

발 간 사

이 책자는 적대적 M&A 법제를 국제적 수준에 맞게 개선하고자 하는 목적에서 구성된 법무부 「경영권방어법제개선위원회」의 회의내용 중 신주인수선택권 도입을 골자로 하는 상법 회사편 일부개정안과 관련된 내용 및 조문별 해설이유를 수록한 것입니다.

이번에 정부가 국회에 제출한 회사편 개정안은 주요 선진국에서 적대적 M&A 방어수단으로 정착된 포이즌필(Poison Pill)을 신주인수선택권의 형태로 상법에 도입함으로써, M&A 공격법제와 방어법제의 균형을 이루어 경영권시장 참여자들의 공정한 경쟁을 보장하고, 기업가치를 파괴하는 투기 목적의 기업인수로부터 기업과 주주들을 보호하고자 마련되었습니다.

이 책자에서는 법안을 성안하기 위해 치열하게 토론한 현장의 목소리를 그대로 전달하는 한편, 개정안의 신·구조문대비표와 조문별 해설자료도 함께 수록하여 개정안의 내용을 보다 쉽게 이해할 수 있도록 하였습니다.

아무쪼록 이 회의록과 해설자료가 신주인수선택권 제도를 보다 명확히 이해할 수 있는 바탕이 되고, 제도의 합리적 운영과 정착에 기여하기를 기대해 봅니다.

개정안 마련을 위하여 애써주신 「경영권방어법제개선위원회」 위원님들과 책자 발간을 도맡아 고생을 아끼지 않은 김수현 검사, 호규찬, 오석현 법무관에게 깊은 감사의 마음을 전합니다.

2010. 3.

법무부 법무실장 **성 영 훈**

목 차

| | |
|----------------------------------|-----|
| ◆ 경영권방어법제 개선위원회 위원 명단 | 1 |
| ◆ 상법 회사편 개정안 해설자료 | 5 |
| ◆ 경영권방어법제 개선위원회 회의록 | |
| 1. 제1차 전체회의 (2008. 4. 28.) | 67 |
| ○ 적대적 M&A 방어수단 도입 논의 경과 | |
| ○ 위원회 구성 및 향후 진행 일정 | |
| 2. 제2차 전체회의 (2008. 5. 20.) | 103 |
| ○ 적대적 M&A 방어수단 도입 필요성 및 도입 범위 검토 | |
| 3. 제3차 전체회의 (2008. 6. 3.) | 181 |
| ○ 기업지배구조 관련 OECD의 최근 논의 내용 | |
| ○ EU법상 적대적 M&A 방어제도 | |
| ○ 미국의 적대적 M&A 방어제도 1 | |
| 4. 제4차 전체회의 (2008. 6. 17.) | 233 |
| ○ 미국의 적대적 M&A 방어제도 2 | |
| ○ 일본의 적대적 M&A 방어제도 | |
| 5. 제5차 전체회의 (2008. 6. 24.) | 299 |
| ○ 경영권방어법제 개편의 법률적 쟁점 | |
| ○ 위원회의 향후 논의 주제 확정 | |

| | |
|---------------------------------|-----|
| 6. 제7차 전체회의 (2008. 7. 22.) | 357 |
| ○ 일본식 포이즌필의 특징 | |
| ○ 포이즌필의 국내 도입시 예상되는 쟁점 | |
| 7. 제8차 전체회의 (2008. 8. 19.) | 401 |
| ○ 신주인수선택권 법안 논의 1 | |
| 8. 제2차 소위원회 회의 (2008. 9. 2.) | 439 |
| ○ 신주인수선택권 법안 논의 2 | |
| 9. 제4차 소위원회 회의 (2008. 9. 16.) | 465 |
| ○ 신주인수선택권 법안 논의 3 | |
| 10. 제6차 소위원회 회의 (2008. 9. 30.) | 557 |
| ○ 신주인수선택권 법안 논의 4 | |
| 11. 제10차 소위원회 회의 (2008. 11. 4.) | 633 |
| ○ 신주인수선택권 법안 논의 5 | |
| 12. 제9차 전체회의 (2008. 11. 26.) | 733 |
| ○ 신주인수선택권 위원회안 확정 | |
| 13. 제11차 소위원회 회의 (2009. 9. 23.) | 759 |
| ○ 신주인수선택권 제1, 2 수정안 논의 | |

※ 개정안과 관련이 없는 논의는 본 회의록에 수록하지 않았음

| | |
|-----------------------|-----|
| ◆ 상법 일부개정법률안 신·구조문대비표 | 855 |
|-----------------------|-----|



「경영권방어법제 개선위원회」 위원 명단


「경영권방어법제 개선위원회」 위원 명단

(나이, 소속기관은 2008. 4. 위원회 구성 당시 기준)

| 순번 | 직위 | 성명(나이) | 소속기관 |
|----|-----|----------|-----------------------|
| 1 | 위원장 | 송종준(52세) | 충북대학교 법학전문대학원 (교수) |
| 2 | 위원 | 민유성(54세) | 한국산업은행 (은행장) |
| 3 | " | 강희철(49세) | 법무법인 율촌 (변호사) |
| 4 | " | 권종호(48세) | 건국대학교 법학전문대학원 (교수) |
| 5 | " | 이준섭(47세) | 아주대학교 법학전문대학원 (교수) |
| 6 | " | 왕윤중(46세) | SK경영경제연구소 (경제연구실장) |
| 7 | " | 신현한(43세) | 연세대학교 경영대학 (교수) |
| 8 | " | 연태훈(42세) | 한국개발연구원 (연구위원) |
| 9 | " | 이현철(42세) | 김·장 법률사무소 (변호사) |
| 10 | " | 안수현(39세) | 한국외국어대학교 법학전문대학원 (교수) |
| 11 | " | 노혁준(37세) | 서울대학교 법학전문대학원 (교수) |
| 12 | " | 여은정(35세) | 한국금융연구원 (연구위원) |
| 13 | " | 이재구(50세) | 기획재정부 성장기반정책관 |
| 14 | " | 조 석(50세) | 지식경제부 산업경제정책관 |
| 15 | " | 홍영만(50세) | 금융위원회 자본시장정책관 |
| 16 | " | 김학현(50세) | 공정거래위원회 경쟁정책국장 |



상법 회사편 개정안 해설자료

 제317조(설립의 등기)

| 현 행 | 개 정 안 |
|--|---|
| 제317조 (설립의 등기) ① (생략) ② 제1항의 설립등기에 있어서는 다음의 사항을 등기하여야 한다. 1. ~ 3의4. (생략) <신 설> 4. ~ 12. (생략) ③ ~ ④ (생략) | 제317조 (설립의 등기) ① (현행과 같음) ② 제1항의 설립등기에 있어서는 다음의 사항을 등기하여야 한다. 1. ~ 3의4. (현행과 같음) 3의5. <u>신주인수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정</u> 4. ~ 12. (현행과 같음) ③ ~ ④ (현행과 같음) |

1 개정 이유

- 회사가 신주인수선택권을 부여하기로 정한 경우 이해관계자들이 등기를 통하여 그 내용을 알 수 있게 함.

2 개정 내용

- 회사가 주주에게 신주인수선택권을 부여하기로 정한 때에는 그 규정을 등기사항에 포함시켜 외부에 공시하도록 함.



제330조(액면미달발행의 제한)

| 현 행 | 개 정 안 |
|--|--|
| 제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면 미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조의 경우에는 그러하지 아니하다. | 제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면 미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조, 제432조의2제4항 및 제5항의 경우에는 그러하지 아니하다. |

1 개정 이유

- 회사가 경영권을 방어할 목적으로 주주들에게 신주인수선택권을 부여하면서 행사 가액을 권면액에 비해 저가로 정하는 경우 액면미달발행금지의 원칙에 반하여 신주가 발행되는 결과가 되나, 위 원칙을 준수하여 행사가액을 권면액 이상으로 정하는 경우 경제적 부담을 느낀 주주들이 행사를 포기하는 실권 사태가 발생하여 신주인수선택권 발행의 목적을 달성할 수 없게 될 우려가 있음.
- 또한 회사가 신주인수선택권을 상환하면서 그 대가로 주주들에게 신주를 발행·교부하려는 경우에도 액면미달발행금지원칙과 충돌하게 됨.
- 따라서 위와 같은 경우에는 상법상 액면미달발행금지원칙의 예외로 하려는 것이 본조의 취지임.

2 개정 내용

- 회사가 주주들에게 부여한 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우 액면미달발행제한규정의 적용을 배제하도록 하여, 권면액에 미달하는 가액으로 신주를 발행할 수 있게 함.
- 단, 위와 같이 신주가 액면미달로 발행된 경우에는 회사가 상법 제455조에 의하여 액면미달금액의 총액을 대차대조표자산의 부(部)에 계상한 후 3년 내에 균등

액 이상의 상각¹⁾을 하면 되며, 이것이 현실적으로 어려운 경우에는 경영권에 대한 위협이 사라진 이후에 주식을 무상 또는 저가에 소각하면 될 것임.

1) 한편 정부가 2008. 10. 21. 국회에 제출한 상법 일부개정법률안에 의하면, 상법 제455조를 삭제하는 한편, 무액면주식의 발행을 허용하면서 제416조 제2호의2에서 무액면신주를 발행하는 경우 이사회가 신주의 발행가액 중 자본금으로 계상할 금액을 직접 결정하도록 규정하고 있음.



제4절의2 신주인수선택권, 제432조의2(신주인수선택권)

| 현 행 | 개 정 안 |
|---|--|
| <p style="text-align: center;"><u><신 설></u></p> | <p style="text-align: center;"><u>제4절의2 신주인수선택권</u></p> <p><u>제432조의2(신주인수선택권)</u> ① 회사는 정관으로 정한 바에 따라 이사회의 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다) 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.</p> <p>② 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻 2. 신주인수선택권의 행사 또는 상환에 따라 발행할 수 있는 주식의 종류 및 발행한도 <p>③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에만 정관의 해당 규정을 적용하여 신주인수선택권을 부여할 수 있다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 정관으로 정한 비율 이상의 주식을 취득 |

| | |
|--|--|
| | <p>하는 등 일정한 사유가 있는 경우에 <u>주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</u></p> <p>2. 제1호에 예시한 사유 등 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 상환에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</p> <p>④ 회사가 제3항제1호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 부여할 때에는 신주인수선택권의 행사가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다.</p> <p>⑤ 회사가 제3항제2호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 상환하면서 신주를 발행할 때에는 그 발행가액을 상환의 효력발생일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다.</p> <p>⑥ 제4항 및 제5항의 경우에는 제417조를 적용하지 아니한다.</p> <p>⑦ 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.</p> |
|--|--|

1 개정 이유

- IMF 금융위기 이후, 우리나라는 외국인투자유치와 기업구조조정을 활성화하기 위해 M&A 관련 규제를 대부분 폐지 또는 완화²⁾함에 따라 공격적 M&A에 유리한 환경이 조성되었다.
- 2) 그 주요한 예로, 구 「증권거래법」 상 ① 상장법인발행주식의 10% 초과소유제한 폐지(97. 4.)

경이 조성되었지만, 차등의결권주, 황금주, 포이즌필 등 주요 선진국들이 이미 도입한 실효성 있는 적대적 M&A에 대한 방어제도는 여전히 법률에서 인정하고 있지 않아, 경영권 환경이 지나치게 공격자에게 유리하고 기업에게 불리하다는 비판이 많았음(별표 참조).

[별표] 주요국가의 경영권 방어수단 종합 비교

| 구분 | 영국 | 미국 | 프랑스 | 일본 | 한국 |
|---------------|----|----|-----|----|----|
| 주식대량보유신고(5%룰) | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 의무공개매수제도 | ○ | × | ○ | × | × |
| 차등의결권주 | ○ | ○ | ○ | ○ | × |
| 포이즌필(독약증권) | × | ○ | ○ | ○ | × |
| 황금주(거부권부주식) | ○ | × | ○ | ○ | × |

- 실제로 최근 몇 년간 다수의 외국 거대자본이 국내 우량기업의 경영권을 확보하려고 시도하였으며, 이들 중 상당수는 소위 기업사냥을 전문으로 하는 투기적 성향의 자본이라는 점에서 사회적인 논쟁과 우려를 낳았음. 이러한 일련의 사태를 계기로 투기적 세력이 저평가된 기업을 공격하여 단기적 이익만을 취하거나, 인수합병 후 분할매각·자산유출 등을 통해 계속기업을 해체하는 것만은 방지해야 한다는 여론이 형성되었음.
- 이렇게 가치파괴적인 M&A에 대한 우려가 점증하고 있는 반면, 이를 저지할 수 있는 효과적인 방어수단은 현행법상 거의 없어서, 상장회사들은 수십조원 규모의 자사주를 사들이거나, 변칙적 순환출자 등을 이용해 대응하여온 것이 현실이었음. 이러한 수단들은 법적인 면에서나 경제적인 면에서나 바람직하지 않을 뿐더러, 투입비용에 비해 방어의 효율이 낮고, 생산적 투자에 쓰여야 할 재원이 자사주 매입비용 등으로 사용됨으로써 기업역량이 훼손된다는 문제점이 있었음.

② 의무공개매수제도 폐지(98. 2.) ③ 외국인 주식취득한도 제한 폐지(98. 5.) ④ 공개매수시 반복공개매수 금지 폐지(05. 3.) 및 구 「외국인투자및외자도입에관한법률」 상 ① 외국인의 자산 2조원 이상 국내기업 주식 취득시 정부허가요건 폐지(98. 2.) ② 외국인의 국내기업 주식 10% 이상 취득시 당해 기업 이사회의 동의요건 폐지(98. 5.) 등을 들 수 있음.

- 이에 미국·유럽·일본 등 선진국에서 경영권방어수단으로 널리 보급된 포이즌필(Poison Pill)을 신주인수선택권의 형태로 상법에 도입함으로써, 우리나라의 M&A법규가 국제적 기준(global standard)에 부합하는 수준으로 공격과 방어 간의 균형을 갖출 수 있도록 하고, 기업이 자사주매입 등에 과도한 비용을 낭비하여 투자에 지장을 받고 있는 현실을 개선하며, 투기적 목적의 기업인수로부터 기업과 주주들을 보호하고 건전자본의 장기투자를 유도함으로써 국민경제의 발전에 이바지하고자 하는 것이 본조의 취지임.

포이즌필(poison pill)이란?

법학계나 실무계에서 포이즌필의 개념에 대해 완전하게 통일된 견해가 있는 것은 아니나, 통상 이사회의 결의에 의해 채택되는 shareholder rights plan을 통한 방어수단을 지칭함. 이러한 plan 중 대표적인 것은, 적대적 공개매수 등 경영권이 공격받는 상황에서 대상회사(피인수회사)가 이사회의 결의로써 공격자(인수회사)를 제외한 대상회사의 주주들에게 대폭 할인된 가격으로 대상회사의 주식을 매입할 수 있는 권리를 부여하는 것임(Flip-in Pill). 그 결과 대상회사에 대한 공격자의 지분을 희석시키거나 인수에 필요한 비용을 증가시켜 공격자가 대상회사의 경영권을 장악하는 것이 어렵게 됨.

이러한 권리는 대상회사가 적대적 인수시도에 직면한 후에 주주들에게 발행할 수도 있으나, 평상시에 적대적 인수시도가 발생하는 것을 발동요건으로 하여 미리 발행하거나 또는 그러한 계획을 사전에 대외적으로 공표함으로써 잠재적 공격자들에 대하여 위하적 효과를 주고 공개매수의 국면에서 협상의 무기로 삼으려는 경우도 많음(일본에서는 이를 소위 ‘사전경고형 포이즌필’이라고 함). 포이즌필의 이러한 사전경고적 효과는 현실에서 큰 위력을 발휘하고 있어, 실제로 미국에서는 공격자가 포이즌필의 폐기를 공개매수의 조건으로 내걸거나, 포이즌필의 발동을 회피하기 위해 대상회사의 경영진과 협상을 시도하는 경우가 많고, 실제로 포이즌필이 발동되어 주식이 발행되거나 교부된 경우는 거의 없음. 결국 포이즌필은 적대적 매수상황 하에서 기업의 협상력을 높여 회사 및 주주 일반에게 최선의 이익을 가져다 주는 것이 주된 기능이라고 할 수 있음. 일본의 경우 포이즌필이 성공적으로 발행된 사례는 2007. Bulldog Sauce(불독소스)社 사건이 거의 유일함.

- 적대적 M&A로부터 경영권을 방어할 수 있는 수단, 더 나아가 포이즌필을 상법에 도입할 것인지에 대해서는 기업계·학계·법조계·시민사회계에서 다양한 찬성론과 반대론이 제기되고 있음.
- 그 중 찬성하는 견해는 ① 우리나라의 경우 경영권 공격수단은 사실상 무제한인데 비해 법률상 가능한 경영권 방어수단은 미국·일본·유럽 등 선진국에 비해 턱없이 부족하고, ② 투기적·해체적 목적의 M&A로부터 계속기업을 보전함으로써 주주·채권자·근로자·지역사회를 보호할 사회경제적 필요성이 높으며, ③ 효율적인 방어수단이 도입되면 기업이 자사주매입 등 저효율적인 방어수단에 지나치게 많은 비용을 소진함으로써 재무건전성 및 투자역량을 훼손하는 폐해를 막을 수 있다는 것 등임.
- 반면 이에 반대하는 논거로는, ① 흔한 고정관념과 같이 적대적 M&A가 반드시 해악적인 것만은 아니고, 무능하고 비효율적인 경영진을 해임하고 구조조정을 통해 기업가치를 높이는 등 기업과 전체 주주의 입장에서는 오히려 순기능을 담당하고 있는데도 이를 저지하는 것은 시장주의 관점에서 볼 때 바람직하지 않으며, ② 순환출자와 자사주매입 같은 수단을 통해 대주주 중심의 소유지배구조가 유지되고 있는 우리나라에서 적대적 M&A가 발생할 가능성은 높지 않고, 실제로 적대적 M&A가 성공한 사례도 많지 않을 뿐더러, ③ 제왕적 오너쉽(ownership)이 만연한 우리나라에서 포이즌필을 허용하면 경영진과 대주주의 기득권이 고착화되어 소수주주들이 경영권 프리미엄을 향유할 기회를 박탈당하고, ④ 경영진의 동의를 얻지 않고는 경영진의 교체와 경영권의 장악이 사실상 봉쇄되는 결과 외국 자본이 우리나라 기업에 대한 투자의욕을 잃고 우리나라에서 철수할 가능성이 있으며, ⑤ 경영권방어의 명목으로 공격자를 차별적으로 대우하게 되면 상법상 강행규범인 주주평등원칙에 위배된다는 것 등을 들 수 있음.
- 그러나, ① 그린메일(greenmail)·차입매수(LBO)·2단계매수·인수해체(bust-up takeover) 등 적대적 M&A의 많은 기법들은 주주의 이익보다는 인수비용절감과 이윤극대화를 위해 불특정의 주주 대다수에게 위협을 전가하는 전략을 취하고 있으며, ② 개정안의 취지는 적대적 M&A 자체를 봉쇄하는 것이 아니라, 위와 같

은 가치과괴적 M&A를 저지할 수 있는 수단을 기업에게 주면서 정관에 이것을 도입할지 여부를 주주들이 자율적으로 결정할 수 있게 하는 것이고, ③ 개정안에서는 주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 정관으로 정한 비율 이상의 주식을 취득하는 등 일정한 사유가 있는 경우에 회사 및 주주 일반의 이익을 유지·증진하기 위해서만 포이즌필을 발행할 수 있게 요건을 엄격히 법정하였으며, ④ 포이즌필의 자의적인 발동에 대하여는 가처분과 유지청구 등 이해관계인이 이를 사전에 저지할 수 있는 수단을 충분히 보장하였으므로, 적어도 개정안이 적대적 M&A의 순기능을 무시하고 모든 M&A를 대상으로 삼고 있다는 지적은 타당하지 않음.

- 또한 ① 최근까지 적대적 M&A의 사례가 많지 않았다는 것이 앞으로 적대적 M&A 사례가 많지 않을 것이라는 근거가 될 수 없고, 오히려 최근 몇 년간 현대엘리베이터(현대그룹의 지주회사)·SK·POSCO·KT&G 등 다수의 기업들이 국내·외자본에 의한 적대적 인수시도에 직면하였는바, 현 시점에서 이러한 적대적 M&A 시도는 향후로도 계속될 것이라고 예상할 수 있으며, ② 포이즌필은 이미 미국과 일본 등에서 검증되고 통용되는 제도로서 기존의 순환출자나 자사주매입보다 예방효과는 크고 부작용은 높지 않아³⁾ 점진적으로 순환출자나 자사주매입의 관행을 줄여나가기 위해서라도 포이즌필을 도입할 필요성이 크다고 할 수 있음.
- 경영진·지배주주의 제도남용 및 기득권 고착화 가능성에 대하여 보면, ① 경영진·지배주주가 제도를 남용할 가능성은 신주나 특수사채의 특정주주배정 또는 제

3) 순환출자, 자사주매입, 제3자 증자, 차등의결권주, 황금주 등의 다른 방어수단과 달리 포이즌필은 다음과 같은 장점이 있음.

- ① 포이즌필은 도입에 비용이 거의 들지 않으며, 평상시의 기업가치나 주가에 미미한 영향을 미칠 뿐임.
- ② 통상 이사회 결의만으로 발행여부나 그 내용을 결정할 수 있어, 적대적 M&A에 기동성 있게 대처할 수 있음.
- ③ 공격자가 위임장쟁탈전(proxy fight)에서 승리하면 주주총회 결의를 통해 포이즌필을 소각할 수 있으므로, 다른 방어수단과 달리 적대적 M&A의 가능성을 완전하게 봉쇄하지는 않음.
- ④ 포이즌필은 실제로 발동하지 않아도 도입 자체만으로 공격자에게 위하적 효과를 주고, 그것만으로도 경영권 방어 목적을 어느 정도 달성하게 됨. 따라서 결과적으로 회사에 발동의 부담이 적게 됨.

3자 배정에 대해서도 동일하게 제기되는 문제로서 포이즌필에만 특유한 문제라고 볼 수 없으며, ② 개정안은 포이즌필의 도입에 있어서 미국·일본 등과 달리 주주총회 특별결의를 통한 정관의 규정을 요구하고 포이즌필의 제3자 배정을 금지하였으며, ③ 포이즌필의 발행·행사·상환에 있어서도 미국·일본보다 훨씬 엄격한 요건을 명문으로 제시하는 한편 이러한 요건에 위배되는 포이즌필에 대한 주주의 구제수단을 다양하게 보장하였으며, ④ 신주인수선택권을 부여 또는 상환함에 있어서 총 이사의 2/3 이상의 찬성을 요구함으로써 포이즌필에 관한 결정에 신중을 기하게 하는 한편, 일부 대주주 또는 경영진이 독단적으로 포이즌필을 도입하여 행사하는 것을 최대한 방지하려고 하였음.

- 다음으로 외국자본 이탈의 우려에 관하여 보면, ① 개정안은 경영권방어의 대상으로서 외국인 주주와 국내 주주를 전혀 차별하지 않고 있으므로, 이것이 투기적 자본에 대한 차별에 해당할 수는 있을지언정 OECD 규약, WTO 협정, 한미 FTA 등에 위배하여 외국인 투자자만을 규제하는 것은 아니고, ② 일본에서도 회사법 개정을 통해 경영권 방어수단을 대거 도입할 당시에 이러한 우려가 있었으나 실제로 외자 이탈 현상은 일어나지 않았고, ③ 포이즌필의 도입이 기업가치의 하락과 상관관계에 있다는 실증적 연구는 확립된 바 없고, 경영권 방어수단 도입을 통해 안정적 경영환경이 마련되어 기업이 투자에 전념할 수 있게 되면 오히려 기업가치가 상승하여 외국인 투자를 유도할 수 있는 측면이 있음.
- 마지막으로 주주평등원칙의 위배 문제에 관하여 보면, ① 개정안의 취지는 주주평등원칙을 부인하는 것이 아니라 회사가 가치파괴적 인수합병시도에 맞서 회사 가치 및 주주일반의 이익을 수호해야 하는 상황에 직면하게 된 경우 이를 주주평등원칙과 비교형량하여 보다 우월한 가치를 선택할 수 있는 기회를 부여하자는 것이고, ② 개정안은 정관변경을 위한 주주총회의 특별결의를 통해서만 포이즌필을 도입하게 함으로써 포이즌필의 도입 과정에 주주의 총의를 최대한 반영하게 하였고, ③ 포이즌필이 도입된 이후에 주식을 취득한 주주는 투자 여부를 결정하기 전에 정관을 통하여 향후 소정의 요건을 충족한 경우 포이즌필이 발동될 수 있다는 사실을 충분히 인지할 수 있을 것이며, ④ 가치파괴적 인수합병을 시도하는 주주에게까지 주주평등의 원칙을 관철하는 것은 주주권의 남용을 도와주는 것에

다름 아니고, ⑤ 역시 상법에 명문으로 주주평등원칙을 유지하고 있는 일본의 최고재판소 판례도 일정한 요건 하에서 포이즌필의 적법성을 인정하고 있는 점에 비추어 위 규정이 주주평등원칙을 훼손하는 것이라고 단정할 수는 없을 것임.

2 개정 내용

- 회사가 적대적 M&A에 대한 경영권방어를 위하여 신주인수선택권을 주주에게 부여할 수 있도록 함
 - 미국의 포이즌필제도 및 일본 신회사법의 신주예약권제도, 프랑스의 주식인수증권(BSA)제도 등을 참조하여, 회사가 정관⁴⁾의 규정을 통하여 모든 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 일정한 가액으로 일정한 행사기간 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(warrant⁵⁾ 또는 right⁶⁾)를 무상⁷⁾으로
-
- 4) 미국의 판례(Moran v. Household International Inc.)는 경영권방어 목적의 포이즌필 발행이 이사회의 권한에 속한다고 판시하고 있으며, 일본 신회사법에서는 신주예약권을 이사회결의(공개회사) 또는 주주총회 특별결의(비공개회사 또는 유리발행의 경우)로 발행할 수 있게 하고 있음. 반면 개정안의 경우 회사가 주주에게 신주인수선택권을 부여하기 위해서는 정관 변경(주주총회 특별결의에 의함)을 통해 주요사항을 사전에 정관에 규정할 것을 요구하고 있으므로, 이사회가 이를 무시하고 독단적으로 신주인수선택권을 부여할 수는 없음. 주주총회의 특별결의에 의하여 이사회 권한이 원시적으로 제한되어 있다는 점에서, 지배주주나 경영진이 신주인수선택권제도를 남용할 가능성은 미국이나 일본에 비해 감소되었다고 평가할 수 있음.
 - 5) 장래에 일정한 가격으로 회사로부터 신주 또는 주식을 매입할 수 있는 권리, 또는 이를 표창한 증권을 말함. 일본 신회사법에서는 ‘신주예약권’이라고 함. warrant의 발행이 비교적 자유로운 미국이나 일본과 달리, 우리나라에서는 전환사채·신주인수권부사채·주식매수선택권(stock-option)에 한하여 warrant의 발행이 인정되고 있음. 현행 상법상 신주인수권은 회사가 신주를 발행하기로 결정한 경우에 주주 또는 제3자가 다른 사람보다 우선하여 이를 인수할 권리를 일컫는 것으로, 권리자가 장래에 미리 정한 가격으로 회사로부터 주식을 매입할 수 있는 권리인 warrant와는 개념상 차이가 있음. 개정안에서는 포이즌필을 도입하면서 이것이 주주의 매수선택권(call option)이라는 점에 주목하여 ‘신주인수선택권’이라는 용어를 채택하였음.
 - 6) warrant가 통상 행사기간이 1년을 초과하는 장기로 발행되는데 비해, rights는 행사기간이 1년 미만의 단기의 것으로 자금조달을 위해 주주에게 발행하는 것을 일컬음. 본 해설자료에서는 구분이 필요한 경우를 제외하고는 편의상 warrant로 통칭함.
 - 7) 이는 2005. 일본 신회사법에 새로 도입된 신주예약권무상배정제도(일본 회사법 제277조

부여할 수 있게 함.

- 회사가 주주에게 신주인수선택권을 부여하기 위해서는 미리 정관에 회사가 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 취지 및 신주인수선택권의 행사 또는 상환에 따라 발행하는 신주의 종류·발행한도⁸⁾를 규정해야 함.
- 또한 회사는 정관에 ① 주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 일정한 수 또는 비율의 주식을 취득하는 등 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻, ② 위와 같은 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻을 규정하고, 추후 이사회 특별결의⁹⁾를 통해 신주인수선택권의 부여 및 행사제한, 상환에 관한 구체적인 사항을 정할 수 있음. 다만 회사가 이러한 규정을 적용하여 신주인수선택권을 부여하기 위해서는 그것이 “회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지·증진시키기 위하여 필요한 경우¹⁰⁾” 이어야만 함.

내지 제279조)에 착안한 것으로, 신주예약권무상배정제도는 (이사회설치회사의 경우) 이사회 결의에 의하여 일정한 날(효력발생일)을 정하여 주주에게 신주예약권을 보유 주식수에 따라 무상으로 배정하는 제도를 의미함. 기존 신주예약권제도 하에서도 무상발행은 가능했으나, 위 제도는 ‘무상배정’이라는 점에서 ‘무상발행’과는 차이가 있음. 기존 신주예약권발행제도와 달리 무상배정제도는 주주의 청약절차와 납입절차(유상발행의 경우)가 생략되고 배정일에 자동으로 주주가 신주예약권자가 되므로, 보다 발행절차가 간이하며 주주의 실권을 예방할 수 있는 장점이 있음. 이를 통하여 회사가 포이즌필을 보다 쉽게 도입할 수 있게 하자는 것이 위 제도의 목적임. 개정안에서는 신주인수선택권이 주로 포이즌필로 사용될 것을 예상하고 있으므로, 회사가 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령하는 것을 금지하여 무상부여를 제도화하는 한편, 경영권방어의 필요성이 사라진 경우에는 회사가 신주인수선택권을 무상으로 소각할 수 있도록 함.

- 8) 개정안에서 명시하지는 않았지만, 수권자본제도의 취지상 신주인수선택권의 행사로 인해 신주의 발행한도 내에서 신주를 발행하더라도 총 주식수가 정관에 규정된 ‘회사가 발행할 주식의 총수’(상법 제289조 제1항 제3호)를 초과할 수 없음은 명백함. 따라서 회사가 신주인수선택권을 주주들에게 보다 대량으로 부여하고자 한다면, 정관개정을 통하여 수권자본의 한도를 높여야만 함.
- 9) 상법 제415조의2 제3항에서는 ‘감사위원회의 위원의 해임에 관한 이사회 결의는 이사총수의 3분의2 이상의 결의로 하여야 한다’라고 규정하고 있는바, 본 해설자료에서는 편의상 이사총수의 3분의2 이상에 의한 결의를 ‘이사회 특별결의’로 부르기로 함.

○ **신주인수선택권이 부여 및 발동되는 과정의 개관**

- 신주인수선택권이 부여 및 발동되어 경영권이 방어되는 과정을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같음.
- 회사는 먼저 신주인수선택권의 기본적인 사항 이외에, 주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 일정한 수 또는 비율¹¹⁾의 주식을 취득하는 등 일정한 사유¹²⁾¹³⁾(triggering event : 발동요건)가 발생한 경우¹⁴⁾에는 신주인수선택권의 행사·상환에 있어서 주

- 10) 위 요건은 우리나라와 가장 유사한 회사법제를 가진 일본의 학설과 판례이론을 참조한 것으로, 회사와 주주의 이익을 위하여 경영권 방어가 반드시 필요한 상황 또는 이에 준하는 상황을 의미함. 입법기술적으로 경영권 방어가 필요한 상황(각주 15 참조)을 모두 기술하기 어려워 ‘회사가치 및 주주일반의 이익’이라는 추상개념을 사용하고 있지만, 미국이나 일본과 달리 경영권 방어수단의 목적상 한계를 법문에 명시함으로써 시장참여자에게 판단의 준거를 제시하고 제도의 남용을 방지하고자 하였음.
- 11) 독자적으로 경영권을 획득하거나 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사하는 것이 가능한 비율을 말함. 일반적인 공개회사의 경우 일응 15~20% 정도를 생각해 볼 수 있을 것이나, 지배권이 고도로 분산되고 shadow voting이 관행화된 회사의 경우 이보다 낮은 비율로도 경영권의 획득이 가능할 것임.
- 12) 위 ‘일정한 사유’는 회사가 주주를 차별적으로 대우할 수 있게 하는 조건이 되는 것이므로, 회사가 정관으로 그 사유의 내용을 구체적으로 정할 것이 요구됨. 만일 회사가 법령의 문구를 그대로 따라 정관에 “주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 일정한 수 또는 비율의 주식을 취득하는 경우 등” 또는 “회사가치나 주주일반의 이익이 위협받는 상황이 발생하는 경우”라고 추상적으로 규정하거나, 또는 “이사회가 정하는 사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로”, “이사회가 정하는 비율 이상의 주식을 취득한 경우” 등 이사회에 사유발생에 관한 판단권한을 사실상 위임한다면, 주주의 입장에서는 어떤 경우에 자신이 차별적 대우를 받게 될지 파악할 수 없고, 이사회가 자의적인 판단으로 주주를 차별할 수 있게 되는 결과가 되므로 위와 같은 정관은 상법상 무효라고 해석해야 함.
- 13) 미국이나 일본 등의 경우 포이즌필의 발동요건을 법정하고 있지는 않으나, 통상 특정한 또는 특정세력이 회사의 승인 없이 ① 대상회사에 대한 공개매수절차를 개시하는 경우, ② 대상회사의 의결권 있는 주식의 일정비율을 취득한 경우 등으로 정하는 것이 일반적임.
- 14) 공격자가 확보한 의결권 있는 주식의 수가 정관에서 정한 수에 미치지 못하였음에도 위임장쟁탈(proxy fight)을 통해 다른 주주들로부터 위임장을 확보해 의결권의 대리행사에 나서는 경우도 주식취득에 준하여 ‘일정한 사유’에 포함할 것인지에 대한 검토가 있었는데, ① 주주가 타인에게 의결권을 위임하여 이를 대리행사하게 하는 것도 정당한 주주권의 행사

주의 일부를 차별적으로 취급할 수 있다는 취지를 미리 정관에 규정해야 함. .

- 이후 정관에서 정해 놓은 사유가 실제로 발생한 경우, 회사는 이사회 결의로 주주에게 신주인수선택권을 부여하면서 공격자에 대해서는 신주인수선택권의 행사를 제한하거나, 일방적으로 공격자의 신주인수선택권을 금전 등으로 상환하거나, 위 조치와 동시에 일방적으로 기존주주의 신주인수선택권을 신주 등으로 상환할 수 있고, 행사조건이나 상환조건에 있어서 공격자를 차별하는 것도 가능함. 그 결과 공격자를 제외한 다른 주주들에게만 신주가 발행되어 공격자의 지분이 상대적으로 낮아지게 됨으로써, 공격자가 추가비용을 들이지 않고서는 경영권 장악의 목적을 달성하는 것이 어렵게 됨.
- 이 경우 많은 공격자는 적대적 인수시도를 포기하고 회사에서 퇴각하게 될 것인데, 그럼에도 불구하고 여전히 회사를 인수하려는 공격자는 ① 회사 경영진과 타협하여 우호적인(friendly) M&A를 추진하거나, ② 경영진에 비우호적인 다른 주주들을 설득하여 위임장을 획득, 새로 주총을 열어 특별결의로 기존 경영진을 축출하거나 일반결의로 신주인수선택권을 소각하여 경영권방어조치를 무효화할 수 있고, ③ 신주인수선택권의 부여·행사제한 및 상환이 주주평등원칙 등에 위배됨을 이유로 하여 사법부에 그 효력의 심사를 청구할 수도 있을 것임.
- 그런데 정관에서 정해 놓은 일정한 사유가 발생하기만 하면 회사가 당연히 위와 같이 신주인수선택권을 사용할 수 있는 것은 아니고, 구체적으로 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지·증진시켜야 할 필요성이 있는 경우¹⁵⁾에만 위 정관 규정

인데, 단지 위임받은 자가 공격자라는 이유만으로 이사회가 이를 방어할 수 있다면 결국 공격자도 아닌 기존 주주의 의결권 행사를 이사회가 부정하는 결과가 되고, ② 공격자가 기존 주주들을 설득해서 위임장을 대량으로 확보했다는 것은 다수의 주주들이 경영진보다는 오히려 공격자의 정책에 찬동하고 있다는 의미가 되어 경영권방어의 정당성이 적기 때문에, 이를 '일정한 사유'에 포함시키지는 않았음.

다만 공격자가 포이즌필 규정을 면탈하기 위해서, 예를 들어 의결권 있는 주식의 20% 초과 취득을 발동요건으로 정하고 있는 정관을 회피하기 위해 의결권 있는 주식의 19.9%만을 취득하고 이와 위임장획득을 병행하여 경영권 탈취시도에 나설 수도 있는데, 회사가 공격자가 주식취득과 위임장획득을 병행하는 상황을 상정하여 그중 주식취득이 주된 공격수단이 되는 경우에도 경영권을 방어할 수 있게 정관을 설계하는 것은 가능할 것임.

15) 일본 경제산업성·법무성의 「기업가치·주주공동이익의 확보 및 향상을 위한 대수방어책에 관한 지침」에서는 주주공동의 이익을 확보하고 향상시키는 방어책이 필요한 경우로,

에 따라 신주인수선택권을 적대적 M&A 방어 목적으로 사용하는 것이 정당화¹⁶⁾

다음과 같은 예를 들고 있음.

- ① 주식을 매점한 후 경영권을 담보로 회사에게 주식을 고가에 매수할 것을 요구하는 경우 (greenmail)
- ② 회사의 경영을 일시적으로 지배하는 동안 회사의 주요 자산을 염가에 취득하는 등 회사의 희생을 바탕으로 매수자의 이익을 실현하려는 경우
- ③ 회사의 자산을 매수자 등의 채무담보나 변제자원으로 유용하는 경우 (LBO : leveraged buy-out)
- ④ 회사의 경영을 일시적으로 지배하는 동안 회사의 고액자산 등을 처분한 후 그 처분 이익으로 일시적으로 고액의 배당을 하거나, 일시적인 고액배당으로 주가를 급등시킨 후 주식을 고가에 매도하는 경우 (bust-up takeover 등)
- ⑤ 매수자가 1단계의 공개매수에서 모든 주식의 매수를 권유하지 않고 일정한 수량의 주식만을 매수하는 동시에, 2단계의 매수조건을 1단계의 조건보다 불리하거나 불명확하게 설정함으로써 주주에게 주식의 매각을 사실상 강요하는 경우 (2단계 매수 : front-end loaded tender offer, two-tiered tender offer)
- ⑥ 주주공동의 이익을 훼손할 우려가 있는 매수제안임에도 불구하고, 주주가 주식을 매수자에 양도할지 보유할지를 판단하기 위한 충분한 정보가 없는 등 주주가 당해 제안을 판단하는 것이 곤란한 경우에, 매수자에 정보를 제공하게 하거나 회사가 매수자가 제시한 조건보다도 유리한 조건을 제시하기 위해 필요한 시간과 교섭력을 확보하기 위한 경우

- 16) 경영권의 탈취시도가 경영자 또는 기존 주주에 대하여 적대적인 것이라고 하더라도, 그러한 이유만으로 이에 대한 방어행위가 적법하다고 할 수 없음은 당연함. 따라서 사법심사과정에서 방어행위의 적법성이 쟁점이 될 수밖에 없게 되는데, 미국의 경우는 이를 이사의 회사에 대한 fiduciary duty, 즉 충실의무(duty of loyalty) 또는 선관주의의무(duty of care)의 위배 문제로 구성하는 것이 일반적인 반면, 일본의 경우는 이를 상법(회사법)상 주주평등원칙의 위배 문제로 보는 경향이 있음.

미국 Delaware주 법원은 및 Moran v. Household International Inc. 사건(1985)에서, 포이즌필의 발행이 회사법상 이사회의 업무집행권한에 포함되어 있다는 것을 전제로, 포이즌필을 발행하기로 한 Household International Inc. 이사회의 결의를 공개매수라는 위협적 상황에 적절하게 대응하여 내린 경영상의 판단이라고 보아 그 유효성을 인정하였으며, Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 사건(1985)에서는 경영권의 방어행위(사안의 경우 역공개매수)가 경영판단의 원칙의 적용을 받기 위해서는 ① 당해 회사의 이사회가 공개매수로 인하여 회사의 정책 및 효율성에 대한 위협이 발행하였다고 믿을 합리적인 근거가 있고, ② 이사회가 채택한 방어수단이 그 위협과 관련하여 상당해야 한다는 사법적 심사기준을 제시하고, 이러한 요건에 대한 입증책임은 방어행위의 위법성을 다투는 자가 아니라 방어행위를 시행한 경영진에게 있다고 판시하였는바, 이는 전통적인 입증책임의 법리에 수정을 가한 것으로도 평가되고 있음.

일본은 경제산업성과 법무성이 2005. 공동으로 발표한 “기업가치·주주공동이익의 확보 및 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침”에서 ① 기업가치·주주공동이익의 확보 및 향

됨. 회사가치와 주주 일반의 이익은 추상적인 개념이어서 이를 쉽게 판단하기 어렵고, 신주인수선택권부여 등의 효력을 다투는 공격자는 통상 위 요건의 부존재를 주장하며 가처분이나 유지청구 등으로 회사에 대응하게 될 것인바, 결국 회사가 위 요건을 충족하였는지의 여부는 구체적인 사안마다 사법부의 판단에 맡겨져 있다고 할 수 있음.

- 이 경우 공개매수 또는 주식매집의 목적, 공격자의 과거 투자경력, 공격자와 기존 주주 및 회사의 관계, 회사의 경영실적과 재무상황 등 기존 경영진의 성과지표, 회사의 소유지배구조의 분산도, 사외이사 등 경영진과 독립적 이해관계를 가지는 기관의 입장, 포이즌필의 발행이 회사에 미치는 재정적인 영향, 회사가 공격자에 대한 차별을 최소화하려고 노력하였고 실제로 차별이 최소한도로 억제되었는지의 여부 등이 복합적으로 고려되어야 할 것임.
- 회사가 신주인수선택권의 행사로 인하여 신주를 발행하는 경우 그 행사가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일 당시 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있게 함
 - 회사가 적대적 M&A 방어 목적으로 신주인수선택권의 행사가액을 시가에 비해 현저히 낮은 가격으로 정하여 신주를 발행하는 경우에는 이것이 결과적으로 주주들에게 이익이 되었을지라도¹⁷⁾ 회사에는 손해를 끼친 것으로 되어 배임죄의 성립 여부가 문제될 수 있고, 또한 행사가액을 권면액에 비해 현저히 낮은 가격으

상의 원칙 ② 사전공시 및 주주의사의 원칙 ③ 필요성 및 상당성 확보의 원칙을 경영권 방어의 적법성 판단기준으로 제시하고 있으며, 일본 최고재판소는 **Bulldog Sauce** 대 **Steel Partners Japan** 사건(2007)에서 특정 주주의 지배권취득에 수반하여 회사의 존립과 발전이 저해될 우려가 발생하는 등 기업가치가 훼손되어 회사 및 주주공동의 이익이 침해되는 경우에는 이를 방지하기 위해 당해 주주를 차별적으로 취급하는 것이 형평의 이념에 반하고 상당성을 결여하지 않는 한 주주평등의 원칙에 반하지 않는다고 판시하였는바, 이는 포이즌필의 적법성을 인정한 최초의 최고재판소 판례임.

- 17) 회사가치의 변동 없이 주식의 수가 늘어나면 개별 주식의 가치가 희석되는 문제가 발생하나, 기존 주주들의 입장에서는 보유주식의 증가가 이를 상쇄하여 결국 불이익이 없게 되고, 공격자의 보유주식 수가 증가하지 않는 점을 고려하면 오히려 이익을 입게 되는 측면이 있다고도 할 수 있음(공격자의 보유주식 수가 증가하지 않는 결과 기존 주주의 상대적 지분은 오히려 소폭 상승하는 결과가 되므로).

로 정하는 경우에는 상법상 액면미달발행금지의 원칙에 위배될 수 있음.

- 그러나 신주인수선택권의 행사가액을 시가 또는 권면액 이상으로 정하는 경우 행사에 부담을 느끼는 기존 주주들이 행사를 대량으로 포기하는 실권¹⁸⁾ 사태가 발생하여 경영권의 목적을 달성하기 어렵게 될 수 있음.
- 이에 회사가 정관의 규정에 따라 부여된 신주인수선택권의 행사로 인하여 신주를 발행하는 경우 상법 제417조¹⁹⁾에도 불구하고 그 행사가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일 당시 주식의 실질가액²⁰⁾이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있게 함으로써, 경영권을 방어하는 것이 보다 용이하게 함.

