를 유발하고 경영진의 이해관계와 투자자의 그것을 일치시키기 위한 인센티브보상책의 이용에 관한 문헌이 현저히 증가하였다. 고정적인 보수약정은 기업이윤의 극대화를 기하기 위한 경영자들의 동기유발에 별로 기여하지 못한다. 현재의 성과에 기초한 보너스는 장기적인 사업에 있어서 투자를 촉진하는 데 별로 기여하지 못한다. 경영자들은 때로 주식 및 회사에 대한 주식관련권리의 형태로서 상당한 보상을 받기도 한다. 다양한 형태의 유보된 보상책(deferred compensation)이 임원의 예상고용기간을 연장하고, 또 임원의 이해관계와 주주의 그것을 일치시키기 위하여 사용되고 있다.

종업원지주제도는 어떤 문제는 해소하기도 하지만 몇 가지 인센티브문제를 야기할 수 있다. 경영자에게 가능한 성과에 따라 권리를 부여함으로써 옵션은 경영자들이 단일기업에의 과다 투자로부터 경험하는 위험혐오감을 개선할 수 있을 것이다. 옵션계획들에는 투자자에게 예상되는 장기적인 부의 증가에 대한 보상이 포함되는 특별한 장점이 있다. 왜냐하면 주가는 주주에 대한 장기적인 예상지급액을 반영하여 현재가치로 할인되어 나타나기 때문이다. 경영자들이 상대적으로 단기간 동안에만 현재의 지위에 있을 것이라고 예상하는 경우에 이러한 지급제도는 그 기간의 범위문제를 해결하기도 한다.

우발적인 보상계획에는 어려움도 있다. 보상을 받을 만한 모든 우발적인 상황과 정확한 보상금액을 특정하는 것은 대리인의 적정한 행동을 특정하는 것처럼 어려울 수 있다. 경영팀의 구성원을 위한 보상계획을 설정하는 것은 유일한 하나의 예이다. 옵션계획들이 기업인수의 시점에서 경영자와 주주의 이해관계를 완전히 일치시키지 못하므로, 다른 종류의 보상계획을 위한 성과측정기준을 특정하기란 일반적으로 인식된 사업취득의 협상모델이 없는 상태에서는 매우 복잡할 것이다.

2) 보수조정의 역할

대리인의 의무를 특정하면 불확실한 조건하에서 대리인의 재량권을 제한하기 때문에 그러한 계약체결의 거래비용과 과거의 기회 양면에서 모두 비용을 수반한다. 이와 마찬가지로 특별한 보상을 받을 만한 성과를 특정하는 것도 역시 비용이 수반된다. 결과적으로 경영자는 회사경영기간의 재무성과가 결정된 후에는 승진, 고용계약의 재협상, 또는 보너스 등 어떤 형태로든 보수의 조정을 약속받는 수가 있다. 경영진의 인센티브와 주주의 그것을 일치시키는 쪽으로 경영진의 보상을 계획하여, 경영자에게 임기의 전반기의 최저실적보다는 적게 그리고 후반기의 최저실적보다는 많은 금액을 지급하면, 기업인수로 인한 경영권의 이전은 경영진의 기대를 실망시킬 수 있다. 왜냐하면 새로운 소유자는 전반기 동안에 보수를 조정할 아무런 인센티브를 가지고 있지 않기 때문이다. 따라서 기업의 지속적인 경영에 있어서 경영진의 보상책이 대리비용을 감소시키더라도 적대적 기업인수가 갑작스럽게 나타날 경우에는 대리비용을 증가시킬 수도 있다.

(2) 유용가능한 준지대의 문제

다음의 대리문제는 위에서 언급한 해결책과는 단지 부분적으로만 상통할 수 있는 것 같다. 일반적으로 그 문제를 준지대(quasi-rent, 주: 토지사용 이외에 서비스의 제공으로부터 얻게 되는 비용을 초과하는 수익)와 관련된 것으로 성격지우면, 적어도 한 가지 문제점은 경제적인 의미의 진정한 지대와 관련된 것일 것이다.

1) 문제점

모든 기업투자는 기업별 특성이 있는 것이고, 정도의 차이는 있지만 유용가능한 준지대(appropriable quasi-rent)를 창설한다. 기업의 대리인은 고용기간이 끝나면 쉽게 흩어질 수 있는 기업 특유의 인적자원에 투자하도록 요청받는다. 경영자들이 고도로 전문화되어 있는 경우에 그들의 최적이용가치(salvage value)는 낮을 수 있다. 이러한 이유 때문에 경영자들은 경쟁관계에 있는 경영진이 기업의 지배권취득을 위하여 경쟁할 때에 종종 과민반응을 한다는 견해가 폭넓게 지지받고 있다. 이제까지 증거는 불분명하지만, 지배권취득이 실패한 경우에 대상회사의 주주들이 거대한 시장손실을 겪는다는 주목할 만한 실례가 있다. 경영자들이 직면하는 위험을 고려하면 이러한 행동은 이해할 수 있는 일이다.

상대적으로 일반적인 경영수완이 있고, 고액의 보상을 받는 임원의 지위에 오른 경영자들조차도 자신들의 서비스시장이 매우 빈약하다는 것을 알 수 있을 것이다. 권한이 많고 고액의

보수를 받는 지위는 단순히 현경영자를 위한 시장의 빈약성 때문에 준지대를 야기하는 수가 있다. 경영자들이 성공적이지 못하고 과다보상을 받음으로써 준지대뿐만 아니라 진정한 의미의 경제적 지대를 야기하는 경우에 이러한 문제는 더욱 악화된다. 이러한 지위에 있는 자들은 자신들에게 주어질 차기의 최상의 (고용)기회는 상대적으로 열악하다는 것을 알게 될 것이다.

