

# 적대적 M&A의 방어수단

## -자기주식의 제3자에 대한 처분을 중심으로-

강희주(법무법인 광장)

### I. 적대적 M&A에 대한 방어수단의 개관

1. 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서는 여러 가지가 논의되고 있다. 지분확보를 통한 방법으로는 대주주의 지위를 점할 수 있는 지분확보, 상호협력주주의 확보, 불가침 협정, 자사주의 취득 및 매각, 우리스주제도의 활용, 주식예탁증서의 발행, 제3자 배정 유상증자, 우호세력에 전환증권 발행, 그린메일 인수, 백기사초빙, 대규모 유상증자의 추진 등이 있다. 정관의 변경을 통한 방법으로는 제3자 배정 규정의 정비, 이사의 수 제한, 이사의 시차임기제, 이사의 자격제한, 이사선임 요건의 강화, 특별다수결의 제도 도입, 황금낙하산, 의결권대리행사 제한규정, 집중투표제 채택 배제, 이사회 소집기간의 단축 등이 있다. 경영관리를 통한 방법으로는, 구조조정 및 경영성과의 개선, 주주 관리활동의 강화, 우호적인 여론형성, 주가상승 유도 등의 방법이 있다. 구체적 방어활동으로서는 역매수 전략, 주요자산의 매각, 신규투자의 결정, 고발 및 감독기관 경고, 방어소송, 주주총회 관련 방어수단(주주총회결의취소의 소등) 등이 있다. 기타 방어수단으로서는 임시주주총회소집제한, 주식양수도의 허가, Poison Pill, 차등의결권주 발행, 황금주발행, 회사형태의 변경, 이사의 전원 사임, 상장폐지 유도, 방어적 합병 추진, 그린메일 금지 규정 등이 있다.

2. 지금까지 적대적 M&A의 시도에 대한 방어방법의 하나로서 자사주 혹은 신탁되어 있는 자기주식을 제3자에게 매각하는 것은 합법적인 방법이라는 데에 대해서는 별다른 이의가 제기되지는 않았다. 그런데, 최근에 서울서부지방법원에서는 경영권을 방어하기 위해 회사가 보유하거나 신탁한 자기주식을 특정인에게 일방적으로 매도하는 것은 기존주주의 권리를 침해한다는 취지의 결정이 가처분사건에서 내려진 다음, 이 문제는 새삼스럽게 법률가와 기업경영권시장에 관련된 업계의 관심을 집중시키는 계기가 되었다. 아래에서는 자사주의 제3자에 대한 매도에 관련된 법률적 문제에 대하여 살펴보기로 한다.

### II. 자기주식의 제3자에 대한 처분

#### 1. 문제의 제기

경영권 분쟁 중에는 제3자를 대상으로 하는 유상증자 및 주식관련 채권(전환사채, 신주인수권부사채 등)의 발행은 위법하므로 인정되기 어렵다. 금융감독위원회(“금감위”)가 제정한 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정(“발행공시규정”)은 주권상장법인등은 증권거래법 제191조의3의 규정에 의한 소수주주가 당해 법인의 임원의 해임을 위하여 주주총회의 소집을 요구하거나 법원에 그 허가의 소집을 청구한 때에는 청구시부터 당해 임원의 해임이 결정될 때까지, 소수주주가 법원에 당해 주권상장법인등의 직무집행정지를 청구하거나 주주총회결의무효·취소 등을 청구하는 등 당해 주권상장법인의 경영권과 관련된 분쟁으로 소송이 진

행중인 기간 중, 위의 사유에 준하는 주권상장법인 등의 경영권분쟁사실이 신고·공시된 이후 그 절차가 진행 중인 기간 중에는 공모방식 이외의 방법으로 전환사채를 발행할 수 없도록 규정하고 있으며(규정 제60조), 위 규정은 신주인수권부사채에 관해서도 준용된다. 그런데, 경영권분쟁이 발생된 상황에서 주권상장법인 등의 경우 자기주식을 대주주, 우호적인 제3자 등에게 장외에서 처분하는 것이 법률적으로 가능한지 여부에 대해서는 명백한 제한 규정이 없기 때문에 문제될 수 있다.

## 2. 판례의 입장

### 가. 긍정적인 취지의 판례

(1) 적대적 M&A 시도에 대항하여 자사주를 우호세력에게 매각하는 경영진의 행위는 주주의 이익과 직접 충돌한다고 보기 어렵다는 취지의 판례가 있다.

(2) **신호제지사건(수원지법 2005카합823)**은 신주의 주주배정에 관한 사안으로서, 상법 제424조는 ‘회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 부정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다’고 규정한 데에 근거하여 주주의 신주배정을 금지하여 달라는 청구의 당부가 문제된 사안이었다. 법원은 다음과 같은 취지로 판단하였다. 당해 주주배정은 모든 주주에게 신주를 인수할 수 있는 기회를 부여하고 있고, 신주의 발행규모가 대규모이며, 그 발행가격을 산정함에 있어서 통상적인 경우에 비하여 할인율을 낮게 하여 고가로 발행할 예정이라고 하더라도 신주발행으로 인하여 반드시 대규모의 실권주가 발생할 것으로 단정하기 어렵다. 가사 신주가 고가이어서 실권주가 발생하는 경우 그 처분에 대하여 이사회에 위임하여 기존의 대주주들이 실권주를 인수할 가능성이 있다하더라도, 이와 같은 실권주의 처리에 관한 내용이 법령 및 정관에 기한 것인 이상 그 처리가 현저히 불공정한 것으로 보기는 어렵다.

### 나. 소극적인 취지의 판례

(1) 모든 주주의 재산인 회사의 자산이 대주주의 이익을 위하여 처분되는 경우에는 대주주의 권리남용으로 소주주주의 이익을 해할 수 있으므로 주주평등의 원칙에 위반될 수 있는 소지가 있다고 볼 수 있다. 예를 들어, 주식의 본질적인 가치 보다 낮은 가격에 대주주에게만 자사주를 매각하는 경우에는 대주주에게 부당이득을 제공하는 결과가 될 수 있다는 것이다.

(2) **대림통상 사건(서울 서부법원 2006. 3. 24. 선고 2006카합393 의결권행사금지가처분신청)**

#### (가) 사안의 요지

재판 당시 모두 5명인 신청인 측이 보유한 피신청인회사(“회사”)의 주식은 발행주식 총수의 23.6%이고, 다른 공동목적 보유자들이 보유한 주식을 합치면 30.24%이고, 피신청인 측은

회사의 대표이사이자 최대주주를 포함하여 3인으로서 회사의 발행주식의 47.49%를 보유하고 있고, 다른 공동목적 보유자들의 지분을 합하면 지분율이 56.30%에 이른다.

위와 같은 양측의 지분율에 이르게 된 경위는 다음과 같다 : 본래 회사는 자기주식으로 발행주식의 6.94%를 직접보유하고, 발행주식의 10.77%는 제일투자증권과 대신증권에 신탁하여 관리하여 오다가, 2005. 7. 1. 경에는 대신증권 및 CJ투자증권(구 제일투자증권)과 자기주식취득신탁계약을 해지하였다. 회사는 위와 같이 신탁형태로 보유하던 자기주식을 모두 장외에서 피신청인 측에게 매도하고 신탁계약을 해지하였고, 직접보유하던 자기주식도 일부를 남기고 모두 장외에서 피신청인 측에 매도하였다. 피신청인들은 위와 같은 자기주식을 매입하기 위하여 은행 등의 금융기관으로부터 대출을 받았다.