○ 회사가 신주인수선택권의 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우 그 발행가액을 상환의 효력발생일 당시 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으

18) 주주가 신주인수선택권의 행사를 포기하면 그 부분에 관하여는 신주가 처음부터 발행되지 않은 채 절차가 마감될 뿐이므로, 이미 발행이 결정된 신주를 주주가 인수하지 않으므로써 발생하는 실권주와는 달리 회사가 신주를 다른 주주나 제3자에게 재배정할 여지가 없음. 또한 수반성의 원칙 때문에 신주인수선택권만을 주식과 분리하여 타에 양도할 수도 없음. 따라서 주주들이 행사가액의 부담 또는 무관심으로 인하여 신주인수선택권의 행사를 포기하게 되면, 그만큼 공격자의 지분이 상승하여 경영권방어의 효과가 감소하는 문제가 발생함.

19) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’이라 함) 제165조의8에서는 주권상장법인인(상법 제417조에도 불구하고 법원의 인가 없이) 주주총회 특별결의를 통해 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정한 가격을 최저발행가액으로 하여 주식을 액면미달발행할 수 있다고 규정하고 있는바, 개정안의 취지를 주권상장법인에게도 관철하기 위해서는 자본시장법 제165조의8를 회사가 신주인수선택권의 행사로 인해 신주가 발행되는 경우에는 적용하지 않도록 하는 취지의 개정이 필요하다고 판단됨.

20) 주식의 ‘실질가액’은 주식매수선택권의 행사가액을 정하는 경우에도 문제가 되는 바(상법 제340조의2 제4항), 상법은 이를 구체적으로 산정하는 방법을 규정하고 있지 않음. 따라서 ‘실질가액’은 공평의 원칙과 거래계의 통념에 비추어 판단해야 할 것인바, 상장회사의 경우 ‘실질가액’은 특별한 사정이 없는 한 부여 또는 행사시점에서 공개시장을 통해 거래되는 가격을 의미하는 것으로 보아야 할 것이고, 비상장회사의 경우 부여 또는 행사시점에서의 주식의 순자산가치를 기준으로 기업의 미래가치를 반영한 평가액을 의미하는 것으로 이해해야 함. 그런데 개정안에 의하면 어차피 회사가 행사가액을 실질가치나 권면액보다 높은 낮은 임의로 정할 수 있게 되므로(1원과 같이 명목상의 금액으로 정하는 것도 가능함), 실제 사법심사과정에서 실질가치의 산정방식이 쟁점이 되는 경우는 많지 않을 것으로 판단됨.

로 정할 수 있게 함

- 회사가 경영권방어를 위해 신주인수선택권을 상환하면서 그 대가로 주주들에게 신주를 발행·교부하려는 경우에도 신주인수선택권 행사의 경우와 비슷한 문제가 발생할 수 있음.
- 따라서 회사가 상법 제417조에도 불구하고 정관의 규정에 따라 부여된 신주인수선택권의 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우 그 발행가액을 상환의 효력발생 일 당시 주식의 실질가액이나 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있게 함.

3 위원회²¹⁾ 논의

- 제도의 적용을 상장회사에 한정할 것인지
 - 본 제도는 주식이 공개시장에서 거래되지 않는 비상장회사에는 적용할 실익이 적다는 의견이 있었으나, 비상장회사라고 하여 적대적 M&A의 가능성이나 이에 대한 방어 필요성이 전혀 없는 것은 아니므로²²⁾, 본 제도의 적용을 받는 회사에 있어서 상장/비상장 여부를 구분하지는 않기로 함.
- 일반적인 자본조달수단으로서의 warrant의 도입 문제
 - 포이즌필은 본래 warrant(일본의 경우는 신주예약권) 제도를 변용하여 만들어진 경영권방어수단인데, 우리나라 상법에서는 앞서 보았듯이 특수한 경우를 제외하고는 warrant의 발행을 허용하지 않고 있으므로, 포이즌필을 상법에 도입하기 위해서는 그 전제로서 일반적인 warrant 제도를 도입해야 할 필요가 있다는 의견이 있었음.

21) 법무부 경영권방어법제개선위원회 (위원장 : 충북대학교 송종준 교수)
: 법학자·경제/경영학자·금융기관장·변호사·소관 정부부처(기획재정부·지식경제부·금융위원회·공정거래위원회) 실·국장 등 총 16인(위원장 포함)의 위원들로 구성, 2008. 4. 28.부터 2009. 9. 23.까지 총 20회의 회의(전체회의 9회, 소위원회의 11회)를 개최하여 개정안의 초안을 성안하였음.

22) 현재 비상장회사의 주식도 금융투자협회에서 개설한 프리보드(Free Board, 제3시장)를 통하여 일부 공개적으로 거래되고 있으며(2009. 6. 말 현재 시가총액 5,000억원 이상), 향후 제3시장이 활성화되면 이를 통한 적대적 M&A가 발생할 가능성도 있음.

- warrant 제도가 자금조달경로를 다양화하고 여러 금융상품의 개발을 촉진하는 등의 긍정적 효과가 있는 것은 사실이나, 이를 도입하기 위해서는 상법의 자본에 관한 규정과 자본시장법 등 관련 법제를 총체적으로 정비해야만 하는 어려움이 있으므로, warrant 제도의 도입은 장기적인 과제로 넘기고 일단 적대적 M&A 방어 목적을 가지는 특수 warrant로서의 신주인수선택권을 도입하는 한편, 주식과의 분리양도 및 유상발행을 금지함으로써 자본조달기능과 증권기능을 약화시켰음.

○ 신주인수선택권 부여 요건의 구체화 여부

- 개정안에서는 회사가 신주인수선택권을 부여하는 것을, “회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우” 로 제한한 것 이외에는 별도의 요건을 두지 않았음. 이에 대하여, 지배주주나 경영진의 제도 남용을 막기 위해서는 행사요건을 보다 구체적 또는 열거적으로 설정할 필요가 있다는 의견도 제시되었으나, ① 입법기술상 경영권이 위협을 받는 모든 상황을 열거적으로 규정하기가 곤란하고, ② 포이즌필 제도를 도입한 선진국의 경우도 명문으로 포이즌필의 행사요건을 한정하고 있지는 않으며, ③ 행사요건을 지나치게 상세하게 법정할 경우 오히려 사법심사를 제약하여 회사보호에 역행할 수 있다는 점을 고려하여, “주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 정관으로 정한 비율 이상의 주식을 취득” 하는 것을 사유의 하나로 예시한 것 이외에는 요건을 더 상세하게 구체화 하지 않았음.

○ 신주인수선택권의 제3자 부여 허용 여부

- 신주인수선택권을 기존 주주만이 아니라 제3자에게도 부여할 수 있게 하여 백기사(white knight)²³⁾에 의한 경영권방어를 가능하게 하자는 논의가 있었으나, 이를 허용할 경우 경영권 양도 목적의 배정 등 탈법적 남용의 소지가 커 채택되지 않았음.

23) 적대적 인수합병의 경우에 매수대상기업의 경영자에게 우호적인 성향의 제3인수자를 말함. 적대세력 대신 매수대상기업을 인수하거나 적대세력의 공격을 차단해 주는 역할을 함.

- 이 점에서도 제3자 배정을 허용하는 일본에 비해 제도의 남용가능성이 줄어든 것이라고 할 수 있음.

○ 신주발행을 자기주식 교부로 대체할 수 있는지

- 개정안 성안 과정에서 회사가 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있게 할 것인지도 논의되었으나, 실제 회사는 극단적인 상황에 대비하기 위해 자기주식을 최후까지 보유하는 것이 통상일 것이므로, 자기주식 교부 규정은 불필요하다고 보아 최종 개정안에서 삭제되었음.

4 해외 입법례

○ 미국

- 포이즌필은 처음부터 입법²⁴⁾에 의하여 도입된 제도는 아니고, 기존의 warrant 또는 right 제도를 활용하여 민간²⁵⁾에서 창안된 경영권방어수단을 지칭하는 용어임. 포이즌필은 1980년대 초반부터 본격적으로 사용되기 시작하였고, 1985년 Delaware주 법원이 그 유효성을 인정한 이후 대부분의 주에 걸쳐서 가장 보편적인 경영권방어수단으로 널리 보급되었음²⁶⁾. 미국은 회사법이 주별로 제정되어 있어

24) 미국변호사협회(ABA : American Bar Association)에서 만든 개정모범사업회사법(RMBCA : Revised Model Business Corporation Act)은 제6.24조 제(a)항에서 회사가 주식 또는 유가증권을 매수할 수 있는 권리·옵션·워런트를 발행하는 경우 이사회에게 발행조건을 결정할 권한이 있음을 규정하는 한편, 제(b)항에서는 발행주식이나 발행유가증권 중 소정의 수량이나 비율을 취득하려고 권리·옵션·워런트를 보유하거나 청약하는 자 또는 그로부터 이를 양수받은 자에 대하여 그 권리·옵션·워런트를 무효화 또는 행사·양도·양수를 제한하는 것을 조건에 포함시킬 수 있다고 규정하고 있으며, 현재 New York 주 등 31개 주가 판례이론 및 RMBCA 등을 참조하여, 주식에 관한 권리의 행사에 관하여 적대적 매수자를 차별할 수 있는 근거규정을 두고 있음.

25) 1980년대 초반에 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz 법률회사의 Martin Lipton 변호사에 의하여 고안되었다는 것이 정설임.

26) 2006년 기준으로 미국 스탠다드 앤 푸어스(S&P) 500대 기업 중 평상시에 포이즌필을 도입하고 있는 기업은 48%임. 이는 1990년의 66.5%보다는 낮아진 것이기는 하나, ① 미국에서는 회사가 언제든지 이사회결의로 즉시 포이즌필을 발행할 수 있으므로 평상시 도입률이 큰 의미를 가지지 않으며, ② 포이즌필의 도입 필요성이 줄어든 것은 기업사냥

서 포이즌필에 대한 규율이 각기 다르나, 아래에서는 가장 일반적으로 통용되는 포이즌필에 대하여 설명함.

- 초창기²⁷⁾에 등장한 포이즌필은 적대적 공개매수 등의 상황에서 대상회사(피인수 회사)의 주주들에게 합병 후 인수회사 또는 존속회사의 주식을 대폭 할인된 가격으로 매수할 수 있는 권리를 부여하는 방식(flip-over fill)이었음. 그러나 위 방식은 합병을 전제로 하지 않은 인수시도에는 무력하다는 비판이 제기되었고, 이후 대상회사가 공격자를 제외한 대상회사의 주주들에게 대상회사의 주식을 대폭 할인된 가격으로 매수할 수 있는 권리를 부여하는 방식(flip-in fill)이 개발되어, 현재 flip-in 방식 또는 양자를 결합한 방식(flip-in/flip-over fill)이 많은 회사들에 의하여 채택되고 있음²⁸⁾.
- 이러한 포이즌필이 실행되게 되면, 대상회사에서 공격자의 지분이 희석되거나 인수에 필요한 비용이 증가되어 공격자가 대상회사의 경영권을 장악하는 것이 어렵게 됨. 한편 이 경우 공격자는 위임장경쟁 등을 통하여 의결권을 확보한 후, 주주 총회를 열어 기존 이사들을 제거하고 포이즌필을 상환 또는 소각하는 조치를 취할 수도 있는데, 이를 막기 위하여 ① 시차임기제(staggered board)를 병행도입

이 극성을 이루던 1980년대와 달리 현재는 다수의 경영권방어장치 덕분에 경영권환경이 안정되었기 때문으로, 오히려 경영권방어제도가 본래의 기능을 발휘한 결과라고 할 수 있음.

- 27) 최초로 개발된 포이즌필은 전환우선주 또는 상환우선주를 주주들에게 주식배당의 형태로 부여하는 것이었으나 널리 쓰이지는 못하였음. 이후 저가에 주식 등을 매수할 수 있는 권리를 주주들에게 이익배당의 형태로 부여하는 방식이 개발되어, 현재의 포이즌필은 거의 이것을 의미하고 있음(우리나라와 달리 미국의 경우 통상 이사회에 배당 결정권이 있고, 현금 대신 권리 등의 자산을 배당하는 것도 가능함).
- 28) 한편 back-end fill이란 것도 있는데, 이것은 발동요건이 현실화된 경우 대상회사가 대상회사의 주주들에게 주식을 사채나 현금 등으로 상환받을 권리를 부여하는 것을 핵심으로 하고 있음. 이 경우 상환가격을 공정가격 이상으로 정하게 되면 결국 발동 후 대상회사의 자산을 고갈시키는 결과가 되어, 인수회사가 경제적 인수동기를 상실하게 하는 효과가 있음. 다만 back-end fill은 대상회사를 재무파탄상태에 빠트리고 사기양도(fraudulent conveyance)에 악용될 우려가 있어, 현재는 이용빈도가 높지 않음.
또한 과거에는 공격자를 제외한 대상회사의 주주들에게 복수의결권의 우선주를 배당하는 방식도 상당히 이용되었는데, 뉴욕증권거래소(NYSE)와 미국증권거래소(AMEX)가 1994년 공개회사의 복수의결권주발행을 금지한 이래 현재는 크게 이용되지 않고 있음.

하여 이사들이 일거에 전원 교체되는 것을 방지하거나, ② 포이즌필 발행시에 다양한 형태의 조건²⁹⁾을 부가하는 경우가 많음. 그러나 후자의 경우는 경영진의 기득권을 지나치게 보호하고 주주의사를 무력화시킨다는 반론이 있으며, 판례도 주별로 입장이 엇갈림³⁰⁾.

- 포이즌필은 적대적 공개매수가 있는 경우 이사회 결의로 즉시 발행하여 행사하게 할 수도 있지만, 실제 포이즌필의 활용 사례를 보면 일단 도입만 해 놓고 요건발동시까지 발행을 유보한 채 잠재적 공격자에 대한 위하 또는 협상수단으로 활용하는 경우가 더 많음(일본에서는 전자를 ‘유사시방어형’, 후자를 ‘사전경고형’이라 함). 이 경우 공격자는 통상 포이즌필을 회피하여 이사회와 협상을 시도하거나 인수전략을 수정하는 것을 더 선호하게 되므로, 실제로 포이즌필이 유효하게 발동되어 신주의 발행 내지 교부에 이른 예는 거의 없었음.
- 미국 판례³¹⁾는 포이즌필의 발행이 회사법상 이사회 업무집행권한에 포함되어 있다는 입장임. 정관이나 주주총회결의 없이 이사회결의만으로 포이즌필을 간단하게 발행할 수 있으므로, 사실상 미국의 전 주식회사는 잠재적으로 포이즌필을 도입하고 있다고도 볼 수 있음.
- 한편 이사회 경영권 방어행위의 적법성 여부에 관하여 미국 판례³²⁾는 일반적으로

29) 이 중 대표적인 것은, 포이즌필의 상환 또는 소각은 포이즌필을 채택한 당시의 이사나 그러한 이사에 의하여 선임된 이사에 의하여만 가능하다는 규정(**dead-hand provision**), 다수의 이사가 교체된 경우에는 포이즌필의 상환 또는 소각을 금지하거나 제한하는 규정(**no-hand provision**), 일정기간 동안 포이즌필의 상환 또는 소각을 제한하는 규정(**slow-hand provision**) 등이 있음.

반면 **sunset provision**(일몰규정)의 경우는, 이사회가 발행한 포이즌필의 유효기간(2-3년)을 정해놓고 이 기간 내에 주주총회가 포이즌필을 승인하거나 제거하도록 하고, 주주총회의 승인을 얻지 못한 포이즌필은 기간 경과 후 자동적으로 소멸하는 것을 내용으로 하고 있음. 이것은 포이즌필의 남용을 막는 한편, 이사회 판단을 주주의사에 의하여 견제한다는 긍정적 효과가 있음.

개정안의 경우는 포이즌필 도입 자체가 주주의사에 의해서만 가능하도록 하고 있고, 주주들이 필요에 따라 언제든지 정관을 변경하여 포이즌필의 도입을 철회할 수 있으므로, 별도로 일몰규정을 두지 아니하였음.

30) 일본 동경증권거래소의 경우는 현재 상장규정에서 **dead-hand**형 신주예약권의 발행을 금지하고 있음.

31) *Moran v. Household International, Inc.* (Del. 1985)

로 ① 당해 회사의 이사회가 공개매수로 인하여 회사의 정책 및 효율성에 대한 위협이 발생하였다고 믿을 합리적인 근거가 있고, ② 이사회가 채택한 방어수단이 그 위협과 관련하여 상당해야 한다는 사법적 심사기준을 제시하고 있음. 또한 적대적 M&A 상황에서 이사들이 회사를 백기사 등에게 매각하기로 결정한 경우에 판례³³⁾는 이사들은 방어자가 아닌 독립적 경매자 입장에서 주주들을 위하여 가장 유리한 가격으로 회사를 매각할 의무를 부담한다고 판시함.

- 포이즌필의 발행과 발동의 대상·시기·요건·행사가액 등에 관하여는 위의 필요성과 상당성 원칙을 준수하는 한 철저히 회사의 자율에 맡겨져 있음.
- 포이즌필의 단점은 포이즌필을 부여받은 주주 등이 이를 실행하기 위해서는 행사가격을 지급해야 하는데, 주주들이 이러한 행사가격에 부담을 느껴 권리행사를 포기할 수 있다는 것임. 따라서 대부분의 포이즌필에는 회사가 위 권리를 일방적으로 주식이나 현금으로 상환할 수 있는 선택권(exchange option)이 부가되어 있는 경우가 많음. 이 경우 회사는 일방적으로 위 권리를 기존주주에 대하여는 주식, 공격자에 대하여는 현금으로 상환하여, 공격자의 지분을 일거에 떨어뜨리는 효과를 달성할 수 있음.
- 포이즌필을 발행하는 경우에는 통상 발동요건의 개시 이전에 또는 개시 이후에도 이사회가 언제든지 명목적인 금액(1센트 등)을 지급하고 이를 상환하여 소각하는 것이 가능하다는 취지의 규정(redemption provision)을 두는 것이 보통임. 공격자가 성공적으로 이사회를 장악한 경우나, 공격자와 대상회사간에 원만한 협상이 성립된 경우에 포이즌필을 소거하기 위한 방법으로 활용됨.
- 포이즌필의 양도 가능 여부도 원칙적으로 이사회에서 정할 수 있으나, 통상 요건의 발동 또는 발동 후 일정시기까지는 주식과 분리하여 warrant나 right만을 양도하는 것을 금지하는 것이 보통임.

○ 일본

- 일본은 종래 다수설과 하급법원(동경고등재판소, 동경지방법판소)이 자금조달 목

32) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. (Del. 1985)

33) Revlon, Inc. v. MacAndrew & Forbes Holdings, Inc. (Del. 1985)

적이 아닌 경영권 유지 목적으로 제3자 배정에 의한 증자를 실시하는 것은 위법하다는 입장(주요목적기준설)을 견지하여 이사회는 경영권 방어행위에 소극적인 태도를 취하였으나³⁴⁾, 이후 일본 기업들이 다수의 적대적 M&A 사태를 겪고 종신고용제와 연구개발(R&D), 장기투자자와 같은 일본 기업 고유의 가치가 무너질 수 있다는 위기감이 확산되면서 법학계나 실무의 입장도변하기 시작하였음.

- 이후 2001년 상법 개정을 통해 미국의 warrant 제도와 유사한 신주예약권³⁵⁾³⁶⁾제

- 34) 우리나라 일부 하급심에서는 경영권방어목적으로 증자를 하는 것이 경우에 따라서는 정당화될 수도 있다고 전제한 판례도 있으나, 대법원은 현재까지는 주요목적기준설을 따르고 있는 듯한 견해를 취하고 있음.
- “상법 제418조 제1항, 제2항의 규정은 주식회사가 신주를 발행하면서 주주 아닌 제3자에게 신주를 배정할 경우 기존 주주에게 보유 주식의 가치 하락이나 회사에 대한 지배권 상실 등 불이익을 끼칠 우려가 있다는 점을 감안하여, 신주를 발행할 경우 원칙적으로 기존 주주에게 이를 배정하고 제3자에 대한 신주배정은 정관이 정한 바에 따라서만 가능하도록 하면서, 그 사유도 신기술의 도입이나 재무구조 개선 등 기업 경영의 필요상 부득이한 예외적인 경우로 제한함으로써 기존 주주의 신주인수권에 대한 보호를 강화하고자 하는 데 그 취지가 있다. 따라서 주식회사가 신주를 발행함에 있어 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 범위 안에서 정관이 정한 사유가 없는데도, 회사의 경영권 분쟁이 현실화된 상황에서 경영진의 경영권이나 지배권 방어라는 목적을 달성하기 위하여 제3자에게 신주를 배정하는 것은 상법 제418조 제2항을 위반하여 주주의 신주인수권을 침해하는 것이다.” (대법원 2009. 1. 30. 선고 2008다50776 판결)
- 35) 일정한 기간 동안 미리 정한 가액으로 회사에 대하여 신주의 발행 또는 주식의 교부를 청구할 수 있는 권리로, 일본 회사법 제2조 제21호에서는 신주예약권을 “주식회사에 대하여 행사하여 당해 주식회사의 주식을 교부받을 수 있는 권리”라고 정의하고 있음. 신주예약권이 행사된 경우 회사는 권리자에 대하여 신주를 발행하거나 회사가 보유하고 있는 자기 주식을 교부할 의무를 부담하게 됨. 즉 신주예약권은 그 행사로 인하여 신주발행계약 또는 자기주식교부계약이 체결되는 예약완결권이라고 볼 수 있고, 그 성질은 형성권에 속함. 신주예약권의 도입으로 인하여 일본에서는 사채와 조합한 형태(신주인수권부사채)나 stock-option의 형태(주식매수선택권)로만 warrant를 발행할 수 있던 종전의 제한이 없어지고, 일반적 자금조달수단으로서의 warrant의 발행이 가능하게 된 것은 물론, 이를 주식이나 사채 등 기존의 금융상품과 다양한 방식으로 조합할 수도 있게 됨. 이것은 종류주식제도의 개정과 더불어, 주식발행 자유화조치의 일환으로 평가받고 있음.
- 36) 신주인수권과 신주예약권의 개념 차이는 각주 5에서 본 바와 같은바, 보다 구체적으로는 다음과 같음.
- ① 신주인수권은 주식발행이 결정된 후에 비로소 발생하는 소극적 권리이나, 신주예약권은 보유자가 회사에 대하여 주식의 교부를 적극적으로 요구할 수 있는 권리임.
 - ② 신주예약권은 신주발행과는 별도로 자체의 발행절차를 가짐. 또한 신주예약권을 배

도가 신설된 것을 계기로, 위 제도를 미국의 예에 준하여 포이즌필로 활용하기 위한 연구가 활발히 진행되었음³⁷⁾. 이후 일본은 2005. 6. 신회사법을 상법에서 분리하여 단행법으로 제정하면서 신주예약권무상배정제도와 취득조항부신주예약권제도³⁸⁾를 추가로 도입하고, 법무성과 경제산업성이 2005. 5. 27. “기업가치·주주공동이익의 확보 및 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침”을 공동으로 발표하여 사법부와 민간에 대해 경영권 방어행위의 가이드라인을 제시하면서 일본식 포이즌필을 완성하였음³⁹⁾. 그 결과, 현재 포이즌필은 일본에서 방어수단 중 가장 널리 쓰이고 있음⁴⁰⁾⁴¹⁾.

정받기 위해 납입하는 금원(납입가액)과 신주예약권자가 주식을 교부받기 위해 신주예약권을 행사하면서 납입하는 금원(행사가액)은 구분됨.

- ③ 신주예약권은 동시에 발행된 경우에도 보유자들의 각 행사시기에 따라 수시로 신주가 발행될 수 있음.
 - ④ 회사는 신주예약권을 행사한 자에게 신주를 발행하는 것 이외에도 자기주식을 교부하는 것도 가능함.
 - ⑤ 신주인수권은 채권적 권리이므로 회사가 의무에 위반하여 권리자에게 신주를 배정하지 않을 경우 권리자가 당연히 주주가 되는 것이 아닌 반면, 신주예약권은 형성권이므로 권리를 행사한 자는 당연히 주주가 됨.
- 37) 신주예약권은 본래 자금조달수단의 다양화 및 증권발행 자유화의 일환으로 도입된 것이었으나, 도입 초기부터 많은 기업들이 이를 미국과 같이 경영권방어수단으로 활용하는데 관심을 가졌으며, 실제로 실무에서 적극 활용되기도 하였음. 따라서 그간 일본 법학계에서의 신주예약권 논의도 상당수가 신주예약권의 포이즌필로의 활용방안에 집중되어 있었음. 다만 일본에서는 미국식 용어인 ‘Poison pill’은 그 뜻이 ‘독소조항’으로서 다소 부정적인 어감이 있다고 하여 ‘권리계획’(Rights Plan)이라는 용어를 많이 사용하고 있음.
- 38) 신주예약권무상배정제도에 관하여는 각주 7을, 취득조항부신주예약권제도에 관하여는 66쪽을 참조.
- 39) 한편 2009. 동경증권거래소에서는 정당한 방어수단으로서의 활용이 아니라 주식가치의 희석화, 지배권 이동을 위하여 신주예약권을 악용하는 경우에는 당해 회사를 상장폐지하는 취지의 지침을 새로 작성하였는데, 이는 2005. 법무성·경제산업성 지침과 함께 신주예약권의 남용가능성을 더욱 제한하는 역할을 할 것으로 기대되고 있음.
- 40)일본 경제산업성의 자료에 의하면, 2007. 5. 말 현재 동경증권거래소 1부 상장기업(1,753개사)의 약 16%인 283개사가 포이즌필을 도입하였거나, 도입을 공표한 상태임. 상장기업 전체(약 3,900개)로 보면 약 9%에 해당하는 359개 사가 포이즌필을 사용하고 있음. 이 중 대부분(349개사)은 사전경고형이고, 주주총회가 포이즌필의 도입을 결정하고 유사시에 구체적으로 주주에게 신주예약권을 배정하는 결정은 이사회가 맡는 유형이 가장 많음(292개사).

- 포이즌필을 포함한 경영권방어수단의 적법성 여부에 관하여, 위 지침에서는 ① 기업가치·주주공동이익의 확보 및 향상의 원칙, ② 사전공시 및 주주의사의 원칙, ③ 필요성 및 상당성 확보의 원칙을 판단기준으로 제시하고 있으며, 2007. 일본 최고재판소는 Bulldog Sauce 사건⁴²⁾에서 특정 주주의 지배권취득에 수반하여

41) 한편 2009. 8.자 민간통계에 의하면, 매수방어책을 도입하고 있는 회사 수는 2006. 말 175사, 2007. 말 409사, 2008. 말 570사, 2009. 8. 569사로 증가 추세에 있으며, 이 중 압도적인 수(2009. 8. 현재 565사)가 사전경고형 포이즌필을 채택하고 있음. 2009. 8. 현재 사전경고형 포이즌필을 채택하고 있는 회사들을 구체적으로 분석하면 아래와 같음.

가. 도입시에는 주주총회의 승인(544개사, 이 중 226개사는 정관변경을 수반)에, 발동시에는 이사회결정(346사, 이 중 328사는 독립된 위원회의 결정을 거치게 하고 있음)에 따르게 하는 경우가 가장 많음.

나. 공격자가 의결권부 주식의 20%를 취득하는 것을 발동요건으로 하는 경우가 가장 많음(544사).

다. 유효(갱신)기한은 3년으로 하는 경우가 가장 많음(447사).

한편 2009. 8. 현재 매수방어책의 도입을 중지한 회사는 44개사임.

42) 사안의 개요는 다음과 같음.

- ① 2007. 5. 18. 투자펀드인 Steel Partners Japan(이하 'SP'라 함)은 완전자회사를 통해 Bulldog Sauce社(이하 '불독소스')가 발행한 주식 전부의 취득을 목적으로 공개매수를 개시함.
- ② 불독소스는 5. 25. SP에게 공개매수에 관한 의견표명을 요구하였으나, SP측은 6. 1.자 답변을 통해 불독소스를 직접 경영할 목적이나 계획이 없는 상태에서 공개매수를 진행하는 것임을 명백히 함.
- ③ 이에 불독소스 이사회는 6. 7. 공개매수에 대항하기로 결의하고, 신주예약권 무상배정에 관한 사항을 주주총회의 특별결의사항으로 하는 취지의 정관변경안과, 이와 같은 정관변경을 전제로 하는 신주예약권 무상배정안을 6. 24. 정기주주총회에 제출하였고, 정기주주총회에서는 출석의결권수의 약 88.7%, 총 의결권수의 약 83.4%의 찬성으로 이를 가결함.
- ④ 위 무상배정안의 내용은 기준일인 7. 10. 당시의 실질주주들에게 보유주식 1주당 3개의 비율로 신주예약권을 무상배정하고, 동 주주가 9. 1.부터 9. 30.까지 예약권 1개당 1엔을 납입하면 보통주 1주를 교부받을 수 있다는 것이었음. 반면 SP에 대해서는 회사가 신주예약권 1개당 396엔(최초 공개매수가격의 1/4 상당)을 지급하여 이를 취득할 수 있게 하였음. 한편 신주예약권의 양도에는 이사회결정을 받도록 하였음.
- ⑤ 이후 불독소스의 이사회는 위 취지에 따라 주주들에 대한 신주예약권 무상배정을 결의하는 한편, 약 21억엔을 지급하고 SP의 신주예약권을 취득하였음.
- ⑥ SP는 6. 13. 본건 신주예약권 무상배정은 주주평등의 원칙 등에 반하고 현저하게 불공정한 방법에 의한 것이라는 이유로 법원에 유지가처분명령을 신청했는데, 1심(동경 지방재판소)에서 각하결정, 2심(동경고등재판소)은 항고기각결정을 받고, 2007. 8. 7. 최고재판소에서 허가항고가 최종 기각됨.

회사의 존립과 발전이 저해될 우려가 발생하는 등 기업가치가 훼손되어 회사 및 주주공동의 이익이 침해되는 경우에는 이를 방지하기 위해 당해 주주를 차별적으로 취급하는 것이 형평의 이념에 반하고 상당성을 결여하지 않는 한 주주평등의 원칙에 반하지 않는다고 판시하여, 최초로 포이즌필의 발행을 인정하였음.

- 일본에서 사용되는 포이즌필은 크게 ① 평시에 신주예약권을 발행하여 이를 SPC (특수목적회사)에 신탁해 두고 공격자가 등장한 경우 이를 수익자인 주주에게 교부하는 신탁형과, ② 평시에는 발행의 결정 또는 선언(도입)만 해 놓고 공격자가 등장한 경우에 신주예약권을 주주에게 무상으로 배정(발동)하는 사전경고형이 있는데, 현재 일본에서 이용되는 포이즌필은 대부분 사전경고형임.
- 일본 회사법의 신주예약권은 주식양도가 제한되는 회사(비공개회사)에서는 주주총회 특별결의로 모집사항을 결정하고(일본 회사법 제238조 제2항, 제309조 제2항 제6호)⁴³⁾, 주식양도를 제한하지 않는 회사(공개회사)에서는 이사회가 모집사항을 결정함. 다만 제3자에 대한 유리발행⁴⁴⁾의 경우에는 주주총회 특별결의로 발행을 결정해야 함⁴⁵⁾(동법 제240조 제1항, 제238조 제2항, 제3항, 제309조 제2항 제6호).
- 그런데 포이즌필로 많이 활용되고 있는 신주예약권무상배정의 경우에는, 이사회

⑦ 이후 SP는 매수가격을 변경하고 공개매수를 속행하였으나, 포이즌필의 발행으로 인해 지분이 5.4%까지 하락하여 결국 인수에 실패하게 됨.

43) 다만 주주총회 특별결의에서 일정한 범위를 정하여 모집사항의 결정을 이사(이사회설치 회사의 경우 이사회)에게 위임할 수 있음. 위 위임결의의 효력기간은 해당 결의일로부터 1년임(동법 제239조 제1항, 제3항).

44) 신주예약권의 유리발행이란 신주예약권의 무상발행이 해당자에게 특히 유리한 조건인 경우와, 유상발행이지만 납입금액이 해당자에게 특히 유리한 금액인 경우를 말함(동법 제238조 제3항 각 호). 이 경우 이사는 유리발행을 필요로 하는 이유를 주주총회에서 설명할 의무가 있음(동항 본문).

45) 그런데 주식회사가 주주에게 신주예약권의 배정을 받을 권리를 주는 경우(동법 제241조 제1항)에는 ① 정관의 정함이 있는 경우에는 이사 또는 이사회(이사회설치회사의 경우) ② 공개회사의 경우에는 이사회 ③ 그 외의 회사는 주주총회의 특별결의로 모집사항을 정하도록 되어 있음(동조 제3항). 주주에게 신주예약권의 배정을 받을 수 있는 권리를 주는 경우 유리발행에 대한 규정의 적용이 배제되기 때문에(동조 제5항), 주주에게 신주예약권을 발행하는 경우 유리발행의 경우에도 주주총회 특별결의를 요하지 않음.

설치회사에서는 이사회에서, 그 밖의 회사에서는 주주총회에서 발행을 결정하게 하되, 정관에 별도의 정함이 있는 경우에는 그러하지 아니하도록 하여(동법 제278조 제3항), 발행에 있어서 이사회의 권한을 보다 널리 인정하고 있음⁴⁶⁾.

- 신주예약권은 위와 같이 주주가 아닌 제3자에게 교부하는 것이 가능하며, 주주가 신주예약권을 행사하는 경우 회사는 신주를 발행하는 것에 같음하여 자기주식을 교부할 수도 있음.
- 신주예약권의 행사기간⁴⁷⁾, 행사조건 및 행사금액에 관하여는 특별한 제한이 없으므로 회사가 법령과 정관의 범위 내에서 자율적으로 정할 수 있음. 따라서 회사는 공격자가 아닌 자에 대해서 저가로 신주예약권을 발행하거나, 공격자에 대해서 신주예약권의 행사를 제한함으로써 경영권을 방어하는 것이 가능함.
- 또한 회사는 일정한 조건이 충족되면 회사가 이를 강제로 취득할 수 있는 권리가 부착된 신주예약권(취득조항부신주예약권)을 발행하는 것도 가능함(동법 제236조 제1항 제7호). 이 경우 회사는 취득의 대가로서 기존 주주에게 주식을 지급하거나, 공격자에게 현금 등 주식 이외의 재산을 지급하여 결과적으로 공격자의 주식 지분을 낮출 수 있음(2007년에 Bulldog Sauce 社가 취한 전략이기도 함). 무상 취득도 가능하다는 견해가 유력함.
- 신주예약권은 주식과 분리하여 자유로이 양도할 수 있으나(동법 제254조 제1항), 회사가 이를 발행하면서 양도에 회사의 승인을 얻을 것을 정할 수 있음(동법 제236조 제1항 제6호).
- 신주예약권과 같은 방어수단을 도입한 회사는 ① 방어수단에 관한 기본방침, ② 방어수단의 구체적인 내용, ③ 방어수단의 합리성에 관한 경영자의 평가 및 의견

46) 다만 포이즌필이 발행되는 실제 현황을 보면, ① 이사회가 도입여부 및 발동을 모두 결정하는 경우, ② 주주총회가 도입 및 발동을 모두 결정하는 경우, ③ 주주총회가 도입을 결정하고 발동은 이사회가 결정하는 경우, ④ 이에 덧붙여 특별위원회 등의 심사를 요구하는 경우 등 다양한 경우가 있으나, 이 중 가장 흔한 형태는 ③+④의 형태임(각주 40, 41).

47) 동법 제236조 제1항 제4호에서는 주식회사가 신주예약권을 발행함에 있어서 신주예약권을 행사하는 것이 가능한 기간을 정하도록 하고 있는데, 그 범위는 회사의 자율에 맡기고 있음. 실무상 3년인 경우가 가장 많음(각주 41).

을 영업보고서에 기재할 것이 의무화되고, 감사는 이를 감사한 후 감사보고서에 감사의견을 기재하여야 함(동법 시행규칙 제127조).

○ 프랑스

- 프랑스는 2006년 상법 개정을 통하여 주식인수증권(bons de souscription d'action, BSA)제도를 도입하였으며, 2007. 8. 현재 CEGID, IPSOS, Hermes, Bouygues, Saint-gobain와 같은 대기업에서 이를 채택하고 있음⁴⁸⁾.
- 프랑스 상법은 다른 입법례와 달리 BSA를 공개매수에 대한 방어수단의 하나로 명시하고 있고, 공개매수가 저지되면 주식인수증권은 당연 무효로 됨.
- 회사는 공개매수가 발생하기 이전 또는 공개매수기간 중에 주주총회의 특별결의에 의하여 BSA의 발행 및 무상배정을 결정할 수 있으며, 주주총회에서 경영위원회 또는 집행부에게 BSA의 발행, 무상배정, 발행의 유예·중지·금지 등을 위임할 수도 있음. 다만 이 경우 행사로 인한 자본증가의 최고한도액과 발행할 주식수의 최대수량은 주주총회에서 미리 정해 놓아야 함.
- 주식인수선택권은 모든 주주에게 발행하여야 하고, 발행가격은 명목가격이나 무상 모두 가능함.
- 행사조건이나 행사가격 등은 주주총회 또는 경영위원회나 집행부가 자율적으로 정할 수 있음.
- BSA를 발행하는 회사는 공개매수가 종료되기 전에 BSA의 발행의사를 일반에게 공시할 의무가 있음.

48) 다른 유럽 국가들의 경우 명시적인 규정은 없으나 경영권 방어목적 warrant 발행이 허용되는지에 관하여 견해의 대립이 있음. 다만 다수의 유럽 국가에서는 적대적 M&A에 대하여 의무공개매수제도 등 고도의 규제장치를 마련하고 있으므로, 포이즌필 발행의 필요성이 그리 높지 않은 것이 사실임.



제432조의3(신주인수선택권의 부여)

| 현 행 | 개 정 안 |
|---------------------------|--|
| <p><u><신 설></u></p> | <p>제432조의3(신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의) ① 제432조의2제1항에 따른 신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의에 있어서는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻 2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법 3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항 4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건 5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 행사내용을 달리 정한 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위 <p>② 제1항에 따른 이사회 결의는 이사 총수의 3분의 2 이상으로써 한다.</p> <p>③ 회사는 제1항에 따른 이사회 결의 후 지체 없이 그 결의 내용을 공고하여야 한다.</p> <p>④ 제3항에 따른 공고는 적어도 제1항제4호의 행사기간의 개시일 2주 전에 하여야 한다.</p> <p>⑤ 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 제1항제4호의 행사기간 내에는 발행을 보류하여야 한다.</p> |

1 개정 이유

- 개정안은 회사가 신주인수선택권을 도입하기 위해서는 주주총회의 특별결의에 의한 정관변경을 거치도록 함으로써 도입에 신중을 기하게 하는 동시에, 도입 과정에 주주들의 총의를 최대한 반영하게 함으로써 일부 대주주에 의한 독단적 도입을 방지하고자 하고, 일단 정관에 신주인수선택권이 도입된 이후에는 회사가 이사회 결의에 의하여 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있게 함으로써 공격매수 등 급변하는 경영권 상황에 신속하고 효율적으로 대처할 수 있게 하는 한편 이사회 결의요건을 이사 총수의 3분의2로 가중함으로써 소수주주들이 선임한 이사와 사외이사가 신주인수선택권의 발동에 있어서 충분한 견제를 가할 수 있게 함.
- 신주인수선택권을 정관에 도입한 회사가 이를 주주에게 부여하려는 경우, 이사회 특별결의로 신주인수선택권의 부여 및 행사에 관한 세부적인 사항을 정하게 하는 한편, 해당 이사회결의를 지체 없이 공고하도록 의무화하고, 행사기간의 개시를 공고일 후 2주 후로 설정하게 함으로써 이해관계자들이 신주인수선택권의 발동사실을 인지하고 투자판단에 참고할 수 있게 하는 한편, 공격자 등 반대주주들이 회사의 위법한 신주인수선택권 부여·행사제한 등에 맞서 보전처분신청이나 유지청구 등 법적 조치를 취할 수 있는 시간적 여건을 보장함.
- 또한, 전환주식이나 특수사채의 경우와 같이, 발행예정주식총수 중 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 행사기간 중에는 발행을 유보하도록 함.

2 개정 내용

- 회사가 정관의 규정에 의하여 주주에게 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 기준일, 발행주식의 종류와 수, 행사가액 및 그 조정⁴⁹⁾, 행사기간 및 조건, 일부주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하는 경우 구체적인 내용과 해당 주주의

49) 이사회가 행사가액의 조정에 관하여도 정할 수 있게 한 것은, 행사기간을 앞두고 주가가 급락하여 행사가액을 하향조정하지 않으면 적대적 M&A 방어의 목적을 달성하기 어렵게 되는 경우 등 다양한 상황에 신속적으로 대응할 수 있게 하기 위한 것임.

범위 등에 관하여 이사회가 특별결의로써 결정하게 함.

- 이 경우 회사는 지체 없이⁵⁰⁾ 그 결의사항을 공고⁵¹⁾하고, 행사기간의 개시일을 공고일로부터 2주 후로 정하게 함.
- 또한 발행주식총수 중 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 행사기간 중에는 발행을 유보해야 하는바, 따라서 행사기간의 만료일 이전에 정관변경을 통해 발행주식총수를 늘릴 것을 예정한 채 행사기간 중 다른 사유로 수권범위를 넘어 신주를 발행하는 허용되지 않음.
- 회사가 자기주식에 신주인수선택권을 부여하는 것은 허용되며, 다만 이를 행사하거나 상환하는 것이 금지됨(후술함).

3 위원회 논의

- 부여 단계에서의 차별을 인정할 것인지 여부
 - 위원회에서는 회사가 정관에서 “일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻”을 정할 수 있게 하여 회사가 신주인수선택권의 행사나 상환에 있어서뿐만 아니라 신주인수선택권의 부여에 있어서도 주주를 차별하는 것을 예정하고 있었음.
 - 그런데 신주인수선택권이 주주들에게 부여되어 신주인수선택권의 행사로 인한 신

50) 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서는 주권상장법인 등 사업보고서 제출대상법인이 증자(제161조 제1항 제5호), 자기주식의 취득과 처분(동항 제8호), 전환사채권·신주인수권부사채권·교환사채권의 발행(동항 제9호 및 동 시행령 제171조 제2항 제4호)에 관한 결정이 있는 경우 그 결정이 있는 날의 다음날까지 금융위원회에 주요사항보고서를 제출하도록 하고(한국거래소의 유가증권시장 공시규정도 유사한 취지의 규정이 있음), 주권상장법인이 주식매수선택권(stock-option)을 부여하는 결의가 있는 경우 그 내용을 금융위원회와 거래소에 지체 없이 신고하도록 하여(제165조의17 제1항 및 동 시행령 제176조의18 제1항) 수시공시를 의무화하고 있으나, 신주인수선택권에 관하여는 별도의 규정이 없음. 추후 개정을 통한 보완이 필요하다고 판단됨.

51) 신주발행의 경우 회사는 기명주식에 관하여는 주주에게 이를 통지하고, 기명주식에 관하여는 이를 공고하도록 하고 있는바(상법 제419조 제1항, 제2항), 신주인수선택권의 경우 긴급을 요하는 점 등을 감안하여 공고로 통일함.

주가 발행될 수 있는 상황에서 주식에 신주인수선택권이 부착되어 있는지 아닌지의 여부는 주식거래자의 입장에서 중요한 고려사항이 될 것인데(신주인수선택권이 부착되어 있지 않은 주식은 추후 실제로 신주인수선택권의 행사로 인해 신주가 발행될 경우 가치가 급락할 위험이 있으므로), 현재 법체계나 증권거래제도 하에서는 주주가 각 주식을 식별하여 거래하는 것이 사실상 불가능하고, 개정초안은 이로 인해 예상되는 시장의 불안과 혼란을 방지하지 못하고 있다는 지적이 있었음.

- 이를 방지하기 위한 대안으로 ① 신주인수선택권에 관한 사항을 주주명부 또는 신주인수선택권 원부에 기재하여 주주간 권리관계의 변동을 이해관계자가 확인할 수 있게 하는 안과, ② 신주인수선택권 부여 단계에서는 주주를 차별취급하지 않고 행사·상환 단계에서 인적 단위로만(즉, 공격자가 보유하고 있는 주식에 관하여만) 차별하도록 하여 공격자를 제외한 주식양수인을 보호하는 안이 제시되었는데, 논의 결과 전자는 현행 주주명부 규정과 맞지 않고 회사에 과도한 의무를 지운다는 의견이 지배적이어서 후자의 안이 채택됨.
- 이러한 안에 의하면, 회사는 모든 주식에 대하여 동일한 신주인수선택권을 부여하되, 공격자에 대해서만 신주인수선택권의 행사를 제한하거나, 신주인수선택권의 차별적 상환을 할 수 있으며, 이러한 공격자로부터 주식을 양수받은 주주는 회사가 공격자로 설정한 인적 범위에 포함되지 않는 한 그의 신주인수선택권을 정상적으로 행사하거나 상환받는 것이 가능함.