경영자들의 실적이 차기에 귀속될 이익, 즉 사후 승진의 기대 또는 과거의 성과에 기초한 보너스를 통한 보수조정 등으로 연결되었을 경우에, 이사회와의 좋은 지속적인 관계에 대한 경영자들의 의존도는 증가한다. 경영자들은 일반적으로 현 이사들의 성향을 알고 있고, 따라서 그들과의 신뢰관계는 반복되는 거래를 통하여 발전한다. 실제로 경영자들은 새로운 이사를 선정하는 데 중요한 역할을 수행하기도 한다. 투자자를 위하여 충실하게 자신의 통제 및 협상역할을 수행함으로써 시장에 그들이 면밀하게 조사되고 있고, 또 주기적으로 심사되고 있다는 신호를 보낼 자들을 선정하는 것은 경영자들의 관심사항에 속한다. 그러나 경영진은 완전히 새로운 이사회를 가진 장래의 소유자가 이러한 관계를 인정하거나, 과거의 업무수행에 대한 보수의 조정을 확신하지 못한다. 실제로 현경영자들은 새로운 소유관계하에서는 자신의 지위를 상실할 수도 있다.

주식매입선택권제도는 과거에는 경영자의 이해관계와 주주의 그것을 일치시키는 수단, 특히 경영자들로 하여금 현재의 경영성과뿐만 아니라 장기적인 이윤을 평가하게 하는 하나의 수단으로서 언급되어 왔다. 옵션계획들은 현재 진행중인 사업의 관계 속에서는 경영의사결정의 대리비용을 감소시킬 수 있는 반면, 지배권쟁탈의 관계 속에서는 정반대의 효과를 가질 수도 있다. 소수주주축출합병에서 옵션은 기업인수 이전의 옵션의 시장가치가 아니라 옵션의 행사가격과 축출가격의 차액을 지급하고, 따라서 옵션소지자들은 시장가격과 행사가격의 차액을 박탈당하는 것이 보통이다.

그러나 준지대의 문제는 상호적인 것이다. 적대적 기업인수에 대항할 수 있는 재량권의 부여를 통하여 투자자의 기회주의로부터 보호를 받는 경영자들은 회사의 다른 투자자들로부터 준지대의 유용을 위하여 창설된 권한을 사용할 수 있을 것이다. 따라서 경영자들이 신주발행 또는 신주인수권에 대한 재량권을 가지거나, 또는 그린메일이든 선별적 자기공개매수이든 자기주식을 매입할 재량권을 가지는 경우에 경영자들은 자기 자신의 지위를 보전하기 위하여 회사의 가치를 감소시킬 수 있다. 심지어는 경영진팀의 변경이 회사의 모든 투자자들의 이익에 부합하는 경우에조차도, 이러한 단 한 번의 조치로도 장래의 모든 기업인수경쟁자를 배척하고, 따라서 현 경영진을 보호할 수 있을 것이다.

2) 유용에 대한 보험가입

소유자가 자기재산의 대부분을 구성하는 투자자산의 손실로부터 자신을 보호하는 한 가지 방법은 보험에 가입하는 것이다. 자산 중 투자금액이 작은 경우에는 소유자가 스스로 위험을 감수할 것이고, 다양한 투자대상을 가지고 있는 분산된 주주는 바로 여기에 해당한다. 그러나 투자규모가 커짐에 따라, 소유자는 자신의 위험을 타인과 함께 분산시키고자 하는 동기유인을 갖게 된다. 일부 노동조합의 단체협약에서는 해고로부터의 보호를 위하여 고용보험을 들도록 명시적으로 규정하고 있다. 사회보험제도 역시 노동시장의 구성원에 대하여 제한된 금액의 실업보험제도를 제공하고 있지만, 고액보수를 받는 회사경영자들에게는 미약한 인센티브만을 제공하는 것으로 그 적용범위가 매우 제한되어 있다.

최근 들어 임기만료시에 지급하는 것으로서 소위 “금낙하산”(golden parachutes)이라는 것을 규정하는 계약을 통하여 지배권의 변경으로 야기되는 실직으로부터 보호책을 갖기에 이

르렀다. 이 계약은 일반적으로 경영자에 대한 퇴직금의 지급을 약정하는 것인데, 이것은 회사의 지배권이 변경되는 경우, 그 후 경영자가 회사를 그만두거나 또는 책임이나 지위 또는 보수에 상당한 변경이 있는 경우에 적용된다. 회사지배권시장을 비효율적인 경영진을 교체하는 수단으로 보는 자들은 이러한 퇴직금 지급을 “낭비”라고 본다. 왜냐하면 그 계약은 교체할 정도로 경영을 잘못된 경영자들을 능력 있는 경영진이 보상하도록 하는 것이기 때문이다. 무능한 경영진을 교체하는 것이 회사지배권시장의 유일한 역할이라 하더라도, 이러한 퇴직금 지급의 약속이 무능한 경영자들의 준지대 문제를 해결하고 그들이 지배권경쟁에 있어서 과잉행동을 하지 못하도록 유도하는 것이라면, 그것은 투자자들의 재산이 더 악화되는 것을 의미하지는 않는다.