회사는 위와 같은 자기주식의 매각으로부터 1개월 내지 3개월이 경과한 후에 할인율을 50%로하여 16%의 배정율로 유상증자를 결정하여 신주 기명식 보통주식 350만주를 발행하였고, 피신청인들은 자기주식에 대하여 별도의 신주배정을 받고, 실권주까지 취득하기도 하였다. 회사는 그후 남아 있는 자기주식 중 1.92%를 임직원에게 상여금으로 지급하였고, 회사의 임원인 피신청인은 이를 배정받았다. 위와 같은 자기주식의 장외매도, 신주배정, 실권주인수 등의 과정을 통하여 신청인 측의 지분율은 29.98%에서 23.6%로, 피신청인 측의 지분율은 34.11%에서 47.49%로 변동된 것이다.

그런데, 피신청인 측은 2006. 2. 10. 회사를 회사분할을 통하여 기존의 회사는 자본금 40%의 주식회사로 사명을 변경하여 존속시키고, 자본금 60%의 주식회사를 신설하는 내용의 인적분할을 하겠다고 공시하였다.

#### (나) 신청인의 주장

신청인 측은 위와 같이 자기주식을 취득한 피신청인 측을 상대로 하여 위와 같은 회사분할의 안전을 의결할 목적으로 소집되는 주주총회에서, 회사는 피신청인 측 주주들에게 의결권을 행사하게 하여서는 아니 되고, 피신청인 측의 주주들은 의결권을 행사하여서는 아니된다는 취지의 청구를 하면서, 다음과 같은 이유를 제시하였다.

① 피보전권리에 관하여, 대량의 자기주식처분의 경우에는 신주발행과 동일한 효과가 있으므로 현저히 불공정한 신주발행의 경우에 관한 무효의 법리를 유추적용할 수 있으므로 회사가 피신청인들에게 자기주식을 양도한 행위는 현저히 불공정한 행위로서 무효이다.

② 피신청인들은 회사의 이사로서 이권 자기주식의 취득은 이사와 회사 사이의 자기거래로서 무효이다.

③ 보전의 필요성에 관하여, 피신청인측이 회사를 분할하려는 목적과 취지에 비추어 볼 때에 이 사건 자기주식 거래가 무효인지 여부에 관한 본안 판결시까지 의결권이 정지되어 회사분할 승인을 위한 주주총회의 개최가 연기되는 결과가 발생하더라도 회사를 기존의 경영상태대로 운영하는 것은 가능하고 회사를 분할하여야 할 급박한 사정이 없는 데에 반하여, 피신청인들이 취득한 자기주식에 관련된 주식(발행주식 총수의 11.11%)의 의결권행사를 허

용할 경우, 회사는 2개로 분할되어 버리고 피신청인들이 신청인들을 배제하고 신설회사의 경영권을 장악할 수 있게 되기 때문에 신청인 측의 주주들로서는 회복할 수 없는 손해를 입을 우려가 있다.

(다) 법원의 판단

(i) 우리상법과 증권거래법이 자기주식 처분에 대하여 신주발행에 관한 규정을 준용하고 있지는 아니하고, 자기주식의 처분은 이미 발행되어 있는 주식을 처분하는 것으로서 회사의 총 자산에는 아무런 변동이 없고, 기존 주주의 지분비율도 변동되지 아니하여 형식적으로는 신주발행과 그 효과를 일부 달리하는 점은 인정된다.

그러나, 다음과 같은 이유로 자기주식의 처분은 통제될 필요성이 있다는 취지로 판단하였다.

특정주주에게의 일방적인 자기주식 매도는 주주의 회사지배에 대한 비례적 이익과 주식의 경제적 가치를 현저히 해할 수 있고, 피신청인들의 의도적인 자기주식 대량매수로 기존주주의 지배관계가 변동되었으며, 신청인들이 주주총회에서의 의결권을 정당하게 행사하지 못하게 된 결과가 발생하게 되므로 자기주식의 처분은 통제될 필요성이 있다.

① 의결권과 관련하여, 자기주식의 처분이 자본의 증가를 가져오는 것은 아니라고 하더라도 회사가 보유중이던 자기주식 일 때에는 상법 제341조에 의하여 이 주식에 대해서는 의결권을 행사할 수 없으나, 이 주식이 회사가 아닌 제3자에게 양도될 경우 이를 양도받은 제3자는 회사에 대하여 의결권을 행사할 수 있게 되어 신주발행과 유사한 효과가 발생할 수 있다.

② 배당과 관련하여, 자사주인 때에는 회사가 자사주에 대하여 배당금을 수령하더라도 이는 회사의 재산이 배당금의 수령으로 그 만큼 증가하게 되어 기존 주주들이 그 주식보유비율에 따라서 추후 그 증가된 자산에 대하여 배당금을 추가로 수령할 기회가 생기지만, 자사주가 제3자에게 처분되면 새로운 배당금 수령권자가 생기게 된다.

③ 유상증자의 경우 자사주를 제외한 나머지 주식에 대하여 지분비율로 신주발행이 이루어지는데, 자사주가 제3자에게 처분되면 자사주에 대한 신주발행이 이루어져 기존의 주주는 그 만큼 배정받는 신주의 비율이 낮아지게 된다.

④ 전환사채의 발행의 경우에도 주식회사의 물적 기초와 기존 주주들의 이해관계에 영향을 미친다는 점에서 사실상 신주를 발행하는 것과 유사하여 신주발행 무효의 소에 관한 상법 제429조를 유추적용하고 있는 것과 마찬가지로, 자기주식처분의 경우에도 다른 주주들에게는 자기주식을 매수할 기회를 전혀 주지 않은 채 특정주주에게의 일방적 매도가 주주평등의 원칙에 반하고 주주의 회사지배에 대한 비례적 이익과 주식의 경제적 가치를 현저히 해할 수 있는 경우라면 이러한 자기주식의 처분행위는 무효라고 할 수 있다.

⑤ 피신청인들은 자기주식의 취득으로 인하여 변동된 지배관계를 이용하여 신설되는 회사에 보유주식의 대부분을 매도하여 주식의 현금화를 통한 이득을 얻을 가능성이 있고, 동시에

지주회사의 최대주주로서 신설되는 회사의 경영권을 장악할 수도 있는 가능성이 있는데, 이는 기존의 주주지배관계를 변동시켜서 신청인들이 보유하고 있는 주식의 지분에 상응하는 의결권을 임시주주총회에서 행사할 수 없게 하여 주주의 회사지배에 대한 비례적 이익과 주식의 경제적 가치를 현저하게 해하는 경우이다.

(ii) 보전의 필요성과 관련하여, 이권 자기주식거래가 무효인지 여부에 관한 본안 판결시까지 의결권이 정지되어 회사분할승인을 위한 주주총회가 연기되더라도 회사를 기존 상태로 경영하는 것이 가능한 반면 피신청인들이 보유한 주식에 기한 의결권을 행사할 경우 피신청인 회사는 2개의 회사로 분할되어 버리고 피신청인들이 신설회사의 경영권을 장악할 수도 있으므로 보전의 필요성이 인정된다.

#### (라) 결정의 평가

##### ① 결정의 의미

위 결정은 경영권에 대한 분쟁이 있는 상황에서 경영권을 방어하기 위하여 회사가 보유하거나 신탁한 자기주식을 특정인에게 일방적으로 매도하는 것은 기존 주주의 권리를 침해하는 것으로 무효라는 취지를 밝혀서, 그 이전의 법원의 판례와는 다소 다른 입장을 취한 것이라는 데에 그 의미가 있다.