○ 포이즌필 발행을 주주총회의 권한으로 할 것인지

- 포이즌필의 발행 및 내용의 결정에 관하여는, ① 아직 우리나라의 이사회 운영이 공개적이고 투명하지 않아 제도남용의 위험성이 큰 점을 감안, 이를 주주총회 특별결의 또는 주주총회 특별결의로 위임을 받은 이사회에 권한으로 하자는 견해, ② 원칙적으로 주주총회의 권한으로 하되 긴급한 경우에만 예외적으로 이사회에서 결정하게 하자는 견해, ③ 원칙적으로 이사회에 권한으로 하되 사후적으로 주주총회의 승인을 거치게 하자는 견해 등 다양한 견해가 제시되었음.
- 그러나 ① 현행법상 (임시)주주총회의 개최에는 장기간이 소요되어 회사가 이를

의무적으로 거치게 될 경우 적시에 적대적 M&A를 방어하기가 어려워지고, ② 해외의 경우도 대부분 포이즌필의 발행은 이사회에 의한 권한으로 하고 있으며, ③ 사후에 주주총회에서 포이즌필의 발행이 부인될 경우 발생할 수 있는 혼란을 고려하여, 주주총회의 결의 또는 사후 승인을 포이즌필 발행의 요건으로 하지는 않기로 함.

- 최종 개정안은 대주주나 경영진에 의한 제도남용을 방지하고, 주주의 총의에 의해 일부 주주에 대한 차별적 대우에 정당성을 부여하는 한편 회사가 경영권침탈 행위 등 급변하는 상황에 대해 신속하고 효율적으로 대처할 수 있도록 하게 하기 위하여, 회사가 신주인수선택권을 도입하는 과정에서는 주주총회의 특별결의에 의한 정관변경을 거치도록 함으로써 오히려 외국보다 요건을 강화하였고, 정관에 신주인수선택권이 도입된 이후에는 회사가 이사회에 의한 결의만으로 적시에 신주인수선택권을 부여할 수 있게 함으로써 두 가지 가치를 높은 수준에서 조화시키려고 하였음.

○ 사외이사 등에 의한 승인 절차 부과 여부

- 포이즌필 발행의 공정성을 담보하기 위해 이사회결의 외에 별도로 사외이사 또는 별도 감독기구의 독자적 승인 절차를 둘 것인지에 대한 논의가 있었으나, ① 몇몇 회사가 자율적으로 이를 도입한 것 이외에는 해외에 유사 입법례가 없고, ② 굳이 사외이사 승인을 요건으로 법정하지 않더라도 회사가 사법심사에 대비하고자 한다면 자발적으로 사외이사에 의한 충실한 심사를 받으려 할 것이고, ③ 현실에서는 대주주에 의해 형식적으로 선임된 사외이사도 적지 않아 사외이사 승인 제도가 큰 효용은 없고, 회사가 오히려 사외이사의 찬성을 면피용으로 활용할 가능성도 있어, 특별히 사외이사 등의 별도 승인을 요건으로 하지는 않음.

○ 행사가액의 제한 여부

- 개정안은 행사가액에 대하여 아무런 제한을 두고 있지 않은바, 행사가액을 초저가의 가격(예를 들어 1원 등)으로 정하는 경우 이에 따른 부작용이 있을 수 있으므로 신주인수선택권의 행사가액에 제한을 두어야 할 것인지에 대한 논의가 있었으나, ① 미국과 일본의 경우에도 포이즌필의 행사가액이 저가로 설정⁵²⁾되는 경

우가 많고, 그나마 대부분 공격자에 대한 위하력을 행사하는 단계에서 그칠 뿐 실제로 포이즌필이 발동된 예가 거의 없었으며, ② 기존 주주에게 초저가에 신주가 발행되더라도 기존 주주에게는 아무런 피해가 없고, (각주 17 참조) ③ 명목자본의 결손 문제는 회사가 현행 상법규정에 따라 해결하면 되므로 특별히 행사가격에 제한을 두지는 않음.

4 해외 입법례

- 각 국가별로 ① 포이즌필을 발행하고 그 조건을 결정할 권한이 누구에게 있는지, ② 어떠한 요건 하에서 일부 주주에 대한 차별적 대우가 허용될 것인지는 이미 앞에서 살펴본 바와 같음.
- 미국의 경우는 연방법인 증권거래법(Securities Exchange Act)에서 상장법인의 공시의무를 규정하고 있는 것이나 개별 주법에서 별도로 이에 관한 규정을 두고 있는 것을 별론으로 하면, 포이즌필의 공시나 공고에 관하여 특별한 규제는 없음.
- 일본 회사법에서는 ① 공개회사가 이사회 결의로 신주예약권의 모집사항을 결정한 때에는 금융상품거래법에 의하여 모집과 매출의 신고가 이루어진 경우 등을 제외하고 모집사항을 신주예약권 배정일의 2주 전까지 주주에게 통지 또는 공고하여야 하고(일본 회사법 제240조 제2항, 제3항, 제4항), ② 주식회사가 주주에게 신주예약권의 배정을 받을 권리를 부여하는 경우(동법 제241조 제1항)에는 모집사항, 당해 주주가 배정받을 신주예약권의 내용, 청약기일 등을 배정일의 2주 전까지 주주에게 통지하여야 함(동법 제241조 제4항).
- 신주예약권무상배정의 경우에는 회사는 신주예약권 행사기간 초일의 2주 전까지 주주와 등록주식질권자에 대하여 주주가 배정받은 신주예약권의 내용과 수를 통지하여야 함(동법 제279조 제2항).

52) 2007. 일본 Bulldog Sauce사가 신주예약권을 발행하여 경영권을 방어할 당시에는 보통주 1주당 행사가액을 1엔으로 정하였음. (각주 42 참조)



제432조의4(신주인수선택권의 등기)

| 현 행 | 개 정 안 |
|-------|--|
| <신 설> | <p>제432조의4(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수 2. 신주인수선택권의 행사금액 3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건 <p>③ 제2항의 등기사항에 변경이 있는 경우에 관하여는 제183조를 준용한다.</p> |

1 개정 이유

- 회사가 신주인수선택권을 부여한 경우 등기를 통하여 주주나 이해관계자들에게 이를 공시하는 한편, 공격자가 신주인수선택권의 부여 사실을 사전에 알게 함으로써, 포이즌필의 공격자에 대한 위하 기능을 보다 높이려는 것이 본조의 취지임.

2 개정 내용

- 회사가 주주에게 신주인수선택권을 부여한 때에는 이사회 결의일부터 2주 내에 본점의 소재지에서 신주인수선택권의 행사기간·행사조건·행사금액 등에 관한 등기를 하고, 위 등기사항에 변경이 있는 경우에는 본점소재지에서는 2주간 내, 지점소재지에서는 3주간 내에 변경등기를 하도록 함.

3 위원회 논의

- 신주인수선택권을 등기에 의하여 공시하는 것 이외에 영업보고서 등에 기재하게 하거나 수시공시의 대상으로 삼을 필요가 있지 않느냐는 논의가 있었으나, 체계상 상법에서 규율할 사항은 아니라고 결론내림.



제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각)

| 현 행 | 개 정 안 |
|-------|--|
| <신 설> | 제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다. ② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다. ③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 전까지 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다. |

1 개정 이유

- 신주인수선택권을 주식과 분리하여 자유로이 양도할 수 있도록 허용하면, 공격자가 저가에 신주인수선택권을 대량 매집하여 오히려 공격수단으로 활용할 수 있는 부작용이 있고, 해외에서도 포이즌필의 분리양도는 법률로 제한하거나 이사회가 제한할 수 있도록 하고 있는 경우가 많음. 이에 개정안에서도 신주인수선택권의 분리양도를 제한하는 한편, 주식에 대한 관계에서 수반성을 가지도록 함.
- 또한 포이즌필은 ‘독약’이라는 의미에서 알 수 있듯이 회사가치 및 주주일반의 이익이 중대한 위협에 처했을 때에 비상적으로 행사되는 수단으로서, 신주인수선택권이 이미 부여되었다고 하더라도 ① 회사가 외부환경의 변화에 따라 경영권방어의 필요성이 적어졌다고 판단하는 경우, ② 또는 적대적 매수자와 원만하게 협상이 성립되어 적대적 M&A가 우호적 M&A로 전환된 경우에는 회사가 주주총회 일반결의 또는 이사회결의에 의하여 신주인수선택권을 전부 무상소각할 수 있도록 함⁵³⁾.

2 개정 내용

- 신주인수선택권을 주식과 분리하여 양도하는 것을 금지하고, 신주인수선택권부 주식이 양도된 경우 신주인수선택권도 주식에 수반하여 당연히 이전되는 것으로 간주되도록 함.
- 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전⁵⁴⁾에는 주주총회결의 또는 이사회결의로써 무상으로 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있도록 함.

3 위원회 논의

- 위원회에서는 일본의 예에 따라 신주인수선택권의 양도를 원칙적으로 허용하고, 다만 회사가 신주인수선택권을 발행하면서 그 양도를 금지하거나 양도시 이사의 승인을 얻어야 하도록 정할 수 있게 하는 안이 검토되었으나, 결국 신주인수선택권의 자본조달 및 유통 기능보다는 경영권방어 기능을 중시하여 분리양도 자체를 인정하지 않는 것으로 결론을 내림.
 - 일본의 입법례를 따라 개정안에도 신주인수선택권원부 규정을 도입하여야 하는 것은 아닌지의 논의가 있었으나, 개정안이 신주인수선택권만의 양도 및 유통을 인정하지 않는 이상 신주인수선택권원부는 불필요하다는 결론을 내림.
 - 한편 주식거래의 안전을 위해 신주인수선택권원부의 기재사항을 주주명부에 도입
-
- 53) 또한 공격자의 입장에서는 신주인수선택권이 유효하게 부여된 후 행사기간의 개시 이전에 가처분결정이나 유지판결 등을 통하여 절차의 진행을 일단 저지한 후, 위임장경쟁이나 주식매집을 통하여 의결권을 확보한 다음에 위 규정에 의하여 신주인수선택권을 전부 소각하여 무사히 경영권을 장악할 수 있을 것임.
- 54) 행사기간이 개시된 이후에도 회사가 신주인수선택권을 전부소각할 수 있게 하면 회사가 이를 미끼로 삼아 공격자에 대한 협상력을 높일 수 있는 가능성이 있으나, 이를 허용하여 행사기간이 개시된 이후에 신주인수선택권을 전부소각하면 이미 신주인수선택권을 행사한 주주의 이익을 침해하게 되며, 만일 신주인수선택권을 행사하지 않은 주주만의 신주인수선택권을 강제로 소각한다면 이는 이미 신주인수선택권을 행사한 주주와의 형평성에 어긋나므로, 개정안에서는 행사기간이 개시되기 전까지만 회사가 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있게 함.

하는 안이 검토되기도 하였으나, 채택되지 않았음은 앞서 본 바와 같음.

4 해외 입법례

○ 미국

- 미국에서는 회사가 포이즌필을 발행하는 경우에 통상 ① 발동요건의 개시 이전에 이사회가 언제든지 명목적인 금액으로 이를 상환할 수 있다는 옵션과 ② 발동요건의 개시 또는 발동 후 일정시기 동안 주식과 분리하여 warrant나 right만을 양도하는 것을 금지하는 제한을 부가하고 있음은 앞에서 상술했 바 있음.

○ 일본

- 개정회사법에 의하면 신주예약권은 주식과 분리하여 자유로이 양도할 수 있으나(일본 회사법 제254조 제1항), 회사가 이를 발행할 당시에 양도시 회사의 승인을 얻을 것을 정할 수 있음(동법 제236조 제1항 제6호). 이 경우 신주예약권자와 그 취득자는 회사에 대하여 양도승인의 청구를 할 수 있음(동법 제262조 이하).
- 양도의 승인은 신주예약권의 발행시에 별도로 정하지 않은 경우에는 주주총회 일반결의(이사회 설치회사는 이사회)에 의함(동법 제265조 제1항). 회사가 승인을 거부한 경우에는 별도의 환가수단(예 : 회사에 대한 매수청구권)이 마련되어 있지 않으므로, 양도인과 양수인간에 일반 법리에 의하여 해결하는 수밖에 없음.
- 일본 회사법에서의 신주예약권 소각(동법 제276조 제1항)은 자기신주예약권에 대하여만 허용되고, 주주의 신주예약권에는 적용되지 않음. 따라서 주주의 신주예약권을 소각하고자 하면, 취득조항부신주예약권을 취득하여 소각하는 것 이외에는 방법이 없음. 다만 일본에서는 무상으로 신주예약권을 취득하는 것이 가능하다는 견해가 유력한 바, 이에 의하면 우리 개정안의 무상소각제도와 사실상 유사한 결과가 됨.
- 신주예약권의 소각은 이사회설치회사에서는 이사회결의에 의하고(동법 제276조 제2항), 그 밖의 회사에서는 일반 원칙으로 돌아가 이사의 과반수 찬성에 의함. 일부만의 소각도 가능함.



제432조의6(신주인수선택권의 행사)

| 현 행 | 개 정 안 |
|-------|---|
| <신 설> | <p>제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 이사회가 정한 은행이나 그 밖의 금융기관의 납입장소에서 그 행사가액의 전액을 납입하여야 한다.</p> <p>② 제1항의 경우에는 제516조의8제4항 및 제516조의9를 준용한다.</p> <p>③ 회사는 자기주식에 관하여 신주인수선택권을 행사하지 못한다.</p> |

1 개정 이유

- 신주인수선택권의 행사 및 그 효과에 관하여는 신주인수권부사채의 예에 준하여 규율함.
- 한편 회사가 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 행사할 수 있게 하면, 회사가 자기의 재산으로 행사가액을 납입하여 신주를 취득하는 결과가 되는 바, 이는 자기주식취득금지원칙 및 자본충실원칙을 해칠 우려가 있으므로 자기주식에 대하여는 신주인수선택권의 행사를 금지함.

2 개정 내용

- 신주인수선택권을 행사하려는 자가 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 이사회가 정한 금융기관 등에 그 행사가액의 전액을 납입하면, 납입을 한 시기에 신주의 주주가 됨.

- 신주인수선택권을 행사하려는 자는 청구서 2통에 인수할 주식의 종류 및 수와 주소를 기재하고 기명날인 또는 서명하여야 하며, 한편 회사가 납입금의 보관자 또는 납입장소를 변경할 때에는 법원의 허가를 얻어야 함.
- 납입금을 보관한 은행이나 그 밖의 금융기관은 발기인 또는 이사의 청구를 받으면 그 보관금액에 관하여 증명서를 발급하여야 하며, 위 은행이나 금융기관은 증명한 보관금액에 대하여는 납입이 부실하거나 그 금액의 반환에 제한이 있다는 것을 이유로 회사에 대항하지 못함.
- 주주명부의 폐쇄기간 중에 신주인수선택권의 행사에 의하여 발행된 신주의 주주는 그 기간 중의 총회의 결의에 관하여 의결권을 행사할 수 없고, 신주인수선택권의 행사로 신주가 발행된 경우 이익이나 이자의 배당에 관하여는 정관 규정의 유무에 따라 당기 또는 직전 영업년도말에 발행된 것으로 볼 수 있게 함.
- 회사는 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 행사할 수 없으며, 단지 자기주식을 우호적인 제3자에게 양도하여 제3자가 이를 행사할 수 있게 하는 것은 가능함.

3 위원회 논의

- 개정안 성안 과정에서 상법 제350조 제2항 및 제3항 이외에 제355조의 규정을 준용할 것인지도 논의되었으나, 전환사채와 신주인수권부사채의 경우에도 제355조를 준용하고 있지 않으며, 전환권·신주인수권·신주인수선택권이 행사되어 신주가 발행되면 당연히 위 제355조가 적용되게 될 것이므로, 최종 개정안에서 채택되지 않았음은 앞서 본 바와 같음.
- 자기주식취득이 경영권방어 목적으로 사용되는 것은 바람직하지 않은 현상이므로 신주인수선택권 제도를 도입하는 이상 자기주식 취득을 제한하기 위해서라도 자기주식에 신주인수선택권을 부여조차 하지 못하도록 해야 한다는 의견도 있었으나, 회사가 유사시 자기주식을 우호적인 제3자에게 양도하여 경영권방어목적으로 활용하는 현실을 고려, 자기주식에 대한 부여 자체는 금지하지 않기로 함.

4 해외 입법례

- 일본 회사법상 신주예약권을 행사하고자 하는 자는 미리 정해진 행사기간 내에 청구서에 신주예약권증권을 첨부하여 회사에 제출하고, 권리행사가액의 전액을 납입하거나 출자재산을 급부하여야 함(일본 회사법 제280조 제2항, 제281조 제1항, 제2항).
- 일본 회사법에서는 회사가 자기신주예약권을 행사하는 것을 금지(동법 제280조 제6항)하고 있음. 따라서 회사는 자기신주예약권을 타에 처분하던지, 앞서 본 것과 같이 소각 절차를 거쳐야 함.



제432조의7(신주인수선택권의 상환)

| 현 행 | 개 정 안 |
|--|---|
| <p data-bbox="480 629 579 663"><신 설></p> | <p data-bbox="810 629 1315 831">제432조의7(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의2제3항제2호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 상환할 때에는 이사회 결의로써 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol data-bbox="836 842 1315 1211" style="list-style-type: none"> 1. 신주인수선택권을 상환하는 뜻 및 상환의 사유 2. 상환할 신주인수선택권의 범위 3. 상환의 효력발생일 4. 상환의 대가로 교부할 신주 또는 금전, 그 밖의 재산의 구체적인 내용 5. 주주의 일부에 대하여 상환에 관하여 다른 주주와 달리 정한 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위 <p data-bbox="836 1223 1315 1469">② 제1항의 이사회 결의에 대해서는 제432조의3제2항부터 제4항까지의 규정을 준용한다. 이 경우 제432조의3제4항 중 “제1항제4호의 행사기간의 개시일”은 “제432조의7제1항제3호의 상환의 효력발생일”로 본다.</p> <p data-bbox="836 1480 1315 1559">③ 회사가 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실한다.</p> <p data-bbox="836 1570 1315 1771">④ 회사가 신주인수선택권의 상환의 대가로 신주를 교부하는 경우 상환을 받는 자는 상환의 효력발생일에 신주의 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항을 준용한다.</p> <p data-bbox="836 1783 1315 1850">⑤ 회사는 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 상환할 수 없다.</p> |

1 개정 이유

- 신주인수선택권 상환제도의 취지는, ① 회사가 적대적 M&A 방어를 위해 기존 주주들에게 신주인수선택권을 부여하였으나 기존 주주들이 이를 행사하지 않아 신주가 발행되지 않은 경우⁵⁵⁾에는 공격자의 지분이 상대적으로 높아져 방어의 효율성이 떨어지는 결과가 되므로, 회사가 이 경우 기존주주의 신주인수선택권을 강제로 취득하여 소각하고 그 대가로 기존 주주에게 신주를 교부할 수 있게 하고, ② 한편 회사가 이미 공격자가 확보한 신주인수선택권을 금전 등을 지급하고 강제로 취득하여 소각할 수 있게 함으로써, 공격자가 신주인수선택권을 행사하는 것을 막을 수 있게 하는 것임.
- 또한 회사가 정관규정에 의거하여 신주인수선택권을 상환하려는 경우, 이사회회의 특별결의로 신주인수선택권의 상환에 관한 세부적인 사항과 주주 일부에 대한 차별적 대우의 내용을 정하게 하는 한편, 해당 이사회결의의 지체 없는 공고를 의무화하고, 상환의 효력발생일을 공고일 후 2주 후로 설정하게 함으로써 이해관계자가 충분한 법적 대응을 취할 수 있는 시간적 여건을 보장함.
- 한편 회사가 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 스스로에게 상환할 수 있게 하면, 금전으로 상환하는 경우에는 회사가 자신의 재산으로 자신에게 금전을 지급하는 기이한 결과가 되고, 신주로 상환하는 경우에는 자기주식취득금지원칙에 위배될 우려가 있으므로, 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 회사가 상환할 수 없도록 함.

2 개정 내용

- 회사가 정관의 규정에 의하여 신주인수선택권을 상환하는 경우 그 뜻과 상환의 사유·범위·효력발생일, 상환의 대가⁵⁶⁾에 관한 사항, 상환에 관하여 주주의 일부를

55) 신주발행의 경우와 달리 이를 제3자에게 재배정할 수도 없음. 각주 18 참조.

56) 공격자의 신주인수선택권을 회사에서 강제로 상환할 경우 이에 대한 보상을 해 주는 것이 과연 타당한가? 일본에서는 패널티를 부여해야 할 공격자에게 회사의 자산으로 보상

달리 취급하는 경우 그에 관한 사항을 이사회가 특별결의로 정하도록 함.

- 또한 회사가 해당 이사회결의를 지체 없이 공고하도록 하고 상환의 효력발생일은 공고 후 2주 후로 정하게 함.
- 또한 회사가 위와 같이 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실하는 한편, 회사가 신주인수선택권의 상환의 대가로 신주를 교부하는 경우 상환을 받는 자는 상환의 효력발생일에 신주의 주주가 되는 것으로 함으로써 상환에 따른 법률관계를 간단하고 일률적으로 처리할 수 있게 함.
- 주주명부의 폐쇄기간 중에 신주인수선택권의 상환에 의하여 발행된 신주의 주주는 그 기간 중의 총회의 결의에 관하여 의결권을 행사할 수 없고, 신주인수선택권의 상환으로 신주가 발행된 경우 이익이나 이자의 배당에 관하여는 정관 규정의 유무에 따라 당기 또는 직전 영업년도말에 발행된 것으로 볼 수 있게 함.
- 회사는 자기주식에 부여된 신주인수선택권을 상환할 수 없으며, 단지 자기주식을 우호적인 제3자에게 양도하여 제3자가 이를 상환받도록 하는 것은 가능함.

3 위원회 논의

- 회사가 무상으로 부여한 신주인수선택권을 유상으로 상환한다는 것은 모순이고, 공격자에게 회사의 재산으로 보상을 해주는 결과가 되며, 신주인수선택권을 신주 외에 현금으로 상환하는 것은 신주인수선택권이 자본조달의 수단으로 활용되는 경우에만 의미가 있다는 점에서 신주인수선택권의 상환대가로 신주발행만을 인정하자는 의견이 있었으나,

- 신주인수선택권도 경제적으로 가치를 가지므로 유상으로 상환하는 것이 가능하고, 공격자 또는 일반 주주의 입장에서 회사와의 협상을 통해 신주인수선택권을

을 해주는 것이 적절하지 않다는 견해도 있는 반면, 최고재판소는 **Bulldog Sauce Case**에서 공격자에게 실매수가에 가까운 보상을 해 준 것을 주주평등원칙 준수를 판단함에 있어서 주요한 간접사실로 보았음. 개정안에서는 보상의 규모에 관하여는 별도의 규제를 하지 않았는바, 그 규모는 회사가 재무건전성 보호와 경영권방어의 정당성 확보라는 양 목적을 전략적으로 고려하여 결정할 사항임.

회사에 팔 수 있는 여지를 남겨두는 한편, 회사가 공격자에 대한 유상상환을 통해 주주평등원칙의 위반소지를 보다 줄일 수 있다는 측면이 있기 때문에 유상상환의 원칙을 유지하기로 함.

4 해외 입법례

○ 미국

- 회사가 포이즌필을 발행하면서 경영권 방어의 효율을 높이기 위해, 통상 이를 주식이나 현금으로 상환할 수 있는 선택권(exchange option)을 부가한다는 점은 앞에서 설명한 바와 같음.

○ 일본

- 일본은 회사가 취득사유 및 대가 등을 신주예약권 발행 당시에 미리 정해놓은 경우(일본 회사법 제236조 제1항 제7호), 그러한 사유가 발생하면 회사가 신주예약권을 강제로 취득할 수 있음. 이를 ‘취득조항부신주예약권’이라고 하는데, 2005. 회사법 개정을 통하여 도입되었음.
- 회사는 취득조항부신주예약권의 발행 당시에 정해 놓은 사유가 발생한 날에 당해 신주예약권을 당연히 취득하는 것으로도 할 수 있으나(동호 1목), 회사가 별도로 정하는 날이 도래하는 것을 취득사유로 삼을 수도 있음(동호 2목). 이때 신주예약권의 발행 내용으로서 별도의 정함이 없는 경우에는 추후 주주총회 또는 이사회(이사회설치회사의 경우)에서 위 날을 정하게 됨(동법 제273조 제1항). 일부 취득도 가능함(동법 제236조 제1항 제7호 3목).
- 회사는 위와 같은 규정에 따라 회사가 정한 날 또는 회사가 정한 사유가 발생한 날에 일부 주주가 가진 신주예약권을 취득할 수 있는 한편, 신주예약권을 취득하는 대가로 주식·사채·다른 신주예약권·신주예약권부사채·현금 등 기타 재산을 교부할 수 있으므로(동호 2목부터 4목까지), 회사가 기존주주의 신주예약권을 취득하고 주식을 교부하여 신주예약권이 자동으로 행사된 것과 동일한 효과를 거둘 수도 있고, 공격자에게 현금 등의 재산을 교부하고 신주예약권을 환수하여 공

격자를 사실상 퇴출시킬 수도 있음.

- 회사는 취득사유가 발생한 경우, 지체 없이 취득조항부신주예약권자 및 등록질권자에게 그 취지를 통지 또는 공고하여야 함(동법 제275조 제4항, 제5항). 다만 회사가 별도로 정하는 날이 도래하는 것을 취득사유로 삼는 경우, 회사는 위 날의 2주 전까지 당해 날을 취득조항부신주예약권자 등에게 통지 또는 공고를 하여야 함(동법 제273조 제2항, 제3항). 회사는 위 통지 또는 공고일 후 2주 후에 신주예약권을 취득하게 됨(동법 제275조 제1항 제2호)
- 회사가 신주예약권을 취득하는 것과 상환으로 회사의 주식을 교부하는 경우에는, 신주예약권자는 회사가 신주예약권을 취득하는 날(효력발생일)에 당해 주식의 주주가 됨(동법 제275조 제3항 제1호).
- 우리 개정안과 달리 신주예약권은 회사가 취득하였을 때 자동으로 효력을 상실하는 것은 아니고, 단지 회사의 자기신주예약권으로 되는 것에 그침. 만일 회사가 이를 무효화하고자 한다면 후술하는 자기신주예약권의 소각절차를 밟으면 됨.



제432조의8(유지청구권)

| 현 행 | 개 정 안 |
|-------|--|
| <신 설> | 제432조의8(유지청구권) 회사가 법령 또는 정관을 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 신주인수선택권을 부여 또는 상환하거나 그 행사를 제한하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우 그 주주는 회사에 대하여 그 행위의 유지(留止) 또는 그로 인한 신주 발행의 유지를 청구할 수 있다. |

1 개정 이유

- 회사의 경영권 방어조치에 불복하는 주주에게 신주인수선택권 또는 그 행사로 인한 신주발행의 유지청구권을 인정하여, 위법한 포이즌필에 의하여 불이익을 입을 우려가 있는 주주에게 구제수단을 보장해 주려는 것이 본조의 취지임.

2 개정 내용

- 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법⁵⁷⁾으로 신주인수선택권을 부여, 행사제한 또는 상환하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우 해당 주주는 회사에 대하여 신주인수선택권 부여, 행사제한 또는 상환의 유지, 신

57) 신주인수선택권의 부여·행사제한·상환이 법령이나 정관에 위반하는 경우는 비교적 생각하기 쉬우나(예 : 이사회 결의를 거치지 않은 신주인수선택권의 부여, 정관에 정하지 않은 사유에 의한 신주인수선택권의 상환 등), 현저하게 불공정한 방법에 의하는 경우가 무엇인지는 일률적으로 쉽게 판단하기 어려움. 가령 현 경영진이 지배권유지를 위해 기존의 주주를 축출할 목적으로 신주인수선택권을 부여·행사제한·상환하는 경우나, 신주인수선택권의 부여·행사제한·상환에 있어서 정당한 사유 없이 공격자가 아닌 기존 주주간에 차별을 두는 경우 이는 현저하게 불공정한 방법에 의하는 경우에 해당하게 될 것임.

주인수선택권의 행사로 인한 신주발행의 유지를 청구할 수 있게 함.

- 이러한 유지청구는 재판 외에서 행사하는 것도 가능하지만, 회사가 유지청구에 응하지 않는 경우에는 결국 유지청구의 소를 제기하여야 할 것임.
- 한편 유지청구는 본안의 소로서 판결에 이르기까지 시간이 많이 소요되므로, 당해 주주는 유지판결의 실효성을 확보하기 위해 유지청구권을 본안으로 하여 부여·행사제한·상환금지처분이나 같은 취지의 유지가처분을 신청하는 것이 보통일 것임.
- 경영권 방어행위의 각 구체적인 상황 하에서 주주가 취할 수 있는 구제수단에 관하여는 후술함.

3 | 위원회 논의

- 일본의 경우 신주예약권의 발행이 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 이루어지고, 이로써 주주가 불이익을 입을 염려가 있는 경우에는 주주는 회사에 대하여 신주예약권의 발행을 유지할 것을 청구할 수 있다고 규정하고 있음(일본 회사법 제247조). 유지청구의 사유와 절차는 우리 상법과 유사함.



제432조의9(준용규정)

| 현 행 | 개 정 안 |
|-------|---|
| <신 설> | 제432조의9(준용규정) ① <u>신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우에는 제351조 및 제429조부터 제432조까지의 규정을 준용한다.</u> ② <u>신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 발행되는 주식의 수가 1주에 미달하는 단순인 경우에는 제443조제1항을 준용한다.</u> |

1 개정 이유

- 신주인수선택권의 행사로 인하여 신주가 발행된 경우 회사가 이에 따른 변경등기를 하게 함.
- 또한 신주인수선택권에 관하여 신주발행무효의 소를 준용하여, 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 신주가 발행됨으로써 권리를 침해당한 주주 등이 신주발행무효의 소를 제기할 수 있게 함⁵⁸⁾.

2 개정 내용

- 신주인수선택권의 행사로 인하여 신주가 발행된 경우 회사는 신주인수선택권을 행사한 날부터 2주간 내에 본점소재지에서 변경의 등기를 하여야 함.
- 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 발행되는 주식의 수가 1주에 미달하

58) 개정안은 일본과 달리 신주인수선택권의 자본조달기능이 약하고, 독자적인 유통성이 없는 점을 감안하여 신주인수선택권부여의 무효를 확인하는 소를 별도로 도입하지 않았고 (다만 신주인수선택권을 부여하는 이사회 결의의 무효를 다투는 소는 가능함), 불이익을 입은 주주로 하여금 유지청구 및 신주발행무효의 소에 의하여 다룰 수 있도록 함.

는 단수인 경우에는 그 부분에 대하여 발행한 신주를 경매하여 각 주식의 수에 따라 그 대금을 주주에게 지급하여야 함. 다만 거래소의 시세있는 주식은 거래소를 통하여 매각할 수 있고, 그렇지 않은 주식은 법원의 허가를 받아 경매 이외의 방법으로 매각할 수 있음.

○ 일반 신주발행절차가 아니라 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 신주가 발행된 경우도 원칙적으로 신주발행무효의 소⁵⁹⁾의 대상이 될 것이나, 개정안은 이를 확인하는 의미에서 조문에 명시하였음.

- 회사의 위법한 신주인수선택권 부여에 의하여 주주의 권리가 침해될 것이 예상되는 경우, 당해 주주는 ① 신주인수선택권의 부여 이전 단계에서는 신주인수선택권의 부여에 대한 유지를 청구하여 이를 저지하면 되고, ② 신주인수선택권이 이미 부여된 경우에는 행사기간 개시 전에 신주발행에 대한 유지(상법 제424조)를 청구하여 신주발행을 저지할 수 있으며, ③ 이미 신주발행까지 완료된 경우에는 신주발행무효의 소(상법 제429조)를 제기하여 구제를 받을 수 있음.
- 회사의 위법한 신주인수선택권 상환에 의하여 주주의 권리가 침해될 것이 예상되는 경우, 당해 주주는 ① 신주인수선택권 상환의 효력발생일 이전에는 신주인수선택권 상환에 대한 유지를 청구하여 이를 저지하면 되고, ② 신주인수선택권이 당해 주주 이외의 자에게 신주로 상환된 경우 해당 신주에 대한 신주발행무효의

59) 주주가 신주인수선택권을 부여하기로 결의한 이사회결의의 무효를 소로써 주장할 수도 있으나, 이사회결의무효의 소는 회사법상의 소와 달리 대세효가 없어서 소송의 결과가 회사와 당해 주주간에만 미친다는 문제가 있음.

한편 유지청구의 경우, 유지판결 또는 유지청구권을 본안으로 한 가처분결정에 위배한 신주의 발행은 유효하고 단지 그 위배행위를 한 이사에게 책임을 추궁할 수 있을 뿐이라고 하는 견해(유효설)도 있으나, 서울고등법원 1977. 4. 7. 선고 76나2887 판결(“상법 제424조의 규정에 의하여 주주가 회사에 대하여 신주의 발행을 유지할 것을 청구하였음에도 신주가 발행된 경우의 효력에 관하여는 그 유지청구가 단순한 재판외의 청구가 아니라 적어도 유지를 구하는 가처분신청 또는 제소에 의하여 법원으로부터 그 유지청구를 인용하는 가처분 또는 판결이 선고됨으로써 유지 이유에 관한 공권적 판단이 내려짐에도 불구하고 이에 반하여 신주가 발행되었을 때에 한하여 그 발행을 무효로 볼 수 있는 것으로 해석함이 상당하다”) 및 일본 최고재판소 平成 5. 12. 16.자 판결에서는 무효설을 지지하고 있음. 우리나라의 다수설도 유지판결이나 가처분에 위배되는 신주발행은 신주발행무효의 소에 있어서의 무효사유가 된다고 보고 있음.

소를 제기할 수 있으며, ③ 신주인수선택권이 당해 주주에게만 주식 이외의 재산으로 상환된 경우에는 역시 타 주주들에게 발행된 신주에 대한 신주발행무효의 소를 제기하면 될 것임.

- 회사가 부당하게 특정 주주에게만 신주인수선택권의 행사를 제한하는 경우에는 앞선 상환에 준하여 해결하면 될 것임.
- 회사의 위법한 신주인수선택권 소각의 경우도 위 사례들에 준하여 판단하면 될 것이나, 구제수단을 인정할 실익이 크지는 않음.

3 위원회 논의

- 신주인수선택권에 관하여 상법 제424조의2를 준용할 필요성이 있지 않는가라는 논의가 있었으나, 경제학적 관점에서 보면 신주인수선택권 제도 자체가 불공정한 가액으로 신주를 인수할 수 있게 하는 것이므로 별도로 위 규정을 준용하지는 않는 것으로 결론내림.

4 해외 입법례

- 일본은 기존 상법에서 신주예약권발행의 경우는 신주발행의 경우와 달리 자본변동이 즉시 발생하지는 않는다는 이유로 신주예약권발행무효(부존재)확인 소를 인정하지 않아 해석상 논란이 있었으나, 신회사법에서는 신주예약권발행무효확인 소와 신주예약권발행부존재확인 소(일본 회사법 제828조 제1항 제4호, 제829조 제3항)를 도입하고, 무효판결에 대하여 대세효와 불소급효를 부여하였음(동법 제838조, 제839조).
- 제소권자는 주주, 이사, 감사, 집행역 또는 청산인이고(동법 제828조 제2항), 제소기간은 신주예약권발행의 효력발생일로부터 6개월(비공개회사의 경우 1년)임(동법 제828조 제1항).
- 신주예약권발행무효(부존재)의 소는 신주예약권이 행사되기 전에 제기하여야 하

며, 소가 계속되는 중에 신주예약권이 행사되어 신주가 발행된 경우는 신주발행 무효의 소로 청구를 변경할 수 있음.

- 신주예약권의 행사로 인하여 교부하는 주식수에 단주가 발생한 경우 회사는 단주의 가치⁶⁰⁾에 상당하는 금전을 교부해야 함(동법 제283조 본문). 다만 회사가 신주예약권을 발행할 당시 위 단주를 절사하는 것으로 정할 수 있음(동법 제283조 단서, 제236조 제1항 제9호).

60) 해당 주식이 시장가격이 있는 주식인 경우에는 1주의 시장가격으로서 법무성령으로 정한 방법에 의해 산정한 금액(동법 제283조 제1호), 그렇지 않은 경우에는 1주당 순자산액(동조 제2호)에 단수를 곱한 금액을 말함.

 제455조(액면미달금액의 계상)

| 현 행 | 개 정 안 |
|--|--|
| 제455조 (액면미달금액의 계상) ① 제417조의 규정에 의하여 주식을 발행한 경우에는 액면미달금액의 총액은 대차대조표자산의 부에 계상할 수 있다. ② (생략) | 제455조 (액면미달금액의 계상) ① 제417조, 제432조의2제4항 및 제5항의 규정에 의하여 주식을 발행한 경우에는 액면미달금액의 총액은 대차대조표자산의 부에 계상할 수 있다. ② (현행과 같음) |

1 개정 이유

- 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 액면미달로 주식이 발행된 경우 액면미달금액의 처리에 관하여 규정함.

2 개정 내용

- 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 주식이 액면미달로 발행된 경우에는 회사가 액면미달금액의 총액을 대차대조표자산의 부(部)에 계상한 후 3년 내에 균등액 이상의 상각을 완료할 수 있음.
- 이것이 현실적으로 어려운 경우에는 경영권에 대한 위협이 사라진 이후에 주식을 무상 또는 저가에 소각하면 될 것임.
- 한편 정부가 2008. 10. 21. 국회에 제출한 상법 일부개정법률안에 의하면, 상법 제455조를 삭제하는 한편, 무액면주식의 발행을 허용하는 것을 전제로 제416조 제2호의2에서 무액면신주를 발행하는 경우 이사회가 신주의 발행가액 중 자본금으로 계상할 금액을 직접 결정하도록 규정하고 있음.

3 위원회 논의

- 신주인수선택권이 행사 또는 상환되어 신주가 액면미달 또는 무액면으로 발행될 경우 현행 상법 제455조로 충분히 처리할 수 있으므로 굳이 별도로 규정을 두지 않아도 된다는 의견이 있었으나, 이와 다른 해석이 있을 수 있음을 감안하여 명문으로 규정하였음.



제631조(권리행사방해 등에 관한 중수죄)

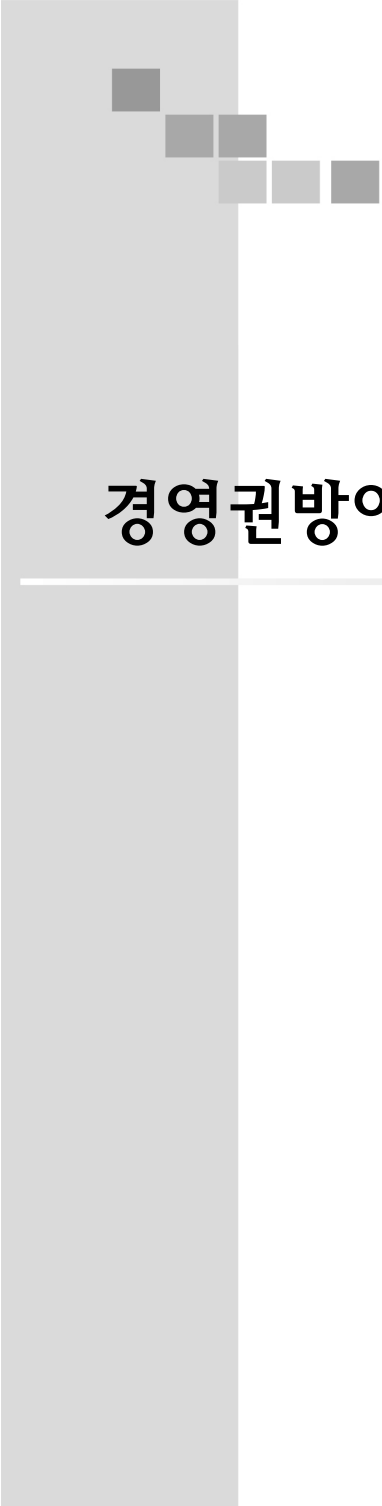
| 현 행 | 개 정 안 |
|--|---|
| 제631조 (권리행사방해등에 관한 중수죄) ①다음의 사항에 관하여 부정한 청탁을 받고 재산상의 이익을 수수, 요구 또는 약속한 자는 1년이하의 징역 또는 300만원 이하의 벌금에 처한다. 1. ~ 2. (생략) 3. 제402조 또는 제424조에 정하는 권리의 행사 ② (생략) | 제631조 (권리행사방해 등에 관한 중수죄) ① 다음의 사항에 관하여 부정한 청탁을 받고 재산상의 이익을 수수, 요구 또는 약속한 자는 1년 이하의 징역 또는 300만원 이하의 벌금에 처한다. 1. ~ 2. (생략) 3. <u>제402조, 제424조 또는 제432조의8</u> 에 정하는 권리의 행사 ② (생략) |

1 개정 이유

- 신주인수선택권에 대한 유지청구권 제도를 도입함에 따라 이에 관한 벌칙 규정을 보완함.

2 개정 내용

- 신주인수선택권에 대한 유지청구권의 행사에 관하여 부정한 청탁을 받고 재산상의 이익을 수수, 요구 또는 약속한 자는 1년 이하의 징역 또는 300만원 이하의 벌금에 처함.
- 위 이익을 약속, 공여하거나 공여의 의사를 표시한 자도 같은 형으로 처벌됨.



경영권방어법제 개선위원회 회의록

1. 제1차 전체회의

| | |
|--------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제1차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 4. 28.(월) 14:00 ~ 16:20 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | <ul style="list-style-type: none">○ 위원장 송종준○ 민유성, 권종호, 이현철, 안수현, 노혁준 위원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 조석 지식경제부 산업경제정책관, 이명호 금융위원회 자본시장과장(대리참석), 유희상 공정위원회 경쟁정책국장○ 법무부 검사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 적대적 M&A 방어수단 도입 논의 경과○ 위원회 구성 및 향후 진행 일정 |
| 기타사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 이후 계속하여 방어수단의 도입 필요성 및 범위에 대하여 논의를 진행하기로 함○ 차회 회의에는 관계부처 소속 또는 관계부처가 추천하는 외부 전문가를 참여시켜 의견을 듣는 시간을 마련함○ 각국의 방어수단 입법레도 조사·검토하기로 함 |

(개회 14시 00분)

○ 송종준 위원장

안녕하십니까? 바쁘신 중에도 오늘 이렇게 회의에 와주셔서 감사합니다.

법무부에서 「경영권 방어법제 개선위원회」를 구성해서 오늘 그 1차 회의를 소집하게 되었습니다.

오늘 처음 각계의 전문가 여러분께서 오셨는데, 간단하게 각자 인사를 하는 시간을 갖도록 하겠습니다.

저는 현재 충북대학교 법과대학에 있습니다. 송종준입니다.

○ 송종준 위원장

리먼브라더스 서울 지점 대표이신 민유성 위원이십니다.

○ 민유성 위원

네, 안녕하십니까?

○ 송종준 위원장

건국대학교 권종호 교수님이십니다.

○ 권종호 위원

네, 안녕하십니까?

○ 송종준 위원장

김&장 법률사무소의 이현철 변호사님이십니다.

○ 이현철 위원

안녕하십니까?

○ 송종준 위원장

한국의국어대학교 안수현 교수님이십니다.

○ 송종준 위원장

서울대학교 노혁준 교수님이십니다.

○ 노혁준 위원

안녕하십니까?

○ 송종준 위원장

기획재정부 이재구 정책관이십니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

강종석 기업환경과장입니다. 이재구 정책관을 대신하여 참석했습니다.

○ 송종준 위원장

지식경제부 조석 정책관이십니다.

○ 송종준 위원장

공정거래위원회 유희상 정책관이십니다.

[적대적 M&A 방어수단 도입 논의 경과]

○ 송종준 위원장

그동안 여러분들께서 너무나 잘 아시는 바와 마찬가지로 이 경영권 방어법제를 둘러싸고 적어도 우리나라에서는 아직은 그 결론이 도출되지 못한 그런 단계가 아닌가 하는 그런 생각을 항상 해 왔습니다.

지난 2005년 상법개정 과정에서도 아마 이 부분이 참 어려운 큰 과제였습니다. 그래

서 최종적인 상법개정안에서 다툼이 많았던 경영권 방어제도들은 빠지게 되었습니다. 그렇지만 시장에서는 여러 가지 경영권 방어수단에 대한 수요가 있는 것도 사실입니다.

더욱이 새로운 정권으로 교체되는 과정에서 이 문제가 상당히 중요한 사회·경제적인 이슈로 또다시 부각이 되었습니다. 결과적으로 보면 이제까지의 경영권 방어법제, 앞으로 우리나라 상법이나 기타 특별법에서의 경영권 방어법제가 도대체 어느 쪽으로 가야 될 것인지, 이 부분에 관해서는 사실상 결론이 나와 있는 것은 아니라고 생각이 됩니다. 그렇지만 반드시 좀 해결은 하고 넘어가야 되는 그런 큰 과제가 아닌가, 이렇게 생각이 됩니다.