회사지배권시장의 기능이 무엇이든간에 그러한 계약은 경영진의 행동에 긍정적 효과를 줄 것은 명백하다. 경영자들은 준지대의 손실에 대한 보험에 가입하는데 그 보험은 최대의 위험부담자인 분산된 주주들에 의하여 제공된다. 금약하산 지급에 비용이 수반되더라도 그들은 이윤을 남기고 회사를 매각하는 것을 허락함으로써 전체적인 대리비용을 감소시킬 수도 있을 것이다. 이 경우에 금약하산의 지급은 지배권매각이득을 주주와 경영자 사이에 분배하는 것을 단순히 조정하는 것에 불과하다.

외견상 퇴직수당의 지급계약은 단순히 대리인의 기회주의의 한 형태라는 이유에서 금약하산의 지급은 국내소득세법상 징벌적 과세에 의하여 제한되고 있다. 대규모의 퇴직수당지급 때문에 이는 신문의 헤드라인을 쫓는 정치인들에게 비난받기 쉽다. 투자자의 관점에서 그러한 지급은 제한되어야 한다는 입법의 시도가 있다. 이 계약은 현 경영진이 회사경영을 계속하는 한, 회사에 아무런 비용을 부담시키지 않기 때문에 이 계약의 일반적인 채용을 예상할 수도 있다. 그런데 많은 회사들이 이 계약을 채택하지 않았다는 사실은 내국소득세법상의 과세태도에 기인한 것이라 할 수 있다.

금약하산계약의 체결과 이용을 제한하는 또 다른 장애도 있다. 이사회와 지속적인 관계에 있는 경영자는 금약하산계약시행의 정당화수단으로서 자기 자신의 잠재적인 불성실을 지적하는 것이 어렵다는 것을 알 것이다. 이사회는 어떤 계획을 시행하기 위하여는 경영자들에게 의존하여야 하기 때문에, 경영자가 기업인수경쟁의 위험이 낮다고 믿는 경우에는 불성실 위험의 증대에 따르는 경영자의 비용은 훨씬 높을 수 있다.

경영자의 인적자본의 최적 고용가치를 특정하는 데에도 비용이 수반된다. 예컨대 지배권변경관계에 있어서는 각 경영자당 위험에 놓여 있는 회사특유의 인적자본의 가치를 특정하는 데에는 상당한 어려움이 있다. 실제로 특정한 인적자본의 가치는 시간에 따라 변화할 수 있고, 또 계약에서 특정하기는 특히 어렵다. 지배권변경을 조건으로 한 보수가 경영자들의 손실을 충분히 보상할 수 없을 정도로 불충분한 경우에는 경영자들은 자기방어를 위하여 노력을 기울일 것이다.

경영자들이 기업매수에 직면할 때에는 더 큰 어려움이 발생한다. 자신들이 서비스시장에 대한 평가에 적극적으로 관여하지 않는 경영자들은 자기회사에 대한 기업매수청약을 받아들이기에 앞서서 대체고용(alternative employment)을 모색하게 되므로 그 서비스의 최적 가치에 관한 정확한 정보에 신속하게 접근하지 못할 것이다. 많은 최고경영자들에게 그 시장은 열악할 것이기 때문에, 기업매수의 절박한 사정이 그러한 행동을 제약하는 때에는 상당한 비용을 들여서 광범위한 조사를 할 필요가 있다. 따라서 경영자는 자기 자신의 최적 고용가치를 저평가하게 되고, 약속된 금약하산 지급은 부적정하다는 결론을 내릴 수 있다. 이러한 경영자들은 모든 기업매수경쟁자들에 대한 저항의 형태로 사전에 약정되지 않은 지위보호를

피하기 위하여 회사자원을 이용하고자 하는 유혹을 받게 될 것이다.

3) 기업매수의 격퇴 후의 보수조정

불성실하게 행동하고, 또 주주들에게 이익이 되었을 기업매수를 격퇴시킨 경영자는 보복으로부터 결코 자유롭지 못하다. 그러나 장래 보수조정의 인센티브적 효과는 최종 고용기간의 문제 때문에 기업매수경쟁의 국면에서 현저하게 약화된다. 가능한 장래 보수의 조정에 있어서는 기업인수가 성공하였다면 한푼의 보수도 받지 못할 가능성을 고려하여 감액되어야 할 것이다. 불성실한 경영자가 분노한 이사회에 의하여 해임된다 하더라도, 성실하게 행동함으로써 새로운 소유자에 의하여 교체되는 경우에 비하여 경제적으로 더 손해 볼 것은 없다. 기업매수를 격퇴시키는 데에 있어서 불성실에 대한 벌칙으로서 행하여진 엄격한 보수삭감은, 예컨대 아직 확정되지 않은 장래의 스톡옵션상의 다른 투자가치보다 그 가치가 적을 것이다.

모든 주요 방어책의 행사에는 이사회 동의가 필요하므로, 심지어는 이해관계 없는 이사회조차도 기업매수경쟁을 격퇴시키는 데에 역할을 했을 것이다. 이해관계 없는 이사회는 경영진 때문에 자기들이 과잉반응을 하게 되었다는 혐의에 대하여 거칠게 반응하기는 쉽지 않을 것이다. 방어책의 행사로 인한 결과예측이 어려운 불확실성의 상황에서, 판단의 문제는 이사회와 경영진이 서로 거래하고 있다는 사실 때문에 복잡하게 된다. 심지어 그 결과가 결정된 이후에도 이사회는 기업매수의 격퇴가 주주의 최상 또는 최악의 이익과 관련되어 있는지를 확정하지 못할 수 있다. 경영자들이 기업매수의 격퇴를 권고함에 있어서 자기이익을 위하여 행동하고 있었다고 이사회가 결론을 내리기까지는 수년이 걸릴지도 모른다. 주식을 제공할 기회를 상실한 주주들에 의하여 제기될 대표소송 때문에, 이사회가 자신의 과실을 인정할 가능성도 희박하다. 개인적인 재산에 위협이 될 수 있는 소송의 와중에서 실수를 자백하고 또 수정적인 행동을 취한다는 것은 어렵다.