##### ② 사안의 특수성

법원이 위와 같은 결정을 내린 데에는 다음과 같은 사안의 특수성이 내재되어 있는 것으로 보는 것이 합리적이다.

(i) 경영권을 방어 상황에서 회사가 자기주식을 매도한 상대방이 경영권 분쟁의 일방 당사자이던 기존의 경영진이다. 기존의 경영진이 최대대주주로서 그 경영권을 방어하는 상황에서 최대주주 자신이 회사의 이사로서 회사가 보유한 자기주식을 대주주 자신 혹은 최대주주의 가족 등에게 매각하도록 결정한 것이다. 이러한 거래관계는 이사의 자기거래라는 측면을 가지고 있으므로, 당해 최대대주주가 이사회 의사결정에 강한 영향력을 행사할 수밖에 없는 상황에서 결정된 대주주 측에 대한 자기주식의 매각은 그 공정성에 대해서 문제가 제기될 가능성이 높은 상황이었다고 보여진다.

(ii) 이 사건에서 경영권을 확보하고 있는 최대주주 측은 오랜 기간 동안 지분관계를 왜곡시키기 위한 여러 가지 프로그램을 진행하여 왔다. 처음에는 자기주식을 경영권을 확보하고 있는 최대주주 측에게 매각하고, 그 이후에는 주주를 대상으로 유상증자를 실시하였고, 그 과정에서 발생한 실권주도 최대주주에게 배정되도록 하였으며, 임직원들에 대한 상여금을 자기주식으로 지급하도록 하였다. 그 결과 최대주주 측의 지분은 34.11%에서 47.49%로 늘어났고, 2대주주 측의 지분은 29.98%에서 23.6%로 줄어들게 되었던 것이다. 이러한 지분관계의 왜곡을 법원은 2대주주 측의 의결권행사에 있어서 불이익을 받은 것으로 파악한 것으로 보인다.

(iii) 최대주주 측의 자기주식 취득 관련 자금의 흐름도 눈여겨 볼만한 사항이다. 최대주주 측은 금융기관으로부터 상당한 자금을 차입하여 자기주식을 매입하였는데, 그 뒤에 임시주주총회를 소집할 때의 안건으로 회사의 인적분할을 하는 과정에서 최대주주 측은 신설되는 회사에 보유 주식의 대부분을 매각하는 방법으로 자금을 회수할 수 있는 길이 마련되어 있었다. 보는 시각에 따라서는 결과적으로 최대주주가 회사의 자산을 이용하여 금전적 이익과 경영권강화를 동시에 달성하는 것으로 볼 수 있는 여지가 있다고 보인다. 법원은 최대주주 측이 이러한 조직화된 프로그램을 통하여 금전적인 이득을 취하는 동시에 지주회사의 최대주주로서 경영권도 장악하는 상황을 문제가 있는 상황으로 보았다고 보인다. 법원은 결정문에서 최대주주 측이 금융기관으로부터 차입을 하여 가면서까지 자기주식을 취득할 정도의 급박한 사정은 보이지 않는다고 실시하고 있는 부분은 이러한 법원의 시각을 추측할 수 있게 하는 것으로 보인다.

(iv) 법원이 이 사건 가처분 신청을 받아들인 가장 중요한 이유는 최대주주 측이 제시한 회사분할의 안에 대한 주주총회의 의결이 통과되는 경우 당해 회사는 2개로 분리되어 버리고, 최대주주는 신설된 회사의 주식의 매각을 통하여 현금을 회수할 수 있는 동시에 신설회사의 지주회사의 최대주주의 지위를 점하고 있으므로 신설된 회사에 대한 지배권도 여전히 유지할 수 있는 상황인 데에 반하여, 이를 다투는 2대주주 측이 입게 되는 손실이 회복할 수 없을 수도 있다는 데에 있는 것으로 보인다.

### 3. 제3자 배정 유상증자 혹은 전환증권 발행과의 비교

#### 가. 신주발행의 적법성과 공정성

##### (1) 적법성

제3자 배정 유상증자 또는 제3자에 대한 전환증권 발행의 경우는 신주인수권 배정(상법 제418조제2항) 또는 전환사채의 액, 전환으로 인하여 발행할 주식의 내용과 전환을 청구할 수 있는 기간 등(상법 제513조제3항)에 관한 정관의 규정이 있어야 하고, 이사회는 적법한 결의에 의하여야 한다. 그러나, 자기주식의 제3자에 대한 처분의 경우에는 이사회 결의에 의하면 된다.

##### (2) 공정성

신주의 제3자 배정 또는 제3자에 대한 전환증권의 발행의 경우에는 기존 주주의 신주인수권 침해로 인한 손해와 신주발행의 이익이 최소한의 형평을 이루어야 한다. 발행공시규정은 이러한 측면을 감안하여 전환가액의 결정(제61조)과 시가의 하락 등에 의한 전환가액의 조정(제61조의2) 등에 관하여 명시적인 규정을 두고 있다.

#### 나. 불공정한 발행 등의 경우 구제방법

회사지배권유지 목적의 불공정한 발행이라는 이유로 신주발행유지청구의 소(상법 제424조)와 신주발행금지가처분을 제기할 수 있으며, 전환사채의 발행의 경우에도 위 규정이 준용된다(상법 516조). 신주발행무효의 판결이 확정된 경우 신주는 장래에 향하여 그 효력을 잃게 되므로, 소급효가 없어 일단 발행된 신주의 효력은 유효하다(상법 제431조). 그러나, 자기주식 처분의 경우에는 이러한 명시적인 규제방법이 마련되어 있지 않다.

#### 다. 발행 또는 처분 등의 제한

(1) 발행공시규정에 의하면 경영권분쟁 상황에서는 사모로 전환사채, 신주인수권부사채를 발행하는 것을 금지하고 있으나, 공모발행은 가능하다(제60조). 주권상장법인이 전환사채를 발행하는 경우 발행 후 1년이 경과하여야 전환할 수 있는 조건으로 발행할 수 있다. 단, 국내에서 공모발행방식으로 발행하는 경우와 외국에서 공모발행 방식으로 발행하는 경우에도 발행지의 법규에 따라 유가증권발행신고서 또는 이에 준하는 공시서류를 당해 국가의 감독기관에 제출하는 경우와 사채의 발행일로부터 1년간 외국환거래법에 의한 거주자는 당해 전환사채의 취득 및 권리행사를 못한다는 내용을 사채의 권면에 기재하고 청약의 권유문서 등에 그 뜻을 표시하는 등의 적절한 조치를 취한 경우에는 발행 후 1개월이 지나야 전환청구 가능한 조건으로 발행할 수 있다(제62조).