그래서 아마 법무부를 중심으로 해서 이 「경영권 방어법제 개선위원회」를 구성을 해서 그야말로 각계의 권위자이시면서 대가이신 분들로만 위원을 구성을 했습니다. 현재 총 12분의 위원으로 구성이 되어 있고, 편의상 제가 이 회의를 끝어나가는 것으로 이렇게 되어 있습니다.

추후도 어떤 편견이나 어떤 선입견 같은 것은 가질 필요가 없을 것 같습니다. 전체적으로 그야말로 ‘우리나라 산업시장 또는 M&A시장에서 이 경영권 방어문제를 어떻게 하는 것이 아주 거시적으로 보면 국가장래를 위해서 좋은 일이나’ 그것을 판단하는 것이 저희 위원회가 해야 될 일이 아닌가 하는 생각이 됩니다.

오늘 첫 날 회의인 만큼 여러분들 회의 자료가 준비가 되어 있는데요, 법무부에서 만든 것입니다. 전체적으로 위원회를 구성한

배경, 향후 계획 이런 부분에 관해서 법무부 이준식 검사님께서 좀 말씀을 해 주십시오. 참고로 이준식 검사님은 우리 위원회의 전반적인 실무적인 일을 support해 주실 간사 역할을 하겠습니다. 아울러서 이와 같은 일을 보조해 줄 수 있는 분으로서 이병주 공익법무관님께서 함께 일을 해 주시도록 하겠습니다.

그러면 이 검사님 잠깐 설명을 해 주십시오.

○ 이준식 검사

네, 법무부 상사법무과 이준식 검사입니다.

제가 법무부 위원회 경험이 몇 번 있는데 이렇게 대단한 위원분들을 모시고 하는 건 처음이라서 많이 긴장되고 그렇습니다.

사전에 우리가 이 위원회를 하기 전에 여러 가지 실무적으로 논의사항이 조금 있었는데 그런 원칙들은 다 지켜지는 범위에서 위원회를 운영할 생각입니다. 준비된 자료를 보고 드리겠습니다.

제목은 ‘경영권 방어수단 도입 관련 그간의 논의경과와 향후 계획’이고, 목차를 보시면 보고 드릴 순서는 ‘그간의 논의경과’와 ‘주요 경영권 방어수단’, ‘문제점 검토’, ‘향후 계획’ 이렇게 하겠습니다.

참고로 이 자료는 정부부처 간에 회의를 할 때 법무부 발제 자료인데, 그 중에서 조금 민감할 만한 내용들은 좀 빼고 대부분의 내용을 담고 있습니다.

1페이지 ‘그간의 논의경과’를 보겠습니다.

법무부에서는 2006년 10월 달에 상법(회사편) 입법예고안에다가 경영권 방어수단을 도입해 냈었습니다. ‘거부권부 종류주식’과 ‘임원선·해임권부 종류주식’이었는데, 당시에 재경부라든가 경제부처의 반대로 최종안에서 삭제했었습니다. 2007년도에는 M&A에 대한 연구용역을 발주해서 수령을 했습니다. 그래서 외국법제에 대한 비교법적 연구자료가 조금 축적되어 있는 상태입니다. 그리고 올해 들어서 대통령 선거공약에 ‘세계최고 기업환경 조성’을 위해서 선진국 수준으로 경영권 방어수단을 개선하겠다는 공약이 포함되고, ‘이명박 정부의 국가비전과 국정과제’에도 M&A등 기업제도 개선을 추진하기로 함에 따라서 법무부에서는 3월 3일 날 국무회의 보고, 그리고 3월 19일 날 대통령 업무보고시에 경영권 방어수단 도입을 적극 추진하겠다고 보고 드렸습니다.

다음 페이지를 보시겠습니다.

‘경제부처의 종래 입장’이라고 되어 있는데, 경제계에서 경영권 방어수단을 도입해야 된다는 주장이 제기되었을 때 지식경제부에서는 도입에 찬성을 했고 기획재정부는 도입에 반대를 하는 입장이었습니다. 공정위라든가 금융위는 저희가 직접적으로 의견을 많이 듣지 못해 명확하게 적지를 못했습니다. 정부 차원에서는 2007년 8월과 2007년 9월에 각 회의가 있었고, 올해 3월 달에 들어서 법무부 업무보고 이후로 경영권 방어수단 도입에 관해서 정부 내부에서 많이 논란이 있었는데, 2008년 4월에 청와대 회의에서 TF를 구성할 경우 관련 경제부처에서도 참여키로 하고, 그에 따라서 오늘 경제

부처 국장님들이 참석해 주셨습니다. 국회 차원에서는 경영권 방어수단 도입을 내용으로 하는 이한구 의원 대표발의 상법개정안이 있는데 이게 2008년 2월에 임시국회에서 우선처리법안으로 양당이 합의를 하였습니다. 이에 따라 최근 지난 주 토요일까지 3차례에 걸쳐서 당정협의를 했는데, 이한구 정책위 의장께서 이 법안을 통과를 시키겠다고 했을 때 법무부에서는 오늘 이 경영권 방어법제 개선위원회를 통해서 충분한 논의를 하고, 그 결과에 따라서 개선방안을 마련하도록 하겠다고 보고를 한 바 있습니다.

다음 페이지를 보시겠습니다.

3페이지 ‘주요 경영권 방어수단’은 이것을 다 도입하겠다는 이야기는 아니고 흔히들 많이 논의 되는 내용들을 적어 봤습니다.

‘포이즌 필’을 적어 냈고, 4페이지에 보시면 ‘차등의결권주식’에 대해서 적어 봤습니다.

그리고 5페이지에 보시면 ‘황금주’가 있는데 내용들은 위원님들이 다 잘 아시는 내용이라서 서면으로 대체하도록 하겠습니다.

6페이지에 보시면 ‘문제점 검토’라고 해서 도입의 필요성과 관련하여, 외국인의 적대적 M&A 위협사례의 분석이라든가, 실제 경영참가 실태를 분석해서 상장법인의 M&A 방어장치 도입 현황 등을 조사해서 경영권 방어수단 도입의 필요성 등을 검토할 필요가 있다는 주장이 일각에서 많이 제기되었습니다. 사실 M&A에 관해서 연구논문이라든가 사례분석이라든가, 상장회사의 M&A 방어장치 도입 현황 등은 지금 기초

자료가 충분하다는 것이 저희들 판단입니다. 한편 상장회사들이 매년 많은 자사주를 매입해서 자사주 취득 비용이 2006년 말 현재 42조 원이라고 하고, 2007년도에는 50조 원이 넘어선 것으로 알고 있지만 공식적인 통계가 아니라서 적지는 못했습니다. 이러한 막대한 기회비용이 들고 있으니까 합리적인 경영권 방어수단을 도입한 필요가 있다고 하는 것이 저희 법무부의 판단입니다.

다음 7페이지를 보시면 외국인 투자 위축의 문제가 제기되고 있습니다.

경영권 방어수단 도입을 할 경우에 외국인 투자심리가 위축될 것이라는 우려가 제기되고 있는데, 저희들이 확인을 해 보니 일본에서 경영권 방어수단을 도입할 당시에 도 외국인 투자위축과 관련된 논의가 좀 있었다고 합니다. 결과를 보니 경영권 방어수단 도입으로 인한 외자도입 위축은 없었다고 합니다. 일본 동경증권거래소의 경우에 외국인 지분은 경영권 방어수단 도입을 전후해서 지속적으로 증가된 것으로 나타났습니다. 비율은 서면으로 대체하도록 하겠습니다. 경영권 방어수단 활용이 가장 자유로운 미국과 의무공개매수제도가 있는 영국의 경우가 세계적으로 외국인 투자가 가장 많습니다. 외자의 유치여부는 기업의 경영실적에 의존하는 것이고, 경영권 방어수단 도입을 통해서 경영권 방어비용이 생산적 투자로 연결된다면 기업가치가 상승하게 되고, 그에 따라서 외국인 투자가 증대될 수 있는 것이 아니겠느냐는 판단도 하고 있습니다.

8페이지를 보시면 제도 남용의 문제에 대해서 의견들이 많이 있었습니다. 경영권

방어수단 도입시 경영권의 고착화와 사익추구가 만연해 지고, 차등의결권제도 등을 통해서 경영권 승계가 용이해 질 것이라는 주장이 제기되고 있습니다. 경영권 방어수단을 도입할 경우에 제도 남용을 방지할 수 있는 장치라든가 부작용을 최소화할 수 있는 장치를 마련하는 것은 너무 당연한 이야기이고, 위원회에서 가장 중요하게 다뤄야 될 부분입니다. 그런 부분은 결국 법안을 얼마나 잘 만드느냐의 문제라고 할 것입니다.

9페이지를 보시면 경영권 방어수단의 도입이 OECD 규약 및 한·미FTA에 위배된다는 지적이 있어서 검토해 봤는데, 이것들은 개별기업 차원의 경영권 방어수단과는 무관한 내용들이므로 지적이 적절하지 않은 것 같습니다. 그 다음에 국제적 정합성에 부합해야 한다는 주장들이 있었는데, 이것은 법안을 잘 만드는 것으로써 해결될 것입니다. 법무부가 선진국에 없는 새로운 방어수단을 독창적으로 만들겠다는 것이 아니라 선진국 수준의 방어수단을 도입하려는 것이므로 국제적 정합성에 부합하지 않는다는 문제는 제기될 만한 일이 아닌 것 같습니다.

마지막으로 10페이지를 보시면 향후 계획이 있습니다. 이것은 이한구 한나라당 정책위 의장께 보고한 내용인데, 2008년 4월에 TF를 구성해서 1차 회의를 개최하고, 10월 달에 경영권 방어수단을 도입하는 상법개정안을 마련한 후, 12월 달에 국회에 제출하겠다고 보고를 한 바 있습니다. 여기에 대해서 3차 당정협의를 하기 전까지 이한구 의원 및 한나라당 측과 굉장히 많이 의견이 오고 갔는데, “이 법안을 17대 국회

나 만약에 그게 안 된다고 하면 18대 국회 개원 초기에 법안을 만들어서 통과를 시키겠다. 그리고 법무부에서 그것이 부족하면 개정을 하라”는 이야기가 있었습니다. 그래서 법무부에서는 이러한 방향에 크게 반대하는 것은 아니지만 일국의 법안을 일단 통과시키고 난 뒤 그 다음에 문제점을 개정하는 방식이 최선은 아니라고 판단하여 “법무부에서 어떻게든지 최선을 다해서 개선방안을 마련해 보겠다”고 이야기를 하였습니다. 이러한 입장이 잘 전달되어 3차 당정협의회에서는 크게 이견이 없었습니다. 참고로 우리 위원회의 구성도 이한구 의원의 법안 때문에 2월 달 즈음에 대강의 윤곽을 마련했었는데, 한나라당에서는 “경영권 방어수단 도입은 대통령의 공약사항이고, 집권여당의 방침이며, 양당 합의사항인데 왜 지금까지 진척이 없느냐. 2월 달에도 논의가 있었는데 가시적인 결과가 없다”는 입장입니다. 위원회의 활동 시간이 아주 많지는 않은 것 같습니다. 법무부에서는 일단 우리 위원회에서 폭넓게 논의를 해서 개선방안을 마련하겠다고 한나라당에 입장을 전달한 상태입니다.

이상으로 보고를 마치겠습니다.

○ 송종준 위원장

네, 감사합니다.

금융위원회에서 새로 위원님, 홍영만 국장님이시죠?

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

아, 네. 저희 국장님도 참석을 하려고 했으나 내일 국무회의 안건이 몇 가지 있어서

저랑 바뀌서 지금 제가 왔습니다. 저는 자본시장과장입니다. 저희 국의 주무과장이고요.

○ 송종준 위원장

네, 고맙습니다. 법무부 측의 전반적인 논의 경과, 향후 계획에 대해서 쪽 들어 봤습니다.

앞으로 전체 일정상으로 보면 10월 말까지 개정안이 마련이 되고, 12월 정기국회에 제출하도록 이렇게 되어 있습니다. 아마 저희 위원회에서 활동해서, 그 draft가 나와야 되는 시점은 그것보다 조금 더 빨라야 되지 않을까하는 생각이 듭니다. 그래서 아마 올해 8월 말까지 정도는 draft를 완성하는 것을 목표로 위원회가 활동을 해야 될 것 같습니다.

앞으로 우리 위원회를 운영할 때 어떤 방법, 추진방법 이런 부분에 관해서 간단히 말씀을 드리면, 모두에서도 잠깐 언급을 드렸습니다마는, 대체로 이제 이 분야에 관해서 실무계에 계시든, 법조계에 계시든, 학계에 계시든, 또는 정책을 직접 선택하고 집행하시는 정부에 계시든 이 분야가 앞으로 어느 방향을 선택해서 가는 것이 이른바 한국주식회사의 장래를 위해서 좋을 것이냐고 하는 이런 것 같습니다.

그래서 가급적이면 그야말로 학자라면 학자적 소신으로 이 문제를 볼 것이고, 정책적 관점으로 본다면 국가의 어떤 장래라고 하는 이런 관점을 보고 이 부분을 원점에서 토의하고, 그 방향을 잡아보는 이런 방법으로 추진해야 될 것이라고 생각을 합니다.

그리고 실제로 대부분이 우리 위원들 보면 본 분야가 법제 개선 문제이기 때문에 대체로 법학을 전문으로 하시는 교수님들, 법조인을 중심으로 되어 있습니다마는, 이 방어법제의 방향을 잡는 문제는 매우 복잡한 것 같습니다. 어떤 순수한 법 이론적 어프로치를 해야 될 요소도 있고, 또 어떤 경우는 다양한 정책수단 중에서 어떤 선택을 해야 되는 그런 문제가 또 있습니다. 시장과의 관계, 향후의 경영권, 국가의 어떤 경쟁력의 관계, 모든 것들을 종합적으로 판단해야 될 그런 요소들이 다 복합적으로 되어 있기 때문에, 평소에 어떤 규범적 시각에서 사물을 중심으로 보게 되는 이 법학교수들에게 이런 부분들은 정부에서 오랜 기간 동안 이 문제를 직접 다루어오서 왔던 국장님들도 계시고 하기 때문에 이런 부분을 항상 의견을 말씀해 주시면 고맙겠습니다. 또 아울러서 ‘이 방어수단을 어떻게 설정하는가’ 라고 하는 그 문제가 시장이라든가, 기업경영이라든가, 외국인 투자 유치라든가 여러 가지 종합적인 부분과 관련해서 어떤 영향을 미칠 것이냐에 관한 사실 논의도 한번 들어 볼 필요가 있는 것 같습니다.

그래서 아무래도 앞으로 저희가 회의는 한 2주 단위로 하면서 앞으로 한 2~3회 정도는 법학이 아닌 어떤 정책적 관점이라든가, 경제학적 관점이라든가, 재무학적 관점 이런 관점에서 다양하게 ‘이 방어제도가 어떻게 임팩트를 줄 수 있느냐’ 하는 이런 부분에 관한 관련 전문가들의 의견을 저희들이 청취해 보고, 서로 토론을 하고, 그런 과정을 거쳐서 어떤 최종적으로 다양한 법제

시스템을 선택하고, 또 조정하는 것이 필요하다고 봅니다.

그래서 필요하다면 경제학 전문가라든가, 주로 M&A와 관련해서 재무전문가라든가, 또는 객관적으로 말을 할 수 있는 어떤 실무계의 전문가라든가 이런 분들을 초청을 해서 말씀을 듣는 것으로 하고, 향후 한 2~3회 정도 그렇게 하는 것으로 하겠습니다.

참고로 이제 너무나 다 잘 아시는 것입니다마는, 오늘은 첫 날 회의이기 때문에 경영권 방어 문제와 관련해서 그동안에 우리 법제가 어떠한 변화 과정을 겪어 왔는지 이런 것들도 한번 간단하게 정리를 좀 할 필요가 있지 않겠나 싶은 생각이 있는데요.

지금까지 전반적으로 큰 틀로 보게 되면, 기업을 인수하는 측면하고, 또 이제 방어하는 측면 이 두 가지 국면으로 나눈다고 했을 때, 우리 상법이나 특히 증권거래법은 아마 인수 측면에서의 활성화, 인수의 활성화라고 하는 목적을 위해서 여러 차례 개정이 되어 왔지 않았느냐는 생각을 하고 있고요.

인수 측면에서 간단히 보게 되면, 지난 97년도 ‘10% 초과소유금지’라고 하는 대량주식취득금지규정이 증권거래법에 있었는데 그 때까지는 상장회사의 경우에도 경영권이 그야말로 돈독하게 보호가 되었다고 볼 수 있겠죠, 법률에 의해서. 이제 97년 3월에 그 법이 폐지가 되고 상장회사의 경영권이 이제 보호대상이 되지 못하는 이런 상태가 되었습니다.

97년도에는 이제 그런 문제 때문에 종전에 그 공개매수 이외에 소위 ‘25% 의무공개매수제도’라고 하는 제도를 도입해서 25%

이상을 취득하고자 할 때는 50%+1주 이상을 취득하도록 의무공개매수제도를 도입했다가 1년 만에 폐지를 한 예가 있습니다.

특히 IMF 이후인 98년도에는 외국인한테도 우리나라 상장회사주식 취득 제한이 완전히 철폐가 되어서 사실상 그 이후로 아주 자유롭게 주식을 취득하고 있는 그런 상태이고요.

2001년에 와서는, 그 동안에 공개매수가 상당히 위협적인 요소였다고 생각을 하고 있었는데, 이 부분이 종전에는 ‘사전신고제도’ 이런 시스템이 되어 있던 것이 ‘동시공개제도’로 전환이 되어서, 공고 즉시 공개매수를 할 수 있도록 하는 매우 신속한 주식매입을 할 수 있도록 하는 이런 시스템으로 전환이 되었던 것이고요.

2005년에는, 공개매수신고를 하게 되면 일정한 대기기간이 있었는데 이것이 폐지되었습니다.

또 동일인이 반복적으로 공개매수를 할 수 없다고 하는 규정도 있었는데 이것이 모두가 폐지되었죠. 그래서 증권거래법상으로 보게 되면 실제상으로 공개매수를 하고, 기업주식을 소유하는데 제한이 없어져서 굉장히 인수는 활성화될 수 있는 법적 환경을 이제 조성을 해놓고 있고요. 2007년 상법개정안을 중심으로 말씀을 드리면 공개매수할 때, 소위 그 지주회사전환과 관련해서 좀 걸림돌이 되어 왔었던 현물출자규제 적용문제를 해소를 했습니다. 이 상법개정안에서는 아마 현금지급합병제도를 도입을 했고, 또 삼각합병제도도 가능하도록 이렇게 되어 있고요. 절대적인 지배주식을 가진 사람이 잔

여 소수주식을 그 의사에 상관없이 전부 취득할 수 있도록 하는 이른바 이제 소수주주 퇴출제도도 사실은 허용을 할 정도로, 거의 최고 수준의, 선진국 수준의 입법으로 만들어졌다고 볼 수가 있습니다.

반면에 이제 방어 측면에서 보게 되면, 95년 상법에서는 처음으로 정관에 이사회 승인을 거쳐서 주식을 양도할 수 있도록 하는 이런 것을 처음으로 신설을 했습니다. 그래서 이것으로 경영권을 방어할 수 있도록 하는 이런 취지를 담았는데, 실제상으로 이 규정을 채택한 회사는 거의 없을 것으로 생각이 됩니다. 폐쇄회사에서 적용이 되는 것이고, 상장 요건과 관련하여 이것을 채택한 회사는 상장을 허용하지 않고 있습니다.

그리고 2001년 상법개정에서는 신주의 제3자 배정요건을 종전보다 좀 엄격하게 해서 거꾸로 말하면 방어 측의 관점에서 보게 되면 방어하기가 더 어려워진 상황이 될 수가 있겠고요.

2005년 1월에는 증권거래법을 고쳐서 그 전까지는 공개매수기간 중에 신주발행이라든가, 신주발행을 위한 주주총회라든가, 이사회 결의 자체를 하지 못하도록 금지했던 사항들을 완전히 폐지를 했습니다. 그래서 이런 규정 때문에 이제 공개매수기간 중에도 신주발행을 해서 방어를 할 수 있다고 그렇게 인식을 시장에서 하게 되었던 것이고요.

그러나 지금까지도 한 가지 지속적인 규제로 남아있는 것은 상장법인 재무관리 규정이 97년 3월에 경영권 분쟁기간 동안에 사모방법으로 CB나 BW 발행하는 것, 그것

의 전환권이라든가, 신주인수권행사를 1년 내에 하지 못하도록 한다고 하는 그 규정이 아마 지금도 존속하고 있는 것으로 되어 있습니다.

99년 5월 증권거래법을 바꿔서 자기주식 취득제한 문제를 전면적으로 해제해서 잉여금 한도 내에서는 100%까지 다 취득할 수 있도록 하는 그런 규정을 사실 두었는데 지금까지 방어수단으로써 가장 많이 활용될 수 있는 것들은 아마 자기주식의 취득 이 방법이 아니었는가 하는 생각이 되고요.

2007년 상법개정안에서는 잘 아시겠지만 이른바 종류주식을 도입했습니다. 원래 종전에는 상법에서 '수종의 주식'이라는 표현을 쓰고 있었는데, 종류주식이라고 하는 개념을 도입해서 의결권 제한, 주식양도 제한, 상환 전환주식에 강제전환을 할 수 있는 제도를 도입을 했고, 방금 잠깐 법무부에서 발표를 했던 것처럼 거부권부주식이라든가 임원임명권부 종류주식 같은 경우는 최종단계에서 개정안에서는 빠지게 되었습니다.

아울러서 2007년 상법개정안에서는 이제 신주를 제3자한테 배정할 때 일반주주들이 잘 알지 못하기 때문에 사전에 이것을 공시하도록 함으로써 방어의 입장에서 보게 되면 이제 공개적으로 해야 된다고 하는 그런 부담을 줄 수 있는 요소가 사실 있고요. 또한 방어적 관점에서 보면 이제 개정안에서는 이사회에 이익배당결의를 할 수 있도록 하는 규정을 허용을 했고, 또 이사회에서 배당하는 재원, 배당재원은 현물배당을 다 허용하는 쪽으로 이제 되어서 방어의 관점에서 보게 되면 매우 다양한, 매우 좋은 효

과를 가져 올 수 있는, 이것이 회사에 따라서는 충분히 설계를 할 수가 있는 기본시스템이 되었다고 볼 수 있고요.

이제 마지막으로 이 M&A법제와 관련해서 또 하나의 중요한 문제는 이제 외국인 M&A에 관련된 사항이라고 봐야 되겠습니다.

지금 우리 거래법상으로 보게 되면 공공적 법인에 관련해서 이제 외국인에 관한 외국인의 주식소유제한규정이 해당 공공적 법인에서 정관으로 제한을 할 수 있도록 이렇게 돼 있고, 그밖에는 대부분이 OECD규약에 따라서 안보나 공공, 산업, 건강, 국제평화와 관련된 이런 기업의 경우 외국인에 관한 차별규제를 할 수 있도록 허용을 하고 있기 때문에 대부분이 해당 관련되는 개별적인 특별법에서 해당 업종에 대한 외국인 M&A 부분에 관해서는 정부의 승인의 받도록 하거나 하는 절차를 다 두고 있었는데, 2008년 2월에, 종전의 산업자원부에서 외국인투자촉진법 시행령을 개정해서 안보 위해 여부를 사전에 심사할 수 있도록 할 수 있는 이른바 한국판 엑스-플로리어(Exon-Florio)법이라고 하는 것을 도입 했습니다. 그래서 안보 관련해서는 외국인 M&A 부분의 환경이 그만큼 변화가 있었다고 말씀을 드릴 수가 있겠습니다.

아마 올해 국회 이한구 의원이 제출한, 발의한 상법 개정법률안은 매우 간단하게 되어 있습니다. 사실 그 이전에도 개별 의원들이 의원입법으로 이른바 방어주식을 도입하자는 법안들이 많이 올라왔었던 적이 있었습니다. 지금 현재 상태에서는 이한구

의원이 발의한 개정안이 유효한 것으로 이렇게 봐야 되겠습니다.

그래서 대체로 이런 것들이 지금까지 우리나라 법, M&A법제와 관련해서 변화된 내용이라고 볼 수가 있습니다.

이제 최근에 가장 큰 논의핵심은 결국은 그런 것 같습니다. 신문에도 다 보도가 되었습니다마는, ‘경영권을 보호하는 것이 결국 방어비용을 줄여준다’ 이런 것인 것 같아요. 그리고 ‘외국의 많은 나라들이 이런 방어제도를 가지고 있다’는 입장에서 경영권 보호를 위한 여러 가지 외국에서 활용되는 제도들을 우리도 도입을 해야 된다는 측면이 한 쪽의 견해이고요.

반대쪽에서는 우리나라 회사의 소유지배 구조 현황으로 봤을 때, ‘외국의 시스템을 그대로 가져오는 것은 맞지 않다, 우리기업의 지배구조의 실태를 보면 이것이 선진국 수준이겠느냐’고 하는 관점에서 오히려 무능 부패한 경영자들의 경영권의 보장수단으로 이것이 악용될 수가 있다는 것이 큰 반대 논리 중의 하나이고, 또 이 M&A시장이 나름대로 굉장히 큰 경제적인 영향 효과를 가져 올 수 있는데, 방어장치를 완전히 했을 때 주주이익은 말할 것도 없이 시장의 활성화를 이룰 수가 있으므로 결국 경영권 방어수단 도입이 투자 유치에도 상당히 장애가 될 수가 있다는 주장도 있습니다.

전반적인 흐름이 이제 이런 것이고, 또 ‘경영권 방어를 허용한다고 하면 이미 기존 경영권을 가진 사람들한테만 유리한 것이고, 새로 이 경영권 시장에 들어오려고 하는 사람들, 새로 신규로 사업을 확장하고 이런

사람들은 그럼 어떻게 들어가란 말이나, 거기에다 상당히 제한이 따르고, 똑같은 산업계에도 이미 경영권을 가진 사람도 있지만 사업을 확장하고 기업결합을 해야 되고, 이것이 전반적인 매우 중요한 경영전략인데 이것에 상당한 영향을 줄 수가 있다’는 이야기도 굉장히 많은 것 같습니다.

그래서 예컨대 특정 경제 단체에서 ‘경영권 방어수단을 다 도입하자’라고 하는 이야기가 전 산업을 다 대표하고 있는 것이냐고 하는 그런 부분에 관해서도 반론은 충분히 있을 수 있다는 느낌을 가지고 있거든요.

이런 전반적인 흐름과 관련해서 아마 최근에 우리나라 기업들이 나름대로 경영권 방어장치를 많이 도입을 하고 있는 것으로 알고 있습니다. 많이 도입을 하고 있는데, 지금까지 가장 많이 사용되어 왔던 것들이 자기주식취득이지만 최근에 들어서는 아마 golden parachute라고 하는 황금낙하산제도, 즉 이것을 도입해서 새로운 적대적 M&A에서 기업을 인수한 자가 기존의 이사를 해임할 때에 아주 높은 퇴직금을 지급하도록 한 제도를 많이 두고 있는 것으로 보도가 되고 있고요.

또 하나는 이사를 해임할 때에 지금은 ‘주주총회 특별결의’로 되어 있는데, 이것보다도 더욱더 엄격한 결의요건, 이른바 이제 super majority라고 하는 것인데요, 이런 초특별다수결의제를 채택한 회사들도 등장하고 있다고 합니다.

그래서 아마 이런 것들이 현행 시스템 내에서 어떤 불가피한 방어조치라고 하는 측면도 보여 지고 있습니다마는, 생각하기에

따라서는 과연 그런 정관의 변경들이 적법한 것인가라고 하는 문제도 제기될 수 있다고 생각이 됩니다.

앞으로 이 위원회를 추진을 할 때 굉장히 다양한 방법이 있습니다마는, 가급적이면 저희 위원님들께서 예컨대 어떤 방법으로 또 어떤 내용으로 우리 회의를 운영해 줬으면 좋겠다는 나름대로의 생각들이 있을 것 같습니다. 그래서 오늘은 첫 날 회의이기 때문에 이제 그런 부분에 관해서 위원님들의 견해를 듣고 싶고요. 향후에 위원님들 간의 역할분담, 이런 부분에 관해서 또 논의를 하도록 하겠습니다.

자, 그러면 오늘 위원회를 앞으로 운영하는데 좋은 아이디어들을 말씀을 해 주시면 저희가 적극적으로 참고하도록 하겠습니다.

[위원회 구성 및 향후 진행 일정]

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

제가 먼저, 아무튼 여러 민간 위원님들 오셨는데 이런 이야기를 하는 것이 적절한지는 모르겠어요. 새로운 정부 들어가시고 발단이 된 게 법무부에서 업무보고를 하고, 그 와중에서 신문기사에 나고, 그 이후에 다시 논의가 재점화된 측면이 있는데, 그동안 새정부 들어서 두 번의 회의를 거쳤습니다. 저희 재정부에서 한번 차관 주재로 하고, 그 다음에 청와대에서 경제비서관 주재로 회의를 한 번 하고, 그 중간에 논의결과에서 아주 명시적으로 딱 부러지는 것은 아니었는데, 그 당시에 전체적인 consensus는 '법무부에서 TF를 하되, 위원구성에 있어서

어떤 다양성을 확보했으면 좋겠다'는 이야기가 전체적인 consensus로 형성이 되는데, 갑자기 저번 주에 저희들이 연락을 받고 좀 당황한 측면이 있습니다.

그래서 위원장님도 모두에 좀 회의진행과 관련해서 좀 clue를 주셨는데, 저희들이 지금 보면 8명의 민간위원 중에 비법학 전공자인 민 대표님 빼고는 전부다 법학 쪽에 oriented가 있어 '균형 있는 논의가 되는 것에 좀 지장이 있지 않겠나' 하는 생각을 좀 하게 됩니다.

그래서 기술적으로 이 문제를 어떻게 풀어야 될지, 뭐, 나중에는 도입..... 여기서 표현도 좀 문제가 있는데, 아무튼 추가적으로 경영권 안전장치를 강구를 한다고 했을 때 어느 수준까지 해야 될지에 대한 논의를 할 때는 경제분야라든지, 경영분야라든지, 아니면 기존에 그쪽으로 굉장히 관심을 가지고 있는 학계라든지, 연구기관, 그런 분들이 많이 있는데, 그런 분들의 소중한 의견을 들을 수 있는 기회를 좀 가졌으면 좋겠다는 생각이구요.

지금 위원 구성을 만약에 추가적으로 반영을 해 줄 수 있으면 좀 반영을 하는 방향으로 해 줬으면 좋겠고요. 그러면 전반부에서는 충분히 그런 분들의 의견을 들을 수 있고, 그 다음에 이제 나중에 테크니컬하게 법기술상의 문제라든지 이런 경우에는 좀 그분들이 크게 contribution을 할 수 있는 기회가 없다고 하더라도..... 할 수는 있겠죠. 그런데 특히 앞부분에 있어서의 비법학 분야의 전문가들의 의견을 수렴할 수 있는 그런 시스템이 좀 갖춰졌으면 하고요.

그 다음에 지금 전체적인 우리 논의의 제목에 있어서 지금 위원장님도 굉장히 설명을 자세히 해 주시고 여러 가지로 이야기를 해 주셨는데, 현재에도 경영권 방어수단이라는 게 존재를 하고 있습니다. 그런데 이제 갑자기 ‘경영권 방어수단을 도입을 한다’ 이렇게 한다가 갑자기 하나도 없는 상태에서 새로 만들어 내는 뉘앙스를 줄 수 있으니까, 이 논의의 어떤 주제라고나 할까 이런 것을 ‘경영권 안전장치의 개선방안’ 정도로 좀 구도를 잡아 주시면..... 지금 사실상 여러 가지의 방어수단이 돼 있는데도 하나도 없는 상태에서, 물론 정도의 차이는 있는데 이렇게 되어 있으니까 남들이 볼 때 오해의 소지가 굉장히 많아서 ‘경영권 안전장치의 개선’ 내지 ‘합리화’ 이 정도로 표현을 하면서 대의적인 공표나 위원회 명의로 공표할 때 이런 틀 내에서 해 줬으면 하는 것이 어떤가 생각이 들고요.

지금 언론에서도 보면 자주 이런 표현 자체가 들어가 있으니까 기업 경영하는 사람들 이야기를 듣고 새로운 것을 갑자기 무에서 유를 창조하는 오해가 좀 있는 경향이 있는 것 같아요. 그래서 여러 가지 그 방어수단과 공격수단의 균형을 전제로 했을 때 이 정도로 좀 중립적인 용어로 들어갔으면 좋겠다는 생각이 들고요.

그 다음에 아까 위원장이 굉장히 지적을 여러 가지 해 주셨는데, 기본적으로 제 개인적인 생각은 현실론하고 최근에 7, 8년 전부터 시작된 약간의 단기이익을 추구하는 외국계 자본들의 그런 과정, 이것하고 좀 경영권 시장을 바탕으로 한 그런 이론적인

그런 개념 두 가지 큰 틀이 있다고 저희는 생각하고 있고, 거기에 이제 한국적인 재벌 구조라든지, 지배구조의 문제, 이런 특수 사항이 좀 가미되어서 어떻게 바라봐야 될 것인지 이게 좀 문제 같습니다.

그 다음에 이 한국적 상황을 논의할 때 최근의 흐름이 있습니다. 예를 들어 출총제 폐지라든지, 지주회사 개선 문제라든지, 거기에 더 나아가서 지금 추가적으로 내부적으로 좀 더 규제완화 측면에서 사전적 출자 구조를 좀 자유롭게 하는 측면을 모색하고 있는데, 그런 것도 이 경영권 방어 안전장치에 어떤 개선차원에 input으로 좀 작용할 수 있지 않나, 이런 생각이 들고요.

○ 송종준 위원장

네, 고맙습니다.

○ 조석 위원

네, 간단히 말씀드리겠습니다.

여기 각계 전문가들이 오셨는데, 우선 제 생각에는 이 회의의 성격을, 이게 법무부에서 간사로 오신 이 검사님께 드리고 싶은 말씀인데 회의의 성격을 좀 분명히 하고 들어가야 될 것 같습니다. 이게 분명치 않으면 논의가 계속 초점을 잃을 것 같습니다.

자, 그러면 방금 재정부에서 말씀하신 대로 경영권 방어수단의 도입이든지, 확충이든지, 합리화라든지 용어의 명칭이 어찌됐든간에 추가적인 경영권 방어수단에 관한 부분을 이 회의가 도입할지, 말지를 결정하는 회의인지, 아니면 도입할지, 말지를 결정하는 것은 정부 차원에서 결정할 일이고, 이

회의에서는 어떻게 하면 그 도입되는 경영권 방어수단에 대한 운용을 법적으로는 어떻게 규정하는 것이 좋을지, 그리고 남용방지를 위해서 어떤 것들을 넣어야 될지, 그걸 논의 하는 자리인지 그 부분을 분명히 해 주셔야 될 것이라는 생각이 듭니다.

지금 재정부에서도 말씀하셨지만, 조금 이 부분이 분명치 않기 때문에 마치 이 자리가 그것을 결정하는 자리인 것처럼 된다면 논의가 굉장히 어려울 것이라고 보여집니다. 그래서 그 부분을 분명히 해 주고 회의를 시작하는 것이 좋을 것이라는 생각이 들고요.

두 번째 말씀드리고 싶은 것은, 만약에 이것을 도입을 안 할 것이라고 결정하면 이 회의 자체가 필요가 없겠죠. 도입을 하는 것을 결정을 하고 그 방법론, 그리고 남용방지수단 이런 것들을 논의하는 자리라면 방금 기획재정부에서 말씀하신 것처럼 여기위원의 구성은 좀 더 다양하고 포괄적일 필요가 있다는 생각은 듭니다. 남용을 방지하기 위해서라면 법을 하신 법적인 측면이 있을 거고, 경영을 하신 측면이 있을 것이라고 보여집니다. 그래서 그런 부분들에 대해서도 같이 들을 수 있는 기회가 있는 것이 우리가 빠뜨림 없이 남용방지수단을 강구할 수 있을 것이라고 생각이 듭니다.

다만 그런 전문가들을 위원으로 모시는 전제는 여기 와서 이것을 도입하면 안 된다는 이야기를 하기 위한 자리라면, 그런 전제라면 이 위원회가 되는 것이 아니고, '그것의 도입은 결정이 된 것이고, 도입에 대한 추가 방법론과 남용방지수단을 논의하기

위한 TF다. 그러니 거기에 도움을 달라'라는 것을 분명히 전제하고 위원 구성을 좀 다양화하는 것이 회의가 좀 더 효율적이지 않을까 하는 그 두 가지 점을 말씀을 드리고 싶습니다.

○ 유희상 위원

저는 두 가지 의견에 대해서 말씀드려 보겠습니다.

무엇을 도입할 것인가 하고, 도입이 필요하냐의 검토가 서로 별개의 것이 아닙니다. 필요 하나 안 하나를 검토하면서 어느 정도의 부족이 있는가가 하는 것이 결정되고 거기에 따라서 어떤 부분을 도입할 것인가, 예를 들면 1주 1표의 예외를 인정하는 수준으로 도입할 것인가, 아니면 moderate 하게 할 수 있느냐가 결정될 수 있을 것 같습니다.

그런 면에서 그 두 논의는 도입여부 결정, 뭐 균형여부 결정이 되겠습니다마는 거기에 대한 검토는 필요하고요. 그런데 모르겠습니다. 법무부에서 참 일하시기 어렵게 돼 버렸는데, 도입 필요성에 대해 여기서 검토를 하기 위해서 다른 것을 확충하자 하는 것인데 어떻게 현실적으로 가능하겠어요? 그런 부분은 일단 한번 논의를 해 보고 매 필요시에 이제 공청회도 할 수가 있고, 아니면 보강도 할 수 있고 하는 게 가능한 것 같습니다.

저는 좀 안도하는 것이 우리 위원장의 생각이 상당히 균형적이신 것 같아서 안도를 하고, 일단 오늘은 쪽 한번 위원님들의 의견을 들어보는 게 좋을 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

예. 그래서 지금 그것 때문에 먼저 정부 측에서 이렇게 말씀을 하셨고, 어쨌든 나중에 정리를 한번 할 수 있는 기회를 갖고요. 또 이제 학계, 법조계에서 다 오셨으니까 말씀을 좀 해 주시면 고맙겠습니다.

권중호 교수님 먼저 한번 이야기하시죠.

○ 권중호 위원

네, 건대에 권중호입니다.

저도 개인적으로 ‘방어수단의 도입’ 이것은 좀 표현이 부적절하다고 생각하는데 지금 우리나라 방어수단이 전혀 없는 것이 아니기 때문에 그래서 표현은 방어수단의 다양화에 관한 논의라고 저는 개인적으로 그렇게 생각했습니다.

그런데 저도 방어수단을 어떻게 할 것이냐에 대해 제 나름대로의 개인적인 소신도 있고, 하지만 또 한편으로 보면 법을 하는 사람입장에서, 옛날에 제가 한번 이야기를 한 것이 있는데, 사실은 방어수단을 도입을 해야 된다는 논리도 나름대로 논리가 있고, 반대로 지금 안 된다는 논리도 굉장히 논리가 있고 한데, 거기에서 법학자가 할 수 있는 역할은 사실 결론이 사회적인 큰 이슈가 되고, 그래서 그 방어수단을 도입한다면 어떠한 방향으로, 그러니까 가장 best로 방어수단을 이용하되, 방어수단이 틀림없이 주어지면 경영자 입장에서는 자기 유리한 목적으로 쓰고 싶은 것은 당연한 이야기고, 그래서 그것을 어떻게 규제하느냐 하는 규제 테크닉 쪽에서의 역할이 주어진 것이지만, 그 당시에 상황이 저보고 도입할 것이냐,

말 것이냐 이야기하고, 법을 어떻게 만들 것인지까지 이야기한 것은 저한테는 너무 과하다.....

저는 분명히 생각은 있지만 그런데 사실이 자리도 여기 계신 분들 중에 상당수가 만약에 여기서 어떤 방어제도를 지금 도입하자, 말자까지를 이야기하고 거기서 도입하면 어떻게까지 하느냐 하고 논의를 하면 차이가 무지하게 있을 것이라는 것은 틀림없는 사실입니다.

그래서 지금 그와 같은 이유로 이야기되고 있는 것이, 예를 들어 증권연구원에서 M&A연구회를 만든 것도 어떤 사회적 consensus를 하자라고 해 갖고 만든 건데, 사실은 그게 논의가 지금 불투명한 상태에서 그것은 정해져야 돼요. 기본적으로 처음부터 방어수단을 도입할 것이냐, 말 것이냐에 대한 논의부터 시작할 것이냐, 아니면 지금 거기에 대해서는 나중에 사회적으로 법을 도입 안 한다면 안 할 것이고, 한다면 이런 식으로 도입하고, 남용은 이런 식으로 막고, 안은 만들어 놓고, 그것을 사회적으로 선택하느냐, 마느냐는 별도로 사회에 맡기는 방법으로 가는 것이 저는 개인적으로 좋다는 생각이 듭니다. 여기서 도입할까, 말까를 다 따지면 사실 굉장히 힘들지 않느냐고 생각합니다.

그리고 저 개인적으로는 지난번에 KBI 같은데 발표를 하니깐, 저는 방어수단을 도입하더라도 남용방지수단이 없는 방어수단의 도입은 굉장히 위험하다는 게 제 개인적인 생각이고, 그런 측면에서 여기의 논의는 기본적으로 어떤 방향은 제시가 되고, 그

방향에서 맞춰서 법적인 관점에서 검토가 main이 되고, 그 과정에서 논의가 될 수 있는 상황은 얼마든지 그 관련 전문가들을 불러서 이야기를 듣고 하는 것은 바람직하다고 생각을 합니다.

○ 송종준 위원장

민 대표님도 한번, 실제로 경험을 많이 가지고 계셨을 텐데요.

○ 민유성 위원

제 경우는 이제 사실은 한 2년 전에 KT&G를 칼아이칸하고 스틸파트너스하고 협력을 해 갖고 공격을 한 케이스 때, 그 KT&G의 defense 쪽에서 일을 좀 해 봤었습니다.

그런데 그때 참 많이 느꼈던 것이 우리나라가 지금도 새로운 정부의 가장 중요한 agenda 중에 하나가 "이제 공기업들의 경영 효율성을 향상시키기 위해서 민영화를 하겠다" 그렇게 말씀을 많이 하시고, 앞으로 그 방향으로 이제 민영화가 이루어질 것으로 생각을 합니다마는 그때 KT&G도 사실은 그렇게 민영화된 회사의 대표적인 케이스였죠.

그런데 그게 문제가 뭐냐 하면, 이제 정부에서 특혜시비나 이런 문제들 때문에 결국 시장에서의 민영화를 택했었고, 그러다 보니까 대주주가 없이 분산된 주주들로 구성이 되어 있다 보니까 지금 우리나라에 상당 부분의 큰 블루칩회사들이 대부분 외국인 소유들이 돼 버렸습니다. 뭐, 국민은행 이런 곳들이 다 외국인 소유고, 심지어는

포스코 같은 경우도 우리나라의 아주 전통적인 경제발전에 이바지를 해 온 기업인데, 요새 대우조선 인수하려다 보니까 어떤 문제가 생기냐 하면, 거기 70%가 외국인이라서 이것은 외국인이 주로 가진 회사기 때문에, 대우조선이 국방 이런 쪽에 기술을 갖고 있기 때문에 "포스코가 과연 합당한 인수 주체가 될 수 있는 거냐" 이런 이야기도 나오고 있고요.

그러다 보니까 저희가 앞으로 공기업을 민영화를 하겠다는 하는 방향은 분명히 옳고, 그게 시장이 나가야 될 방향이라고 생각하긴 합니다마는, 그렇다고 하면 어떻게 그런 것들이, 앞으로 아주 우리나라에 중요한 여러 가지 산업들이 어찌면 원하건, 원치 않건 외국인들의 머니게임에 상당히 끼어들어 갈 수가 있거든요. 이제 그런 부분들을 우리가 어떻게 보호를 할 수 있을 것이냐는 부분의 논의는 반드시 필요하다고 생각하고요.

저는 그 부분에서 이런 생각을 해 봤습니다. 제가 법학자가 아니기 때문에 법학적으로 어떤 의미가 있는지는 모르겠습니다마는, 실제 정부에서 하실 수 있는 일이라고 하는 것은 '이러이러한 방법들을 법적으로 허용을 해 주겠다'이고, 그것을 택하고, 안 택하고는 사실은 각 개별 회사들의 선택 아니냐는 거지요.