기업매수를 격퇴한 이후의 보수조정은 통상적인 수단으로는 적절하게 통제될 수 없는 어려움을 시사한다. 이사회는 장래의 업적달성을 위하여 동일한 경영자들에게 동기를 부여하여야 하기 때문에, 인센티브보상책을 부정하는 것은 권고할 만한 것이 아니다. 해고(termination)는 발본적인 대책인데, 이것은 이사회가 경영자들이 권고한 방어책들을 승인하면 그 대책의 채택을 꺼려하는 것이다. 불확실성의 상황하에서 다양한 과정의 행동을 평가한다는 것은 어려운 일이다. 분노한 주주들에게는 이사회, 심지어 사외이사들로 구성된 이사회가 불성실한 경영자들의 보수를 조정함에 있어서 그들이 충분히 경계하거나 적극적이지 않았다고 믿는 경향이 있다는 것은 약간 이상하다. 소송의 폭주는 적어도 부분적으로는 그러한 류의 소송에 의하여 가열되어 왔다.

V. 사법심사의 대리비용모델

과거의 행동에 대하여 대리인에게 보상을 하는 데에 있어서 법원을 소유자의 수임인(proxy)으로서 대체하는 것은 긍정적이든 부정적이든 그 자체의 난점을 초래한다. 경영진의 성실성이 만족스럽게 이행된 지배권변경의 상황에 있어서 사법부존중의 원칙은 경영자들의 이해관계 없는 결정에 계속적으로 적용되어야 한다고 본다. 이해충돌이 존재하는 경우에 법원은 경영자들의 행동이 주주들의 이익에 부합한다는 것을 명백하게 입증할 책임을 경영자들에게 전환하여야 할 것이다.

기업매수의 국면에서 경영자들의 결정에 대한 사법심사의 모델을 개발하는 데에는 경영진의 동기를 조사하고, 소송제기자들이 그 결정에 관한 정보에 대한 접근이 필요하다. 물론 기업매수에 대항하는 것이 경영자들에게 어떤 비용과 이익을 주는지를 조사함으로써 가능한 성

실성을 결정할 수 있다. 현존하는 실증분석문헌에 의하면 이미 강력한 가이드라인이 제시되고 있다.

1. 대리행위의 성실성 판단

대리행위의 성실성에 대한 사법판단은 일단은 단순한 것 같다. 대리인이 회사와 재화나 서비스의 매수인 또는 매도인 중의 하나일 경우에는 성실성의 문제는 관련되지 않지만, 대리행위에 대한 보상은 대리인이 또한 이사인 경우에 성실성의 문제를 포함하는 것으로 보인다. 그러나 회사자원의 배치 또는 제3자의 계약권유에 대한 대처의 결정은 일반적으로 성실성의 문제와 관련된다고 생각되지는 않는다. 자기거래의 명백한 기준이 제시되곤 하지만, 실제로 법원은 이해충돌을 확인하여 그 문제를 처리하기 위한 일관성 있는 원칙을 개발하는데 곤란을 겪어 왔다.

지배권의 문제는 법원에 곤란한 문제를 제기해 왔다. *Panter v. Marshall Field*(646 F.2d 271(7th Cir. 1981)) 사건에서 다수 판사와 소수 판사간의 논쟁은 현재의 혼동을 잘 보여주고 있다. 지배권쟁탈의 국면에서 경영진은 새로운 사업입지를 매입하였는데, 그것은 기업 매수자에 대한 관계에서 극복할 수 없는 독점금지문제를 야기하였다. 법원의 그러한 결정은 사업판단의 원칙의 문제와만 관련되는 것인가, 아니면 좀더 구체적으로 조사하여야 할 성실성의 문제와 관련되는 것인가? 이러한 쟁점에 직면한 대부분의 법원은 오로지 사업판단의 원칙문제만이 관련되었다고 주장하였다. 일부 소수 법원은 그와 반대의 입장을 지지하였는데, 그것도 예외적이었던 것 같다. 예컨대 *Norlin Corp. v. Rooney, Pace Inc.*(744 F.2d 255(2d Cir. 1984)) 사건에서 법원은 종업원지주계획(ESOP)을 창설하고 자금을 조성하는 과정에서 불성실성을 발견하였지만, 그것은 단지 경영진이 ESOP에 발행할 주식의 의결권 행사를 통제하였을 것이기 때문이고, 또 기업매수자가 출현한 다음에 그 계획이 부당하게 성급하게 창설되었기 때문이다. Posner 판사는 포이슨 필의 채택에 사업판단원칙의 기준을 적용하자는 중간적 입장을 취한 것으로 보이는데, 그는 풋 필(put pill)을 통하여 이사회가 정한 예정가격이 절차적인 면과 경제적인 면에서 지지할 만한 것인지에 대한 사실조사를 위하여 하급심에 환송하였다.