(2) 자기주식의 경우 주권상방법인 등의 경우에는 자기주식의 취득 후 6월간 등 증권거래법 시행령에서 정하는 기간 동안에는 자기주식의 취득이나 처분, 신탁계약의 체결이나 해지를 할 수 없다(증권거래법 시행령 제84조의3제2항). 주권상장법인의 경우 자기주식의 처분을 위해서는 증권거래법의 규정에 따라서 처분신고서를 제출하고, 자기주식을 처분한 경우에는 처분결과를 보고하는 등의 절차를 준수하여야 한다(발행공시규정 제109조제1항). 발행주식 총수 또는 이익배당을 할 수 있는 한도 등의 감소로 인하여 증권거래법 제189조의2제1항의 규정에 의한 범위를 초과하여 자기주식을 취득하게 된 때에는 그 날로부터 3년 내에 그 초과분을 처분하여야 한다(법 제189조의2제4항). 상법상으로는 주식을 소각하기 위한 경우에는 지체없이 주식실효이 절차를 밟아야 하고(상법 제341조제1항), 회사합병 또는 영업양수, 권리의 실행, 단주의 처리를 위하여 필요한 때, 한도초과한 질권의 경우 등에는 ‘상당한 시기’로서 사실상 특별한 처분기간에 관한 제한이 없으며(상법 제341조의2), 회사가 주주의 주식매수청구로 인해 자기주식을 취득한 경우에는 1년 내에 처분하여야 한다(상법 제341조 5호). 다만, 자기주식을 장외에서 처분하는 것에 대한 일정한 제한이 있는가 여부에 대해서는, 증권거래법 시행령 제84조의3제1항이 자기주식의 취득 또는 처분을 위한 이사회결의사항으로서 취득방법에 관하여 규정한 증권거래법 제189조의2제1항과 제2항의 경우에 대해서만 규정하므로 그 외의 방법에 의한 일반적인 장외처분은 허용되지 않는다고 보아야 하고, 주식매수선택권의 행사에 따른 자기주식의 처분등(증권거래법 시행령 제84조의3제2항6호)과 한도초과의 처분등(규칙 제36조의7)의 경우에는 장외처분이 가능한 것으로 보아야 한다는 견해<sup>1)</sup>와 자기주식의 경우에는 처분의 장소가 거래소 등으로 제한되어 있지 않기 때문에 장외처분에 대한 특별한 제한은 없는 것으로 보아야 한다는 견해가 있다<sup>2)</sup>. 주권상장법인등의 경우 자기주식을 시간외대량매매방식과 ECN시장을 통하여 처분할 수도 있다.

1) 임재연, 증권거래법, 655면 이하.

2) 김정수, 증권거래법원론, 547면 이하.

#### 라. 자기주식의 법적 지위

일반적인 주식의 경우에는 의결권, 이익배당청구권 등이 인정된다. 그러나, 자기주식의 경우에는 의결권이 부인되고(상법 제369조제2항), 주주총회정족수 산정시 자기주식수는 발행주식 총수에서 제외한다(상법 제371조제1항). 소수주주권 혹은 각종의 소제기권, 이익배당청구권, 신주인수권, 잔여재산분배청구권 등은 휴지되는 것으로 본다.

#### 마. 변형된 문제

(1) 회사의 경영이 악화되거나 혹은 주가의 관리를 위하여 자기주식을 취득한 경우, 이 주식을 이익소각하는 경우에는 법률적으로 문제가 없다.

(2) 그러나, 자기주식을 특정의 대주주들에게 배정하는 것 자체가 주주평등의 원칙에 위반될 소지가 있고, 특정의 대주주에게 낮은 가격으로 배정하는 경우에는 주주평등의 원칙에 위반될 소지가 있는 것으로 보인다. 만일 이러한 행위를 회사가 행하는 시점이 경영권의 분쟁이 있는 상황이라면, 특정 대주주의 지배권을 방어하기 위한 것으로서 주주평등의 원칙에 위반되는 행위를 한 것으로서 판단될 가능성이 있는 것으로 보인다. 위와 같은 회사의 행위가 상법 제424조가 정하는 ‘회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우’에 해당되는 것으로 보는 것은 위 조항을 지나치게 확대해석하는 것으로 보이며, 위 조항을 적용할 법률상의 근거가 충분하지 않은 것으로 보인다.

(3) 이사회 결의에 대해서는 상법상 이사회 결의내용이나 결의방법 등에 하자가 있는 경우에는 여기에 관한 명시적인 규정을 두지 않고 있으므로, 민법의 일반원칙에 따라서 그 무효를 주장할 수 있을 것으로 보인다(대법원 1982. 7. 13. 선고 80다2441판결). 다만, 이사회결의 무효확인판결의 대세적 효력은 인정되지 않는다(대법원 1988. 4. 25. 선고 87누399판결). 그리고, 이사회 결의가 없거나 하자가 있는 경우 대표행위의 효력에 대해서는 거래의 안전과 외관이론의 정신에 입각하여 그 행위를 신뢰한 제3자를 보호하기 위하여 거래의 상대방이 이사회 결의가 없었거나 하자가 있다는 사실을 알 수 있었을 경우라면 회사는 그에 대한 책임을 면할 수 있는 것으로 보아야 할 것이다(대법원 1998. 3. 27. 선고 97다34709판결).

이러한 입장에서 보면, 일단 회사와 사이에 회사가 보유한 자기주식을 매입하기로 계약을 체결한 때에는 제3자의 ‘악의’ 내지 ‘중과실’이 있는지 여부에 따라서 그 주식의 매매계약이 취소되는지 여부가 결정될 수 있을 것이다. 제3자가 회사의 경영권 분쟁에 관한 내부사정을 알지 못하였거나 알 수 없었던 경우에는 이미 체결된 매매계약을 무효나 취소하기는 어려울 것이고, 그 주식에 대한 의결권의 행사를 금지하는 것도 어려울 것으로 보인다. 반대로 이사회 결의에 하자가 있다는 사실을 알거나 알 수 있었던 제3자에 대해서는 회사의 대표행위에 효력에 하자가 있음을 주장하여 매매계약을 취소 또는 해제할 수 있을 것으로 보이며, 주주총회에서의 의결권의 행사를 금지할 여지가 있는 것으로 보인다.



결국 제3자가 경영권분쟁의 상황에서 회사로부터 자기주식을 취득할 당시 회사의 다른 주주들과 사이의 평등의 원칙 내지 형평성에 반하여 시가 보다 저가로 혹은 증권거래법 등의 강행규정에 위반하여 거래한다는 사실을 알면서도 자기주식을 매입한 경우에는 그 주식의 취득에 하자가 있다고 볼 여지가 있다고 보이며, 다른 주주들은 이사회 결의에 하자가 있음을 이유로 하여 주식매매계약의 무효 내지 취소를 주장함과 아울러 보전처분으로서 의결권행사의 금지를 주장할 여지가 있을 것이다. 그러나, 정관의 규정에 따라서 적정한 가액으로 법규에 부합되는 방식으로 제3자에게 자기주식을 매각한 경우에는 비록 경영권 분쟁의 상황 하에 있었다고 하더라도 이를 이유로 그 주식매매의 효력을 부인하기는 어려울 것이며, 이에 따른 의결권행사의 금지를 구하는 보전처분도 인용되기 어려울 것이다.

예를 들어, 경영권분쟁의 당사자가 되는 대주주에게 시가를 기준으로 하여 경영권 프리미엄 요소 등을 고려하여 산정한 정상적인 가격 보다 부당하게 저가로 자기주식을 매각하거나, 위 대주주에게 정상 가격으로 매각하더라도 다른 주주들에게 공평한 기회를 주지 아니한 경우 등에는 이사회 결의 자체가 주주평등의 원칙 등에 반한다는 주장이 제기될 가능성이 있다고 보여 진다. 이 경우에는 결국 이사회 결의가 경영판단으로서 적정하였는지 여부가 심리의 주요한 대상이 될 것으로 보인다.