그 대신 선택을 하고자 하는 회사들에는 그것에 응당하는 corporate governance, 지배구조의 어떤 prerequisite라고 그럴까요. "네가 이것을 선택을 하고자 하면 그냥 단순히 네 경영권 방어수단을 위해서 그냥 할

수 있는 것이 아니고, 하고자 하면 내가 지켜야 될 기본적인 요구가 이런 거다”라는 부분들이나, 이런 것을 통해서 이제 남용을 방지를 하자는 말씀을 권 위원님께서 해주셨습니다. 저는 그게 굉장히 중요하다고 생각하고.....

또 회사입장에서도 만약에 자기가 이런 방어수단을 택했을 때는 사실 그게 주가에 미치는 영향이 많이 있을 수가 있을 것으로 생각을 합니다.

방어수단이 없는 회사들을 사실은 이 투자자들은 좋아하는 것이고요. 그럼 이제 대주주가 자기의 protection을 위해서 어떤 방어수단을 택하겠다고 할 때는 지배구조의 개선이나 이런 부분에서 어떤 스탠더드를 갖춰야 된다는 점과, 그게 내 주가에 어떤 영향을 미칠 것이라는 점과, 지금 현재의 주주들과의 형평을 어떻게 맞춰 줄 것이냐?

왜냐하면 지금 실제로 51% 이상을 갖고 자기 경영권 방어하는 회사들이 그렇게 많지 않을 것으로 보여집니다. 사실은 20~30%의 컨트롤을 가지고 최대 주주행사하고 있는데, 사실은 그보다 더 많은 다수가, 70~80%가, 일방적으로 20~30%가 경영권 방어하러 들어가 버리면 나머지는 그것에 대한 희생자가 될 수 있기 때문에, 저희가 할 수 있는 부분들이 이제 그런 부분들에 대한 형평성을 어떻게 맞춰 주고, 어떻게 하고 정부가 이러한 대안들을 만들어줌으로써 그 선택은 각자 회사의 경영진과 주주와 대주주와 소수 주주들과의 어떤 형평성을 맞춘, 그 다음에 지배구조에 있어서의 어떤 개선을 전제로 한 그런 선택적 요소들

을 정부가 같이 만들어 주시면 오히려 좋지 않을까하는 그런 생각을 해 보았습니다.

다만, 제 경험으로는 KT&G의 경우에 참 많이 느꼈던 것이 아무 장치가 없이 그렇게 되다 보니까 이게 결국 KT&G의 CEO 광영균 사장이 전부 결정을 해야 되는 입장이 되어 버리는데, 상대방이 주주거든요. 그러면 경영진의 기본의무에 위배되는 거죠. 주주에 대해서 어떤 against하는 그런 행위를 해야 되고, 또는 이게 상장회사이기 때문에 정보의 유출 면에서 다른 주주들한테도 공통적으로 다 똑같이 주어져야함에도 불구하고 그 주주와의 협상을 위해서는 fair disclosure rule에 어긋나는 경우도 생겼고, 이제 그러다 보니까 ‘이게 참 이 부분에서 개선은 필요하다’ 저는 실무 선에서 그런 생각을 많이 했었습니다.

이상입니다.

○ 송종준 위원장

우리 이현철 변호사님.

○ 이현철 위원

네, 제 생각을 말씀을 드리겠습니다.

지금 상법개정을 통해서 경영권 방어를 도입하시겠다는 말씀을 듣고 있는데요. 그 전에 한번 왜 지금 경영권 방어수단이 안 되느냐? 특히 이제 포이즌 필에 한번 초점을 맞춰 보면 상법에서 포이즌 필이 안 된다, 된다는 말이 사실 없죠. 그리고 사실은 그 전 단계에서 ‘그런 포이즌 필을 도입할 수 있는 주체가 이사회가 할 수 있는 것이냐, 주총에서 할 수 있는 것이냐’라는 사실

에서부터 논의가 원래는 시작되는 것이고, 그리고 미국이나 유럽에서는 ‘주총에서 승인을 하면 당연히 되는 것 아니냐’ 하는 생각이 강한 것 같습니다. 그보다 한 단계 더 나가서 ‘이사회에서도 할 수 있느냐, 그럼 이사회가 그런 경우에 어떤 fiduciary duty를 부담하느냐하는 이런 식으로 논의가 쪽되고 있는데요.

그런 논의라는 것이 사실은 무슨 법률에 어떤 규정이 있어서 되는 것이 아니라, 법원의 판단에 의해가지고 재판을 통해서 어떤 기준을 제시하고, 그래서 거기에 따라서 ‘어떤 경우에는 주주에게 이익이 되니까 가능한 것이고, 어떤 경우에는 이것은 fiduciary duty에 위반되는 것이다’ 이런 판단이 쪽 되는 것 같거든요.

그런데 사실 우리나라나 일본의 경우를 한번 생각해 보면 제 생각에는 근본적으로 두 가지 문제가 있는 것 같습니다.

하나는 주주평등의 문제입니다. 주주평등. 일본에는 법이 명시적 규정이 있지만 우리는 법 규정이 없이도 주주평등이 어떻게 보면 굉장히 상법상에 헌법처럼 통용이 되는 상황인데, 그럼 과연 법을 통해서, 새로운 상법 개정을 통해서 이 주주평등의 원칙을 어떻게 극복할 것이냐 이런 문제가 하나 있는 것 같고요.

그리고 특히 이제 주주평등의 문제에서는 공격자 측의 주주로서의 권리, 항상 그 문제가 되겠죠. 공격자 측의 주주로서의 권리문제는 과연 '주총의 특별결의를 받았다고 해서 극복이 될 수 있는 문제냐'인데 주총 특별결의에서 찬성하는 사람들은 다 공격자

이외의 사람들이 찬성을 할 테니까. 그래서 일본에서 불독소스 케이스에서도 결국 그게 제일 문제였던 것 같습니다. 일본에서도 그것을 법으로 해결한 것이 아니라 포이즌 필의 경우에 잘 아시겠지만, 결국은 일본에서 대법원판결로 해결한 것 아니겠습니까?

그럼 과연 우리가 법을 여기서 논의한다고 했을 때 우리 상법 안에 어떻게 들어갈 것이냐하는 그런 부분에 대한 생각이 하나 들고요.

그리고 또 한 가지는 법인과 주주의 구분이라는 것을 어떻게 해결할 것이냐의 문제입니다.

뭐냐 하면 과연 그러면 적대적 M&A방어수단을 도입할 때 이것이 법에서 이렇게 하면 항상 가능한 것이냐? 그것은 아니겠죠. 일단 가능한 길을 열어주겠다는 그런 생각이실 텐데 결국 판단기준은 이것이 기업가치, 그리고 주주의 공통이익, 이게 사실 일본에서 쓰고 있는 기준인 것 같은데요. 여기에 맞느냐, 안 맞느냐 이게 기준이 될 것 같습니다.

그런데 사실 보면 그동안 우리나라의 판례나 이런 것을 보면 법인과 주주를 명확히 구분하고 있지 않습니까? 잘 아시겠지만 1인 주주배임이라든지 이런 우리나라 오랜 전통에 따르면 ‘주주가 모두 찬성하고, 주주가 원하더라도 법인이라는 별도의 법인격에게 손해가 되면 그 경우에는 이것은 허용되지 않는 것이다’ 이런 생각이 강한데요.

결국은 이제 포이즌 필이라든지 이런 방어수단들이 주주를 위해서 한다고 하지만, 예를 들어서 주주가 다 특별결의에 찬성을

하더라도 결국은 법인이라는 별도의 인격이 있는 것이고, 예를 들어서 주식을 저가 또는 무상으로 발행한다고 했을 때 과연 이것이 법인에는 손해가 되는 것 아니냐는 생각이 있을 수 있을 것 같습니다. 그래서 그런 판례도 있고, 예를 들어서 LBO가 허용되지 않는다는지, 그런 것에 비추어 보면 과연 적대적 M&A방어를 우리가 상법에서 법제화했을 때, 이 부분에 대한 기준에 쌓여 있던 판례라든지 이런 것을 어떻게 극복할 것이냐.....

단순히 이제 일본에서 포이즌 필을 도입할 때 상법에서 규정한 것은 신주예약권 그 하나만 사실은 도입이 되어 있는 거거든요. ‘신주예약권 발행이 가능하다’ 그것만 도입이 되어 있고, ‘그 warrant만 별도로 발행할 수 있다’ 그것만 도입이 되어 있고, 그럼 그것을 어떤 절차에 의해서 어떤 기준을 가지고 발행할 것이냐, 이것은 사실은 일본의 경제산업성과 법무성에서 만든 2005년에 나온 가이드라인, 그것은 사실 법적 구성력이 전혀 없는 것 아니겠습니까? 법적구성력이 없는 가이드라인이 나왔고, 그 가이드라인의 배경이 된 것은 기업가치연구회, corporate value study group에서 여러 가지 연구를 해가지고 나온 그 기준을 가지고 결국은 정부차원에서 어떤 가이드라인이 됐지 않습니까? 전혀 법적구성력이 없는 그 가이드라인을 보고 기업들이 계속 지금 포이즌 필을 도입하고 있는 그런 상태인데요.

그래서 과연 우리나라에서 지금 이 적대적 M&A의 제일 핵심이라고 할 수 있는 포이즌 필을 우리가 도입하겠다고 했을 때 어

떤 법을 상법에 넣을 것인지, 우리도 그럼 신주예약권을 상법에서 규정하고, 신주예약권을 bond와는 별도로 발행할 수 있다는 조항을 넣고, 그것에 따른 몇 가지 기준을 법에 넣는다, 그리고 그 기준에 대한 판단은 결국은 법원에 맡기게 되겠죠. 결국 이게 법상으로 분쟁이 된다면 가처분신청이 들어올 거 아니겠습니까? 발행을 하겠다고 하면 가처분신청이 들어올 텐데, 그 가처분신청 단계에서 법원이 그럼 이게 과연 주주평등에 반하느냐, 법인의 손해가 되느냐, 그리고 그 공격자의 어떤 주주권을 침해 하느냐, 이런 것들을 다 판단을 해서 이 발행을 하게 해 줄 것이냐 이런 문제가 될 것 같거든요.

그래서 우리가 과연 입법으로 할 수 있는 범위가 어디까지냐..... 제 생각에는 ‘입법으로 완전히 무조건 발행할 수 있다’ 이렇게는 해 줄 수 없을 것 같아요. 예를 들어 차등의결권제를 도입한다고 하면, 차등의결권을 도입할 때 그 발행가격은 얼마로 할 것이냐, 차등의결권 속에는 당연히 경영권 프리미엄이 포함되어 있지 않습니까? 그러면 그것을 기존 경영진에 발행한다고 하면 그 경영권 프리미엄을 다 받아서 회사가 발행해야 되겠죠. 만약에 그렇게 하지 않으면 회사로써는 어떤 임무에 위배한 것 아니냐 이렇게 볼 수도 있기 때문에 과연 법으로 할 수 있는 범위까지 했다고, 예를 들어 신주예약권을 법에 규정했다고 해서 이게 완전한 포이즌 필을 우리나라가 허용한 것이냐, 그 이후에도 여전히 법원의 판단이냐 이런 것들은 많이 남아있는 것 아니냐, 그래서 결국은 그 부분에서 우리가 어떤 기준

을 제시할 것인지 그런 문제는 있는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

네, 안 교수님.

○ 안수현 위원

네, 한국외대 법대 안수현 교수입니다.

저는 한 세 가지 정도에서 말씀을 올릴 수 있을 것 같습니다.

하나는 어떤 기업환경과 관련된 부분인데요. 미국에서 포이즌 필이 가장 성행하였던 때도 사실 우리나라에서는 포이즌 필에 관한 논의가 간헐적으로 있었고, 그에 대한 시장이 그만큼 성숙되지 않았기 때문에 M&A시장이라든가 이런 것 때문에 포이즌 필에 대한 관심이 별로 없었습니다.

그러다가 포이즌 필에 대한 논의가 시작된 것이 우리나라에 처음 적대적 M&A가 그것도 외국인, 소위 투자적 성격은 아닌 것으로 보여지는 외국 펀드로부터 국내 유명기업이 문제가 되다 보니까 관심이 촉발됐고, 또 일본 신회사법에서 포이즌 필이 들어옴으로써 굉장히 탄력을 받은 것으로 보여 집니다.

그런데 일본에서도, 물론 일본에서 공부하신 우리 권종호 교수님도 계십니다만, 일본에서도 궁극적으로 관심을 가졌던, 의문을 가졌던 부분 중에 하나가 일본에서도 똑같이 외국 펀드에 의해서 국내 기업에 적대적 M&A가 시도됨으로써 어떤 감정적인 측면에 따라 굉장히 급격하게 탄력을 받아서 들어온 측면이 있습니다.

그런데 일본에서 보면 이런 논의가 있는 것 같습니다. 왜 하필이면 미국의 법제도로 들어 왔는가, 영국에서도 똑같이 적대적 M&A에 대응하는 장치들을 많이 만들었는데도 불구하고 왜 미국의 어떤, 예를 들면 델라웨어에서 그동안 대법원 판결로 나왔던 부분들을 모아서 일본에서는 M&A 방어장치로 포이즌 필, 신주예약권제도가 들어온 건데, 왜 그런 방법이 과연 그게 글로벌 스탠더드인가라는 측면의 논의는 분명히 있는 것 같습니다.

다만 결론은 미국 쪽의 델라웨어 대법원의 판결을 법제화시키는 것으로 그냥 결정이 났기 때문에 ‘예산 내에서 남용 장치를 최대한 많이 만들어 내자’라는 것이 일본의 입장인 것 같습니다.

그래서 저희도 여기에서의 논의는 ‘하자, 안 하자’는 저의 전공하고는 좀 다른 문제인 것 같습니다. 정책적인 판단이지만 저희가 법률가로서 제가 할 수 있는 것은 여러 시나리오 중에서 법적으로 검토가 필요한 부분들, 그 다음에 정책적으로 판단이 선다면 법률적으로 문제가 되는 부분들을 최대한 검토해서 제안을 하는 것이 제가 할 수 있는 역할일 것으로 보여 집니다.

그리고 지금까지 많은 논의가 분명히 있다고 합시다마는, 대체로 한 쪽에, 예를 들면 방법도 미국의 포이즌 필에 어떤 초점을 맞춘 굉장히 좁은 측면의 적대적 M&A로부터의 방어방법에 초점을 맞춰지지 않았나 이런 생각이 듭니다.

두 번째는 다양화라는 용어를 방금 쓰셨는데요, 이 다양화라는 것도 미국의 경우에,

저희가 지금 이야기하는 모든 것들이 미국의 법에 다 수용되어 있는 것이 아닙니다. 그래서 유럽이면 유럽의 황금주 같은 것도 사실 미국에서 보면 수용하기가 좀 힘들죠. 저희가 다양화라는 것을 어디까지, 우리 시장에서 요구되고 있고, 기업의 적대적 M&A에 필요한 정도가 어디까지인지를 scope를 같이 비교해 보고 검토해 보는 것도 굉장히 필요할 것 같습니다. 모든 것이 다 들어오는 것이 아니기 때문에 다양화라고 할 때 정작 필요한, 시장에서 긍정적인 평가를 받을 수 있는 부분까지 scope를 잡아내는 것도 저희가 외국의 입법례를 비교함으로써 좀 제시할 수 있는 대상이 될 것으로 생각이 됩니다.

세 번째는 만약 정책적 판단이, 요즘에 TF를 한다고 해서 제가 97년도에 스톡옵션이라는 논문을 썼습니다마는, 스톡옵션이 우리나라에서는 자금조달로도 허용이 안 돼 있고, 순전히 보상형으로만 들어와 있는데, 거기에서 좀 더 나간 게 자금조달형으로 되어 있고, 그 다음에 적대적 M&A수단으로 사용되다 보니까 이제 관심을 갖고 보게 된 부분이, 일본에서도 포이즌 필이 도입되면서 만들어진 조문만 60개가 됩니다.

그래서 방금 말씀하신 것처럼 단순히 한 개 조문이 들어와서 이게 가동 되는 것이 아니라 각각의 남용장치를 막기 위한 해당 조문들을 포함하고, 지금 상법개정안에 올라가 있는 배당에 관련된 부분부터 시작해가지고 거의 모든 조문에 걸쳐서 다시 손질을 해야 되는 부분까지 고려하면 한 100개가 넘을 것 같습니다.

그래서 포이즌 필만 고려하더라도 한 100개 조문을 현재 상법개정안에 올라와 있는 것과 함께 맞춰 본다면 다음 상법개정안을 향후 스케줄하고도 사실 조정을 해 볼 필요가 있는 부분입니다. 그래서 굉장히 쉽지 않은 작업이기 때문에 그런 부분들을 고려를 하셔야 될 것 같고요.

그 다음에 우리 이현철 변호사님께서도 말씀을 하셨지만 제일 중요한 것은 법원의 판단입니다. 주기 전에 법원에다 주지 말라고 유지청구를 할 수가 있고요. 가처분할 수도 있고, 준 이후에도 무효를 주장할 수가 있고요. 그 다음에 행사할 때도 못하게 할 수가 있고, 행사해서 신주를 발행한 다음에도 신주발행의 무효를 또 소송을 걸 수가 있습니다.

그래서 지금보다 법원의 역할이 상당히 높아지는데, 이것에 대해서는 저는 사법부의 의견도 사실 저는 고려해야 될 것으로 생각이 됩니다. 저희가 법률이 법에만 집어넣는 것이 중요한 것이 아니라 사법부에서 그 부분을 어디까지 수용할 수 있는지, 의욕과 준비가 어느 정도 되어 있는 것까지도 함께 살펴볼 필요가 있을 것으로 생각이 됩니다.

이상입니다.

○ 송종준 위원장

노 교수님은 사법부에 계셨던 경험도 있고 해서...

○ 노혁준 위원

제 소개를 먼저 드리면 저는 서울대의 노혁준이라고 합니다.

저번에 이준식 검사님이 연락이 오셔서 적대적 M&A에 대한 방어수단을 개선하는 그런 TF가 있다는 이야기를 하셔가지고 드디어 법무부가 입장을 바꿔서 적극적으로 지원하기로 했냐고 여쭙봤더니, 아직 백지상태에서 검토를 하신다고 하더라고요.

제가 그 이야기를 듣고 꽤 시간이 지나면서 TF가 도대체 우리가 할 수 있는 게 뭐가 있을까, 그러니까 결정이야 어쨌든간에 최종적으로는 결정은 정책결정권자가 하는 것이고, 우리가 TF에서 할 수 있는 게 뭐가 있을지에 대해서 조금 생각을 해 봤는데요.

일단 지금 시장이 제일 싫어하는 것은 불투명한 법규정이나 그런 부분을 굉장히 싫어하는 것 같은데, 저희가 minimum으로 그런 것을 좀 확정적으로 법에서 규정하는 작업은 할 수 있을 것이라고 생각합니다. 예컨대 자기주식처분관련 가지고 신주발행하고 어떤 차이가 있는지에 대해서 좀 논란이 있고, 하급심 판례도 엇갈리는 부분도 있고, 초다수결 이라든지 그런 부분들에 대해서도 저희가 이게 되든, 안 되든 간에 확실하게 좀 정리를 해 주시는 작업을 최소한도로 할 수 있을 것 같고요.

그 다음에 저희한테 요구할 수 있는 부분이 여태까지 굉장히 많은 방어법제개선에 대한 연구가 엄청나게 지금 쌓여있음에도 불구하고, 또 이 새로운 TF를 하는 이유는 이제 완전히 식탁 위에 거의 올라올 정도가 되었기 때문에 저희한테 좀 구체적으로, 만약에 하는 것으로 결정이 나는 경우에 저희가 내부적으로 토론을 많이 하겠지만, 그런

쪽으로 저희 내부적인 의견이 모아진다고 하면 바로 사용할 수 있을 정도의 굉장히 구체적인 그런 안을 우리가 만들어 내야 되는 것 같고, 그것은 저희가 판례법 국가가 아니고, 물론 법원의 역할이 굉장히 중요하기는 하지만 저희가 그나마 성문법에 굉장히 많이 기초를 하고 있는 국가기 때문에 저희가 할 수 있는 최대한은 예측 가능한 그런 규정을 만드는 작업들을 저희가 할 수 있지 않을까 싶고요.

또 한 가지는 이제 논거를 제시를 하는 것이겠죠. 그렇게 방법만 이야기하지 말고 논거를 제시를 하는데, 그 논거를 제시하면서 아까 이야기한 것처럼 만약에 기술적으로 가능하다고 하면 법원에서도 오고, 경제학계에서도 오고 여러 가지 분야의 분들이 오셔가지고 그 논거를 만들 때 같이 참여를 해 주시면 굉장히 좋겠지만, 기술적으로 지금 가능한지에 대해서는 약간 저도 의문이 들고요.

또 한 가지 제가 생각한 부분은 어쨌든 경영권이 문제가 되는 상황은 사실은 상장회사인 경우에 주로 문제가 되겠죠. 비상장회사처럼 폐쇄인 경우에는 이게 문제가 되는 경우가 거의 없고. 사실 기존에 있는 상장회사의 대주주들이 기존에 상장되어 있는 상태에서 이런 포이즌 필은 이야기가 굉장히 많이 나왔지만, 예컨대 ‘차등의결권주식을 새로 도입해가지고 경영권을 방어를 하겠다’ 이런 식의 것을 원하고 있고, 방금 민대표님께서 이야기하신 것처럼 선택의 문제, “이런 것을 일단 많이 쥐가지고 선택을 할 수 있도록 하자” 이것도 굉장히 좋은 접근

방법이라고 생각을 합니다.

이제 보면 저희가 논의를 하면서 굉장히 주의해야 될 부분 중의 하나가 midstream change를 인정할 거냐, 지금 상장이 되어 있는 상태에서, 예컨대 차등의결권 같은 것을 새로 도입을 하는 것을 정관결정이라든지 그런 걸 통해서 하는 것을 허용할 거냐, 아니면 맨 처음에 상장에 진입하는 그런 회사에 대해서만 이런 식의 틀을 가져가는 것을 허용할 것인지에 대해서도 굉장히 조심스럽게 검토를 해 봐야 될 것 같습니다.

만약에 이런 중간에서 정관을 도입하는 것을 허용한다고 하면 그것도 물론 선택의 폭을 확장한다는 의미에서 굉장히 의미가 있지만, 이런 차등의결권을 인정하는 미국이라든지 다른 나라에서도 중간에 대기업 대주주가 어떤 부당한 이익을 볼 수 있는 그런 차등의결권은 좀 문제가 있다고 보는 견해가 굉장히 많은 것 같고요. 저희가 그것을 좀 구분해 가지고 맨 처음에 상장 초기 단계에서 이런 것을 다 받아들인 다음에 상장하는 것은 인정이 되지만, 나중에 일단 상장해 놓은 다음에는 이런 식의 차등의결권이라든지 그런 부분을 정관이라든지 투표를 통해서 인정하는 것은 굉장히 조심스럽게 접근을 해야 될 필요도 있겠다는 생각을 해 봤습니다.

네, 이상입니다.

○ 송종준 위원장

네, 하여튼 전 위원님들 의견을 한번 쪽 들어봤는데요.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

저기, 위원장님?

○ 송종준 위원장

아, 금융위원회 쪽에서 말씀하시죠. 죄송합니다.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

아닙니다. 제가 순서를 놓친 것 같습니다.

우선 방금 본 TF의 어떤 성격이나, 또 역할과 기능에 대해서 여러 가지 이야기들이 나왔습니다마는, 사실 본 TF의 어떤 업무의 영역이라든가 범위, scope에 대해서는 조금 더 명확하게 하고 앞으로 논의를 계속 진행하는 것이 생산적이고 좀 더 나은 TF가 되지 않겠느냐는 그런 생각을 우선 가집니다. 그런 측면에서는 앞에서 말씀하셨던 분들하고 같은 생각이구요.

두 번째 이제 말씀이 계셨습니다마는, 우리가 도입을 할 것인지 여부에 대한 판단과 도입을 한다면 어느 수준의 M&A방어수단을 추가적으로 도입할 것인가 하는 그런 부분은 결국은 이제 연결되어 있는 문제라고 생각이 듭니다.

그런데 이제 저희가 하나 좀 강조 드리고 싶은 부분은 현재 M&A에 대한 추가적 방어장치 도입 문제가 지금 논의가 되고 있는데, 구체적으로 우리나라 기업들이 어떤 상황에 처해 있는지, 예를 들자면 ‘적대적 M&A에 대해서 상당히 많은 기업들이 굉장히 많은 공격에 어떤 위협을 느끼고 있다’ 아니면 ‘우리나라 기업들에 대한 전체적인

적대적 M&A에 대한 위협의 정도는 그렇게 크지가 않다' 등과 같은 기업이 현실에 처해 있는 그러한 부분에 대한 인식이 가장 먼저 전제가 되어야만 우리가 하는 작업의 범위라든가 도입할 경우에 합당한 추가적인 방어수단의 정도가 어디까지인가 하는 그런 면을 좀 살펴 볼 수 있지 않을까 생각이 됩니다.

따라서 우선 어떤 기업들이, 예를 들어서 방금 상장사와 비상장사 그런 문제도 언급이 되었습니다마는, 저희가 이제 다른 부처하고 이야기하는 경우에도 두 가지가 있습니다. 특히 이제 지식경제부 같은 경우에는 대기업문제가 나오면 “경영권을 방어해야 된다”, 또 벤처기업이라든가 중소기업에 들어가면 “M&A에 대해서 방해가 되는 제도는 다 없어야 된다” 이런 이야기들을 가끔씩 듣고 있습니다.

저는 둘 다 사실은 이야기가 맞다고 판단이 됩니다. 왜냐하면 각 기업이 처해 있는 상황이, 또 그 기업이 어떻게 운영되어야 우리 경제에 도움이 되는가에 대해서는 양쪽 다 우리가 확일적으로 모든 기업에 적용될 수 있는 그러한 제도는 없다고 보기 때문에, 그렇다면 이런 점을 들여다 보더라도 우리 기업이 어떤 상태에서 어떤 정도의 M&A 수단을 필요로 하는가, 이 부분이 가장 기초적이고 저희가 먼저 인식을 하고 넘어가야 될 부분이 아닌가 하는 그런 생각을 가지고 있습니다.

두 번째는 최근에 M&A에 대해서 적대적 M&A방어수단을 도입해야 되겠다는 가장 큰 논거의 두 가지가 이런 게 있는 것

같습니다. 첫째가 국내에 어떤 우량 기업들이 특히 외국의 펀드로부터의 M&A에 대한 공격을, 위협을 실제로 받고 있다는 그런 논거가 하나 있고요. 둘째는 ‘이와 같은 적대적 M&A에 대한 방어비용이 너무 크다’ 가장 대표적인 것이 ‘자사주취득을 통해서 현재 기업들이 자금을 생산적으로 사용하고 있지 못하다’ 이런 가장 큰 두 가지 전제가 깔려있는 것 같습니다.

하지만 이 두 가지 전제에 대해서도 좀 구체적으로 우리가 파고들어서 실제적으로 한번 볼 필요가 있다는 생각을 갖고 있습니다.

저희가 이렇게 보면 국내 상장사 중에서 100대 기업을 보게 되면 절대다수가 방금 말씀드렸던 외국인촉진법이라든가 투자촉진법, 기타 여러 가지 법령에 따라서 실질적으로 경영권에 대해서 보호를 받고 있거나, 또는 국내 최대주주의 지분율이 외국인 전체 지분율을 합친 것보다 많은 게 한 78개사 정도 됩니다. 구체적으로 제가 숫자는 봐야 되겠습니다마는, 이와 같이 많은 기업들이 실질적으로 M&A에 대해서 위협을 느끼고 있느냐, 없느냐에 대해서는 한번 세부적으로 봐야 될 필요가 있고요.

자사주에 대한 취득도 계속 늘고 있지만 자사주를 뺀 기업들의 현금성 자산도 급속하게 증가하고 있습니다. 따라서 현금성 자산이 줄어들면서 자사주의 취득 포지션이 올라간다면 자사주 취득에 따르는 경영권 방어를 위해서 우리가 사용하고 있다고 이야기할 수 있지만 그 반대의 증거도 많이 나타나고 있습니다.

그렇기 때문에 이러한 부분을 한 쪽만

강조해서 보기보다는 양쪽을 좀 균형되게 해서 보는 부분이 좀 필요하지 않겠나하는 그런 생각을 좀 갖습니다.

그리고 두 번째는 적대적 M&A에 대해서 방어수단이 여러 가지가 도입이 되고 있고, 또 이게 법리적으로 많이 쉽지가 않을 것입니다. 하지만 우리가 좀 생각해 줄 부분은 지난번에 이제 법무부에서 의논을 해주셔가지고 상법개정을 통해서 낮은 단계의 방어수단이지만 일단 도입이 되었고요. 또 그와 같은 방어권을 갖다가 도입한 기업들도 몇 개 기업을 중심으로 해서 늘어나고 있습니다.

그렇기 때문에 이와 같이 법무부가 여러 가지로 노력하고, 또 협의를 거쳐서 도입했던 기존의 방어장치가 실제로 얼마까지 우리 기업들을 방어해 줄 수 있는지에 대해서 한번 조금 그 효과에 대해서도 우리가 한번 좀 짚어보고, 그래서 그 효과가 부족하다면 무엇을 더 해줄 수 있겠는가에 대해서 그 다음 순서로 이야기해 보는 것이 논의의 순서가 맞지 않겠느냐 이러한 생각을 갖고 있습니다.

이와 마찬가지로 또 우리가 다른 측면에서 볼 수 있는 것은, 이런 것도 한번 생각해 봐야 되지 않나 생각이 듭니다. 예를 들자면 적대적 M&A에 대한 방어수단을 논의함에 있어서 우리가 다른 대외적으로 상당히 이렇게 여러 가지로 안 좋은 이미지를 줄 수 있는 수단부터, 또는 기존에 우리가 가지고 있는 제도를 갖다가 약간 손질을 함으로써 우리가 하고자하는 그런 목적을 달성할 수 있는 기타 다른 제도가 있는지 여

부에 대해서도 한번 살펴볼 필요가 있다고 생각이 됩니다.

예를 들자면 우리나라 같은 경우에 제3자 배정에 대해서 굉장히 엄격하게 기준을 두고 있습니다. 그러니까 제3자 배정에 대한 부분은 현재 우리가 가지고 있는 제도입니다. 제3자에 대한 그 배정의 어떤 동기라든가 원인행위를 상당히 좀 넓게 규율함으로써 우리가 실질적으로 추구하는 목적을 달성하면서 대외적인 이미지 손상을 좀 막을 수 있다든가, 또 지난번에 외국인투자촉진법 시행령을 개정함으로써 방금 말씀이 이미 나왔습니다마는, 그와 같은 제도를 통해서도 사실은 구제할 수 있는 기업이 있을 수가 있지 않겠느냐, 그렇다면 우리가 실질적으로 달성하고자하는 목적과 그 목적을 달성하기 위해 가장 cost가 적게 들어가는 수단, 그러니까 기존의 것을 이용할 수 있으면 기존의 것을 이용을 하고, 또 그것이 부족하다는 판단이 내려졌을 때, 또 도입을 더 해야겠다는 판단이 있을 때 무슨 다른 수단이 있는지 한번 따져 보자는 것이 더 맞지 않겠나 생각이 듭니다.

그리고 마지막으로 이제 좀 드리고 싶은 말씀은, 이게 과연 적대적 M&A에 대한 어떤 방어정책의 추가적인 수단이 어떤 법제에 담겨지는 것이 합리적이겠느냐 하는 부분입니다. 예를 들자면 상법에 만약에 규정이 되게 된다면 무차별적으로 모든 기업들이 도입할 수 있을 방법이 될 수가 있고요. 그렇지만 기업이라고 하는 것은 각 기업별마다 처해 있는 life cycle에 따르는 성격도 다르고, 산업별 성격도 무한히 다 다릅니다.

따라서 그와 같은 차별화된 기업에 대해서 차별화된 정책을, 또는 방어적 수단을 줄 수 있는 방법은 다른 법제적으로는 좀 불가능한가 하는 그런 부분도 한꺼번에 좀 논의가 되면서 되면 좋지 않겠나 하는 그런 생각입니다.

이상입니다.

○ 송종준 위원장

네, 감사합니다.

저희가 오늘은 4시까지의 회의를 종결을 해야 된다는 원칙이 비공식적으로 잡혀져 있습니다마는, 그 원칙을 최대한 존중하도록 하겠습니다. 전체 위원들의 의견을 쪽 들어 봤습니다마는, 아마 익히 다 예상을 하셨겠지만 이 부분에 관련해서는 다양한 의견이 존재할 수밖에 없습니다. 그래서 맨 처음에 모두에 말씀드렸던 것이 학계나 실무계에서도, 같은 실무계에서라도 서로 도입 찬성, 반대의 견해는 상존하고 있고, 그래서 답은 아직 내려지지 않는, 선택은 아직 내려지지 않는, 내려지기가 굉장히 어려운 그런 상황이었다고 하는 말씀을 드렸는데요.

바로 이제 정부 차원에서도 이와 같은 방어법제, 정부에서는 이제 경영권 방어수단을 새로운 수단을 도입하는 그런 부분에 포커스를 맞춰서 보시는 것 같은 느낌을 받았 습니다마는, 그래서 이제 저희 위원회의 명칭도 「경영권 방어법제 개선위원회」라고 이렇게 명칭을 한 것도 반드시 그것만은 아니 지 않겠느냐, 그밖에 또 다른 여러 가지도 있을 수가 있는 것이고, 그래서 종합적으로 검토를 한다고 하는 차원에서 이렇게 한 것

이고, 그 중에 이제 실무상으로는 현재 몇 가지 방어수단을 어느 국회의원이 입법안을 올렸으면 당장 그 부분이 가장 중요한 포커스로 잡힐 수밖에 없겠냐고 하는 것도 우리가 이해해 줄 수 있지 않겠나 생각합니다.

그래서 정부에서 정책을 결정을 하시고 집행하시는 분들의 입장이나, 또 우리 법학계, 실무계에 계시는 분들의 입장의 차이라고 하는 것은 이 현실을 어떻게 보느냐고 하는 그런 것인데, 아마 현황에 대해서 완전히 우리가 알고도 판단을 못하겠다고 하는 경우도 있을 수가 있는 것이고, 몰라서 아직 판단을 내리지 못한 경우도 있을 수가 있지 않겠나 싶은 생각이 들어요.

그래서 아마 저희 법학교수들이야 이런 통계라든가 이런 부분, 경제적인 동향이라든가 이런 부분은 크게 신경을 쓰지 않는 편 이기는 합니다마는, 그런 부분의 전문가들의 충분한 설명이 있었을 경우에 그것을 검토를 하고 판단하는 부분은 충분히 전문적인 판단이 가능하다고 생각을 하거든요. 그래서 서로 의견이 대립되는 상황에서 원점에서 논의를 한다고 하는 것은 우리 이런 위원회에서 그런 부분을 이제 논의를 하는 것이 좋다는 생각에서 그것을 했던 것이고요.

그래서 지금 이제 정부위원님들께서는 위원회에 경제나 경영 이런 쪽의 전문가 되시는 분들이라든가 이런 분들로 추가를 할 가능성을 말씀을 하셨습니다마는, 새로 위원을 추가 하는 것은 사실상 어려울 것 같습니다. 지금 상태도 굉장히 좀 규모가 커졌다고 볼 수 있는데요.

그래서 그런 부분에 관한 어떤 수요를

반영하기 위해서 제 생각은 관련 전문가를, 예컨대 기획재정부면 기획재정부가 그 분야에 관해서 충분히 여기 와서 말씀을 하실 수 있는 전문가를 추천을 하시든지, 아니면 직접 설명을 하시든지 이렇게 해서 그런 부분에 관련된 것을 추천을 받아서 좀 같이 한번 이야기를 들어보고 필요한 질문도 하는 것이고, 또 외국의 상황도 함께 서로 커뮤니케이션을 할 수 이런 기회가 있어야 되지 않겠느냐, 그래서 우리가 흔히 이야기하면 경영권 방어수단을 도입한다고 하면 그냥 모든 회사를 싸잡아서 다 하나로 보고 하는데 과연 그런 것이냐? 그게 아니거든요. 비상장회사도 있을 수 있는 것이고, 상장회사도 있을 수 있는 것이고, 무슨 공공적 법인이나 기간산업, 안보관련 산업 아주 많습니다. 그래서 모든 회사를 다 똑같이 보는 것은 절대 아니라고 생각이 되거든요. 그래서 상황에 따라서는 반드시 도입을 해야 될 부분도 사실 있는 것이고, 사실 그렇습니다.

참고로 말씀을 드리면 올해 2월 달에 외국인투자촉진법 시행령에 사실은 한국판 엑손-플로리어(Exon-Florio)법이라고 해서 도입이 됐습니다마는, 소위 산업계, 학계, 법조계, 노동계까지 다 연합을 해서 그 부분에 관련된 입법추진단을 결성한 바가 있습니다. 그래서 국회 산업자원부 가서 그야말로 산자부팀하고 저희하고 같이 입법로비를 한 적이 있었는데요. 그것 때문에 여러 차례 자료 준비하고 발표하고 한 적이 있었는데, 기본적으로 정부는 무조건 반대입니다. 그런 부분에 대해서, “무조건 다 나간다, 외국 사람들”, “다 나가긴 왜 나가느냐? 안

나간다”고 법학자가 그 말을 할 수가 없는 데, 다 나갔습니까? 절대 나가지 않죠. 나갈 수가 없어요, 왜냐 하면 한국의 주식회사는 부자이기 때문에 안 나가는 거죠. 망한다고 할 바에는 어떻게 그것을 전제로 할 수 없는 것 아니겠습니까? 그래서 그렇게 싫어하고 안 하려고 하는 것을 결국은 법에서 담도록, 법을 외국환촉진법을 개정안을 올렸다면 그 법이 통과가 될 수가 있는 건데, 대외적인 여러 가지 신인도 이런 것을 고려해서 시행령에 그 내용을, 취지를 사실상 반영해서 어쨌든 목적을 달성할 수 있게 되었으니까 다행인 것이죠.

실제로 방금 그 대우조선이고 이런 말씀을 해 주셨는데 이런 것을 가볍게, 어떻게 해서 대우조선 같은 이런 조선 관련된 회사의 지배권을 외국인들이 다 갖게 놔둘 수 있었느냐고 하는 그런 부분에 관해서는 진짜 아이러니 중에 하나이거든요. 이것은 엄청난 정책 실패 중에 하나가 아니냐는 저는 강한 그런 생각을 가지고 있습니다. 그래서 모든 회사가 다 똑같은 것이 절대 아니다, 이런 부분에 관해서 회사의 업종이라든가 상장, 비상장 이런 부분에 따라서 다양하게 검토할 수 있는 수단이 있고, 접근방법이 다르고, 또 거기에 따라서 방어수단도 다 다를 수가 있다고 하는 그런 것들이거든요.

가장 지금까지의 논의 중에서 어려운 것은 상장회사에 대해서 지금 이야기하는 이와 같은 아주 핫이슈가 되는 몇 가지 방어수단들을 도입해 줄 것이냐의 여부가 아닌가, 이런 문제가 보여지더군요. 대체로 우리가 여기서 논의하는 것은 상법개정안에서

이제 상장회사편이 일부 들어가기 때문에 아마 이제 상법이 종전과는 달리, 폐쇄회사는 말할 것도 없이 상장회사에 대해서도 기본법이 이제 되는 이런 상황에 있습니다. 그래서 여기서 논의되는 사항들은 폐쇄회사는 말할 것도 없이 상장회사에 관련된 모든 문제를 다 논의를 하기 때문에 의외로 굉장히 범위가 넓다고 봐야 되겠습니다. 그래서 우리 위원님들이 적어도 8월 말까지 이런 안을 준비하기까지는 상당히 좀 연구를 많이 해 주셔야 될 것 같고요.

그래서 아까도 말씀을 드렸던 것처럼 2, 3회 정도는 관련 외부전문가를 추천을 해 주시든지, 직접 발표를 해 주시든지, 그야말로 방어수단의 새로운 도입 필요성이 있느냐, 이런 부분에 관해서 기탄없이 한번 전문가의 의견을 듣는 기회를 꼭 갖도록 하겠습니다. 그렇게 해서 아마 새로운 위원을 추가하는 부분에 관한 것은 그것으로 아마 대체할 수밖에 없지 않겠느냐라고 하는 점은 양해를 좀 해 주시기 바랍니다.

그리고 이제 마지막으로 저희가 앞으로 일을 추진해 나감에 있어서 특히 외국의 법제 조사가 좀 필요한데, 특히 그 M&A법제와 관련해서는 크게 보면 두 개의 틀이라고 봐야겠죠. 미국적 M&A법제가 있고, 유럽스타일의 M&A법제가 있는데, 그중에서 결국은 일본이라고 하는 나라가 선택한 시스템이 하나가 있어서 저희들이 어떤 법제 문제를 다룰 때는 항상 일본법을 보게 됩니다.

그래서 아마 외국법 조사와 관련해서는 다행스럽게 우리 위원님들 중에서도 유럽, 미국, 일본에 그야말로 전문가들이 계시기

때문에, 특히 일본이 왜 그와 같은 법을 도입했는가라고 하는 그 배경이 상당히 중요할 것 같거든요, 저희들이 판단을 할 때에. 그리고 그 내용, 이런 것들을 좀 준비를 해주시면 좋겠습니다.

그리고 이 법무부 쪽에서 혹시, 지금 M&A에 관련된 논문이라든가, 자료라든가, 이런 것들이 꽤 많이 나와 있거든요, 저희가 이 부분을 앞으로 계속 논의하는데 어떤 기초 자료집 같은 것을 한번 준비할 계획이 있으십니까?

○ 이준식 검사

이준식 검사입니다.

다로 그것을 만들 생각은 안 했는데 필요하신 목록을 주시면 그것을 제분을 하든지..... 저희들 생각은 저희들도 논문을 갖고 있지만 외부에서 못 구할 만한 것들은 정부에서 용역을 했던 것 외에는 사실상 다 손쉽게 수할 수 있다고 생각해 가지고 따로 만들 생각을 안 했습니다.

○ 송종준 위원장

아, 그렇습니까?

어떻게 자료집을 한번 만드는 것이 좋겠습니까? 어떻겠습니까?

일반적으로 이제 학회 이런 쪽의 자료들은 아마 학술적인 논문들이 많은데요. 대표적으로 이제 한국상사법학회, 기업법학회, 증권법학회 이런 쪽 논문들의 홈페이지를 가게 되면 언제든지 그 원문은 볼 수가 있습니다, 어느 분이라도. 그래서 대체로, 참고로 말씀을 드리면 법학자들 중에 논문은

쓰신 분들의 대부분은 이제 ‘우리도 이런 제도를 도입해야 된다’라고 하는 측면에서 쓴 논문이 참 많다고 하는 것은 사실인 것 같습니다.

아마 반대하는 분들은 논문을 안 쓰셔서 그런지는 몰라도 어쨌든 그렇게 많이 나와 있는데, 그런 것과 상관이 없이 중요한 것은 어떤 정책의 선택이라고 하는, 입법정책이라고 하는 것을 초두에 정할 필요가 있는데, 뭐 충분히 들으면 나름대로 판단을 할 수 있지 않겠나 싶은 생각입니다.

사실 뭐, 제가 말씀드렸던 말대로 예컨대 안보 관련된 산업이 외국인이나 다 지금 장악하고 있는데, 제가 국회에 가서 그런 적이 있습니다. “당신들, 그 외국인들이 지금 그 안보 관련 산업과 관련된 모든 정보나 이런 것에 대해서 무슨 일을 하고 있는지 알고 있느냐? 조사해 본 적 있느냐?” 이런 이야기를 했습니다. 그거 상상도 못했을 거예요. 순전히 돈만 벌고 나갈 것이라고 생각을 하는데 그렇지 않다는 거죠.

그래서 이런 부분에 관해서 어떻게 정부의 정책선택을 하시는 분들이 “절대 안 된다, 그거 규제를 하면 안 된다”라고 하는 정책을 선택할 수 있는지에 대해서 항상 의문을 가졌던 사람 중에 하나인데, 이 정책 선택이라는 게 그래서 어려운 것 같습니다. 누구도 정답은 아닌 것 같고, 결국은 다양하게 객관적인 상태에서 이 이야기를 들어 보고 다중의 견해를 모아보면 거기에 이제 최선 또는 차선 안이 나올 수 있지 않겠나, 이런 생각이 듭니다.

○ 이현철 위원

그 자료 관련해서 아까 제가 말씀드렸던 일본의 경제산업성에서 corporate value study group의, 이제 히데키 간다 교수가 의장이 되어가지고 있는데, 그 리포트를 제가 본 적이 있는데 2005년과 2006년에 나온 리포트입니다. 영문으로도 나와 있는데, 그 각국의 법제라든지 그런 것에 대해서 굉장히 상세하게 잘 조사가 되어 있는 것 같습니다. 사실 그 자료가 일단 저희가 미국이나 유럽이나 각국 법제를 자세하게 이해하는 데는 그 자료가 상당히 도움이 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그 분야에 관해서는 우리 권 교수님이 아주 대가이시니까요. 일본은 지금 이제 1단계, 2단계 방어진침이 또 다시 나온 상태이고, 일본은 아마 시스템 자체가 조금 바뀌지 않을까 싶은 느낌이 듭니다. 유럽스타일 쪽으로 가지 않을까라고 하는, 대가들이 그렇게 지금 주장을 하고 있는 것으로 알고 있는데, 어쨌든 현행 상황으로 보면 우리한테도 매우 시스템이 똑같으니까 기본적으로 큰 도움이 될 수 있을 것 같아서, 그런 자료들은 기본으로 한번, 어떻게 자료를 묶어서 한번 전부 공유하도록 할까요, 아니면 개별적으로 그냥 찾아볼 수 있도록 access만 알려 드릴까요, 어떻게 할까요?