일부 법원에서는 이해충돌의 문제와 사업목적기준이 적용되는 다른 문제를 구별하고자 하였다. 즉, 일정한 행위에 사업목적이 존재하면, 이해충돌의 문제는 전혀 관련되지 않는 것으로 언급되었다. 첫째, 이 기준은 *Bennett v. Propp*(41 Del..Ch.14, 187 A.2d 405(1962)) 사건 등과 같은 일부의 사례에서 이사들은 회사의 행위를 위하여 투표함에 있어서 이사들 자신의 동기에 따르기 때문에, 동일한 거래에 유사하게 투표한 서로 다른 이사들에게 서로 다른 결과를 가져올 수 있다. 둘째, *Panter* 사건의 다수와 소수 의견이 시사하듯이, “사업목적”은 어떤 결정에 도달함에 있어서 순전히 이기적인 대리행위의 동기가 갖는 의미에 대하여 시사하는 것이 거의 없다. 셋째, *Cheff v. Mathes*(41 Del. Ch. 494, 199 A. 2d 548(1964)) 사건이 시사하듯이, 거의 모든 행동에서 다양한 사업목적은 찾는 것이 가능하고, 또 필요하다면 변호사들이 그것을 만들어내는 것도 가능하다. 넷째, *Unocal v. Mesa*(493 A. 2d 946(Del. 1985)) 사건에서와 같이, “강압적인” 2단계 매수가 대상회사 자체의 강압적인 자기공개매수를 위한 정당화 근거로 작용하는 경우에 법원은 쉽게 속는다.

방어책의 행사에 경영자의 자기이익이 “주된 동기”라는 사실을 원고가 입증하도록 하는 “사업목적”기준은 실질적인 쟁점을 가려내는 데 더 이상 유용하지 못하다. 법원이 개인의 동기는 사법심사에 있어서는 너무나 주관적인 것이라고 하여 거절한 적이 있다. 불행하게도 사업목적기준은 보다 객관적이고 만족스러운 대체수단이 되지 못하였다. 소수주주추출합병의

경우 델라웨어 법원은 이 기준을 폐기한 바 있다.

최근까지 델라웨어 법원은 경영진이 방어책의 행사를 위한 다채로운 사업목적은 제시할 수 있는 한, 방어책의 행사를 사업판단의 문제와 관련되는 것으로 취급하였다. 그러한 입장은 경영자들이 2단계 정크본드 매수경쟁의 강압성으로 인하여 투자자의 재산이 위협을 받을 수 있다고 주장할 수 있는 한, 경영자들로 하여금 자기공개매수, 포이슨 필 등과 같은 가장 강력한 방어수단의 사용을 허용한 것이라고 할 수 있다. 그러한 주장은 거의 항상 있을 수 있기 때문에, 델라웨어 법원은 경영진의 불성실문제로 눈을 돌리는 것 같다.

그러나 동시에 델라웨어 법원은 이러한 방어책의 행사권한은 회사의 지배권을 매각할 수 있는 모든 권한을 주주로부터 이사회에 이전시킨다는 사실을 인정하였다. 대체로 델라웨어 대법원은 일단 기업매수청약이 경영자의 방어책 행사를 야기하였다면, 마치 경영자 행동이 성실성문제를 야기한 것과 같이 면밀한 심사를 받는 것이라는 입장을 취해 왔다. Unocal 사건에서 경영자의 방어가 “노출된 위협과 관련하여 합당하다”는 점을 경영자가 입증하여야 할 것이라고 판시하였다. 이러한 접근방식에 있어서 문제는 방어적 행동의 합리성에 기초하여 경영자의 행동이 성실한가, 아니면 불성실한가의 여부를 결정하는 것은 법원으로 하여금 복잡한 사업판단의 지혜를 판단하는 어려운 입장에 처하게 한다는 점이다. 혹자는 델라웨어 법원은 이제까지 경영자의 성실성에 관한 실질적인 문제를 해결하는 수단을 강구하는 데에는 실패하였다고 결론지을 수 있을 것이다.

Unocal 사건과 Revlon v. MacAndrews & Forbes(506 A.2d 173(Del. 1986)) 사건에서 델라웨어 대법원의 사업판단에 관한 의문을 갖는 자와 같이, 필자는 이러한 종류의 심사는 가능한 한 경영자의 불성실성에 대한 보다 강력한 증거가 있는 경우에 한하여 제한되도록 하는 것이 바람직하다고 생각한다. 적대적 공개매수에 직면한 경영자들은 다른 투자자들과 전혀 동일한 선택의 기회를 갖지만 하나는 차이가 있다. 경영자들이 자기들의 주식에 대하여 매기는 기대가격은 회사고유자본의 예상손실에 대하여 자기들을 보상하는 데 필요한 금액만큼 증가된다. 통계적으로 볼 때 경영자들은 자신들의 지위의 상실률을 0.5의 가능성으로 예측할 수 있다. 경영자들의 예상손실은 그 가능성 그리고 회사의 피용자로서 받는 예상소득의 현재가치와 추후의 최상의 직업을 가졌을 경우에 예상되는 소득인 최적 고용가치의 차액으로 인하여 발생한다. 반면에 경영자들의 예상이득은 그들이 응모하는 주식의 이윤과 지배권의 변경으로 인하여 회사로부터 받을 수 있는 퇴직수당의 현재가치를 합한 것이다. 예상손실이 예상이득을 초과하는 경우에, 경영자들이 기업매수에 대항함에 있어서 자신들의 유용가능한 준지대를 보호하고자 하는 욕망대로 움직인다고 생각하는 것은 불합리하지 않다. 이러한 모델이 타당성이 있다는 실증이 있다. 즉 Walkling과 Long은 기업매수에 대항하는 경영자와 지지하는 경영자에게 미치는 기업매수의 부의 효과에 현저한 차이가 있음을 발견한 바 있다. 공개매수에 대항하지 않은 경영자는 그 매수가 성공하였을 경우에 연봉의 8.2배를 받은 것으로 나타났고, 반면에 대항한 경영자들은 고작 1.9배의 연봉을 받은 것으로 나타났다.