(4) 이사의 선량한 관리자로서의 주의의무의 위반(상법 제382조제2항), 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 하는 이사의 충실의무의 위반(상법 제382조의3), 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하거나 그 임무를 해태한 때에는 그 이사는 회사에 대하여 손해배상책임을 지는 규정(상법 제399조제1항) 또는 이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 발생할 염려가 있는 경우에 회사를 위하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있게 한 규정(상법 제402조) 등에 의하여 이사 개인의 책임을 물을 가능성이 있다고 보인다.

#### 4. 자기주식의 처분을 통한 경영권방어 사례

가. 동원증권이 KTB 네트워크에 대한 적대적 M&A를 시도하였을 때에 KTB는 보유중이던 자사주를 대주주인 '미래와사람'에게 매각하여 방어지분을 확대하였다.

나. 임직원에게 자사주를 상여금으로 지급하는 방법

(1) STX조선은 2004년 경영권 안정 차원에서 보유중이던 자사주 2.2% 47만주(37억에 상당)를 임직원에게 상여금으로 지급하였다.

(2) 조광페인트는 2001년 적대적 M&A에 대항하여 자사주 2만주(10억 상당)를 임직원에게 상여금으로 지급하였다.

(3) SK와 소비린의 지분경쟁 당시, SK는 자사주 10.41% 중 0.74%를 뺀 9.67%를 SK그룹 채권은행을 포함한 국내외 우호주주에게 매각하였다.

소버린은 당시 제기한 의결권 침해금지 가처분 신청에서 SK그룹이 위법하게 자기주식을 우호세력들에 매각하기로 결의하고 소버린의 지분율을 떨어뜨림으로써 2004년 정기주주총회에서 적법한 의결권을 행사하지 못하게 하고 있다고 주장하였다.

법원(서울지방법원 2003. 12. 23. 2003카합4154 의결권침해금지가처분)은 소버린이 SK의 최대주주라고 주장하면서 경영권까지 장악하겠다는 의도를 명백히 밝힌 상황에서 SK가 자사주를 처분하여 소버린의 지분율을 희석화한다고 해서 이사회결의를 무효화할 사유는 될 수 없고, SK의 자사주 취득이 위법하다는 점에 대한 소명이 없는 상태에서 처분행위만을 떼어내 위법하다고 보는 것이 의문이므로 SK의 자사주 매각이 주주의 이익과 충돌한다고 단정하기는 어렵다고 판단하였다. 위 결정에서 법원은 합리적 이유없이 기존 경영진들의 경영권 유지나 대주주의 지배권유지를 위해 회사와 다른 주주들의 이익에 반하면서 경영진이 자기주식을 처분하는 행위는 위법할 수도 있으나, 자기주식 처분행위가 위법하다고 판단되기 위해서는 자기주식 취득 자체가 위법하여야 하며, 자기주식 처분행위만으로는 이사들의 이익과 회사 또는 주주들의 이익이 충돌한다고 단정하기는 어려우며, 이사들의 자사주 처분 결의는 기업매수에 직면하여 이를 방어하기 위한 것으로서 경영판단에 속한다고 판단하였다.

## 5. 자기주식의 취득

### 가. 규정

(1) 상법 341조는 자기주식의 취득을 원칙적으로 제한하고 있다. 이러한 규정에 위반된 자기주식의 취득은 회사, 회사채권자 및 주주를 보호하기 위한 강행법규에 위반되어 무효라고 본다.

(2) 증권거래법은 경영권의 안정, 주가안정 등의 목적으로 이를 일정한 조건 하에 원칙적으로 허용하고 있다(증권거래법 189의2①). 즉, 장내 매입은 직접취득과 신탁취득의 방법이 있고, 장외취득은 공개매수의 방법이 인정된다.

### 나. 경영권 방어 전략

(1) 자기주식은 의결권이 없으나 적대적 M&A의 시도가 발생하는 경우 보유 자기주식을 우호세력에게 매도하여 부활된 의결권을 이용할 수 있다.

(2) 적대적 M&A 공격이 있는 경우 자기주식을 취득하면 유통 주식물량을 감소하고 주가상승을 수반하므로, 공격자의 추가 대량매입을 방지하고 공격자의 자금부담을 가중시킨다.

(3) 회사가 자기주식의 취득을 위하여 대규모 자금차입 혹은 보유현금을 감소시킬 수 있으므로 공격자의 인수매력을 감소시킬 수 있다.

(4) 자기주식을 이익소각의 방법으로 매입하여 소각하는 경우 기존 주주의 지분비율을 높일 수 있다.

### III. 경영권방어방법으로서의 자기주식의 처분의 적법성

#### 1. 이사의 방어행위적법성

가. 인수대상 기업의 이사들이 반대하는 M&A의 시도가 행하여지는 경우 그 이사들은 그러한 M&A 시도에 대한 입장을 결정하여야 할 것이다. 이사들이 그러한 M&A 시도에 대하여 찬성하는 경우에는 우호적인 M&A로 진행되어 경영권이 평온하게 이전될 수 있다. 그러나, 대상기업의 이사들이 M&A 시도에 대해서 반대하는 경우에는 적대적인 M&A 상황으로 되어 이사들이 M&A에 대한 방어책을 강구하는 경우가 발생할 수 있다.

나. 이러한 적대적 M&A의 상황이 발생하였을 때에 제3자의 지위에 있는 이사들이 M&A 거래에 개입하여 적극적인 방어책을 사용하는 것이 정당한지 여부에 대해서는 방어과정에서 대상기업의 주가가 상승하고 이사는 주주 외에도 회사의 종업원, 채권자들을 보호하여야 할 의무가 있다는 이유로 이를 긍정하는 견해, M&A는 기업의 자산을 좀 더 나은 경영자에게 옮김으로서 사회적 부를 증대시키고 이사는 주주의 이익을 위하여 회사의 이익을 극대화할 의무가 있다는 반대견해 등이 있다<sup>3)</sup>.

다. 우리나라에서 선례로서는 ‘한화종금사건’<sup>4)</sup>에서 법원이 경영권 분쟁 상황에서 구지배세력이 경영권을 방어하기 위하여 이사회를 장악하고 있음을 기화로 기존 주주를 완전히 배제한 채 제3자인 우호세력에게 집중적으로 신주를 배정하기 위한 방편의 하나로 채택된 것으로서, 전환사채라는 형식으로 사실상 신주를 발행한 것으로 주주의 신주인수권을 사실상 침해한 것으로 무효로 보아야 하며, 또한, 전환사채의 발행목적이 경영권을 방어하기 위한 것이라는 점, 경영권을 다투는 상대방이 사전 구제수단을 사용할 수 없도록 이사회 참여기회 등을 부여하지 아니한 점, 전환기간에 제한을 두지 않는 점 등에서도 무효로 보아야 한다고 판시한 바 있다. 위 결정은 경영권분쟁 상황 하에서 이사회 행위의 목적이 경영권의 유지에 있고 일부 주주의 권리를 배제한 것이라면 적법하게 이루어졌더라도 권한의 남용 내지 의무위반으로 보아 이사회 행위의 효력을 부인한 데에 그 의미가 있다고 평가된다<sup>5)</sup>. 주주의 신주인수권을 배제하고 신주를 발행함에 있어 요구되는 ‘회사의 경영상의 필요’에는 경영권의 방어도 포함되며, 직접적인 법령 또는 정관의 규제 규정이 없는 경우에는 구체적 경영권 방어행위의 동기나 목적, 방어수단의 합리성 등을 종합하여 그 허용여부가 결정되어야 하고, 이러한 결정에는 그 방어행위로 추구하는 회사 또는 주주의 이익의 내용, 방어행위 실행의 결정과정이 적정한 절차를 거쳐서 상당한 근거를 가지고 이루어졌는가 여부가 중요한 고려요소로 되어야 한다고 한다<sup>6)</sup>. 이러한 논의를 종합하여 보면 이사의 경영권방어행위는 구체적인 경우에 그 행위가 적법한가 여부, 방어행위의 목적, 방어행위의 절차, 방어행위의 효과 등에 대한 실질적인 평가를 통하여 그러한 행위가 공정 내지 정당하다고 평가될

3) 이옥래, “적대적 M&A에 대응한 이사의 방어행위에 대한 법적 평가”, BFL 제12호(2005. 7.), 10면 이하.