○ 권종호 위원

이 위원님이 말씀하셨는데요. 거기 보면 상사 별책부록 책도 나왔고, 다행히 제가

내일모레 점심 약속을 간다 교수하고 일본에서 해 났고, 이달 오는 30일 날 한국에 와서 일본 M&A 관련 전반적인 심포지엄도 제가 좀 부탁을 드려놓고 했습니다.

그래서 염려마시고, 그쪽은 제가 확실한 자료를 챙기도록 하겠습니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

다시 원점으로 돌아와 가지고요. 앞으로의 플랜이라든지 이런 것을 좀 명확하게 해주셨으면 좋겠습니다. 여기에서 지금, 명확하게 좀 클리어하지 않은 부분이 있거든요. 아직 이쪽 정부 측, 이쪽 사이드에서는 도입 정도를 가지고 좀 이야기를 하는 경향이 많은데, 저쪽 민간위원들 측에서는 이미 상당히 구체적으로 들어가서..... 물론 저도 나름대로의 개별적인 부분에 대해서는 견해가 있습니다마는, 앞으로 내부의 discrepancy라고 할까? 이 문제가 아직도 클리어가 안 됐고요.

그 다음에 만약에 민간위원이라든지 다른 비법학 분야에 대해서 구체적으로 어떤 식으로 input을 이 위원회 속에 가져가고, 그 논의 단계에서 어느 정도까지 involve가 되면서, 아직도 이 위원회의 role setting이 아주 클리어 하지는 않은 것 같아요. 갑자기 자료 이야기 나오면서 좀 그런 측면이 있는데, 아직도 setting이 되지 않아 좀 명확하게 앞으로의 플랜에 대해서 위원장님께서 좀 정리를 해 주셨으면 감사하겠습니다.

○ 송종준 위원장

네, 알겠습니다.

앞으로 향후 일정상으로도. 앞으로 2, 3회니까 한 달 정도, 거의 2번 또는 3번 정도 회의가 있는 동안에는, 아까 맨 처음에 말씀을 하셨잖아요. 이 방어수단 이런 제도를 도입하는 것이 필요하나, 과연 그런 환경에 있느냐고 하는 부분이 경제학적, 때로는 사회학적 관점에서도 독립될 수 있을 텐데, 어쨌든 그런 부분에 관해서 전문가를 추천을 해 주시면 그 분들이 준비를 하셔서 다음 예고된 회의일자에 이야기를 듣고, 그것을 두 세 차례 한번 해 보겠다는 이런 이야기죠.

지금 상태에서 어느 위원님들이 “방어수단을 도입하는 것을 전제로 해서 생각을 하시는구나”라고 이야기를 하시지만, 어쨌든 그 부분에 관한, 일종의 배경에 관련된 부분에 관한 것은 잘 들어 볼 수 있는 기회가 사실 없기 때문에 그런 부분도 한번 들어보고 스스로 판단을 해서 한번 다종의 의사를 모아 본 다음에 거기서 “하지 맙시다”라고 하면 못하는 거죠. “도입 필요 없다”라고 하는 이야기가 나오면 못하는 거고. 그래도 검토할 여지가 있다고 한다면 이제 검토를 해서 입법 작업의 내용으로 구체적으로 들어가겠다, 이런 이야기입니다.

그래서 관련 전문가분은 여기 법무부 측에 책임자를 좀 추천을 해 주시면 그분에게 연락을 해서, 이 회의에 나오셔서 한번 이야기를 저희들이 듣고, 질문도 하고, 토론도 하고 이런 식으로 한번 할 필요가 있지 않겠나 싶습니다.

○ 이준식 검사

이준식 검사입니다. 한 말씀 좀 드리겠습니다.

위원회가 오늘 첫 회를 하는데 클리어하지 않은 부분이 있다고 이야기를 하시는데, 그런 것은 좀 사실입니다. 원래 위원회를 할 때는 저희가 도입을 전제로 해서 법안을 만들 위원회를 하려고 했는데, 경제부처 쪽에서 “도입여부 자체부터 백지상태에서 검토를 하자”라고 이야기들을 많이 하셨습니다. 그래서 그것까지를 포함한 것을 이 위원회에서 논의하는 것으로 정리를 한 것으로 알고 있었습니다.

그래서 통상 다른 위원회와는 달리, 통상은 상법을 개정할 것인가, 말 것인가를 위원회에서 논의를 하는 일은 없는데, 개정하는 것을 전제로 해서 모여서 회의를 할 텐데, 어떤 점을 개정할 것인가를 이야기할 텐데, 여기서는 사전에 “이야기가 방어수단 추가로 도입하는가 여부부터도 좀 검토를 하자”, “공방, 공격과 방어수단이 균형을 이루느냐?” 이런 것들도 심도 있게 검토를 하자는 게 금융위원회라든가, 기획재정부라든가 이런 쪽의 의견이었습니다. 그래서 이 위원회 자체가 우선 클리어하게 못 되고 이 이야기들이 지금 나가는 건데, 그것들은 충분히 가능하다고 저는 생각하고요.

방금 공정위 국장님께서도 말씀하셨지만, 도입 여부 필요성을 검토하는 것은 사실 어느 정도 범위까지 도입할 것인가도 밀접하게 연관이 되어 있다고 볼 수 있습니다. 지금 포이즌 필이나 차등의결권이나 황금주 이것들을 이야기해서 그렇지만, 도입필

요성이 많다고 그러면 그 모든 것을 도입하고 그 외에도 다른 것들을 많이 도입하면 되고요. 또 도입할 필요성이 그렇게 많지 않다고 그러면 세 가지 이외에 아주 minor한 제도들을 도입할 수도 있을 테고, 그것은 위원회에서 다양한 제도를 검토하는 것이 가능한 것이고, 검토대상에는 황금주도 당연히 올라가죠. 황금주 검토해 가지고 이것을 우리 실정에 도입하는 것이 맞다고 하면 할 테고, 맞지 않다고 그러면 안 하면 될 테고, 검토대상에서 배제할 이유는 없다고 생각합니다.

이 도입의 필요성이라든가, 우리 기업들의 환경이라든가, 공격과 방어수단이 균형이 이루어지고 있는가, 이런 것들은 어느 정도까지 범위의 제도를 도입할 것인가 와도 밀접하게 연관이 있기 때문에 경제부처에서 이야기한 부분들이 상당히 합리적인 부분이 있다고 생각해서 도입 여부 자체를 여기서 검토를 하는 것이고요.

우리 위원회가 앞으로 향후 진행이 되어 가지고, 위원회에서 극단적으로 도입을 하지 말자고 결론이 난다고 그러면 이 위원회는 끝나겠죠, 아마 그렇게 될 수도 있을 텐데. 그러나 이게 이때까지 경영권 방어수단을 도입하는 것에 대한 여부는 술하게 논의를 해 왔지만 명확하게 결론이 내려진 것은 아닙니다. 여러분들이 생각하시듯이 이건 정책적인 판단이고, 그에 대한 결정을 하는 단계는 다시 한 번 더 있을 것이고, 이 위원회에서는 나중에 명확하게 결론이 안 난다고 하면 도입을 전제로 위원회는 운영되기 쉬울 테니까, 그때 경제부처에서 법안들

을 만들어 갈 때 문제점이라든가 이런 것들을 많이 지적을 해 주신다면 아주 좋은 안이 나올 수 있을 것 아니겠나 하는 생각을 저희들은 하고 있습니다.

그러니까 다양한 부처들이 와 있으니까 좀 클리어 하지 않은 부분이 있을 수 있는데, 원래 생각했던 것 외에도 많이 요구한 부분들을 수용해서 지금 위원회를 운영하다 보니까 그런 부분이 있고, 두 번째로 외부 전문가 이야기를 하시는데 그것은 이 위원회의 위원님들 대부분 분들은 제가 contact를 2월 달 정도에 했습니다. 그래서 위원들이 점점 많아졌고, 숫자가 많아져가지고 지금 새로운 위원을 위촉하는 것은 좀 쉽지가 않아요.

다만, 이 위원회는 경제부처에서 원하는 분들, “이 사람의 이야기는 한번 들어봐라”라고 하시면 그 분들은 얼마든지 모셔서 경제부처에서 발표를 해도 좋고, 아니면 다른 전문가들이 오셔가지고 발표를 하셔도 좋고, 그게 회의가 2번이 될지 3번이 될지 얼마가 더 되든지 간에 이것은 우리가 앞으로 만들 법안들과도 직결되기 때문에 그에 대한 충분한 기회나 시간은 가지려고 합니다. 그리고 위원님들께서, 경제부처에서 오신 위원님들이 직접 이야기를 하셔도 좋고요, 아니면 다른 전문가를 보내서 이야기를 해 주셔도 좋고, 그 형식이나 이런 것들은 얼마든지 오픈되어 있으니까. 지금 현재 위원 숫자가 12인이기 때문에 오늘 한 번씩 이야기하고 나니까 2시간이 흘렀는데, 더 이상 위원을 더 위촉하기는 어렵습니다. 그 대신에 많은 전문가들과 같이 오셔서 도움을 받으셔도

좋고, 그것은 얼마든지 오픈되어 있습니다.

하지만 이 위원회 자체는 우리 위원들이 대부분 다 “경영권 방어수단 더 이상 도입하지 말자” 이런 결론이 내려지지 않는 이상은 안을 만들기는 만들 것입니다. 그 안을 만드는 과정에서 경제부처에서 많은 도움을 주셨으면 하는 게 저희들 생각이구요. 참, ‘민간위원’이라는 말이 저는 아까 조금 그렇던데, 왜 민간위원들이 있는 자리에서 그런 것이 결정되느냐? 그렇지는 않습니다. 정책적인 결정은 언젠가 다시 한 번 할 기회가 있을 테니까 여기 위원회에서는 그런 것에 대한 지적은 이 정도까지만 하고요. 우리가 이제 도입필요성에 대한 논의부터 바로 들어가서 다음 회의 때부터는 했으면 좋겠습니다.

그 과정에서 우리 경제부처에서 오신 분들이 가장 전문가라고 해서 저희들도 위원으로 모셨으니까, 이 위원회에서 많은 도움을 좀 주셨으면 합니다.

○ 조석 위원

제가 대단히 죄송한데, 기록도 다 하신다니까 드릴 말씀은 드려 놔야 될 것 같습니다.

첫째로는 주무부처인 법무부에서 그렇게 방향을 끌어가시겠다고 하면 저희는 담당부처로써 굳이 그것을 ‘그거 아니면 방법이 없다’라고 고집할 생각은 없습니다. 그 점에 대해서는 법무부, 주무부처의 의견을 존중한다는 말을 첫 번째로 드리겠습니다.

두 번째로 저희 지식경제부 입장에서 말씀을 드린다면, 우선 이런 형태에서의 도입

여부를 이런 형태의 위원회에서 결정한다는 게 제가 지금까지 본 예로는 없었고요. 그 다음에 사후적으로 여기서 결정되는 것들에 대한 법적, 제도적인 어떤 책임과 권한의 문제가 나올 수 있을 것이라고 보여 집니다. 조금 더 정교하게 준비가 필요하지 않을까 하는 생각을 저는 하고 있는 게..... 여러 가지 논의를 물론 할 수 있습니다. 할 수 있고, 지금 이 검사님이 말씀하신 대로 여기서 이야기하고 난 다음에 사후에 어떤 정책 결정 프로세스를 또 거치신다는 말씀을 주셨습니다. 그러면 좀 지나친 생각일지 모르겠습니다마는, 극단적인 생각을 해보지 않을 수 없습니다. 여기에서 하지 않기로 했거나, 하기로 했거나, 한 것이 그 뒤에 가면 정책결정 과정에서 바뀔 수도 있다는 이야기거든요. 그 문제는 어떻게 하고 넘어갈 것인지, 물론 그러지 않고 잘 넘어갈 수도 있습니다. 그런데 이게 이제 그냥 논의하고 누가 맞느냐 하는 정도가 아니라 크게 정책을 결정해 나가는 문제라면 조금 더 사전에 준비를 해 놓고 하는 것이, 여기 각계 전문가 되시고 굉장히 바쁜 분들이고 시간이 없으실 텐데, 그거에 대해서 좀 보장이 되고, 그리고 그 의미가 부여되는 그런 회의 형태가 되어야 된다는 저의 생각을 의견으로 말씀드리겠습니다.

그 판단에 대해서는 아까 모두에 말씀드렸듯이 법무부의 최종적인 판단을 따르겠습니다마는, 저는 조금 아무래도 미심쩍어서 말씀을 드리고 넘어가야 될 것 같아서 말씀드렸습니다.

○ 송중준 위원장

지금 정부위원회의 성격은 자문성격이죠? 예, 그래서 위원회에서의 결정이, 어떤 뒤, 저희들끼리는 결정을 한다, 선택을 한다고 이야기를 드리지만 결국은 자문행위라고 봐야 되겠습니다.

○ 조석 위원

그런 경우라면 정부부처 사람들이 이렇게 와서 있지 않죠. 자문성격의 위원회에 각 정부부처의 담당 실·국장들이...

○ 송중준 위원장

아닙니다, 아닙니다. 그건 절대 아닙니다. 그건 여러 차례 있었고, 실제로 저희가 상법개정안을 마련했을 때도 정부의 최종적인 법안의 선택과정에서는 침착이 이루어져 있었고요. 다만, 그런 침착이 있을 때에 예컨대 위원회를 한번 소집을 해서 설명을 하고 이해를 구하는 이런 방법을 물론 취하기는 합니다마는, 최종적인 결정은 전혀 아니구요. 결국은 이제 정부가 이것을 선택할 것이냐는 최종적인, 법적인 권한과 책임은 모든 것이 정부에 있는 것이라고 봐야 됩니다.

○ 유희상 위원

공정위에서 한 말씀드리겠습니다.

아까 책임 문제는 위원장님이 잘 결정해주셨는데, 결국은 법무부에서 책임을 질 것입니다. 그러니까 TF의 결과에 다 따르는 것도 아니고, 거기서 다 따를 수도 있고 채택할 수도 있고 하기 때문에 그것은 책임 문제는 그렇고..... 저는 이 문제에서 사실은

도입이 필요 없다는 입장이고, 현재 균형이 잘 되어 있다는 입장입니다. 또 도입해야 할 필요도 없다는 입장이고, 그런 것을 관철시켜줬으면 좋겠지만 그것을 여러 위원님들한테 그렇게 강요할 수는 없습니다.

그러니까 이걸 추진하시는 입장이든 반대하시는 입장이든 간에 필요성에 대해서는 한번 검토하는 것이 도움이 되거든요, 도움이 되도 그 다음에 다음 단계로 나갈지에 대해서는 또 부처 간에 논의가 있을 수가 있고, 또 법무부에서 경제부처의 입장을 반영을 안 해 준다면 나중에 국무회의나 차관회의 같은 프로세스가 있고, 그렇게 이원적으로 할 수밖에 없는 것 같습니다.

하여튼 분명한 것은 먼저 듣는 것이 나쁜 것은 아니고, 또 불가피하다 이렇게 봅니다.

○ 송중준 위원장

예, 그래서 책임자를 한번 추천을 해 주십시오. 그래서 그 기회를, 전체가 한번 듣는 것으로 해서 이 문제는 정리를 해야 될 것 같습니다. 이 상황에서 다른 특별한 대안은 없을 것 같고요.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

그러니까 일단 첫 번째, 제가 볼 때는 이 자리에 참석하시는 정부부처의 실·국장님들이 어떻게 보면 자기 부처의 입장을 대변하는 그런 자리에 충분히 있는 책임자들이 아닌가 생각을 갖습니다. 따라서 이 쪽 본 위원회에서 이 위원회의 성격에 대해서 분명하게 규정을 해 주지 않으면 여러분들이

참석하시는데 상당한 제약을 받을 수가 있다는 점은 분명히 제가 좀 말씀을 드리도록 하겠습니다.

두 번째로는 앞으로 이제 한 2~3차례에 걸쳐서 도입 필요 여부에 대해서 이제 추가적인 논의를 거치고, 그 논의를 바탕으로 더 추진할지 여부에 대해서 해 주신다고 그러셨는데요, 저는 이러한 절차는 상당히 중요하고 또 적절하다는 판단이 듭니다. 다만, 그 도입여부에 대해서 2차례 내지 3차례 정도라고 이렇게 못을 박을 것이 아니라, 필요하다면 조금 시간을 줄이더라도, 그러니까 회의의 주기를 좀 줄이더라도 이 부분에 대해서는 좀 더 많은 토의와 의견교환이 전제가 되는 것이 더 바람직하지 않겠느냐 하는 그런 생각을 갖습니다.

○ 송중준 위원장

혹시 금융위원회에서는 직접 설명을 하시겠습니까? 아니면 누구를 추천을 하시겠습니까?

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

제가 이 자리에서 말씀드릴 사항은 아니라...

○ 송중준 위원장

네, 그걸 한번 논의를 하셔가지고요. 법무부에 알려주시면 직접 청취를 하든, 전문가를 통해서 청취를 하든 한번 기회를 갖는 것은 좋은 것 같습니다.

○ 이명호 위원
네.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장
저기, 위원장님. 참고로 2005년도에, 연도는 2005년도인가 2006년도인가 모르겠습니다. KDI에서 책자를 하나를 통째로 냈어요, 경영권 방어 관련해가지고, 거기에 페이지가 한 10개 정도 각 개별 sector, 뭐, 법대 교수님도 많이 계시고 해 가지고...

○ 송종준 위원장
저, 연태훈 박사.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장
예, 예.

○ 송종준 위원장
예, 알고 있습니다. 경제학적 분석, 재무적 분석 종합적으로 다 들어가 있습니다, 예.
그러면 일정은 2주 후 화요일 2시로 하면 되겠습니까?

○ 이준식 검사
계속 화요일 날 오후 2시로 하는 것이...

○ 송종준 위원장
네, 그렇게 아마 fix해서 하는 것이 좋을

것 같습니다, 오후 2시로.

○ 이준식 검사
2주마다 오후 2시로.

○ 송종준 위원장
예, 예.
13일, 27일, 6월 10일, 24일, 7월 1일. 이렇게 됩니까?

네, 오늘은 이제 이런 정도로 했고, 다음 모임에서는 이렇게 하시되, 특히 이제 오늘은 교수님들 중에서도 일본법, 미국법, 독일법을 전문으로 하시는 분들이 다 오신 것은 아닌데, 어떤 교수님들은 좀 이런 부분에 관한 비교법 조사는 평소에 좀 해 두셨으면 하는 생각입니다.

그리고 제 생각에는 법무부가 아주 간단한 기초자료라도 준비해서 미리 좀 드리면 최근에 예컨대 법학계에서는 어떻게 논의가 되고 있는가, 이런 것은 좀 동향을 알 수 있을 것 같아서 아주 필요한 것들이 있으면 그런 부분은 한번 상의를 해 보겠습니다.

오늘 회의는 이것으로 마치도록 하겠습니다. 너무 고생이 많으셨습니다.
감사합니다.

(산회 16시 20분)

2. 제2차 전체회의

| | |
|--------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제2차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 5. 20.(화) 14:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | <ul style="list-style-type: none">○ 위원장 송중준○ 강희철, 권중호, 이준섭, 연태훈, 이현철, 안수현, 노혁준, 여은정 위원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 성윤모 지식경제부 산업경제정책과장(대리참석), 이명호 금융위원회 자본시장과장(대리참석), 김학현 공정위원회 경쟁정책국장○ 신현한 연세대학교 교수, 왕윤중 (주)SK텔레콤 상무, 박광철 금융감독원 부원장○ 법무부 검사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 적대적 M&A 방어수단 도입의 필요성 및 도입 범위 검토 |
| 기타사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 제3차 회의에서는 외국의 입법례 등에 대해서 검토하기로 함 - 권중호 위원(일본법), 이준섭 위원(EU법), 이현철 위원(미국법) 발표예정 |

(개회 14시 00분)

○ 송중준 위원장

참석을 해 주셔서 대단히 고맙습니다.

오늘은 2차 회의가 되겠는데요, 그 사이에 우리 위원회 위원 두 분이 새로이 추가로 위촉되었습니다. 그래서 저희가 총 열네 명의 위원으로 구성이 된 셈인데요. 새로이 위촉되신 두 분을 소개해 드리면 한국금융연구원에 여은정 박사님이십니다.

(일동 박수)

○ 송중준 위원장

그리고 공정거래위원회는 사실 위원이었는데, 새로 오신 분이십니다. 김학현 국장님이십니다.

(일동 박수)

○ 송중준 위원장

그렇게 위원으로서는 총 열 네분이 되겠습니다.

그리고 한국개발연구원의 연태훈 박사님이십니다.

오늘 회의에서는 우리나라에서 소위 M&A의 대가라고 하시는 분들의 발표를 좀 듣고 저희들이 그것을 경청할 기회를 갖도록 하겠습니다.

그래서 오늘 오신 분으로서 소개를 드리면, 연세대학교에 신선한 교수님이십니다.

(일동 박수)

○ 송중준 위원장

그리고 금융감독원 부원장보이신 박광철 박사님이십니다.

(일동 박수)

○ 송중준 위원장

SK 상무로 계시는 왕윤종 박사님이십니다.

(일동 박수)

[적대적 M&A 방어수단 도입의 필요성 및 도입 범위 검토]

○ 송중준 위원장

저희들이 오늘 발표해 주실 내용들을 미리 다 메일로 보내드린 것으로 알고 있는데, 오늘 첫 번째 발표는 금융감독원 박광철 부원장보님이 먼저 발표를 하도록 하겠습니다. 개인적인 사정이 있어서 먼저 발표를 듣고, 그리고 전체적인 회의진행, 앞으로도 그렇겠지만 말씀하실 때 녹취관계 때문에 본인의 성명을 먼저 말씀하신 다음에 내용을 말씀해 주시면 좋겠습니다.

그리고 오늘 회의진행은 아마 법무부측에서 2시부터 6시까지 장시간으로 잡아놓으셨는데, 오늘 여러분들께서 발표하신 내용으로 보게 되면 사실상 4시간도 결코 긴 시간이라고 볼 수 없을 정도로 많은 논쟁이 필요한 부분들이 아닌가 하는 느낌이 듭니다.

그런데 여기가 학술 발표 모임이 아니고, 또 대부분 위원님들께서 한번 정도는

검토를 하신 것으로 알고 있기 때문에 오늘 발표해 주실 분들께서는 한 20분 이내에서 핵심적인 골자를 중심으로 발표를 해 주시고, 한 분, 한 분 발표하고 난 이후에 여러 위원님들의 질의, 또 의문사항들이 있으면 서로 의견을 교환할 수 있도록 하는 방식으로 진행을 하도록 하겠습니다.

그러면 박광철 부원장보님께서 먼저 발표를 해 주십시오.

○ 박광철 금융감독원 부원장

금융감독원 박광철 부원장보입니다.

우리 위원장님께서 이렇게 배려를 해 주셔서 우선 제가 말씀을 드리게 됐습니다. 고맙습니다.

우선 포이즈ن 필 제도 도입과 관련해서 그동안 위원장님을 중심으로 해서 많은 논의가 있었겠지만, 오늘 금융감독원에서 그동안 기업공개매수라든가, M&A와 관련해서 실무를 담당했었고, 상당 부분의 법집행과 관련해서 실무적 검토를 해 왔던 입장에서 이 부분을 한번 말씀을 드리 보겠습니다.

물론 이론적인 부분 등은 이미 이 모임에서 걸러졌기 때문에 그런 것은 생략을 하고, 주어진 시간에서 중요한 부분만 말씀을 드리려고 합니다.

우선 도입 필요 논거에 대한 저의 검토 내용을 한번 말씀드리면, 우선 적대적 M&A 위협에 관한 부분의 논거는 지금 현재 시가총액 30대 기업 중에서 17개 회사가 외국인의 최대주주 지분율을 상회하는 경영권 불안상황이라는 부분이고요. 그 다음에 상장회사 조사대상 기업 223개사 중에 69개

사 즉, 31%가 적대적 M&A 위협에 노출되어 있다는 부분하고, 그 다음에 외국 투기자본 및 국경간 M&A 증가로 인해서 국내 기업에 대한 적대적 M&A 가능성이 증대된다는 것이 M&A 위협에 대해 그동안 부분적으로 제기되었던 문제들이었습니다.

이 부분에 대해서 평가부분을 한번 말씀을 드리보면, 2000년 이후에 외국인의 적대적 M&A 목적의 공개매수는 1건도 없었습니다. 그 다음에 외국인의 투자제한제도라든가, 국내기업의 내부 지분율이 높은 현상 등을 감안했을 때 외국인의 적대적 M&A 가능성은 부분적으로 미미하고 낮다는 부분이고, 특히 상장법인 중에 내부 지분율이 30% 이상인 기업이 현재 65% 수준입니다. 그래서 상당히 높은 상황이라는 것을 말씀드릴 수 있고, 또한 시가총액 상위 100대 기업 중에 36개사는 법률상 외국인 M&A 구제가 가능하고, 외국인 지분율이 최대주주 지분율보다 높은 기업 22개사도 대부분 다수의 외국계 펀드가 분산 소유하고 있다는 것을 한번 말씀드리고요. 또한 97년도 M&A 규제 철폐 이후에 국내 법인의 총 M&A 건수 대비 적대적 M&A 비중은 실제로 0.4%에 불과하다는 것을 말씀드릴 수 있습니다.

그래서 대체적으로 내부 지분율, 자사주, 그리고 자체 방어수단, 또한 그 다음에 외국인 투자제한제도, 실제 M&A 현황 등을 종합적으로 고려해 볼 때 외국인의 적대적 M&A 위협은 현실적으로 낮아 보인다는 부분을 하나 말씀드리겠습니다.

두 번째로는 자사주 취득과 관련해서 그

동안 논란이 있어 왔었습니다. 그래서 2007년 말 현재 보면 57조 3,000억 원 수준에 해당됩니다. 그런데 저희들이 보았을 때 자사주 취득과 관련해서는 투자 축소 주장이 있는데, 이 부분은 수익성 있는 투자처 발굴의 애로라든가, 추가안정 부분 목적, 자사주에 대한 배당금 미지급에 따른 현금 유출 차단 등 현재 다양한 포석으로 자사주 매입이 활용되고 있습니다. 따라서 반드시 경영권 방어 목적으로 자사주를 취득함으로써 투자활동을 위축시킨다고 하는 부분에 있어서 지금 전적으로 맞지는 않다고 말씀을 드릴 수 있습니다. 또 지금 외국자본 진출이 늘어나면서 경영권 방어를 위한 자사주 매입으로 투자여력이 없어서 투자를 하지 못한다는 주장 자체도 실증적 근거가 부족하다는 한국금융연구원 이병윤 박사 주장도 있고요, 그 다음에 KIEF에 양두용 박사 연구결과도 있습니다. 따라서 외국인 지분이 높은 기업은 수익성이 좋고, 배당 성향이 반드시 높은 것도 아니고, 설비투자가 줄어드는 경향도 없는 만큼 외국인의 경영간섭에 따른 악영향은 확인할 수 없었다는 게 양두용 박사의 주장입니다.

그 다음에 세 번째로 말씀드릴 수 있는 게, 외국에 비해서 적대적 M&A에 대한 방어수단이 미흡하다는 부분인데, 이 부분에 대한 도입 논거 필요성은 기업 구조조정을 위해서 의무공개매수제도 등 기존 경영권 보호장치가 폐지되어 있어서 M&A에 무방비로 노출되어 있다는 게 부분적으로 시장에서 제기되는 부분이고요. 또 하나는 적대적 M&A에 무제한으로 허용하면서도 부적

절한 적대적 M&A에 대해서 효과적으로 활용할 수 있는 방어수단이 없다는 게 시장에서 지금 제기되고 있는 부분입니다.

미국이나 일본, 유럽 등 주요 선진국은 포이즌 필이라든가, 차등의결권, 황금주 등 다양한 방어장치를 갖고 있는데 반해서 우리나라의 경우에는 공격은 자유로운 반면 방어는 미흡하다는 게 그동안 제기됐던 문제입니다. 이러한 부분에 대해서 M&A 제도는 단순히 법률제도만으로 비교하는 것 외에도 국가 간에 기업 운영 행태라든가, 소유구조, 국민정서 등 제반적인 법적, 경제적, 사회적 요소까지도 종합적으로 판단해야 될 필요가 있다는 부분을 하나 말씀드리고요. 또 하나는 주요 선진국에 비해서 방어수단이 부족한 것은 사실이지만 우리나라의 경우 M&A 시장이 활성화되어 있지 않다는 점을 감안할 때 다소 낮은 수준에서나마 공격 또는 방어수단 간에 균형을 유지하고 있다는 것을 말씀드립니다. 예컨대 자사주 취득이라든가, 제3자 배정 유상증자 등을 통해서 기회가 부여되고 있고, 또한 집중투표 배제라든가, 외국인 투자제한 등에 있어서 부분적으로 방어수단이 지금 이용 또는 활용되고 있다는 것을 말씀드릴 수 있습니다.

또한 독약증권은 발행 운영주체인 이사회를 통제할 수 있는 성숙한 주주 여건이 필수적인데 반해서 사회이사의 독립성 결여라든가, 법원 판례의 보수성, 기관투자자의 소극적 주주권 행사로 인해서 독약증권의 남용 견제장치가 부족한 현 상태에서 도입 부분에 있어서는 좀 신중할 필요가 있는 게 아니냐 하는 말씀을 드리면서, 차등의결권

주식과 황금주는 지배권의 영속화를 법률이 조장하는 효과를 초래할 수 있다는 부분과 지배주주의 충실의무 개념이 존재하지 않는 한 도입 부분에 있어서는 상당 부분 문제가 있을 수 있다는 부분을 말씀드립니다.

그래서 그동안 제기됐던 부분을 한번 제가 의견을 드렸고요. 참고로 주요 국가간의 최근의 M&A와 관련된 동향을 한번 참고로 말씀을 드리면, 미국의 경우 포이즌 필 도입 기업 수는 주주들의 압력으로 인해서 점차 감소하고, 방어수준도 전반적으로 하향 추세에 있습니다.

S&P 500 기업은 90년 66.5%에서 2006년 48%로 감소하고 있고, S&P 100대 기업은 90년 58.3%에서 2006년 27.1%로 감소하고 있습니다. 포이즌 필 만기 연장률에 있어서도 2001년에는 80% 수준에서 2006년에는 30% 수준으로 현저히 줄어들고 있습니다.

경영권 방어 지표라고 해서, 'bulletproof rating'이라고 해서 BPR의 경우도 2002년 5.93에서 2007년 3.89로 현저히 감소하고 있다는 것도 아울러 말씀을 드리겠습니다.

그래서 미국의 경우 포이즌 필을 신규 도입 또는 만기 연장하는 기업들의 경우 점차 주주총회의 사후 승인을 조건으로 하는 주주 이익을 고려하는 경향으로 지금 나타나고 있다는 것을 말씀드립니다.

그 다음에 기업지배구조상 포이즌 필 남용 가능성이 크지 않은 것으로 S&P500 소속 기업 285개 기업을 대상으로 조사한 결과에서도 크지 않은 것으로 지금 나타나고 있다는 것도 말씀드리겠습니다.

그 다음에 일본을 말씀드리면, 90년대 말 이후 적대적 M&A 위협 사례가 증가하면서 2006년 4월 회사법 개정으로 포이즌 필 도입을 경영권 방어수단으로 다양화시켜 주었습니다. 2007년 이후 포이즌 필 도입 기업은 증가하고 있는 추세에 있습니다.

참고로 말씀드리면, 2006년 178개 사에서 2008년 5월 12일 현재 497개 사가 도입되어서 전체 상장회사 수의 약 12%에 달하고 있습니다.

시가총액 10대 기업은 외국인 주주 등의 반대로 도입하지 않았고, 해외 경쟁업체에 비해서 시가총액이 작은 화학, 전기, 비철금속 기업들이 주로 지금 도입되어 있는 상태라는 것을 말씀드립니다.

이 도입 기업의 80% 이상이 주총 결의로 지금 도입했으며, 포이즌 필 발동을 주총에서 결정하도록 하는 이른바 주주 판단형의 포이즌 필이 증가하고 있다는 것도 말씀을 드리겠습니다.

그래서 일본 및 외국의 기관투자자들은 동 수단이 주주가치를 훼손시킨다는 부정적 견해를 지금도 지속적으로 제시하고 있습니다.

우호지분이 거의 50%에 달하는 현실을 감안할 때 실제 외국인의 적대적 M&A 위협은 낮다고 보이며, 기업들이 예민하게 반응하고 있으므로 이에 대해서는 제고할 필요가 있다는 의견이 일본 내에서도 계속적으로 제기되고 있는 상태입니다.

마지막으로 EU 쪽, 유럽 쪽을 말씀드리면, EU는 회원국에 대해서 기업인수를 가로막는 여러 방어수단이 도입된 회사법 조항

을 삭제하도록 요구하고 있습니다. 그러니까 'article eleven'으로 되어 있는데요. 그 내용은, 이사회 중립원칙은 현재 회원국 72%가 도입한 반면, 사전적 방어책 폐지원칙은 프랑스, 이탈리아, 포르투갈만 입법화하고 있습니다.

2003년 EU 사법재판소는 영국 정부가 보유하고 있던 영국 공항 공단의 황금주에 대해서 EU법 위반이라고 결정한 바 있고, 그 다음에 주요 방어수단인 차등의결권 도입이라든가, 도입 기업수가 점차 감소하는 추세에 있는데, 유럽 7개국의 경우 도입 기업 비중이 95년에 41.1%에서 2001년 21.6%로 감소하고 있는 상황입니다.

M&A 관련한 포이즌 필 제도의 도입 여부와 관련된 긍정적인 부분과 부정적인 부분에 대해서는 여러 위원님들이 다 아실 것이라고 저는 생각이 들어서 이 부분은 생략을 하고요.

지금 제가 말씀드리고 싶은 것은 포이즌 필 도입 부분에 대해서는 긍정적인 부분과 부정적인 부분이 있는데, 이 부분에 대해서는 도입을 한다면 보다 신중한 도입이 필요하지 않느냐 하는 입장을 말씀을 드립니다.

예컨대 저희가 지금 불공정거래 조사 중에 최근에 포이즌 필을 도입한 기업이 하나 있습니다. 그런데 이 기업의 경우 예를 들어 설명을 드리면 대주주의 지분율이 7.2%입니다. 그런데 경영진의 구성원이, 이사회 이사가 8명인데, 이 대주주를 중심으로 해서 5명이 그 이사회에 구성원입니다. 그런데 이 이사회에 5명 구성원은 포이즌 필로 어떻게 정관에 만들어 넣었느냐 하면, 영구

히 경영진에서 본인들의 동의 없이는 축출할 수 없게 되어 있습니다. 그런데 이것이 그러면 상장법인에 가능하냐 하는 부분이, 물론 shadow voting의 부분적인 loophole 부분입니다. 여러분들도 다 아시는 내용이지만, 주주총회가 있을 때 통상 이사회에서 2주간 전에 주주들한테 정관 개정이라든가, 주주총회 사항을 통지하면서 이의가 있을 경우에는 통지해 달라고 합니다. 그런데 대부분 투자자들이 이의제기를 하거나 통지를 하는 일이 거의 없습니다.

그런데 거기에 단서조항을 뭐라고 다느냐 하면, 이의가 없을 경우에는 증권예탁원에, 즉, street name으로 되어 있는, 명의주주들로 되어 있는 것을 증권예탁원에 shadow voting을 하겠다고 통보를 합니다. 하면 주주총회 당일 경영진이라고 해 봐야 이 경우는 7.9%니까 7.9%는 전원 참석을 해서 전원 100% 동의를 하게 됩니다. 나머지 7.9%를 뺀 주식은 누가 가지고 있느냐 하면 증권예탁원이 명의주주로 가지고 있습니다. 그런데 거기에 실질주주들은 통보를 받았는데 이의제기를 한 경우가 거의 없습니다. 그러면 결과적으로 그 정관은 증권예탁원에서 shadow voting을 함으로 해서 결과적으로 7.9%를 가지고 100% 동의를 받은 것과 같은 현상이 나타나고, 그 결과 정관변경이 됩니다.

그래서 지금 이러한 경우는 포이즌 필이 정관에 못이 박히게 되고, 그로 인해서 이 기업의 경우 상당히 많은 횡령이라든가 배임, 그밖에 또 타 법인 출자의 전횡이 부지기수로 일어나고 있습니다.

회사 자체가 거의 망가지기 직전으로 가고 있는 부분에 대해서 저희들의 조사가 진행 중인 아주 특이한 케이스가 발생했는데, 해서 참고로 위원님들한테 말씀드리고자 하는 것은, 분명한 것 하나는 기업이 성장하는 과정에서 자본 확충이 필요하고 설비투자가 필요합니다. 그래서 증거가 필요하고, 그로 인해서 대주주의 지분은 불가피하게 증거과정에서 떨어질 수밖에 없습니다. 그렇게 되면 기업은 키워놓고 기업을 뺏기는 현상, 즉 지배구조의 불안전성이 오게 되고, 그런 부분을 우리가 어떻게 도와줄 수 있느냐 하는 부분에서 포이즌 필의 도입 부분도 아마 검토된 것으로 저는 이해하고 있습니다.

그래서 이 부분에 대한 긍정적인 부분도 있습니다. 그런데 이 긍정적인 부분이, 예컨대 이사회결의로 포이즌 필이 가능하다고만 해 준다면, 너무 확장해서 우리가 generous하게 이 포이즌 필 제도를 작동시키게 해 준다면 그로 인해서 유가증권 시장에서 투자자들은 떠날 것입니다.

왜냐 하면 주주에 의한 견제가 이루어지지 않는 회사라면 그 회사의 포이즌 필의 권한에 따라서 대주주의 전횡을 견제할 수 없게 되고, 그런 부분에서는 시장에 의한, 수급의 논리에 의한 시장가치가 평가될 수 없는 부분이 나타나고, 그로 인해서 외국인 투자라든가, 그 다음에 기업의 경쟁력 부분에 있어서도 부분적으로 문제가 노출될 수 있기 때문에 도입을 하더라도 신중한 도입이 필요하지 않겠나 하는 생각이 듭니다.

다만, 도입 프로세스를 어떻게 가져갈 것이냐 하는 부분은 특별법으로 만들 것이

나, 증권거래법에 넣을 것이냐, 상법에 넣을 것이냐 하는 부분하고, 그 다음에 직접적으로 법에서 어떻게 이 부분을 언급해 줄 것이냐 하는 부분인데, 실무적으로 가장 합리적인 부분은 정관의 형태로 가져가는 게 가장 합당하지 않느냐, 그것이 주주들한테 포이즌 필을 도입하더라도 기회를 부여할 수 있기 때문에 주주평등의 원칙에 맞는 부분이기도 하고, 상법상의 주식회사 원칙에도 합리적이라는 생각이 듭니다.

다만, 그렇다면 정관에 이 포이즌 필을 도입하도록 허용해 준다면 결론은 주주총회에서 특별결의 형태를 통해서 정관 개정을 해야 되는데, 과연 이게 지금 실익이 있느냐 하는 저희들 실무적인 견해를 말씀드리면 정말로 좋은 기업이고, 분산요건이 잘되어 있는 기업의 경우 정관변경이 용이하겠느냐, 진짜로 도입이 필요한 회사에는 또 그런 문제가 있고요. 진짜로 도입해서는 별로 도움이 안 되는 한계기업들의 경우에는 그런 것을 도입해서 오히려 더 망가지는 현상이 나타날 수 있는 우려가 있다 하는 부분을 오늘 말씀드리면서, 오늘 위원장님이 먼저 모두발언까지 허용해 주셔서 고맙습니다.

이상입니다.

○ 송종준 위원장

감사합니다.

말씀을 참 잘 들었고요. 참고로 박광철 부원장보님께서 부원장으로 승진을 하셨습니다. 다함께 축하를 드린다는 의미에서 박수 한번 보내드리겠습니다.

(일동 박수)

○ 박광철 금융감독원 부원장
고맙습니다.

○ 송종준 위원장

부원장님께서 여러 가지 그동안에 복잡하고도 참 다양한 논의들을 아주 간략하게 모아서 설명을 해 주셨고, 또 장차 도입을 할 경우에 부작용을 최소화시키는 구체적인 입법 방향 부분도 제시를 해 주었다는 느낌을 받고 있습니다.

부원장님은 곧 가셔야 되기 때문에 우리 위원들께서 발표를 듣고 궁금하신 사항이 있으면 좀 자유롭게 말씀을 해 주셨으면 고맙겠습니다.

○ 왕윤중 위원

가시기 때문에 같이 이야기를 나눌 시간이 없을 것 같아서 제가 질문을, 질문이라기보다는 많은 부분을 공감을 하는데요. 그래도 연구하는 입장에서 이 분야를 쪽 들여다보고, 또 실무적으로도 이것을 늘 경험해보는 입장에서 약간 miss perception이 항상 있는 것 같아요, 보는 시각에 따라서. 특히 경영권 방어에 관련한 상법 개정, 회사법 개정이라는 것이 누구나 다 찬성하는 것이면 벌써 바뀌었겠지요. 그런데 다양한 이해관계가 얽혀 있다 보니까 작년에도 그랬고, 몇 해 전에도 그랬고, 늘 이런 논의가 있으면서도 결국은 다른 나라에서 다 하고 있는데 도입은 안 되는 것이거든요. 그나마 가장 늦게 도입한 것이 일본인데, 일본이 도

입하고 난 다음에도 우리는 지금 시간이 많이 걸리고 있거든요.

그래서 결국 자유시장경제에서 기업이 튼튼하고, 또 경영을 잘 하고, 기업지배구조가 개선이 되어서 우리 주가도 그야말로 정당한 가격을 다 받고, 또 기업이 투자도 많이 하고, 경영권 방어에 신경 안 쓰고 그야말로 우리 경제가 튼튼해지는 도움이 되는 방향으로 가자는 것에 대해서는 아무도 이견을 달 사람이 없을 거예요.

그럼에도 불구하고 자유시장경제를 표방하는 미국에서 다 허용하고 있고, 또 유럽에서 다 허용하고 있는 제도가 우리한테는 왜 도입이 안 될까에 대해서는 여전히 시장을 믿지 못하고, 우리의 실력 등을 믿지 못하는 점들이 아직도 드러나고 있다. 그래서 금융감독원이라는 게 규제당국인데, 아마 규제당국에서 우리 시장을 보는 눈은 아직도 볼 때 좀 염려스럽다, 시장에 그냥 맡기기에는 우리의 자율적인 여과기능이 부족하구나라는 시각을 갖고 계신 것이 아닌가라는 생각을 안 할 수 없을 것 같습니다.

참 재미난 게 이런 겁니다. 우리나라에 공개매수 사례가 없다는 것은, 앞으로 있을지 모르겠어요, 제일화재라든지 이런 쪽으로 해서. 그런데 결국은 왜 없을까? 경영권 방어장치가 잘되어 있느냐, 잘되어 있지도 않지요. 그럼에도 불구하고 안 되는 것은 공개매수 해서 지금까지 먹은 만한 것이 없고, 그 다음에 별로 수익이 날만한 것이 없다, 이게 가장 큰 이유일 것입니다. 그런 것을 보지 않고 예를 들면 공개매수 사례가 없다고 이야기하는 것은 참 어떤 면에서 실

질적인 분석을 하지 않은 것이지요. 예를 들면 달나라에 사람이 살지 않는다는 이야기를 하는 것과 비슷한 공허한 이야기로 들릴 수 있다는 것이지요.

좀 더, 공개매수가 아니라 적대적 M&A 가능성이 우리나라에서 낫다, 이것도 마찬가지로 든요. 우리나라에서 적대적 M&A를 해서 성공했을 때, 물론 KT&G나 SK의 경우에는 있었지만, 성공했을 때 상당히 수익을 볼 수 있는 구조를 갖고 있었습니다.

그렇지만 그것은 많은 경우에 있어서 별로 수익이 없기 때문입니다. 이것은 비단 우리나라에서 뿐만 아니라 미국에서도 크게 관찰되는 사실입니다. 적대적 M&A에는 그만큼 많은 cost가 드는데, 실질적으로 성공해서 재미를 볼 수 있는 경우가 거의 없더라, 제가 그래서 미국이나 다른 나라에서 적대적 M&A를 통해서 기업가치를 올린 사례를 그렇게 많이 뒤져보려고 했는데 별로 찾지를 못했어요.