이 모델이 시사하는 것은 적어도 부분적으로는 기업매수에 대한 대응에 있어서 사외이사 또는 독립적 이사의 결정을 법원이 존중하는 것과 일치하고 있다는 점이다. 일반적으로 다른 곳에서 그들의 주된 소득이 생기는 이사들은 지배권변경의 경우에 거의 위협에 놓여 있지 않는 것으로 여겨지고, 또 성실(good faith)의 추정을 받는다는 이점이 있다. 그러나 이 모델은 사외이사들의 이해관계와 유사한 경영자들에게도 동일한 추정력(presumption)을 제공하게 될 것이다.

또한 이 모델은 경영자들의 인센티브가 주주의 그것과 적정하게 조화되지 않는 경우에 사외 이사들이 지배하는 이사회에 대한 행위에 관한 문제에도 적용될 수 있다. 다른 관련분야에 있어서 심지어 사외이사들은 경영진팀의 구성원을 포함하여 다른 이사들에 대한 “구조적 편견”(structural bias)으로 고통스러워한다는 견해도 있어 왔다. 구조적 편견에 대한 일부의 주장은 기업매수분야에서는 적용될 수 없는 반면에, 모든 이사들의 행동은 이해관계 있는 이사와의 제휴에 의하여 물든다는 가설은 실증적 조사 없이는 완전히 부정될 수는 없을 것이며, 또한 그것은 적어도 한 법원에 의하여 인용된 것으로 보인다.

이제까지의 실증분석에 의하면 총체적으로 이사회에 대한 인센티브가 주주의 이해관계와 정확하게 일치하는 경우에, 내부이사들과 사외이사들간의 차이를 나타내는 특성은 아무런 관련성이 없다는 점이 시사되고 있다. 관찰된 행동에 근거하고 있는 이 접근방식은 이사회구성원으로서의 지위로부터 독립이사가 갖는 권위, 자신의 직무에 대한 목시적인 비판에 대한 반작용 그리고 경영진으로서의 이사들과 갖는 개인적인 관계 등과 같이 미묘하고도 측정이 불가능한 심리적 요소들을 모두 종합적으로 고려하는 시도는 없다. 또한 그 방식은 이사회와 법원이 이미 존재하고 있는 인센티브문제를 극복하기 위하여 특별고용계약이 제공되는 특별위원회의 구성(이사들로만 구성도 가능)을 고려할 것을 허용하고 있다.

2. 대리인에 대한 정보책임의 부과

이제까지의 실증결과로는 많은 사례에서 경영진의 성실성에 관한 예견을 허용하기에는 불충분하다. 1.9배의 연봉과 8.2배의 연봉 사이에는 큰 격차가 있다. 그러한 격차 때문에 저고용률지대(grey area)가 형성되는데, 여기에서는 성실성의 추정력이 경영자들에게 부여되기 앞서 추가적인 실증결과가 필요하다. 그러나 그러한 모든 사례에 있어서 결론적으로 불성실성을 추정할 합당한 근거는 없다. 사실 불성실의 혐의가 있는 경영자들에게 인센티브의 효과에 관한 추가적인 증거를 가지고 스스로를 방어하도록 인정하는 것은 시기상조일지도 모른다.

경영자들의 이해관계가 주주의 그것과 부합한다는 추정을 받을 만한 지배권변경으로부터 경영자들이 불충분하게 보호된다고 밝혀지는 경우에는, 사업판단의 원칙하에서 규정되는 것 이상으로 더 면밀한 조사가 이루어지는 것은 적정하다. 어느 거래에 사업목적이 있었다는 것을 단순히 보여주는 것은 우리가 아는 한, 경영자의 성실한 행동과 불성실한 행동을 구별하는 데 아무런 근거가 되지 못한다. 창조적인 법률가와 투자은행은 언제든지 *Cheff v. Mathes* 사건에서 나타난 바와 같이 다채로운 사업목적을 제공할 수 있다.

경영진의 결정이 그들의 충실의무의 위반이라는 이유로 다투어질 때에 경영자들은 낮은 비용으로 법원에 정보를 제공할 수 있다. 경영자들은 기업매수로부터 나타나는 자신의 개인적인 이득과 손실에 관한 정보를 용이하게 제공할 수 있고, 따라서 법원에게 그들이 이해충돌에 직면하고 있는지의 여부를 알려줄 수 있다. 이해충돌관계가 나타나는 경우에 경영자들은 자신들의 의사결정에 대한 면밀한 조사에 필요한 정보를 낮은 비용으로 제공할 수 있다. 경영자들은 각각의 대안에 대한 비용과 이익을 형량할 책임이 있을 뿐만 아니라, 기업매수에 대하여 대항할 것인지 아니면 매각할 것인지에 대한 결정이 내려지기 전에, 관련 모든 정보를 총괄할 책임을 지는 지위에 있다. 소송절차에서 이사회에게는 모든 정보가 공개되지 않았을 수도 있지만, 시간의 흐름에 따른 의사결정의 진행절차는 전부는 아니라 하더라도 경영진 스스로에게는 물론, 이사회에 대하여 대부분의 데이터가 제공되었을 것이다.