4) 서울고등법원 1997. 5. 13., 97라36결정.

5) 이옥래, 전제논문, 16면.

6) 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12. 2003카합369, 김화진, “M&A 시장의 최근 현황과 정책 및 법적 과제”, BFL 제6호(2004. 7.), 51면 재인용.

수 있는가 여부에 의하여 결정되는 것으로 보는 것이 상당할 것으로 보인다.

## 2. 자기주식의 처분에 의한 경영권방어

### 가. 신주의 발행에 의한 경영권의 방어에 대한 논의

신주의 발행에 의한 경영권의 방어는 상법 제418조제2항의 주주 이외의 자에게 신주를 발행하는 경우 ‘회사의 경영상의 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우’에 해당되는지 여부와 제424조의 신주발행유지청구권이 정하는 바에 따라서 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의하여 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는지 여부에 의하여 규제될 수 있다. 이와 관련하여, 법원의 선례 중에는 신주발행의 주요목적이 기존 지배주주의 대상회사에 대한 지배권 및 현 이사회의 경영권방어에 있고, 회사의 경영을 위한 기동성있는 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 지속 전망 등에 비추어 기존 지배주주의 지배권 또는 현 경영진의 경영권이 유지되는 것이 대상회사와 일반 주주에게 이익이 되거나 특별한 사회적 필요가 있다고 인정되고, 이러한 신주발행행위가 결의 당시의 객관적 사정에 의하여 뒷받침되고 합리성이 있는 경우에는 상법 제418조제2항 소정의 회사의 경영상의 목적을 달성하기 위한 경우에 해당될 수 있다고 판시한 사례가 있다<sup>7)</sup>.

회사의 지배권에 현실적으로 다툼이 발생하고 있는 상황에서 지배권을 다투는 특정 주주의 지분비율을 저하시키고 현 경영진 또는 이에 우호적인 특정 주주의 지배권을 유지·확보할 것을 주요목적으로 하여 신주예약권을 발행한 경우에는 원칙적으로 불공정한 발행에 해당하지만, 지배권의 유지·확보를 주요목적으로 하는 신주예약권 발행이 허용되지 않는 것은 이사의 권한의 정통성은 회사소유자인 주주의 의사에 기초를 둔다는 기관권한분배에 따른 것이므로, 주주 전체의 이익보호라는 관점에서 신주예약권 발행을 정당화하는 특별한 사정이 있는 경우에는 예외적으로 지배권의 유지·확보를 주요목적으로 하는 발행도 불공정 발행에 해당하지 않는다고 해석할 여지가 있다는 일본의 법원의 선례도 유사한 맥락에 서있는 것이라고 보여진다. 일본의 선례는 위와 같은 신주예약권의 발행을 정당화하는 특별한 사정으로서 매수자의 목적이 그린메일목적, 초토화경영목적(지적재산권등 중요한 경영자원의 취득목적), LBO등의 자산유용의 목적, 중요자산매각 후의 단기이익취득 목적(해체형매수, bust-up) 등을 말하고, 이 경우에 대항조치를 취할 수 있으나 목적의 필요성과 수단의 상당성을 요구한다고 한다<sup>8)</sup>.

### 나. 자기주식의 처분의 특수성

자기주식의 처분은 신주의 발행과는 몇 가지 명확하게 구별되는 측면이 있다. 첫째, 자기주

7) 전계 판결 참조.

8) 최문희, “신주(예약권)의 제3자 배정에 의한 경영권방어의 적법성-일본방송 사건에 비추어 본 일본 판례의 분석을 중심으로-”, BFL 제12호(2005. 7.) 24면 이하.

식의 처분은 회사의 자금조달을 목적으로 한 일반적인 신주의 발행과 달리 회사가 주가의 부양, 경영권의 안정의 목적, 채권의 실행, 담보목적의 취득 등의 목적으로 취득한 자기주식을 우연한 기회에 처분한다는 점에서 자금조달의 목적이 주요한 목적이 아니라는 것이다. 둘째, 상법상 신주인수권에 대해서는 상법 제418조에 규정을 두고 있다. 주주의 신주인수권은 주주의 당연한 권리이고, 제3자의 신주인수권은 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상의 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로서 정관에 주주 외의 자에게 신주를 배정할 수 있다는 규정을 둔 경우에 한하여 인정된다. 그러나, 자기주식을 처분하는 경우 주주에게 처분할 것인지 혹은 제3자에게 처분할 것인지 여부에 대해서는 명문의 규정이 없고, 오직 이사회에 결정에 따르도록 되어 있다. 셋째, 신주의 발행은 회사의 발행주식 총수를 증가시키는 효과가 있는 반면, 자기주식의 처분은 회사의 발행주식의 총수에 변동은 주지 않는다. 넷째, 신주의 발행은 기존의 주주들에게 인수되는 경우에는 기존 주주들의 지분비율을 변동시키지 않고, 제3자에게 배정되는 경우에는 기존 주주들의 지분비율에 변동을 줄 수 있다. 반면, 자기주식을 제3자에게 처분하는 경우에는 잠재적으로 휴지되어 있던 자기주식의 의결권 등이 부활되어 기존 주주들의 지분비율에 영향을 줄 가능성이 있다. 이러한 자기주식의 특수성 때문에 자기주식의 제3자에 대한 처분에 대한 평가는 신주의 발행 또는 신주의 제3자 배정과는 다른 측면을 감안하지 않을 수 없다.

#### 다. 경영판단원칙

이사는 기업의 매각에 있어 비즈니스에 관한 결정을 내리기 전에 합리적으로 접근 가능한 중요정보들을 고려하여야 하고, 특히 M&A의 상황에서는 주주들에게 M&A에 관한 약정을 승인할 것인가 여부에 관한 결정을 제출하기 전에 모든 정보를 파악하고 신중하게 행동하여야 할 주의의무 혹은 Duty of Care가 있다. 이사는 그러한 중요결정에 대해 아무런 입장을 취하지 않고 주주들에게 일방적으로 맡겨서는 안 된다<sup>9)</sup>. 위 사건에서 이사들은 M&A에 관한 계약서를 읽지 않고 불과 2시간 만에 이를 승인한다는 의견을 제시하였고, 제3자에 의하여 제시된 매수가격이 재무적인 관점에서 적정하다는 취지의 투자은행의 의견도 제기하지 않았기 때문에, 책임이 있는 것으로 판단되었다.