그 중에 그나마 가장 성공적이라고 볼 수 있는 것이 유럽에서 첫 번째로 있었던 적대적 M&A의 대표적인 보다폰(Vodafone)과 만네스만(Mannesmann)의 경우지요. 그런데 그때도 지난 10년 동안 그 인수에 들어갔던 비용들을 회수를 못했어요. 그나마 지금 들어서서 그때 투자했던 금액이 시너지 효과를 통해서 나타납니다.

그런데 보다폰과 만네스만의 경우는 우리가 볼 때 일반적인 적대적 M&A의 투자자의 패턴과는 달리 industry간에, 같은 동종 업종간에 industry consolidation이고, 유럽시장이라는 것이 엄청나게 팽창할 수 있

는 그런 분위기에서 시너지를 만들고 싶었던 보다폰의 국제화 전략이었거든요. 이 글로벌 전략의 차원에서 이루어졌던 것이고, 그렇기 때문에 당초에 만네스만에서 적대적 M&A에 대해서 방어책을 막 쓰다가도 결국은 많은 주주라든지, 심지어 만네스만의 경영진조차도 “높은 프리미엄을 받고 기꺼이 팔겠다, 이것이 결과적으로 볼 때 좋은 결과를 가져올 것이다” 그래서 실질적인 결론은 보다폰과 만네스만의 적대적 M&A 케이스도 우호적 M&A로 끝났다는 것이거든요.

또 하나 우리가 포이즌 필이라고 생각하는 많은 것들은 결국 주주가치를 보호하기 위한 것입니다, 기존 주주. 그때 나타나는 것은 뭐냐? 협상을 하게 되는 것이지요. 포이즌 필이 있기 때문에 기존의 주주들이 더 높은 가격으로 소위 인수를 할 수 있도록, 그러니까 그만큼 가격을 받을 수 있기 때문에 이 포이즌 필이라는 것이 미국이란 시장에서 주주가치를 보호할 수 있는 하나의 수단으로서 인정받고 있는 것이거든요.

이러한 팩트 자체를 생각해 볼 때 별로, 적대적 M&A에서 성공사례 한번 내보십시오. 실질적으로 그렇게 많지 않다는 것을 우리가 알 수 있고, 그것을 어떤 특정한 예로서 드는 것은 아무래도 좀 적절하지 못한 것이 아닌가, 제가 공부가 짧아서 그럴지 모르지만, 적대적 M&A의 성공사례, 기업가치를 올린 대표적인 사례가 있으면 줄줄이 들어주셨으면 감사하겠습니다.

그 이외에는 사실상 약간 기업들의 엄살도 있습니다. 자사주 관련해서 투자, 그렇지만 실질적으로 예를 들면 소비사태를 경

협하는 과정에서, 제가 2년 동안 내부에서 경험했던 것은 사실 상당히 당황스럽고, 설비투자나 이런 쪽에 많은 정력을 쏟기에는 어려움이 실질적으로 존재한다는 것은 아마 기업 하시는 분들은 아실 겁니다.

그래서 저는 기본적으로 황금주의 도입 같은 것은 나중에도 말씀드리겠지만, 저는 반대합니다.

그리고 차등의결권 도입은 찬성하고, 그 다음에 포이즌 필은 주주가치를 기본적으로 보호할 수 있는 성격이고, 그 다음에 주주의 판단형을 상당히 지지한다는데, 그런 측면에서 저도 마찬가지로 지지를 합니다. 그래서 결론적으로 부원장님께서 말씀하신 여러 가지 우려사항을 충분히 감안한 형태로서, 이미 미국에서 주주가치를 충분히 보호하는 장치로서 도입하고 있는 포이즌 필이라든지, 또는 주주가치를 전혀 훼손하지 않는 방향으로 이루어지는 IPO 과정에서 나타나는 차등의결권 같은 것은 우리 시장을 한번 믿어보시고 충분히 도입할 수 있다는 말씀을 드리면서 약간의 시각차이가 있지만 그런 저의 코멘트를 드리고 싶습니다.

○ 송중준 위원장

지금까지 왕윤종 박사님께서 말씀하셨습니다.

또 질문하실 분 없습니까?

○ 문양택 지식경제부 사무관

위원장님, 혹시 실무자도 허락해 주신다면 간단하게 궁금증 몇 가지 말씀드리겠습니다.

○ 송중준 위원장

네, 말씀하세요.

○ 문양택 지식경제부 사무관

허락해 주셔서 감사드립니다. 지식경제부 문양택 사무관입니다.

전문가이신 부원장님께서 말씀을 주셨으니까 관련해서 궁금한 사항만 몇 가지 여쭙보겠습니다.

미국 포이즌 필 도입 기업의 감소 트렌드에 대해서 설명을 주셨는데요, 미국 포이즌 필 같은 경우 이사회결의만으로도 도입할 수 있다고 이야기를 들었던 것 같은데, 과연 그런 상황이라면 표면적인 숫자의 감소가 큰 의미가 있는지 궁금해서 한번 여쭙보는 것입니다.

또 하나는 fact finding 차원에서 두 가지 사항을 여쭙보는 건데, 'EU Breakthrough Rule'을 도입한 국가가 프랑스 등 3개국이라고 말씀을 하셨는데, 그것은 나중에 또 연태훈 박사님이 말씀해 주실 수도 있고, 그와 관련해서 오히려 우리가 익히 알고 있는 대형 국가들이 아니고, 리투아니아 등 발트해연안의 작은 3개국만 도입한 것으로 알고 있는데, 혹시 fact finding을 다시 한 번 부탁드립니다.

그 다음에 적대적 M&A 목적의 공개매수 사례가 전무하다고 말씀을 하셨는데, 과거 7년간 공개매수 사례를 보면 최대주주 지분율을 더 넘기려는 목적의, 경영권 참여 목적의 공개매수가 5건 있었던 것으로 확인을 했습니다. 그러면 통상적으로 적대적 M&A 공개매수라는 것을 어떤 식으로 분류

를 하시는지 부탁을 드리겠습니다.

○ 박광철 금융감독원 부원장

지금 적대적 공개매수 개념은 상장기업의 경우 기존의 대주주가 지분율이 몇 %나 의 차이일 뿐이지, 대주주가 존재합니다. 그리고 대주주가 존재하더라도 또 사실상 경영권을 지배하는 자, 그래서 그 두 개의 개념을 포함해서 대주주의 개념을 놓고 있고, 그 대주주의 개념에 대해서 대주주가 지분만 갖고 있다 하더라도 그것은 대주주의 개념으로 실상은 보지 않습니다. 경영권을 지배해야만 대주주의 개념으로 보고 있는데, 그런 경우 경영진 및 지분율을 기왕에 갖고 있는 대주주를 능가하도록 하기 위해서 공개매수라든가, 그 다음에 장외에 의해서 적대적 M&A 형태로 협상을 벌이는 형태를 저희가 그동안 개념적으로 파악했고, 다만 이런 경우는 있습니다. 지금도 제일화재 부분을 놓고 그것이 적대적 M&A나 하는 것은 저희가 그렇게 보지를 않습니다. 지금 저희들이 그것을 보는 실무적 개념은 ‘경영권 분쟁’이라고 보고 있지, ‘적대적 M&A’라고 보지를 않습니다.

왜냐 하면, 우선적으로 보험회사의 대주주, 즉 경영권을 지배하기 위한 대주주가 되려면 먼저 금융위원회의 승인을 받아야 됩니다. 승인을 받을 때 적대적 M&A라든가 그런 용어는 존재하지 않습니다. 무슨 이야기냐 하면, 대주주가 되겠다는 표현만 나타납니다. 그래서 A와 B가 싸워서 누가 제일 많은 주식을 갖게 되느냐 하는 부분만 나타납니다. 그러니까 결과적으로 그런 부분

에서는 우리가 주요주주 개념 이상으로 보고 있는데, 10% 이상 취득을 허용하고 그 다음에 비로소 저희 시장으로 들어옵니다. 다시 말씀드리면, 금융감독원에 공개매수 신고서를 제출하게 됩니다. 거기서 어떤 형태로 나타나느냐 하면, 대주주가 가지고 있는 게 예를 들면 35%인데 내가 애보다 더 많이 갖겠다, 경영권을 지배하겠다, 그래서 내가 가지고 있는 게 20%인데 50%+1주까지 내가 M&A 목적으로 공개매수를 하겠다는 신고서를 냈을 때 비로소 적대적 M&A 개념이 나타나게 됩니다. 그래서 아무 때나 ‘적대적 M&A 개념’이 나타나는 것은 아닙니다.

왜냐 하면 25%를 가진 자를 상대로 해서 26%를 갖겠다고 공개매수 신청이 들어왔을 경우에는 이른바 우리가 볼 때 그것은 경영권 분쟁이라고 개념적으로 봐줘야 됩니다. 기왕에 대주주가 다시 더 사 들어갈 수 있는 부분이 있기 때문에 그때는 경영권 분쟁상태라고 저희가 보고 있고요, 적대적 M&A는 분명한 것 하나는 50%+1주라고 과거에도 저희가 썼던 부분인데, 그 개념을 지금 없애버렸기 때문에 오늘 그런 부분에 대해서는 여쭙보셔서 말씀을 드립니다.

그 다음에 미국 부분에 있어서도 M&A와 연계되어 있는 포이즌 필이라는 것이 물론 방어수단이기도 하지만, 그러나 어떻게 제도적으로 정착시켜 줄 것이냐 하는 부분은 방금 전에도 질문하셨지만, 미국은 이사회결의로도 심플하게 가능한 부분이 있습니다.

이사회 결의라든가, 이사회에서 진행하는 모든 결의사항에 대해서 거부권을 갖

고 있는 형태의 포이즌 필도 존재합니다.

물론 방금 전에 말씀드린 대로 포이즌 필이라는 것이 이사회 내에서 가질 것이냐, 총회에서 의결권을 통해서 누구를 배제시키는 형태로 갈 것이냐, 이른바 황금주 형태로 가든가, 아니면 아까 왕 상무님이 말씀하신 대로 주식수를 늘려서 우호적 지분을 확보해서 방어하는 쪽으로 가져가느냐 하는 부분인데, 미국의 경우에는 이렇게 단순하면서도 이사회에서 편하게 포이즌 필을 행사할 수 있게 하다 보니까 시장에서 상당히 그런 부분의 주가가 인기가 좀 떨어진다고 할까요? 그래서 이사회에서 포이즌 필을 행사하는 부분은 점진적으로 줄어들고 있는 추세이고, 그 다음에 과거에 채택했던 회사도 그런 부분에서 기업가치를 정상적으로 인정받자는 측면에서 줄어들고 있다는 추세를 한번 말씀드린 것입니다.

EU 쪽은 아직도 이 부분에서 분명한 추세는 채택 쪽보다는 줄어드는 추세라고 말씀드릴 수 있습니다.

방금 전에 이야기한 몇 개...

○ 왕윤중 위원

그런데 금지시키는 건 아니죠?

○ 박광철 금융감독원 부원장

네, 금지시키는 건 아닙니다. 금지시키는 건 아닌데, 전체적으로 보면 지금 저희 입장에서는 자본 자유화를 한 우리나라가의 외국인 market share가 37%, 지금은 30.2% 수준 됩니다. 외국인들의 자본이 들어와서 우리나라 우량기업에 투자하고 있는 부분의

특정기업의 경우에는 약 37%까지 높습니다. 그래서 외국인 지분이 같은 방향으로 의결권을 행사하면 경영권도 상당히 위협받는 부분이 사실입니다. 그런 측면을 고려하면 포이즌 필 부분에 대한 도입 필요성이 없는 것은 아닙니다.

다만, 이 부분이 남용됐을 때 그 기업 가치 즉, 주가에 미치는 영향 부분과 시장에 미치는 영향, 그 다음에 우리가 기업가치를 제고하는 부분에 있어서는 국내 자본을 활용하는 부분도 있지만 외국 자본을 끌어들이는 투자를 활성화시키면서 파이를 키우는 부분도 때로는 필요합니다, 거대자본이 필요할 경우에는. 그런 경우에 외국 기관투자자로부터의 매력을 느끼지 못합니다. 그래서 그런 부분에서도 포이즌 필을 도입하더라도 말씀드린 대로 주주들한테 기회를 주는 범위 내에서, 현재 이게 괴리되어서는 좀 문제가 생기는 것 아니겠느냐 하는 부분에서 말씀드린 것입니다.

○ 김학현 위원

공정거래위원회 경쟁정책국장입니다.

지금 우리나라 현실적으로 적극적 M&A 위협이 사실은 크지 않다, 또 위협이 있더라도 그 폐해가 과연 있느냐 하는 것에 대해 지금 박광철 부원장님께서 설명을 하셨는데, 저는 사실 그런 인식이 대체로 맞지 않나 생각을 합니다. 그러니까 현실적으로 객관적으로 볼 때도 적대적 M&A 위협이 사실 크지 않다고 보여지고요. 또 설사 조금 위협이 있다 하더라도 거기에 대한 폐해가 많이 있느냐, 실질적으로 있느냐 하는

것도 실증적인 분석이 좀 미약한 것 아니냐는 생각이 듭니다. 그래서 그런 인식에는 사실 저도 생각을 같이 하고요.

또 한편으로 현재 방어장치가 우리가 외국에 비해서 미흡하다는 면도 자꾸만 거론하시고 그런 의견도 있을 수 있는데, 사실 부원장님께서 말씀하셨는데, 우리나라는 전문경영체제가 아니란 말이지요. 다 대주주 체제가 있고 그래서 그런 현실, 또 적대적 M&A에 대한 사회적 인식 등도 좀 고려할 때, 또 우리 증권거래법이니, 외국인투자법 등에서 상당한 보호장치도 있고, 또 이번엔 출자총액제한제도 같은 것이 폐지되면, 물론 대기업에 국한된 이야기겠지만, 그래도 방어는 훨씬 더 쉬워진 면도 있고, 그래서 과연 방어장치가 현재도 그렇게 충분하지 않은 것이냐 하는 것도 사실 좀 봐야 될 것 같습니다.

그런 측면에서 사실 제가 부원장님 의견에 좀 달리 하는 것은 황금주, 차등의결권 같은 것은 부작용이 당연히 크겠지만, 포이즌 필이란 것도 형태가 여러 가지 있을 수 있겠지만, 사실 적대적 M&A라는 것이 통상 보면 비효율적 경영, 방만 경영, 변칙 경영이라고 해서 기업가치가 조금 저평가되어 있을 때 발생하는 거란 말이지요.

그렇게 보면 사실은 어느 정도의 적대적 M&A 가능성이 열려있는 것이 굉장히 바람직한 것이고, 그게 아마 이미 80년대, 90년대에 많은 경제학자들이 논의를 거쳐서 아마 거의 정설일 겁니다. 외국에서도 그렇고, 그렇게 볼 때 과연 지금 포이즌 필이 어떤 상태가 될지 모르더라도 이런 우리의 문화,

제도적인 보호장치, 또 기업의 소유구조 등을 볼 때 포이즌 필이 어떤 형태가 됐든 그것을 도입하는 것은 사실은 M&A 가능성 자체를 차단하는 것 같은, M&A 가능성 자체를 제어하는 것 같은 우려가 좀 들고요. 그러다 보면 기업 효율을 제고시키는 압력도 없어지는 것이고, 과연 그게 국가 경제적으로 바람직한 것이냐는 의문이 사실 굉장히 듭니다.

그래서 포이즌 필이 어떻게 하면, 요건을 엄격하게 하는 것이 어떤 것인지는 모르겠지만 경우에 따라서는 가능성도 하다는 생각, 저는 사실 그렇지 않고요. 아직 우리나라에서 적대적 M&A 가능성은 현재 수준 정도는, 아직 활성화도 안 되어 있고, 폐해도 없는데 열어두는 것이 바람직하겠단, 그것을 막는 것은 오히려 국가 경제적으로 큰 부작용을 낳을 수 있겠다는 생각에서 말씀드립니다.

그리고 적대적 M&A 제도를 두면 사실 소수주주들은 상당히 피해를 볼 수 있습니다. 우리나라는 전문경영체제가 아니고 대주주가 있으니까 사실 소수들이야 적대적 M&A가 발생하고 그러면 덕을 보지요. 그러니까 소수주주 관점에서 보면 사실 피해가 발생할 수도 있고, 오히려 부작용이 많은 제도다, 많을 수가 있다, 그러니까 굉장히 신중하게 zerobase를 검토하셔야 될 것 같다는 말씀을 드립니다.

○ 송종준 위원장

감사합니다. 벌써 한 50분 지났는데, 이현철 변호사님 말씀하십시오.

○ 이현철 위원

이현철 변호사입니다. 지식경제부에서 질문하신 것과 관련해서 한 가지만 제가 간단히 코멘트 드리겠습니다.

미국에서 포이즌 필 도입은 이사회결의로 한다는 말씀, 그래서 사실은 미국에서 일반적으로 생각하는 현재 포이즌 필을 도입하고 있느냐, 아니냐는 크게 중요하지 않다고 보는 것 같습니다.

왜냐 하면 적대적 M&A 상황이 발생한 후에도 이사회결의로 간단히 포이즌 필을 도입할 수 있기 때문에, 'shareholder rights plan'이라고 해서 간단히 도입할 수 있기 때문에 현재 포이즌 필을 도입하고 있느냐, 아니냐 라는 것은 크게 중요하지 않고, 그래서 잠재적으로는 모든 기업들이 다 포이즌 필을 가지고 있는 것이라고 일반적으로는 보는 것 같습니다.

○ 강희철 위원

저도 말씀드리겠습니다. 법무법인 율촌에 강희철 변호사입니다.

저는 이 문제에 관한 논의를 대할 때마다 저하고 보는 시각이 조금 다르다는 생각을 합니다.

우선 우리나라에서 새로운 법제도를 도입하는 것이 경제적, 사회적으로 미치는 영향이 지대하다는 점은 저도 동의를 합니다. 그렇지만 지금 우리가 논의하는 것은 반드시 그래야 된다는 것은 아니고, 각 기업이 선택할 수 있는 가능성을 열어두자는 것이 거든요. 제가 보기에는 우선 누가 뭐라고 해도 우리나라의 현행 적대적 M&A와 관련

해서 법제도는 공수의 균형이 안 맞습니다. 다른 어느 나라와 비교를 하더라도요.

그러면 지금 논의는 적대적 M&A 공과에 관해서는 논의가 다양하게 있을 수 있는데, 최소한 공수의 균형은 맞춰 주어야 되는 것이 아니냐는 것이 우선 법을 하는 사람으로서 제도로서 가치 중립적인 접근을, M&A가 좋다, 나쁘다에 관한 어떤 사회적 합의가 이루어지지 않았다고 하면 제도로서는 중립적인 approach를 취해야 되는 것 아니냐라는 이야기이고, 그런데 현재는 균형이 이루어져 있지 않다, 그러니까 균형을 맞추자는 생각을 하게 됩니다.

그 다음에 굉장히 많은 경우의 외국인과 관련된 이야기, 그 다음에 재벌기업들이 기존에 각종 제도를 이용해서 이미 적대적 M&A가 어렵게 되어 있다고 하는 이야기, 그 다음에 오늘 부원장님께서 제가 평소에는 생각하지 못했던 어떤 코스닥 기업들에 있어서의 한계기업들이 남용할 수 있는 위험성들을 말씀하시는데, 저는 말씀드린 대로 기본적으로 제도적인 장치로 선택의 가능성을 열어두는 것이고, 그 다음에 그러면 우리가 보호해야 될 대상이 누구냐를 생각해 볼 때 흔히 이야기하면 우리가 생각할 수 있는 것은 포스코나 KT&G나, 그 다음에 대기업의 계열사도 아닌, 그리고 부실기업도 아닌 많은 중소기업들, 건전하게 운영되고 있는 중소기업들을 보호대상으로 한다면 그 밖의 문제는 남용과 관련된 이야기거든요.

그러면 현재 이미 충분히 다른 제도적인 장치에 의해서 사실상 적대적 M&A가 불가

능하게 되고 있다고 한다면 이 제도는 그런 기업들하고는 무관해요. 그리고 또 한계기업에 있는 기업들의 남용 가능성과 관련해서 이야기를 한다고 하면 그것은 정말로 '구더기 무서워서 장 못 담그는 격'이 될 테고요.

그래서 일단 우리가 바람직하게 육성해야 된다는 기업들이 최소한 공수의 균형을 갖추어서 방어할 수 있는 제도적인 장치를 만들자, 지금 어떤 논의도 적대적 M&A를 불가능하게 하지는 제도적인 장치를 만들자는 논의는 없는 것 아닙니까. 미국에서의 적대적 M&A 방어장치도 적대적 M&A를 불가능하게 하는 것은 아니거든요.

그러면 대전제가 남용의 가능성에 대해서는 충분히 우리가 고려하고, 거기에 대한 적절한 방안을 마련하면서 건전한 기업들이 제대로 전 세계적으로 인정되는 그런 정도의 방어수단을 갖추는 제도 자체를 어떤 남용 가능성을 생각해서 그것에 앞서서 문제를 반대하는 것은 조금 논리적으로 문제가 있다는 생각이 듭니다.

마지막으로 한 가지만 말씀드리면, 제가 가진 통계에 의하면 미국 내 적대적 M&A도 굉장히 시도가 적습니다. 제가 본 통계에 의하면, 물론 실제 포이즌 필 제도가 시행된 후에 전반적으로 줄어들기는 했지만, unsolicited bid의 통계건수가 이것이 부정확한지는 모르겠습니다만, 2002년도 2건, 2003년, 2004년 각 5건, 2005년, 2006년 각 4건, 2007년 10월 말까지 2건, 상당히 최근 통계입니다. 그러니까 전세계 어느 나라나 적대적 M&A는 예외입니다. 아주 예외입니다.

그러니까 적대적 M&A가 원칙인 것은

아니고요. 그렇기는 하지만 그런 예외적인 경우라도 문제가 발생했을 때 거기에 대해서 적절하게 공수가 이루어질 수 있도록 하는 제도적인 장치를 마련한다고 하면 훨씬 더 긍정적으로 볼 수 있지 않나 하는 생각을 합니다.

○ 송종준 위원장

저도 하나 덧붙여서 말씀을 드리겠습니다.

일반적으로 여러 가지 글들을 보면 내부지분율이 30% 이상이고, 시가총액 30대 기업들에 대해서 적대적 M&A의 위협이 사실은 없다는 말씀을 많이 하시는데, 주로 통계적인 견지에서 말씀을 하시는데, 실제로 M&A 케이스는 통계의 문제라기보다 예컨대 어느 하나의 케이스가 발생한 경우 그것을 무시할 수가 있지 않겠느냐, 통계적 관점에서 접근했을 때 그 하나의 문제가 사실 궁금한 측면이 있거든요. 그래서 그 부분에 관해서도 너무 통계적인 평균치로 보다 보니까 우리 법학자들이 생각할 때는 주로 그런 쪽에 많이 강합니다.

그래서 그런 부분에 관해서 설명을 좀 해주셨으면 고맙겠습니다.

○ 박광철 금융감독원 부원장

오늘 이 논의 때문에 제가 한번 고민을 해 보았습니다.

말씀드린 대로 구조적으로 그동안 포이즌 필이 상장이든, 비상장기업에 도입되게 된 동기가 shadow voting에서 비롯된다고 지금 저희들은 원인을 파악하고 있습니다.

그래서 지금 증권거래법상 증권예탁원에 shadow voting이 금지되는 경우가 있습니다. 행사할 수가 없습니다. 그 경우는 영업의 양수도나 합병, 그런 아주 특이한 경우에는 법에서 금지를 시켜 놓고 있거든요.

그래서 앞으로 우리가 포이즌 필 제도를 도입한다고 하더라도 신중한 입장에서 만약에 접근한다면 어떤 법의 입법적 방법을 찾아갈지는 모르겠지만, 적어도 shadow voting 부분에 있어서 포이즌 필을 도입하는 경우에는 불가능한 것으로, 그런 것을 한번 염두에 두시고 입법작업을 해 주신다면 아마 포이즌 필 제도를 도입할 때 현저히 낮은 지분을 가지고 포이즌 필 제도를 도입해서 경영권을 장악하거나 기업을 영속적으로 끌고 감으로 해서 그 기업을 망가뜨리는 현상은 적어도 막을 수 있지 않겠느냐 하는 부분을 오늘 한번 제안을 드려 봅니다.

이상입니다.

○ 송중준 위원장

네, 감사합니다.

더 많이 할 수 있는데, 시간도 되신 것 같고, 또 앞으로도 여러 가지 발표가 있기 때문에 부위원장님 발표와 토론은 이것으로 종결을 짓도록 하겠습니다. 감사합니다.

(일동 박수)

○ 송중준 위원장

금융위원회의 입장이라고도 봐야 되겠지요. 보면 완전히 반대하는 입장은 아니신 것 같고, 상당한 절충의 견지를 가지는 입장을

취하시고 있는 듯한 느낌을 받았습니다.

전체적으로는 포이즌 필을 도입하는 것이 바람직하지 않다는 말씀을 하셨는데, 또 그에 반대되는 입장에서 적극적으로 도입을 해야 된다는 견해를 계속해서 들어보는 것이 좋지 않겠나 하는 생각이 들어서 방금 전에 잠시 토론을 해 주셨지만, 왕윤중 SK 상무님께서 계속 발표를 하고, 저희가 잠깐 휴식시간을 갖도록 하겠습니다.

○ 왕윤중 위원

방금 말씀 많이 드렸기 때문에 짧게 하겠습니다.

제가 만든 자료는 제가 질문을 던져놓고 한번 답을 했습니다.

경영권 방어수단 도입 필요성에 대한 여러 가지 논의에 대해서 질문이 여러 많이 있을 수 있을 것 같습니다.

제가 또 다른 분들이 쓰신 것들을 읽어 봤는데, 이런 이야기는 앞으로 좀 안 했으면 좋겠어요. 앞으로 이런 관련된 연구나 이런 토론회에서 M&A 활성화가 필요하다, 저는 M&A 활성화가 필요하다고 생각합니다. 기업 구조조정이 잘 이루어지는, 신속하게 이루어질 수 있고, 그 다음에 시장 접근을 빨리 할 수 있는 방법이 M&A입니다. 단점보다 저는 장점이 많은 것이라고 생각하기 때문에 M&A가 상당히 활성화되어야 하는데, 적대적 M&A를 많이 활성화시켜서 M&A를 활성화 시키자는 논의는 조금 안 했으면 좋겠어요. 그것은 극히 빙산의 일각이다, 그것을 가지고 적대적 M&A가 우리나라에 활성화가 안 되어 있기 때문에 그것

을 활성화시킴으로써 우리 M&A 시장을 활성화 시키자, 이것은 좀 아니지 않나.

그것은 강희철 변호사님도 충분히 설명했고, 적대적 M&A 발생 가능성이 가장 많은 미국조차도 실제 사건을 보면 별로 없다는 이야기거든요. 그런 측면에서 M&A 활성화를 위한 여러 가지 제도적 기반을 만드는데 적대적 M&A를 가지고 논의를 하는 것은 좀, 또 하시는 분이 있으면 할 수 없겠지만, 그래도 이런 학자들이나 연구자 모임에서는 더 이상 안 봤으면 하는 게 제 희망사항입니다.

두 번째는 우리 금융산업이 앞으로 많이 발달할 겁니다. PF가 있고, 앞으로 금융위에서 헤지펀드도 만들어내고 이럴 때 결국은 이 사람들이 어떤 플레이어들이냐, 또 이 사람들이 국내시장에만 머무는 것이 아니라 글로벌하게 가야 됩니다. 지금 일본에서 M&A 매물 같은 것이 많이 나옵니다. 그럴 때 여기 국내에 들어와 있는 다이바증권이라든지, 여기서 계속 국내에 M&A 좀 하지 않겠느냐고 여러 가지 brokerage도 하고 이러는데, 우리 연기금이 많이 축적되는 과정에서 PF들이 해외에 나가서 활동할 무대가 오지 않겠느냐, 일본에 가서 하려고 하고, 미국에 가서 하려고 하는데 거기는 포이즌 필이 있다, 경영권 방어수단이 있다, 그런데 외국의 플레이어들이 들어오면 한국에서는 아무것도 없다, 좀 reciprocity가 필요한 것 같아요. 우리 글로벌시대에 접어들거든요. 그런데 자꾸 그런 생각은 안 해요. 우리는 방어만 생각한다, 그런데 우리가 그렇게 생각하려면 균형이 좀 맞춰져야 되거

든요. 글로벌시장에서, 글로벌 마켓 플레이스에서 어떤 일들이 벌어지고 있을 때 우리는 어떤 status인가, 왜 미국이라는 자유시장경제에서 포이즌 필이나 차등의결권을 다 도입하고 있고 허락해 주고 있느냐, 감소추세인 것 좋습니다. 바람직하고 시장이 그렇게 자율적으로 해야 되는데, 그것을 시장이 허용하고 있거든요. 최소한 금지를 안 시키고 있거든요. 그런데 우리는 금지시키고 있고, 우리 시장이 성숙이 안 됐다고 자꾸 이야기하는데, 이것은 닭이나, 달걀이나의 개념이 될지도 모르지만 자꾸 시장을 만들어 주고, 해 보고, 자신감 있게 해 볼 때 우리 시장을 좀 믿을 수가 있거든요. 그런데 아직도 우리는 규제적인 발상을 많이 하시는 것 같아요. 금융규제도 그렇고, 공정거래에 관련된 기업규제도 그렇고, 이제는 그런 규제적인 발상을 과감히 없애야 되는 시점이 아닌가라는 생각을 제가 해 보면서 각각에 대해서는 사실 읽어보시면 많이 다 아시고 공감하시는 부분도 있고, 안 하시는 부분들도 있을 텐데, 하여튼 저는 방금 이야기했지만 황금주는 조금 문제가 있는 것 같고, 차등의결권은 기존에 상장되어 있는 기업들이 차등의결권을 도입한다는 것은, 제가 예를 들면 지금 주식을 몇 개 갖고 있는데, 예를 들면 삼성전자의 지배주주가 차등의결권을 갖겠다? 저는 엄청나게 반대운동을 벌일 겁니다. 이런 일 아마 불가능할 겁니다.

그렇지만 구글(Google)이 IPO 하는 과정에서 일부, 예를 들면 증자가 필요하지 않습니까? 글로벌 컴퍼니로 가기 위해서 중소기업들은 어떻게 해야 됩니까. 증자가 필

요합니다. 부채만으로 자본조달이 안 됩니다. 이때 나는 경영권 지분을 좀 인정받고 싶으면서 증자하겠다. 그런데 증자에 참여를 안 하면 그 기업이 가치가 없는 것이지요. 그런데 하겠다는 사람이 줄을 서서 한다 이겁니다. 구글이 그러지 않았습니까. 왜 우리의 기업들에서는 그것을 허용을 못하겠다는 것입니까? 나는 도대체 그것을 이해할 수가 없는 겁니다. 저는 삼성전자 주식을 갖고 있는데, 거기에 삼성 패밀리라든지, SK도 마찬가지입니다. 그랬을 경우에는 반대할 겁니다.

그런 차원에서 차등의결권 제도를 봐야 될 것을 왜 그렇게 안 보고 계신지 그것을 잘 모르겠고, 그리고 포이즌 필에 대해서는 제가 많이 설명을 드렸기 때문에, 그렇습니다.

그래서 우리가 글로벌 시장에서 이제 글로벌 플레이어로 가기 위해서 다른 나라에서 하고 있는 것을 균형 있게 좀 맞춰나가자는 게 제 생각이고, 페이퍼는 읽어봐 주셨으면 좋겠다는 생각입니다.

○ 송중준 위원장

네, 감사합니다.

왕 박사님이야 경영권 방어 도입 문제와 관련해서 오래전부터 연구를 많이 하시고, 이론적인 어떤 틀을 많이 형성을 해 놓으신 분 중에 하나인데 오늘 발표하신 내용으로 보면 상당 부분 후퇴하신 것 같아요. 원래 거부권부 주식에서부터 전부 다 도입해 달라고 하는 것들이 일반적으로 기업들에서 요구하는 사항인데, 일종에 ‘veto rights’가 있는 거부권부 주식은 문제가 있다고 말씀

을 하셨고, 차등의결권 주식 부분은 가능성이 있고, 당연히 포이즌 필은 말씀하신 것처럼 긍정적인 입장을 취해 주셨습니다.

말씀을 안 드렸다 하더라도 이 원고에 있는 내용들을 가지고 자유롭게 말씀을 해주시고, 평소에 궁금한 사항들이 있으면 자유롭게 말씀을 해 주셨으면 좋겠습니다.

권종호 교수님?

○ 권종호 위원

하나 여쭙 보겠습니다.

지금 방금 말씀하신 것 중에 “황금주 도입은 안 된다. 반대다”라고 하셨는데, 지금 저는 기본적으로 이런 시각을 가지고 있습니다.

2006년도에 회사법을 개정해서 거부권부 주식이 개정안으로 들어갔습니다. 그런데 이게 어느새 인가 위원들도 모르게 빠졌는데, 그때 사실 황금주는 방어수단으로 이용될 수가 없어요. 원시정관이나 총주주의 동의로만 집어넣도록 되어 있었거든요. 저는 정말로 안타까운 것 중에 하나가 지금 대한민국에서 이야기되고 있는 게 방어수단은 죽어도 안 된다는 게 이런 논리가 되면 어떤 폐해가 생기느냐 하면, 지금 우리나라 중소기업에서 최대의 문제가 사업승계입니다.

우리가 그때 상법 개정을 하면서 어떤 생각을 하고 거부권부 주식을 넣었느냐 하면, 창업자가 나이가 많아요, 많아서 사업을 승계해야 되는데, 주식을 지식한테 다 물려주고 나면 완전히 팽 당해서 오갈 데도 없는 경우가 굉장히 많습니다. 그런데 사실은 거부권부 주식 같은 경우는 실제로 자

식한테 물려주어도 그런 주식을 자기가 하나 가지고 있으면 경영권 승계가 굉장히 smooth하게 이루어집니다. 그런 측면에서, 사실은 우리가 그 당시에 도입한 제도 자체가 그런 의미에서 중소기업에서의 수요라는 측면에서 고려했는데, 이것이 그 거부권부 주식이란 말 자체에 의해서 이것은 죽어도 안 된다는 식이 돼 버리면 사실은 굉장히 문제가 있습니다.

그래서 저는, 방금 강희철 변호사님도 말씀하셨지만 상법에서 도입하는 제도는 굉장히 중립적으로 도입이 되어야 됩니다.

거부권부 주식은 지금 상법에서 규정한 것처럼 모든 주식회사를 대상으로 하는 법인데, 거기에서 거부권부 주식이 도입이 됐는데, 그 수요가 거부권부 주식의 취지에 맞게 제대로 쓰이는 수요가 있으면 그것은 쓰도록 해야 될 것이고, 그것이 예를 들어서 상장기업의 경영권을 고착화시키는 수단으로 이용된다면 그것은 막아야 됩니다. 이런 방법으로 가야 되지, 그것이 상장기업의 경영권을 고착화시키는 수단으로 이용될 가능성이 있다, 쉽게 말해서 사전에 그런 우려가 있기 때문에, 그렇기 때문에 거부권부 주식이 안 된다고 하는 것은 지금 우리나라 중소기업, 제가 알기로 주식회사 중에서 그 정도로 많은 기업에서 사실은 핵심이슈가 되고 있고, 그것을 가장 원활하게 할 수 있는, 아주 간단한 최소의 cost로 할 수 있는 제도가 바로 그런 제도인데, 이것이 대기업에 있어서 방어수단으로 이용될 수 있다는 남용을 이유로 막는다는 것은 그것이야말로 전형적인 폐해를 염두에 두고 사전에 예방

적으로 규제하는 것인데, 우리 규제 완화, 완화라고 하는 것이 바로 그것 아닙니까?

사전 예방 규제에서 사후 폐지 규정으로 가자는 것인데, 그런 면에서 사실 상무님 같은 경우도 지금 몸담고 있는 곳이 대기업이기 때문에 오로지 그런 것을 방어수단으로 생각하고 있는데, 저는 그렇게 봐서는 안 되고, 모든 제도는 그 제도의 효용을 갖고, 그 효용이 있으면 그때 생기는 남용의 문제는 차원을 다르게 봐야 되지, 남용을 이유로 제도를 막는다는 것은 좀 아니지 않나 하는 생각을 합니다.

○ 왕윤종 위원

황금주가 여러 형태로 도입될 수 있습니다. 그러니까 그것을 황금주라고 이야기해도 되고, 거부권부 주식이라고 이야기해도 되고, 그런데 사실 이미 상장된 기업이 거부권부 주식을 도입하는 것은 기술적으로 완전히 불가능한 일이고, 그러면 민영화하게 되는 기업에 거부권부 주식을 정부가 1주를 갖고 한다면 그렇게 하는 방법이 있고, 그것은 활용될 가능성이 있지만 굳이 그렇게 할 필요가 있겠느냐 하는 것이 제 생각입니다.

민영화시키려면 여러 가지 장치를 가지고 할 수 있는 것이고, 그런데 결국 핵심으로 말씀하시는 것은 중소기업의 가업승계를 가지고 말씀하시는 것이기 때문에 그것에 관련해서만 제가 답변을 드리면, 저는 조금 그 쪽 부분에 있어서 가업 승계가 필요한 부분도 있지만 형평성 문제로 모든 것을 다 생각을 해야 되고, 그 다음에 더욱더 가업

승계를 위한 다른 제도적 장치가, 굳이 거부권부 주식을 도입하지 않더라도 방법들이 많이 있습니다.

예를 들면 독일식, 지금 독일도 확실하게 도입하지는 않았는데, 세법 문제입니다. 예를 들면 기업을 인수받았을 때 상속세를 내야 될 부분들을, 예를 들면 10년을 연속해서 기업승계를 하게 될 때 1년씩 상속세 부분을 감면을 해 줍니다. 그러니까 10년이 되게 되면 10분의 1이 딱 1년씩 해서 상속세를 안 내도 되게 됩니다. 예를 들어서 이렇게 이연을 시켜주면서 감면해 주는 조치가 독일의 중소기업의 기업승계의 경우에 적용하려고 하는 것인데, 그것도 물론 독일에서 지금 현재 완전히 통과되어 있는 상태는 아니지만, 그러나 아이디어가 지금 현재 다른 나라에서도 나오고 있는 상태거든요.

결국 우리가 도입을 한다고 할 경우에 예를 들면 자기 재산을 자식한테 물려줄 때 부동산이나 다른 현금 자산으로 물려주지 않고 기업으로 물려줄 때만 예외적으로, 기업승계라는 이유로 예를 들면 상속세를 덜 내게 해 주는 것이 경제를 살리기 위한 논리로서는 맞을지 모르지만, 과연 국민 정서나 형평성의 차원에서 맞겠느냐 하는 것이 제가 볼 때는 문제이고, 그것이 bypass할 수 있는 방법이 거부권부 주식이라고, 예를 들면 주식의 일부, 그런데 중소기업들이 지금 현재 기업승계에 걸리는 부분들은 결국 비상장 주식을 주로 말씀을 하신다고 할 경우 이 거부권 주식은 결국 상장이란 과정을 통할 때만 효과를 볼 수 있는 것이기 때문에 제가 볼 때는 조금 논의 자체의 흐름을

흐리게 할 수 있는 것이 아닌가, 그렇기 때문에 제가 볼 때는 지금 현재 우리가 논의하고 있는 일반적인 경영권 보호의 방어장치에 대한 논의에서는 조금 비껴난 부분이 아닌가라는 생각이 듭니다.

○ 권중호 위원

제가 말씀드리고 싶은 것은, 예를 들어서 오로지 여기서 이야기하는 방어수단이라는 관점에서 보면 사실은 필요한 제도가, 방금도 경영승계를 가지고 이야기하니까 어떤 집에 아버지가 사업을 해서 자식한테 물려주는 것이라고 하지만, 사실은 거부권 주식 같은 경우도 벤처기업의 경우 투자를 하는 쪽에서는 경영에 대해서 관여를 안 하지만, 그러니까 자기가 투자한 기업에 대해서 ‘경영의 주요의사결정에 참여하고 싶다’ 이럴 때는 바로 거부권부 주식이 굉장히 의미를 갖는 것이고, 방금 말씀하신 경우도 세법상에 혜택을 주어서 경영권 승계가 이루어질 수 있도록 유인을 준다는 측면도 있지만, 제가 말씀드린 것은 물려주는 사람 입장에서 보았을 때, 자식이 아니라 누구한테라도 물려주었을 때 물려주고 난 뒤에 자기가 완전히 힘이 없어진다고 하는 것하고, 물려주고 난 뒤에도 계속 자기가 경영의 노하우를 가르쳐 줄 수 있다는 측면에서 보았을 때는 세법적인 조치로 해결할 수 있는 문제가 아니거든요.

그런 측면에서 보면 제도의 효용이 있고, 그러면 가능하면 그런 제도를 상법에서 다양하게 주고, 거기에서 기업이 쓰느냐, 마느냐는 기업에서 알아서 할 문제이지, 상법

에서 예상을 하고 쪽 잘라나가는 것은 아니지 않느냐라는 생각이 듭니다.

○ 김학현 위원

지금 말씀이 맞는 말씀이신데, 사실 이 주제가 경영권 방어문제잖아요, 상장법인을 전제로 한 것이고, 그러니까 상법에서 허용을 하고 증권거래법에 의해서 금지를 하면 된다는 말씀이신데, 그것은 모르겠습니다. 그리고 제가 한 말씀 더 드리면, 사실 미국은 잘 아시겠지만 상법이 주법이잖아요. 그러다 보니까 기업들이 경영권 보호를 안 해주면 다른 주로 가겠다고 해서 소위 과도하게 포이즌 필 등 제도가 도입된 경향이 있고, 그것을 소위 competition the bottom이라고 그러잖아요. 전리 경쟁이 이루어진 면도 있고, 그게 과연 좋은 것이냐 하는 것도 보셔야 될 것 같습니다.

저는 이것을 좀 확실히 하고 넘어가고 싶은 것이 지금 포이즌 필이나 이런 것들이 도입이 되면 선택이야 주주총회에서 결정하니까 주주 자유겠지만, 그런데 증권예탁원에 있는, shadow voting 제도도 있고, 또 재벌 그룹 잠깐 이야기해서 그렇지만 대기업들은 계열사 숫자도 많고 등등 해서 보면 또 이게 주총에서 신중한 검토가 되겠느냐 하는 생각도 들고, 하여튼 그것을 떠나서 선택이겠지만, 저는 상법에 이런 제도가 도입된다고 하면 필요한 기업들은 쉽게 주총에서 의결할 수 있다고 보는 게 상식이 아니겠느냐는 생각이 듭니다.

그렇다고 하면 그렇게 됐을 때 결국 적대적 M&A 가능성이 있는 것이냐, 아니면

완전히 차단되는 것이냐? 저는 완전히 차단된 것이 아니냐는 걱정이 들어서 말씀을 드린 것뿐이고, 그런데 포이즌 필이 도입돼도 적대적 M&A 얼마든지 가능하다, 이러면 다시 생각을 해 봐야지요. 그런데 과연 그런 것이냐? 지금 현재도 적대적 M&A라는 것이 쉽지 않고 굉장히 어렵고, 어느 정도의 세트가 좀 있는 것이 도움이 되는 면도 있고, 현재 여러 가지 보호장치들도 있는데, 만약 이것이 가능성을 완전히 제로로 만드는, 차단하는 제도라고 하면 과연 그것이 국가경제에 바람직한 것이냐 하는 의문입니다.

그러니까 그럼에도 불구하고 “그렇지 않다, 포이즌 필 제도를 도입해도 얼마든지 적대적 M&A가 가능하다” 그러면 저도 다르게 생각할 수 있지만, 거기에 대한 우리 경제학자 분들이 많이 계시니까 그런 것에 대한 이야기를 먼저 하는 게 선결과제가 아닌가라는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

네, 김학현 위원이었습니다.

○ 노혁준 위원

서울대학교에 노혁준입니다. 저는 간단하게 그냥 코멘트를 몇 가지 하겠습니다.

방금 말씀하신 김학현 국장님과 일맥상통한 이야기이기는 한데요.

이야기하신 중에 “적대적 M&A가 경제 활성화 등에 기여하는 부분이 굉장히 적다”라는 이야기를 하신 것 같은데, 그게 사실상 일어나지 않고, 일어난 경우에도 시너지를 많이 발휘하지 못한다 하더라도 그 가능

성이 있는 것과 없는 것은 상당히 차이가 있기 때문에 적대적 M&A가 별로 효과가 없다고 해서 이것을 차단하거나 아니면 신경을 많이 안 써도 된다는 식으로 접근하는 게 어떨지 조금 걱정이 됩니다.