경영자들의 인센티브가 주주의 이해관계와 불충분하게 조화되는 경우에, 법원은 경영자들에게 의사결정의 절차를 재현하도록 요구하여야 할 것이다. 이사들의 경우와 마찬가지로 법원

은 경영자들로 하여금 의사결정의 당시에 선택된 방어책의 행사에 주주들의 복지추구를 위하여 합리적으로 고려되었는지, 그리고 그 방어적 대응이 방어의 목적과 일치되게 투자자의 이익을 위하여 손실을 최소화하는 선택이라고 합리적으로 신뢰하였다는 점을 증명하도록 요구하여야 한다. 요컨대 이해충돌의 상황에서 경영자들은 기업매수청약에 대한 대응에 있어서 자신들이 기업매수자에게 과잉행동을 했다고 믿을 만한 합리적 근거를 가지고 있지 않다는 것을 입증할 책임을 져야 한다. 델라웨어 법원은 다른 이해충돌문제와 관련되는 경우에서 그러한 접근방식을 채택한 적이 있다. 경영자들에게는 자신들의 행동에 대한 전반적인 공정성을 입증하도록 요구되어 왔다.

3. 사업판단원칙의 존중

법원은 오랫동안 경영판단의 질을 평가할 능력이 없음을 인정해 왔다. 법원의 견해는 기준에 따라 다른 색을 띠는 것이 불가피할 뿐만 아니라, 법원은 일반적으로 예측을 결정하거나 위험성이 있는 투자에는 경험이 없다. 경영자들과 사외이사들의 충실성에 관한 가능한 기준이 제시되면, 법원으로 하여금 일부의 사례에서는 합당한 예측을 하게 할 수 있고, 또 어떤 경우에는 합당한 추정력을 부과하게 할 수 있다.

사업판단원칙의 존중에 대한 전통적인 정당성은 경영자들로 하여금 때로 위험스러운 경우도 있지만, 신중한 선택을 하도록 촉진하여 왔다. 그러한 정당성은 기업매수의 영역에서도 존재한다. 협상이라는 것은 복잡하고 그 결과는 불확실하다. 주주들은 경영자들에게 재량권을 주고자 한다는 것을 보여주었다. 성실성이 명백하다면 경영진의 선택에 대한 사법적 존중은 계속되어야 하고, 그것은 경영자들의 적절한 전략에 관한 실험능력을 보전해 줄 것이다.

VI. 결 론

회사를 “계약적 관계의 연결체”(nexus of contracting relationships)라고 설명하는 것은 개방적 계약체결, 지속적인 관계, 그리고 견고한 관계로부터 도출되는 유용가능한 준지대 등의 견지에서 회사의 관계적 측면에 초점을 두는 범위에서만 정확하다. 회사의 “계약”적 측면에 초점을 두면 이러한 관계들에 내재된 풍족성의 많은 것을 상실하게 된다. 특정화, 보상 및 보수의 조정이 가지는 난점 때문에 법원은 이러한 관계에 있어서 기회주의를 제한하는 데 계속적으로 역할을 해야 할 것이다. 이제까지 법원에 의하여 제시된 포괄적인 윤곽은 타당성이 있는 것으로 보인다. 이 논문은 대리인이 이해충돌의 문제에 직면할 경우에 보다 정확한 조사가 필요하다는 것을 제안하는 것뿐이다.

췍 참고문헌

Akerlof, The Market for Lemons? Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Q.J.Econ. 488(1970).

Alchian & Demsetz, Production, Information Costs and Economic Organization, 62 Am.Econ.Rev. 777(1972).

Baysinger & Butler, Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment and the Contractual Theory of Corporation, 71 Va.L.Rev. 1257(1985).

Baysinger & Butler, Race for the Bottom v. Climb to the Top: The ALI Project and Uniformity in Corporate Law, 10 J.Corp.L. 431(1985).

Bradley & Wakeman, The Wealth Effects of Targeted Share Repurchase, 11 J.Fin.Econ.

301(1983).

Bratton, The Economics and Jurisprudence of Convertible Bonds, 1984 Wis.L.Rev. 667.

Brudney & Clark, A New Look at Corporate Opportunities, 94 Harv.L.Rev. 997(1981).

Brudney, The Independent Director—Heavenly city or Potemkin Village?, 95 Harv.L.Rev. 597 (1982).

Carney, Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purpose, 1980 Am.B.Found.Res.J. 69.

Carney, Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case against Fiduciary Duties, 1983 Am.B.Found.Res.L. 341.

Carney, The Monitoring Board, Duties of Care, and the Business Judgement Rule, in The American Law Institute?Corporate Governance Project: Restatement or Misstatement? 66 Wash. U.L.Q.(1988).

Carney, Toward a More Perfect Market for Corporate Control, 9 Del.J.Corp.L. 593(1984).

Carney, Two-Tier Tender Offers and Shark Repellents, 4 Midland Corp.Fin.J. 48(No. 2, 1986).

Cary, Fedealism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware, 83 Yale L.J. 663(1974).

Coase, The Nature of the Firm, 4 *Economica*(N.S.) 386(1937).

Coffee, Beyond the Shut-Eyed Sentry: Toward a Theoretical View of Corporate Misconduct and an Effective Legal Response, 63 Va.L.Rev. 1099(1977).

Comment, Protecting shareholders against Partial and two-tier Takeovers: The ?oison-Pill?Preferred, 97 Harv.L.Rev. 1964(1984).

Comment, The Misapplication of the Business Judgement Rule in Contests for Corporate Control, 76 Nw.U.L.Rev. 980(1982).

Comment, The Propriety of Judicial Deference to Corporate Boards of Directors, 96 Harv.L.Rev. 1894(1983).

Cox & Munsinger, Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion, 48 Law & Cotemp.Probs. 83(1985).