지배주주와 회사의 거래와 같은 이사들이 이해상충의 거래를 승인하여야 할 상황에서는 이사들이 그 거래가 회사와 주주에게 전체적으로 공정하다는 것을 증명하여야 한다(“전체적 공정성 원칙”)<sup>10)</sup>. 여기에서 전적으로 공정하다는 것은 공정한 거래와 공정한 가격을 말한다. 공정한 거래는 그 거래가 어떤 시기에, 어떤 구조로, 어떻게 협상이 이루어지고, 이사와 주주들에게 정보가 제공되고 그들의 동의가 얻어졌는지 프로세스의 관점에서 검토되는 것이다. 공정한 가격은 제안된 M&A가 경제적이고 재무적인 관점에서 지급된 가격(여기에는 자산, 시장가격, 수입, 미래의 전망, 그리고 회사의 주가에 중요한 영향을 미칠 수 있는 요인들이 포함됨)이 적정한지 여부를 말한다. 그러나, 이러한 전적인 공정성의 기준은 자회사의 주식 90% 이상을 보유하고 있는 모회사에 의한 자회사의 간합병의 경우와 이미 자회사의 지배주식을 보유하고 있는 모회사의 공개매수의 경우에는 적용되지 않는다.

9) Smith v. Van Gorkom, Del. 1985.

10) Weinberger v. UOP Inc. Del. 1983.

적대적 M&A에 직면한 상황에서 회사의 존립이 위태롭다는 것을 이사들이 깨닫게 되자 이사회는 회사의 경영권을 공격자에게 매각할 것인가 혹은 제3자(이른바 “백기사”)에게 매각할 것인가의 여부에 관한 결정권을 회사의 경영진에게 위임한 경우, 이사의 신인의무는 회사의 경영을 수호하는 데에서 주주들의 이익을 최대화하는 방향, 즉 주주들을 위하여 최고의 가격을 받아주는 경매인의 역할을 하는 것으로 변경된다<sup>11)</sup>. 법원은 이러한 판단을 함에 있어 명망이 있고 신뢰할만한 인수제안자에 의하여 가격이 제안된 경우 회사로서는 가장 합리적으로 기대할 수 있는 최고가인 경우에는 이사회는 이를 수락하여야 한다는 원칙이 제시되는데, 이 경우에는 제안의 적정성과 조건, 제안의 공정성과 실현가능성, 제안의 제시되고 실질적인 파이낸싱과 파이낸싱의 결과, 불법적인 문제, 일반적인 주주들의 이익에 합리적으로 관계된 경우 제안과 다른 잠재적 인수자에 의한 제안 사이의 충격, 달의 실패의 리스크, 주주의 기본적인 이해관계, 제안자의 실체, 전력 및 비즈니스 경험, 회사의 미래에 대한 제안자의 계획과 그것이 주주들에게 주는 이익 등을 고려하여야 한다고 판시하였다. 이사들이 수개의 제안자들을 불공평하게 대우하였다는 사실을 원고가 입증하게 되면, 법원은 첫째, 이사들이 주주들의 이익이 증진된다는 것을 충분히 인식하고 있었는지 여부, 둘째, 이사들은 주주들의 이익을 위하여 합리적인 행위를 하였는지 여부를 심사하여야 하며, 이를 Unocal 원칙이라고 한다.

통상 경영권에 대한 다툼이 발생되면 이사들이 자신의 이익을 가장 중시하여 의사결정을 할 리스크가 있기 때문에, 경영판단원칙이 적용되기 위해서는 다음과 같은 2가지 기본적인 요건을 먼저 입증하여야 한다. 첫째, 회사의 정책과 효율성에 대한 위협이 있다고 믿을 수 있는 합리적인 이유가 있었다는 사실(“합리적 근거의 원칙”), 둘째, 그들이 취한 방어는 가하여진 위협과 관계에서 합리적이었다는 사실(“비례성의 원칙”)<sup>12)</sup>. 위의 2가지 사항이 입증되면 이사들은 경영판단원칙에 의하여 보호된다. 합리적 근거의 원칙을 충족시키기 위해서는 이사회는 합리적인 조사절차를 거친 다음 제3자의 회사에 대한 위협이 방어행위를 담보할 정도이었다고 선의로 결정하여야 한다. 만일 이러한 위협이 존재한다는 사실이 대다수의 사외이사에 의하여 결정되었다면 이사회의 의사결정은 더욱 그 입지가 강화될 것이다. 비례성의 원칙은 이사회가 경영권 위협에 대하여 모든 수단을 재량적으로 사용할 수 있는 것이 아니라는 데에 근거하고 있다. 만일 방어방법이 허용가능한 범주 내에서 이루어졌다고 인정되면 법원은 이사회의 판단을 그대로 인정할 것이다. 이사회의 책임을 묻기 위하여 요구되는 것은 일반적인 과실이 아니라 중대한 과실이다. 주주들이 이사들의 책임을 묻기 위해서는 이사들이 신인의무를 위반하였음을 입증하여야 하는데, 그러기 위해서는 이사들이 그들의 지위를 유지하기 위한 목적이 있어야 하고, 이해충돌의 상황에서 선의가 아니었다는 사실 내지 사기가 있었다는 사실이 있어야 하며, 이사회가 회사의 상황에 대한 적정한 정도의 정보를 결여한 사실 등을 입증하여야 한다<sup>13)</sup>. 위와 같은 2가지의 기본적인 요건들이 충족되면 경영판단원칙이 적용될 수 있다. 만일 2가지의 기본적인 요건들이 충족되지 못한 경우에는 이사회의 행위는 전체적 공정성의 기준(Entire Fairness Test)에 의하여 평가되는데, 경영판단원칙에 의하여 보호되지 못하는 경우에도 전체적 공정성의 기준에 의하여 보호되는 경우도 가끔 있다.

11) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. 1986.

12) Unocal v. Mesa Petroleum Co., Del. 1985.

13) Unitrin, Inc. v. American General Corp., Del. 1995.

이사회가 2개 이상의 원매자 중에서 1원매자를 선택하는 경우에도 합리성의 기준과 비례의 기준을 만족시키면 보호될 수 있다<sup>14)</sup>.

Proxy Contest 상황에서는 원매자는 자기주식매수 프로그램이 행하여진 다음에도 지배권을 획득하기 위하여 다른 주주들에게 solicit할 수 있다(Unitrin). 파라마운트사에 의하여 행하여진 공격에 대응하여 이루어진 방어책은 타임의 이사회가 그 이전에 협의된 타임과 워너 사이의 배합을 위협한다고 합리적으로 믿었기 때문에 합리적이라고 판단하였다. 타임은 타임의 문화도 보호하고 싶었다. 타임의 이사회는 주주를 보호하기 위하여 파라마운트의 제안을 차단하였다. 타임의 이사회는 워너와 사이의 현금합병을 선택하였다. 법원은 타임 이사회의 이러한 행위를 적법하다고 인정하였다<sup>15)</sup>.

#### 라. 자기주식의 처분의 적법성의 판단

(1) 예를 들어, 경영권분쟁 중에 자기주식을 주주의 일방에게 처분하거나 또는 제3자에게 처분하는 것이 적법한지 여부에 대하여 규범적 기준이 될만한 규정이 증권거래법, 상법 또는 관계 규정에는 존재하지 않는다. 그래서, 종래에는 위와 같은 경우에도 자기주식의 처분은 법률의 제한 내지 금지규정이 없기 때문에 적법하다고 보거나, 혹은 이사의 경영판단에 속하는 것으로 인식되었던 것 같다. 최근에 위와 같은 경우에도 신주인수권에 관한 상법 418조 또는 신주발행에 관한 상법 제424조에 관한 해석논리를 적용하려는 시도가 이루어지고 있고, 앞에서 본 대림통상 사건도 그러한 사례 중의 하나라고 볼 수 있다.