Davis, Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking—Some Theoretical Perspectives, 80 Nw.U.L.Rev. 1(1985).

Dawson, Pence & Stone, Poison Pill Defensive Measures, 42 Bus.Law. 423(1987).

Demsetz & Lehn, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, 93 J.Pol.Econ. 115(1985).

Demsetz, Structure of Ownership and the Theory of the Firm, 26 J.L.& Econ. 375(1983).

Dent, Dual Class Capitalization: A Reply to Professor Seligman, 54 Geo.Wash.L.Rev. 725(1986).

Dodd & Leftwich, The Market for Corporate Charters: ?nhealthy Competition?versus Federal Regulation, 53 J.Bus. 259(1980).

Easterbrook & Fischel, The Proper Role of a Target?Management in Responding to a

Tender Offer, 94 Harv.L.Rev. 1161(1981).

Easterbrook & Fischel, Voting in Corporate Law, 26 J.L.& Econ. 395(1983).

Easterbrook & Jarrell, Do Targets Gain from Defeating Tender Offers? 59 N.Y.U.L.Rev. 277(1984).

Eisenberg, Legal Models of Management Structure in the Modern Corporation: Officers, Directors, and Accountants, 63 Calif.L.Rev. 375(1975).

Fama & Jensen, Separation of Ownership and Control, 26 J.L.& Econ. 301(1983).

Feund & Easton, The Three-Piece Suitor: An Alternative Approach to Negotiated Corporate Acquisition, 34 Bus.Law. 1679(1979).

Fischel, The Corporate Governance Movement, 35 Vand.L.Rev. 1259(1982).

Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 Stan.L.Rev. 819(1981).

Gilson, Evaluating Dual Class Common Stock Price Charges, 35 J.Fin. 305(1987).

Goldschmid, The Governance of the Public Corporation: Internal Relationships, in Commentaries on Corporate Structure and Governance 167(1979).

Gordon, Ties that bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, 76 Calif.L.Rev.(1988).

Grinstead, The Treatment of Employee Benefit Plans, in Mergers and Non-negotiated Acquisitions, 11th Ann.Inst.Sec.Reg. 371(1980).

Hadcock, Macey & McChensney, Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers, 73 Va.L.Rev. 701(1987).

Jarrell, Shark Repellents and Stock Prices, The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980(1985).

Jarrell, The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge? 28 J.L.& Econ. 151(1985).

Jensen & Meckling, Theory of the Firm: Management Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J.Fin.Econ. 305(1976).

Jensen & Ruback, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, 11 J.Fin.Econ. 5 (1983).

Leebron, Games Corporations Play: A Theory of Tender Offers, 61 N.Y.U.L.Rev. 153(1986).

Linn & McConnell, An Empirical Investigation of the Impact of ?ntitakeover?Amendments on Common Stock Prices, 11 J.Fin.Econ. 361(1983).

Lowenstein, Pruning Deadwood in Hostile Takeovers: A Proposal for Legislation, 83 Colum.L.Rev. 249(1983).

Macey & McChesney, A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail, 95 Yale L.J. 13(1985).

Manne, Some Theoretical Aspects of Share Voting, 64 Colum.L.Rev. 1427(1964).

Manning, Reflections and Practical Tips on Life in the Boardroom After Van Gorkom, 41 Bus.Law. 1(1985).

Manning, The Business Judgement Rule and Director? Duty of Attention: Time for

Reality, 39 Bus.Law. 1477(1984).
Marsh, Are Directors Trustees? Conflicts of Interest and Corporate Morality, 22 Bus.Law. 35(1966).
Martin Lipton, Corporate Governance in the Age of Finance Corporation, 136 U.Pa.L.Rev. 1(1987).
Martin Lipton, Takeovers Bids in the Target? Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel, 55 N.Y.U.L.Rev. 1231(1980).
Mayers & Smith, On the Corporate Demand for Insurance, 55 J.Bus. 281(1982).
Oesterle, Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers: A Reply to the Passivity Thesis, 71 Cornell.L.Rev. 53(1985).
Romano, Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle, 1 J.L.Econ &Org. 225(1985).
Romano, The Political Economy of Takeover Statutes, 73 Va.L.Rev. 111(1987).
Smith & Watts, Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans, 7 Aust.J.Mgmt. 139 (1982).
Vermaelen, Common Stock Repurchase and Market Signalling, 9 J.Fin.Econ. 139(1981).
Walkling & Long, Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance, 15 Rand.J.Econ. 54(1984).
Walkling & Long, Strategic Issues in Cash Tender Offers: Predicting Bid Premiums, Probability of Success, and Target Management? Response, 4 Midland Corp.Fin.J. 57(No. 2, 1986).
Williamson, Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange, 73 Am.Econ.Rev. 519 (1983).

* 이 논문은 William J. Carney 교수가 1988년 Wisconsin Law Review에 게재한 논문을 역자가 2002년 Emory Law School에 교환교수로 체류하고 있는 동안 그분의 동의를 받아 번역한 것이다. Carney 교수는 M&A, 증권법, 회사법 분야의 연구를 전문으로 하고 있는 세계적인 권위자이며 법경제학자이기도 하다. Carney 교수가 이 논문이 다소 오래되었음에도 불구하고 그 번역을 권고한 것도 이 논문이 우리나라의 증권거래법 중 M&A제도의 개정 과정에서도 유익하게 참고될 수 있을 것이라고 여긴 때문이다. 다만 이 논문의 번역에 있어서는 지면관계상 원문의 각주는 번역하지 아니하고 참고문헌만을 소개하기로 한다.

** Charles Howard Candler Professor, Emory University Law School.