(2) 그런데, 신주인수권에 관한 상법 제418조나 신주발행의 유지청구에 관한 상법 제424조는 신주발행에 관련된 것으로서 신주가 발행되는 경우가 아닌 자기주식의 처분의 경우에 그 해석논리를 그대로 적용하기는 어렵다고 보인다. 신주가 발행되는 경우에는 새로운 주식이 발행되고 회사의 자본이 증가되게 되지만, 자기주식을 처분하는 경우에는 신주의 발행과 자본의 증가는 이루어지지 않고, 다만 일단 잠정적으로 환급되었던 자본이 원상태로 돌아가는 것으로 볼 수 있기 때문이다. 자기주식의 취득의 경우에 대해서는 상법과 증권거래법, 그리고 관계 규정에서 취득의 요건과 절차에 관한 여러 가지 엄격한 규정을 두고 있지만, 자기주식의 처분에 대해서는 상법에는 특별한 규정이 없고, 증권거래법에는 감독당국이나 기관에 보고하는 절차적인 요건 이외에는 다른 특별한 규정이 존재하지 않는다. 그러므로, 자기주식을 장외에서 처분하던 장내에서 처분하던, 주주 혹은 제3자에게 처분하던, 그 처분에 관한 권한은 모두 이사회에 부여된 것으로 보는 것으로, 이사회가 그 권한을 적법하게 행사하는 경우에는 원칙적으로 적법한 것으로 보는 것이 타당할 것이다. 자기주식의 취득을 통한 경영권의 방어방법을 적법한 것으로 보고 있는 일반적인 견해들은, 적법하게 취득한 자기주식을 경영권 방어를 위하여 주주 또는 제3자에게 처분하는 것이 적법하다는 것을 대전제로 한 것이라고 보는 것이 상당할 것이다.

(3) 그러나, 경영권 분쟁 상황에서 이루어진 자기주식의 주주 혹은 제3자에 대한 처분행위

14) Revlon v. MacAndrews, Del. 1986.

15) Paramount Communications v. Time, Del. 1989.

가 이사회의 경영판단사항에 속하는 것으로 볼 수 있다면, 자기주식의 처분행위의 적법성 여부는 이사회의 행위를 판단하는 기준인 경영판단원칙에 따라서 그 적법성이 평가될 수 있다. 자기주식의 처분의 경우에는 먼저 자기주식의 적법한 취득이 이루어졌는가 여부가 중요한 판단기준이 될 것이다. 그리고, 자기주식의 처분행위에 관한 이사회의 행위의 판단기준은 ‘합리성의 원칙’과 ‘비례의 원칙’에 따라서 판단할 수 있을 것이다. 회사의 정책과 효율성에 대한 위협이 있다고 믿을 수 있는 합리적인 이유가 있었다는 사실(“합리적 근거의 원칙”), 그들이 취한 방어는 가하여진 위협과 관계에서 합리적이었다는 사실(“비례성의 원칙”)이 입증되면 이사들은 경영판단원칙에 의하여 보호될 수 있다. 합리적 근거의 원칙을 충족시키기 위해서는 이사회는 합리적인 조사절차를 거친 다음 제3자의 회사에 대한 위협이 방어행위를 담보할 정도이었다고 선의로 결정하여야 한다. 방어방법이 허용가능한 범주 내에서 이루어졌다고 인정되면 법원은 이사회의 판단을 그대로 인정할 것이다. 주주들이 이사들의 책임을 묻기 위해서는 이사들이 신인의무를 위반하였음을 입증하여야 하는데, 그러기 위해서는 이사들이 그들의 지위를 유지하기 위한 목적이 있어야 하고, 이해충돌의 상황에서 선의가 아니었다는 사실 내지 사기가 있었다는 사실이 있어야 하며, 이사회가 회사의 상황에 대한 적정한 정도의 정보를 결여한 사실 등을 입증하여야 할 것이다. 아래에서는 두가지의 유형으로 나누어서 살펴본다.

#### (가) 경영진에 대하여 우호적인 제3자에게 처분한 경우

이 경우는 처분금지의 약정과 환매의 약정이 없다는 점을 제외하면 일종의 White Squire와 같은 상황이 될 것이다. 자기주식의 취득과정이 적법한지 여부가 먼저 확정되어야 한다. 자기주식의 취득이 기존의 경영권을 유지하기 위한 목적으로 이루어졌다면, 그러한 자기주식의 취득에 대한 이사회의 결의가 위법하다고 볼 수 있는 경우가 있다. 그러나, 현실적으로 주가의 부양을 위한 자기주식의 취득이 장려되고 있고, 주가의 부양 그 자체가 경영권을 공격하려는 측에 대한 방어적 행위의 성격을 가지는 경우가 많기 때문에, 경영권방어의 목적과 주주의 이익을 위한 목적이 쉽게 그리고 명확하게 구별될 수 있는 경우는 많지 않을 것이다. 그러므로, 자기주식의 취득을 위한 이사회결의가 이루어지게 된 과정, 회사를 중심으로 한 사회경제적 배경, 취득가액, 취득주식수, 취득자금 등이 종합적으로 고려되어야 할 것이다.

자기주식의 취득과정이 적법한 경우에는 그 다음으로 이사들이 자신의 지위를 유지하기 위한 목적으로 방어적 행위를 취하였는지 여부, 이해충돌의 상황에서 이사들이 선의로 행동하였는가, 이사회가 회사의 상황에 관한 충분한 정보를 가지고 행동하였는지 여부가 문제될 것이다. 위와 같은 판단을 함에 있어서도 이사회에 제출된 자기주식의 처분과 관련된 각종 정보와 자료, 처분 당시의 회사의 재무적 상황, 처분 자금의 사용용도나 목적, 주주의 지분율과 분포상태, 회사의 장기적인 경영전략이나 사업계획, 공격자의 경영전략과 사업계획 등, 자기주식인수자의 취득자금의 출처 혹은 자금의 조달방법, 취득가액과 취득주식의 수, 다른 주주의 이익을 고려하였는지 여부 등 제반 요소가 고려되어야 할 것이다.

#### (나) 경영진에게 우호적인 주주에게 처분한 경우



이 경우에도 자기주식의 취득이 실체적으로 적법하여야 할 것이다. 경영진이 주주로서 경영권분쟁의 방어자인 경우가 많을 것이지만 반드시 그러한 경우에 한정되는 것은 아니다. 대주주가 경영진을 겸하고 있는 경우에는 이사회가 그 지위를 유지하기 위한 목적이 추정될 수 있을 것이다. 그러나, 이 경우에도 기존 경영진이 경영권을 유지하는 것이 회사나 다수주주에게 이익이 된다면 반드시 위법하다고 할 수는 없을 것이다. 나머지는 (가)와 다르지 않을 것이다.

마. 위법한 자기주식처분행위 대한 법적 대응

(1) 방어행위의 효력을 부정하는 법적절차

이사회가 결의취소 또는 결의무효 확인소송을 제기하고, 보전처분으로서 의결권행사금지가 처분 등을 통하여 이사회가 방어행위의 효력을 부정하는 법적절차를 진행할 수 있다.

(2) 이사 개인에 대한 손해배상청구

이사회가 결의가 부적법한 경우에는 결의에 찬성한 이사 개인에 대하여 손해배상을 청구할 수 있는 경우가 있을 것이다.