또 한 가지는 말씀하신 것 중에서 차등적 의결권과 관련되어서 이야기를 하시면서 말씀하신 부분에 대해서 좀 질문이 있는데요. 맨 처음부터 회사가 상장을 할 때 그때부터 이런 구조로 가는 것하고, 중간에 새로 신주를 발행하면서 하는 경우를 비교해 놓은 많은 논문들이 있지 않습니까. 보면 후자의 경우에는 아무래도 예컨대 기존에 있는 주식대로 똑같이 10 의결권을 가지고 배당은 똑같이 하는 식으로 발행을 하는 경우에 결과적으로는 그게 전부 다수의결권 주식을 의결권을 가지는 사람들이 다 모아가기 때문에 결과적으로 소수주주의 피해가 나타난다, 그래서 처음부터 상장한 경우는 별 문제가 아니겠지만 나중에 새로 신주 발행하면서 그런 식으로 하는 것, 지금 기존에 있는 상장기업들이 관심을 가지고 있는 부분들이 아마 그것이겠지요, 기존에 있는 회사인데 새로 주식을 발행할 때 다수의결권을 발행한다든지, 아니면 굉장히 의결권이 낮은 주식을 발행한다든지 그런 식으로 되는 것은 지금 이야기한 주주간의 부의 이동 문제라든지, 그 다음에 그런 식으로 굉장히 다양한 종류의 주식들이 시장에서 돌아다닐 때 평가라든지, 투명성의 문제라든지 그런 부분에 대해서 실무적으로 해결할 부분이 굉장히 많은 것 같습니다.

그런 부분의 답변을 좀 부탁드리겠습니다.

○ 왕윤중 위원

시장이 제대로 작동하면 valuation을 잘 해 줄 것 같고, 그리고 예를 들면 삼성전자가 A주와 B주를 발행한다, 그때 시장가격을 계산해 볼 것 같고요. 그런데 내가 의결권이 10분의 1밖에 안 되는 주식을 샀을 때 손해 볼 것 같다 그러면 안 사는 거죠. 시장은 아마 저만큼 똑똑한 사람들이 다 참여를 해서 할 것이라고 생각하거든요.

그렇기 때문에 그 문제는 차등의결권, 소위 신주발행 형태로 해서 하는 것도 결국 우리의 시장에서 A주나 B주로 했을 때 그것을 얼마만큼 시장이 support할 수 있는 인프라와 공시제도, information disclosure 이런 것들의 기반이 만들어지냐의 문제인 것 같습니다. 그것이 우리가 시장을 키워나가는 가장 큰 힘이 아닌가 생각을 합니다.

적대적 M&A 가능성이 긍정적인 게 하나도 없다, 저는 공수의 문제이기 때문에 예를 들면 적대적 M&A의 가능성을 항상 염두에 두고 기업경영을 우리 한국기업들이 많이 해 왔기 때문에 사실상 어떤 면에서 지금 한편으로, 경제적으로 마이너스가 된 측면들도 있을 것이다, 자사주를 많이 모은 것들도. 그런 데는 간접적인 영향, 업살 부분도 있지만 간접적인 영향도 있었던 것이고, cost가 많이 들어갑니다. 예를 들면 변호사님한테 자문도 많이 구하는 측면들도 있고, 그 다음에 굳이 이런 것을 연구 안 해도 되는데 기업연구소에 있는 사람이 이런 것을 하느라고 또 연구하고, 이런 것들도 아마 그런 데에서 생겨나는 cost가 아닌가 생각하는데, 한편으로 또 지배구조를 개선하기 위

한 노력들을 합니다. 그런데 그것이 굳이 적대적 M&A 가능성 때문에 기업지배구조를 개선한다고 저는 생각하지 않아요.

왜냐? 우리 사회의 다양한 이해집단들 속에서 기업이 좀 더 투명해지고, 좀 더 책임성을 가지려고 하라는 요구는 시장을 통한 힘도 있지만, 또 그 시장 외적인 요인에 의해서 많은 것들이 나타납니다. 그것을 기업들은 무시할 수가 없습니다. 단순하게 기업지배구조의 문제가 아니라, 기업의 사회적 책임이란 문제까지도 요즘은 나오게 되는 것이거든요.

이랬을 때 우리의 기업의 사회적 책임의 지배구조의 모든 것까지를 포함할 때, 지금 지배구조의 문제는 주주에 대한 책임이고, 주주의 영역을 넘어선 많은 책임들도 요구되고 있는 것이 사실이거든요. 그런 측면에서 볼 때 적대적 M&A가 지배구조의 개선에 기여하는 부분들이 있겠지만, 그 이외에 많은 기업들은 지금 현재 그 이상으로 사회적 책임이나 그것들을 지금 감당하려고 노력을 하고 있다, 이렇게 말씀을 드리는 것으로 제 답변을 마치겠습니다.

○ 이준섭 위원

아주대 이준섭 교수입니다. 제가 몇 가지 질문을 좀 드리겠습니다.

우리가 M&A 방어수단과 관련해서 쪽 이야기가 나오는 것 중에 하나가 첫 번째, “공격은 자유롭고 방어수단이 부족하다, 또 공수의 균형이 맞지 않는다” 이렇게 방금 강 변호사님도 말씀을 하셨는데, 이게 과연 맞는 말인가 하는데 저는 상당히 의문점이

있다고 생각을 하거든요. 공격수단이 많다는 것이 또 무슨 말이고, 방어수단이 부족하다는 말이 실제로 맞는 것인지 상당히 의문스러운데, 그것을 첫 번째 질문으로 던져보겠습니다.

또 하나는 권종호 교수님도 잠깐 언급을 하셨는데, 회사법상 일반적인 제도로서 방어수단으로 활용될 수 있는 제도들을 과연 우리가 법규정으로 만들 필요가 있느냐 하는 논의하고, 실제로 적대적 M&A가 있을 때 실제로 경영진이 방어조치를 할 수 있는지, 또 할 제도를 만들 필요가 있는지는 구별을 해야 되거든요. 구별을 분명히 해야 되는데, 구별이 되어서 반드시 이 자리에서 논의가 되어야 됩니다. 그런데 지금 현재가 되어서 논의되는 게 조금 문제가 되는 것 같고, 그래서 방금 “M&A 수단이 공격이 자유로운데 방어수단이 별로 없다” 그게 도대체 무슨 말인지를 좀 설명을 해 주셨으면 좋겠습니다.

강 변호사님이 한번 해 주십시오.

○ 강희철 위원

“공격과 관련해서 공격무기가 많다”라는 말씀은 적절한 것 같지 않고요, 공격무기에 대한 제한이 없다는 게 맞는 말이겠지요.

사실 M&A는 경영권을, 적대적 M&A라는 것은 미국에서는 주로 현재의 경영진과 현재의 이사진의 의사에 반해서 경영권을 뺏고자 하는 것이 적대적 M&A이고, 그건 다른 방법 없지요. 그냥 표 많이 갖고 가는, 의결권 주식이든지, 어쨌든 의결권을 많이 확보하는 수단밖에는 없는 것 아니겠습니까.

까? 궁극적으로는 그것이지요.

그런데 그것과 관련해서 특별한, 물론 절차적인 공개매수와 관련한 것이라든가, 그 다음에 또 위임장 권유와 관련해서라든가 그런 것과 관련해서 절차적인 규제만 있을 뿐이지, 현재 실제적인 규제는 전혀 없거든요. 그런 의미에서 저는 우선 공격에는 제한이 없다는 말씀을 드린 것입니다.

그 다음에 방어수단과 관련해서 그 말을 그대로 뒤집어 이야기한다고 하면 현재의 경영진이나 현재의 최대주주들이 표를 많이 확보하는 것에 관한 규제는 없는 것 아니냐고 말씀하시면 그것은 또 맞습니다. 그것은 또 맞는데, 단지 실제 방어와 관련해서 미국에 있어서의 포이즌 필이라는 것이 우선 도입된 게 우리나라와는 좀 사정이 다르지만, 실제 그러면 경영권 방어의 정당성이 어떤 점에서 있느냐, 미국에서의 경영권 방어는 현재의 경영자나 최대주주를 방어하기 위한 것이 아니고, 그렇게 방어수단을 줌으로써 궁극적으로 주주 모두에게 도움이 된다는 논리에 의해서 미국에서 경영권 방어 제도가 발전된 것 아닙니까?

즉, 무슨 이야기인가 하면 적절한 방어 방법을 주지 않으면 공격자가 짧은 시간에 그대로 일거에 공격을 성공시켰을 때, 말하자면 보다 더 나은, 보다 더 비싼 값에, 혹은 다른 대안을 강구할 수 있는 여유를 줄 수 없게 되기 때문에 결국 현재 미국에서의 경영권 방어제도는 결국 현재의 경영진과 이사들이 시간을 갖고 협상을 할 수 있는 기회를 주는 것이 미국에서의 경영권 방어 제도의 정당성으로 알고 있습니다.

그렇게 이야기를 한다고 그러면 우리나라에서는 상당히 많은 최대주주가 있기는 하지만, 그 논리를 그대로 적용한다고 하면 그것과 관련해서는 충분히 대다수 주주들이 보다 좋은 선택을 할 수 있는 시간과 협상의 기회를 제공할 수 있는 제도적인 장치는 만들어 주어야 되는 것 아니냐, 그렇게 해서 미국에서 발전된 것이 포이즌 필이라는 것이거든요.

그 다음에 그런 점에서 여러 가지 검토를 거쳐서, 그리고 또 사법적 심사를 거쳐서, 우선 제도 자체, 그리고 그 제도가 있는 경우에 그 제도를 어떤 범위에서 행사할 수 있느냐고 하면 또 별다른 문제 아니겠습니까. 그 두 가지를 구별할 수 있을 것 같습니다.

그래서 제가 교수님이 말씀하신 것에 대해서 답을 드린다면, 그냥 방어와 관련해서는 다른 나라에서 충분히 검토를 거쳐서 가치가 있다고 개발된 제도적인 장치라면 외국에서 입증된 것이니까 우리나라에서 그 자체 제도로서는 도입할 수 있는 것이고, 그 다음에 제도로서 선택을 할 수 있게 한 다음에 증권거래소에서, 그 다음에 각 개별 회사에서, 그 다음에 자본시장이 그 제도를 채택할 것인가, 말 것인가에 관해서는 다시 한번 거를 수 있는 장치가 있고, 그 다음에 또 나아가서는 사법 심사에 의한 거르는 장치가 있거든요.

특히 우리나라에는 미국에서는 없는 배임죄라는 것이 있어서 현재 경영진이나 최대주주가 뭔가 잘못하면 쇠고랑을 찰 수 있도록 되어 있기 때문에 그런 면에서는 미국

에서는 갖지 않은 추가적인 견제장치가 있는 것 아닌가라는 생각이 듭니다.

만일에 일반적으로 우리나라에서, 예를 들어 삼성전자에서 포이즌 필 제도를 도입한다고 했을 때 실제 참여연대를 비롯한 많은 shareholder activist나 NGO들이 거기에 대해서 치열하게 논쟁을 거칠 것이고, 그렇다면 그 치열한 논쟁을 거친 다음에 그 결과에 따라서 받아들여지고, 받아들여지지 않는 것으로 하면 되는 것이지, 법 자체가 그것을 못하게 할 것은 없는 것 아니냐는 겁니다.

○ 이준섭 위원

만약에 지금 포이즌 필을 도입한다면 포이즌 필은 지금도 회사 정관에서 할 수 있거든요. 그런데 다만 우리 상법의 법령, 또 상법의 일반원칙, 예컨대 주주평등의 원칙에 반하면 경영판단의 원칙이라면 이사회 책임으로 돌려서 책임을 물을 수 있겠지요. 그런데 만약에 도입을 한다면 어떻게 도입을 해야 되는지 그게 논의가 되어야 되거든요.

도입을 한다는 말도 좀 이상해요. 포이즌 필을 도입을 한다는 말이 무슨 말인지, 그것은 포이즌 필을 법령에 도입할 수는 없을 것 아니에요. 어차피 정관에 규정을 하는 것인데, 그러면 그 정관에 규정을 두는 포이즌 필의 형태가 과연 우리 상법, 회사법 체계 내에서 적당한 것이냐, 이런 것을 논의를 해야 되겠지요. 그래서 그냥 포이즌 필을 왜 도입을 안 하는지 이해할 수가 없다고 하는 것은 좀 말이 이상한 것 같습니다.

그리고 방어수단과 관련해서 한 가지만

말씀드리자면, 공수 균형이 안 맞는다는 말은 절대 동의할 수가 없습니다, 저의 개인적인 생각으로는. 왜냐 하면 방금 박광철 부원장님이 여러 나라의 입법례를 말씀하셨는데, 사실 지금 우리 김 국장님이 정확하게 지적을 하셨다시피, 미국의 회사법은 주 회사법이고, 연방법이 사실 없지 않습니까? 그런데 그 주 회사법이 경쟁을 하게 됐거든요. 경쟁이 뭐냐 하면, 규제로부터의 탈피예요. 그래서 주주평등의 원칙이고 뭐고 거기는 없습니다. 무조건 규제로부터 자유로운 주로 회사에 근거지가 이동을 하게끔 되어 있거든요. 그래서 포이즌 필을 도입을 하든, 아니면 방어법제가 있든, 공격수단이 어떻든간에 그것을 상관하지 않거든요.

그런데 우리와 같은 법제를 가지고 있는 나라들의 경우에는 이게 아예 없거든요. 옛날에 전근대적이라고 하는 차등의결권주, 황금주가 있었던 적이 있지만 지금은 전부 폐지됐단 말이에요. 폐지가 되어 있고. 그것이 남아있는 경우도 있어요. 그것은 우기는 것이지요. 끝까지 시간을 벌자는 속셈인데, 그것은 견딜 수가 없어요. 지금 현재 국제 규범 체제 아래에서는요. 그런데 방어수단이 부족하다는 말은 좀 적절치 않은 이유가 우리가 지금 적대적 M&A를 시도해서 안 된 것 중에 대표적인 사례가 제3자 배정이거든요. 신주 발행할 때 제3자 배정과 CB나 BW 제3자 배정에서 일거에 지분을 뒤엎어버리는 경우인데, 사실은 EU와 같이 황금주 등을 다 없앤 국가에서는 이걸 상상할 수가 없단 말이에요. 자사주도 취득할 수가 없고, 또 신주 발행할 때 간단하게 제3자 배정을

할 수도 없고, CB, BW도 간단하게 제3자 배정을 할 수가 없는 체제 아래서도 이것을 없앴단 말이에요. 그런데 우리와 같이 자사주 취득하고, 간단하게 제3자 배정하고, CB 발행하고 해서 훌륭한 방어수단이 있는데, 방어수단이 부족하다는 말을, 공수 균형이 부족하다는 말을 그렇게 쓸 수 있는가 하는데 상당히 의문점이 있고, 저는 그래서 우리가 경영권 방어수단을 정관에 도입하는 것은 그 회사의 주인인 주주들이 결정할 수 있는 문제라고 봐요. 보는데 어떠한 방어수단을 어떤 수준으로 도입을 할 것인지를 심층적으로, 핵심적으로 논의할 필요가 있겠다는 생각이 들거든요.

○ 강희철 위원

한 가지만 말씀드리겠습니다.

우선 이 교수님도 그렇게 말씀하시고, 박 부원장님도 말씀을 하시는데, 우리 법상 포이즌 필을 도입할 수 있다는 부분에 대한 말씀은 저는 전혀 동의하지 않습니다. 정관에 무슨 규정인들 못 두겠습니까? 정관에 규정은 둘 수가 있지요. 그런데 그 정관규정이 유효하나, 무효이냐의 문제를 따져야지요.

단순히 제 생각에는 우리나라의 현재 신주인수권에 관한 제약이라든가 이런 등등에 비추어 볼 때 포이즌 필에 관한 제도를 두면 그것은 이론의 여지없이 100% 무효지요. 단순히 이사의 책임문제에 그치는 것이 아니고, 그것은 당연히 효력이 없는 제도가 될 것이기 때문에 현행법상 정관에 의해서 정관에 규정은 둘 수 있지만, 유효한 정관으로 포이즌 필을 도입할 수 있다는 부분에

대해서는 저는 전혀 동의하지 않습니다.

여기에서의 논의는 단지 말하자면 정관에 그렇게 둘 수 있도록, 그리고 정관에 두었을 때 그것이 유효한 규정이 될 수 있도록 하자라는 논의를 지금 하는 것이 아닌가, 물론 그러면 구체적으로 어떤 범위까지 그것을 허용할 것인가라는 것은 충분히 논의를 할 사항인데, 아예 정관에 들으로써, 여러 가지 방법이 있겠습니까만, 통상적으로 우리가 생각하는 지금 도입한다고, 도입 쪽에 찬성하시는 분들도 정관에 규정 근거 정도는 두자라는 식으로 아마 이야기가 된다고 하면 어떤 범위에서 허용할 것인가라는 것은 충분히 논의를 할 사항이 되지만, 기본적으로 그것을 가능하게 할 것인가, 말 것인가라는 부분에 대해서는 충분히 좀 더 전향적으로 생각해야 될 것이 아닌가 싶은 생각이 듭니다.

그 다음에 여러 가지 현황 등에 관해서 이 교수님께서 말씀을 조금 하셨는데, 제가 이해한 바와 상당히 다른 것이 많습니다. 그렇지만 제가 과문한 탓인지 몰라서 거기에 대해서는 제가 말씀을 안 드리겠습니다.

○ 송종준 위원장

고맙습니다. 하여튼 벌써 뜨거운 법률 논쟁이 들어가는데, 그것은 좀 천천히 나중에 해도 괜찮습니다.

그래서 이번 세션만 하고 쉬겠습니다.

조금 궁금한 사항을 주로 질문을 하시면 됩니다.

○ 권중호 위원

이 교수님이 말씀하신 것과 관련해서 제가 말씀드리고 싶은 것은 지금 M&A에 관한 규제를 크게 나누어 보면 일반적으로 두 가지 유형으로 나누는데, 예를 들어서 유럽의 형태는 공격할 때 의무공개매수제도 같은 것으로 해서 사실은 공격하는 방법에 있어서 가장 문제가 생기는 부분적 공개매수 같은 것이 이루어지면 주주의 강압성을 이용하는 것이니까, 그래서 입구를 막고, 입구를 막으면서 그 대신 동시에 방어수단을 굉장히 엄격히 제한하는 그와 같은 시스템이 하나 있고, 또 하나는 공격은 쉽게 하도록 하고 그 대신 방어에 대해서는 기업이 알아서 다양한 방어수단을 주어서 막게 하는 두 시스템이 있는데, 그렇게 보면 사실 미국의 시스템은 어떨까 하면 공격은 부분적 공개매수도 가능하게 하는 방법으로 하고, 그 다음에 방어는 다양하게 주고 기업에서 알아서 하고, 남용에 대해서는 사법적으로 판단하는 시스템입니다. 사실 독일이나 유럽 같은 경우는 가능하면 애당초부터 주주에게 강압성을 준다든지 하는 것을 막는 것으로 하고, 그 대신에 입구를 막으니까 방어하는데도 굉장히 제약을 하는 측면이 있습니다.

그리고 우리가 독일의 경우를 이야기하는데, 독일은 사실 공개회사 같은 경우는 공동의결제 이런 식으로 되어서 지금 우리나라처럼 이사회 과반수를 지배하면 회사의 경영권을 지배하는 나라가 아니거든요. 그러니까 노동자도 반 들어가고 이런 식이기 때문에 방어수단만 놓고 보면 미국은 풀어놓은 나라지만, 유럽은 굉장히 제한하는 나라

라는 식이 되는데, 규제의 총량이라는 측면에서 다를 수 있다는 것 하나하고, 그 다음에 또 하나가 현재 방어수단을 도입하면서 그러면 정관으로 도입하는데 우리가 어느 수준까지 정관에 도입하는 것을 허용할 것이냐에 대해 우리가 논하자는데, 이것은 정말로 아니라는 생각이 듭니다.

지금 여기서 우리가 해야 될 것은, 예를 들어서 기업이 포이즌 필을 도입하는 것을 허용하자고 하면 포이즌 필을 도입하는데 사용될 수 있는 수단을 제공하는 것이고, 거기에 대해서 법으로 할 수 있는 것은 수단을 제공하는 것이고, 거기에서 기업이 도입하느냐, 마느냐 하는 것은 기업에서 알아서 할 일이고, 그래서 도입하는데 있어서 도가 지나치면 거기에서 규제를 하는 문제인데, 방금 김학현 위원님께서도 말씀하신 것 중에 하나가 우리나라의 현실은 방어수단이 도입이 되면 적대적 M&A가 일어나지 않지 않겠느냐는 말씀인데, 저는 그렇게 봅니다. 그것은 바로 방어수단이 있음으로 해서 적대적 M&A가 불가능하게...

○ 김학현 위원

일어나지 않을 것 아니냐가 아니라 지금도 안 일어나는데 가능성도 없어지는 것 아니냐 이 말입니다.

○ 권중호 위원

저는 그렇게 봅니다.

방어수단을 주었을 때 적대적 M&A가 그것이 순기능을 하든, 역기능을 하든 모든 것을 막아치우려고 하면 그 작동이 누구 손

에 쥐어져야 하느냐면 경영자의 손에 쥐어졌을 때 그럴 가능성이 굉장히 높습니다.

그래서 이것을 막는 방법은 작동을 주주총회나 독립적인 제3자의 기관으로 가도록 해야 되는데, 아까 박광철 부원장님께서도 말씀하셨지만, 사실은 우리가 언뜻 생각하면 주주총회에서 모든 결정권을 주면 best인 것 같지만, 주주총회 자체가 형해화 되면 굉장히 문제가 있을 수 있습니다.

오히려 방어수단에서 발동 기관은 주주총회든, 독립된 제3자 기관으로 하도록 하는 방법으로 하면 3자 기관이 객관적으로 판단해서 기업가치를 창출하는 것 같으면, 방어수단을 못쓰게 하면 우리가 바라는 적대적 M&A가 이루어지는 것이 아니냐는 생각이 들고, 또 하나는 우리가 늘 이야기하는 것 중에 보면 적대적 M&A를 하는 사람 입장에서 보면 이 사람은 이익만 내면 무슨 짓이든 합니다.

물이 흐르는 것도 마찬가지입니다. 물도 높은 데서 낮은 데로 흘러가기 때문에 이것이 순기능을 하려고 하면 치수를 해야 순기능을 하는 것과 마찬가지로 적대적 M&A를 풀어놓으면 그것은 자기 이익이 극대화되는 방법으로 할 수밖에 없기 때문에 우리나라에서 적대적 M&A가 순기능을 하느냐, 역기능을 하느냐의 문제는 규제를 어떻게 갖고 가느냐의 문제이지, 그대로 방치할 문제하고는 전혀 관계가 없다라는 생각이 듭니다.

또 하나 말씀드리면, 우리나라는 정말로 공격방법을 풀어놓은, 입구를 막지 않는 나라지만, 대신에 방어수단이라는 측면에서 보면 방금 말씀드린 3자 배정, 사실은 우리나라

라 현재 회사법을 보면 신기술 개발과 같은 그런 제한이 다 있습니다. 그리고 또 나중에 말씀드리려고 했지만, 이사 해임을 특별의결권으로 하는 것도 학설 중에서는 그것은 안 된다고 하는 학설이 굉장히 유력합니다.

또 지금 현재 우리나라 방어수단으로 이용될 수 있는 제도가 예를 들어 자사주라고 해도 자사주는 본질적으로 배당가능 이익으로 취득할 수 있기 때문에 배당 가능 이익이 없는 기업은 자사주를 방어수단으로 이용하지 못하는 등 문제가 굉장히 많거든요.

그래서 제가 보기에는 공격방법은 자유로운데 방어수단은 확실히 제한된 나라라는 생각을 합니다.

○ 송종준 위원장

공수 불균형의 문제가 아마 방어수단을 추가로 공급해야 되는 문제와 관련해서 항상 기본전제가 되어왔던 것이 사실인데요. 우리나라의 경우 공격 방어의 불균형인가라고 하는 문제는 근본적인 문제인 것 같은데, 어떻게 보면 균형을 이루고 있다고 볼 수도 있고, 어떻게 보면 균형을 이루고 있지 않다고도 볼 수 있는데, 균형을 이루고 있지 않다고 보는 관점은 다른 방어수단이 많이 있는데, 그런 방어수단들은 굉장히 절차가 까다로워서 채택하기가 어렵거나, 많은 비용이 들어간다고 하는 관점에서 주로 보는 것 같습니다.

그러니까 저렴하게 방어할 수 있는 수단을 주어야 된다, 그 대표적인 수단이 포이즌 필이라고 해서 불과 2~3년 전만 해도 아무도 몰랐는데, 지금은 전 국민이 포이즌

필을 다 알 정도가 됐습니다, 하도 신문에 많이 나와가지고. 그래서 그 도입 문제는 반드시 불균형이기 때문에 그것을 도입해야 된다고 하는 논리와 과연 밀접한 관련성이 있는 것이냐고 하는 생각이 들고요.

항상 추가로 경영권 방어수단을 도입해야 된다고 주장하시는 분들에 대해서 평소 제가 좀 의문을 가지고 있는 사항들이 몇 가지 있는데, 첫 번째, 왕 박사님께서 IPO 때 차등의결권을 발행하면 무슨 문제가 될 것이냐고 하는 의문을, 10분의 1일 때 주식을 발행한단 말이지요, 공모를 하는 것인데, 그런 문제를 말씀을 하셨는데, 과연 이것이 실효성이 있는가라는 의문이 생길 수 있다는 것이지요.

우리 상법에는 정관에 의한 주식양도 제한규정이 있어서 지배권, 경영권을 보호하려면 그것을 이용하라고 해서 애써서 만들어 주었는데, 제가 알기로는 단 한 기업도 그것을 채택한 기업이 없다는 것으로 알고 있고, 또 의결권 없는 우선주, 우선주 발행을 4분의 1, 상장회사의 경우는 2분의 1까지 발행하도록 해서 적절하게 경영권 방어를 보호할 수 있도록 했는데, 초기에 잠시 많이 이용되다가 최근에 와서는 굉장히 이용률이 떨어진다고 하는 이야기가 있고, 특히 의결권 없는 우선주와 관련해서 항상 큰 의문을 갖는 것 중에 하나가 의결권이 있고, 없고의 차이가 이렇게 주가에 많은 차이나는 나라가 과연 세계에 있는가라고 하는 의문이 들 정도로 우리나라의 경우 회사에서의 의결권이라고 하는 것, 컨트롤 프리미엄의 가치라고 하는 것이 너무 크다, 이게

거의 절반가격이거든요, 우선주들이.

그래서 이것은 하여튼 재무학자들이 많이 설명을 해 주셨으면 좋겠는데, 차등의결권 주식을 IPO로 했을 때 이것이 과연 다른 선례를 보았을 때 실효성이 있는 제도가 아니라고 하는 문제가 하나 있고요.

일본이 포이즌 필 신주예약권 제도를 도입한 이후로 우리가 그것을 채택하기 위해서 많은 논의가 있고, 대표적인 입법례로서 소개가 되고 있지 않습니까? 그런데 일본에서 바로 오늘 아침 기사가 난 것을 보면, 미국이나 유럽 또 캐나다의 기관투자자들이 포이즌 필을 채택한 기업들에 대해서 그것을 없애도록 하는 압력을 가하고 있다는 기사도 난 바가 있고, 일본 내에서도 그 부분에 관한 반성을 한다고 하는 기사가 난 적이 있습니다.

그것과 관련해서 일본에서 신주예약권을 많은 기업들이 12% 이상 채택을 했다고 했는데, 동경증권거래소의 지수를 기준으로 했을 때 포이즌 필을 채택한 기업의 경우 한 녀 달의 기간 동안에 주가가 4%가 빠졌는데, 그것을 폐지한 이후에 무려 7%가 올랐다고 하는 보고를 누가 하고 있거든요. 바로 그런 강력한 방어수단을 도입하면 주가가 하락할 수 있는데, 주가가 하락한다고 하는 것은 곧 기업가치의 하락이다, 방어수단을 도입했을 때 기업가치가 하락하면 그 방어수단을 행사하는 것이 과연 회사법상 용인될 수 있을 것이냐고 하는 문제가 두 번째 문제입니다.

또 하나는 우리가 모든 주식회사를 다 싸잡아서 하나로 보고 이야기를 하기 때문

에 어떤 경우는 경영권을 승계해 주어야 될 상황이 있는 경우도 있을 수 있겠고, 벤처기업인 경우도 있을 수 있을 것이고, 어떤 경우는 그야말로 다국적 기업에 해당되는 공개기업인 경우도 있을 수 있을 것이고, 단순한 상장회사인 경우도 있을 수 있을 것이고, 또 공공적 법인도 있을 수 있을 것이고, 국가기간산업일 수도 있다는 이야기지요.

그럴 경우 이런 방어수단들을 도입할 때 그런 회사의 형태, 이것을 구분하지 않고 싸잡아서 논의하는 것이 과연 옳은 것이냐고 하는 근본적인 문제를 가지고 있거든요. 그래서 이런 부분에 관해서 방어수단을 적극적으로 도입하는 것이 좋다고 하는 입장에서 보았을 때 어떻게 설명을 하실 수 있는지 한번 말씀을 듣고 싶습니다.

○ 왕윤중 위원

제가 사실 좀 약해졌다고 그러셨는데 맞습니다. 송 위원님이 제대로 보신 것이고요. 예전보다 약해진 것은 하도 반대한 사람들이 많아서요.

그래도 일단 완전히 금지시키는 것보다 조금이라도 도입의 여지를 남겨두는 것이 좋지 않나? 정말 왜 그렇게 반대를 하시는지, 목숨을 걸고 하시는지 그 이유를 잘 모르겠어요.

저는 시장을 믿고, 그 다음에 일본의 경우에도 시장이 작동하고 있다, 예를 들면 포이즌 필을 도입한 기업과 아닌 기업, 그것은 상황에 따라서 기업 가치에 반영이 되더라, 우리 시장도 좀 그랬으면 좋겠어요. 그렇게 작동될 것이라고 저는 믿습니다. 굉장히

건강한 시장이고요, 그래서 경영권 방어가 과연 어떻게 기업가치에 영향을 미칠 수 있는지, 그렇지 않을 수도 있고, 우리의 경우에.

그렇지만 어쨌든 간에 그것이 도입이 되어서 그것이 기업가치에 영향을 미친다고 할 때 경영자의 입장에서는 지배주주가 있긴, 지배주주가 아니건 간에 주주가치를 극대화하기 위해서 항상 노력을 합니다. 상당히 노력을 하지요. 요즘 사회이사, 이런 내부 지배구조뿐만 아니라 외부와 커뮤니케이션을 굉장히 열심히 합니다. 삼성전자의 경우 분기마다 주주들 IR을 하게 되고, 이게 상당히 큰 기업에는 경영에 있어서 굉장히 중요한 부분이거든요.

기업인들이, 경영인들이 기업가치에 대해서 신경을 안 쓸 수가 없거든요. 그렇기 때문에 그런 시장의 작동을 통해서도 건강하게 움직여 나갈 수 있는 여지가 있을 것으로 저는 생각하는데, ‘그런 시장조차도 만들지 말자, 기업인들은 다 그렇다’ 그것은 제가 볼 때 아직 우리 시장에 대한 믿음이 부족하신 것 같아요. 그러나 ‘저는 그렇지 않다, 우리 시장에 대한 믿음을 이제는 좀 가지셔도 되지 않을까’라고 생각을 하고요.

분명히 기업가치를 훼손한다고 생각할 경우에 많은 기업들은 도입을 안 할 겁니다. 아마 SK, 삼성 대기업들의 경우 ‘굳이 포이즌 필 도입해서 무슨 이득이 있다고, 주주들이 아우성 칠 텐데...’ 상당히 고민을 많이 할 겁니다. 그리고 변호사님들과 많은 의논을 거쳐서 우리가 이 시점에서 경영권 방어장치를 도입을 해서 그것을 정관에 반

영하는 것이 낫겠냐, 여러 가지 판단을 할 겁니다.

차등의결권 제도에 대해서는 여러 가지 형태가 있을 수 있습니다. 예를 들면 IPO 과정에서 구주를 공개하는 형태일 수도 있고, 그 다음에 구주 공개가 아니라 신주를 새로 발행해서 어떤 형태든 간에 자금을 조달하는 형태도 있을 수 있고, 여러 가지 형태로 나누어질 수 있을 텐데, 일단은 구글의 예를 하나 든 것입니다. 구글이 IPO 과정에서 나타났던 그런 것들을 가지고 이야기를 했던 것이고, 충분히 기존 기업들도 증거를 하는 과정에서 예를 들면 신주를 발행하기로, 그때 차등의결권을 도입할 것이냐, 말 것이냐, 그렇게 자본 조달을 하는 것이 기업가치에 전반적으로 볼 때 도움이 되고, 그리고 그렇게 할 경우에 가장 효과적으로 자금이 조달될 것이냐 여러 가지 생각을 하게 될 겁니다.

‘이런 것들이 우리 시장에서 형성이 되는 것 자체는 적어도 기업가치를 훼손하지 않는 방향으로 움직여 나갈 수 있는 여과장치가 있다’ 저는 이렇게 생각을 하고 있는 것이거든요. 그런데 ‘그것이 악용되고 남용될 것이다’라고 하는데, 남용될 수 있는 소지라는 것은 제가 볼 때 차등의결권 부분에 있어서 사전적으로 이미 들어가는 것이기 때문에 남용의 여지는 없는 것이지요. 왜냐하면 사람들이 ‘차등의결권이 이렇게 되어 있구나. 그러면 이 기업은 이렇게 활용되기 때문에 택도 없다. 적대적 M&A 하는 것은 구조적으로 불가능 하겠구나’ 파악을 할 겁니다.

또한 예를 들면 포이즌 필 같은 경우에 정관에 반영하는 경우와 반영하지 않은 경우에 아마 공격자의 입장에서는 생각을 해 볼 겁니다. 이 기업이 지금 현재 저평가된 기업이기 때문에 내가 공격해 들어갈 경우에 포이즌 필을 발동할 것이냐, 안 할 것이냐, game structure가 되는 것이지요. 그러니까 시장은 이런 식으로 작동하는 것이 제가 볼 때는 건강한 것 같아요.

그렇게 좀 한번 만들어보는 것이 제 생각인데, 하도 반대가 심하니까 제가 입장을 조금씩 줄여서, 저는 사실 엑스플로리어(Exon-Florio) 같은 것도 도입이 필요하다고 주장했던 사람인데, 여기 제 논문 페이지에서는 전혀 그런 것을 반영하지 않았습니다. 그것은 더 심한 반대를 일으킬 것 같아서. 그런데 일단 저는 권종호 교수님이 말씀하신대로, 거기서 약간 제가 더 후퇴한 입장이기는 하지만, 일단 우리 시장의 힘을 믿고 기업이 선택할 수 있도록, 기업이 이것을 무조건 도입하는 것이 아니라 선별적으로 바람직하다고 생각할 경우에 도입할 것이기 때문에 그런 것을 좀 믿고 해 보시는 게 좋지 않을까라는 생각으로 정리를 드리겠습니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 차등의결권 주식을 IPO 방식으로 새로이 발행할 경우는 일반 의결권 없는 우선주 등과 마찬가지로 하나의 메뉴를 하나 더 주고, 실제로 그것이 시장에서 많이 활용될 것인가의 여부는 시장에 맡기자는 말씀이시지요?

○ 강희철 위원

위원장님, 방금 말씀하신 현행 제도와 관련해서 한 가지만 말씀드리겠습니다. 위원장님은 현행 우리 상법상 주식 양도에 이사회 승인을 받도록 할 수 있는 제도적인 장치가 되어 있는데도 어떤 기업도 그 제도를 채택하고 있지 않다, 현재 있는 제도를 활용하고 있지 않지만 않느냐는 말씀을 하셨는데, 상장회사는 그 주식 양도제한 규정을 정관에 둘 수가 없습니다.

지금 그 점과 관련해서도 상당한 시사점이 있는데요. 왜냐 하면 현재 우리나라 증권거래소의 상장규정에서 주식 양도에 대한 제한이 있으면 상장을 허용하지 않습니다. 그렇기 때문에 상장회사는 정관에 주식양도의 이사회 승인을 요하는 규정을 둘 수가 없거든요.

그것과 관련해서 실제 코스닥 같은 경우는 실무상 심지어는, 최근에는 어떤지 모르겠습니다만, 상당히 오래전까지 주주 간 계약에 의해서 주주들끼리 양도제한을 두는 경우에도 상장을 못하도록 하는 실무까지도 있었습니다. 지금은 제가 확인을 하지 않았습니다.

그런 제도적인 장치가 가능하다 하더라도 거래소 규정에 의해서 또 한번 그럴 수 있다는 좋은 예입니다. 구글이 나스닥에 가는 이유도 NYSE가 차등의결권 제도를 허용하지 않았기 때문에 나스닥으로 갔거든요. 것처럼 우리나라에 코스닥도 있고, 유가증권시장도 있고 이랬을 때 경영권 방어제도와 관련해서도 그것 심하다, 이렇게 심한 것은 상장 허용하지 않는다는 식으로 상장규정에

서 규제할 수 있고, 그것이 지금 미국에서 일어나고 있고, 일본에서 일어나고 있거든요.

그래서 일단 법 자체는 좀 넓게 허용하더라도 실제 거를 수 있는 단계가, 제가 말씀드렸습니다만, 실제 거래소 규정도 있고, 자본시장도 있고, 사법 심사도 있고, 그것도 민·형사 다 있으니까 그런 점들을 고려했을 때 좀 더 유연하게 보는 게 좋지 않으나, 저는 그런 생각을 하는 것입니다.

○ 송종준 위원장

주식양도 제한규정을 두면 상장규정에서 상장을 안 시키도록 하는 게 당연히 있는데요. 만약 그런 논리를 가지고 한다면 예컨대 포이즌 필이나 여러 가지 황금주를 도입했을 때 사실 우리의 논의의 핵심은 상장회사거든요. 그러면 증권거래소가 그것을 상장 못하도록 걸면 받아들일 자신이 있습니까?

미국과 같은 경우는 복수증권거래소가 다양하게 있기 때문에 이 시장에서 안 되더라도 시장에 가서 할 수 있지만, 우리는 완전 독점체제로 하나밖에 없거든요. 이것이 입법 기술상 굉장히 어려운 문제이고, 증권선물거래소가 자체적으로 ‘우리는 그런 회사 상장 못하겠다’고 한다면 과연 이런 논의들이 무슨 실익이 있겠는가?

그렇다면 비상장회사의 경우는 경영권 쟁탈의 문제는 없는가? 분명히 있거든요. 그러면 우리가 논의하는 대상이 오로지 상장회사만인가? 여러 가지가 있지 않습니까?

○ 강희철 위원

비상장회사의 경우는 경영권 침탈의 가능성이 문제가 굉장히 적은데, 그렇다 하더라도 있겠지요. 그것은 법에서 그냥 일반적인 제한을 두는 것이고, 그 다음에 법에서 허용하는 제도가 그렇게 수치화할 수 있을지 모르겠습니다만, 적대적 M&A가 현실적으로 일어날 수 있는 가능성과 관련해서 그 제한의 정도가 1에서 10까지 이렇게 다양하게 있을 수 있을 것입니다. 법에서 확 풀어 놓는다고 하면요. 그랬을 때 1에서 10까지 이렇게 가능할 때, 한계기업이, 요새 우리나라에도 golden parachute와 관련해서 코스닥 기업 중에는 정말로 납득하기 어려운 정관 규정들이 들어간 경우들이 있거든요. 그런 것은 규제한다고 했을 때, 예를 들어서 1에서 10까지의 규제가 있을 때 9~10 정도 하면 ‘이것은 사실상 적대적 M&A가 불가능하기 때문에 이것은 안 된다’는 정도까지는 할 수 있는 것 아닌가라는 생각을 하는 것이지요.

○ 송종준 위원장

하여튼 벌써 두 테마의 본질적인 것은 다 했다고 보고요. 오늘 또 발표하실 분들이 계신데 큰 흐름상으로는 같은 취지가 반복이 될 것 같습니다.

일단 한 15분 휴식시간을 갖도록 하겠습니다.

(정회 15시 55분)

(속개 16시 10분)

○ 송종준 위원장

그러면 신 교수님 말씀하십시오.

○ 신현한 위원

2시간 동안 말하고 싶은 것이 많이 있었는데 계속 다른 분들이 말씀을 많이 하셔서 제가 제 발표기회가 올 때까지 그냥 기다렸습니다.

저는 경영학과 교수이면서 또 재무관리를 가르치고 있기 때문에 그쪽 분야에 관해서 아마 전문가의 의견을 제시해 달라는 취지에서 저를 부르신 것 같습니다. 그래서 제가 말씀드리는 것이 아마 범조계나 경제학 전공을 하신 분들하고는 약간 다른 관점들이 많이 있을 것이라고 생각을 합니다.

저는 먼저 기업의 경영권 보호가 필요하다는 이야기가 이번 정권에서 나온 이유가 무엇인가, 거기에서부터 좀 논의가 시작되어야 저희가 상법 개정에서 경영권 보호라는 것이 과연 있어야 되는가, 있으려면 어떤 제도를 취할 것인가 하는 그런 목적을 달성할 수 있을 것이라고 생각합니다.

상법 개정의 목적 자체가 지금 경제 전체가 상당히 침체되어 있고, 우리나라 기업들의 경쟁 환경이 변하고 있는 상황에서 우리나라 기업들의 경영권이 보호되지 않음으로써 기업들이 자체적으로 경영권을 보호하려는 여러 가지 노력을 취하는 과정에서 자원의 낭비가 발생하고, 그것 때문에 투자가 일어나지 못하고, 일자리가 만들어지는 못하는 악순환이 발생하는 것 때문에 경영권 보호가 필요하지 않느냐 하는 생각을 한 것 같습니다. 그런 면에서 기업 경쟁력 강화라

는 측면, 그리고 투자 활성화라는 측면에서 경영권 보호라는 것을 만들어야 되는 상황이 아닌가라고 생각합니다.

그래서 경영권 보호의 목적을 저는 나름대로 기업 경쟁력 강화, 그리고 일자리 창출이라는 경제 전체의 어떤 목적을 달성하는데 그 보호의 필요성이 있다고 생각합니다.

그래서 그런 관점에서 제가 논리를 펴는 글을 작성했고, 그런 관점에서 이해를 해주시기 바랍니다.

순서를 보시면, 2쪽에 기업 간 M&A 허용의 필요성에 대해서 많은 분들이 이미 말씀을 해 주셨는데, 잠깐 다시 한번 정리를 하도록 하고, 그 다음에 경영권 방어수단 도입의 필요성은 또 무엇인지 여러 가지 논의된 것도 있고, 논의되지 못한 것도 있습니다. 그런 것들을 좀 말씀드릴 것이고요.

그 다음에 도입 가능한 경영권 방어기제가 어떤 것이 있고, 어떤 장점과 단점이 있는지 말씀드릴 것이고, 도입할 때 유의사항에 대해서 좀 말씀을 드리겠습니다.

먼저 3쪽을 보시면, 기업 간 M&A 허용의 필요성은 일단 M&A에 여러 가지 효용이 있다는 것입니다.

기업 입장에서는 새로운 사업영역으로 진출을 할 때 사업부를 신설하는 것보다는 이미 신설되어 있는 회사를 인수하는 것이 실패의 위험도 줄여주고, 또 어떤 새로운 시장이나 상품을 개발하는데 있어서 보다 신속할 수 있다는 이점이 있고요. 사회적인 효용으로서 제한적인 자원이 경제 전체적으로 생산성을 극대화할 수 있는 쪽으로 사용될 수 있다는 사회적인 효용이 있습니다.

그런데 이것은 우리가 큰 가정을 하고 있는데, 지금 적대적 M&A에 대해서 계속 수월하도록 해 주어야 된다고 주장하는 쪽에서는 인수자가 지금 현재의 경영자보다 훨씬 더 효율적으로 자원을 활용할 것이라는 전제, 가정이 있습니다. 그런데 그것은 저희가 사실 알 수 없는 것입니다. 일단은 그런 인수자가 보다 더 효율적이라는 가정 하에서는 적대적 M&A가 제한적인 자원의 생산성을 극대화해 줄 수 있다는 효용 측면도 있습니다.

그 다음에 경영진에 대한 견제기능이 있지요. 그래서 보통 주주총회나 이사회를 통한 기업 내부 견제수단이 있는데, 이러한 기업 내부 견제수단이 잘 작동되지 못하는 경우에 기업 외부로부터의 견제수단으로서 M&A가 있다는 것이 M&A의 또 다른 효용이라고 볼 수 있습니다.

그래서 이러한 여러 가지 좋은 점들이 있기 때문에 기업 간 M&A는 계속해서 허용이 되어야 됩니다.

하지만 M&A가 허용이 된다는 것과 적대적 M&A가 허용이 된다는 것과는 다른 이야기가 됩니다.

우리가 계속 논의를 하면서 우리나라 기업들에게 공격의 수단은 많지만, 방어의 수단은 없다는 이야기에 대해서 동의하시는 분도 있고, 동의하지 않는 분도 계셨는데, 미국의 주법에 보면 공격을 하는 사람들이 의무공개매수를 해야 된다는지, 또는 이해관계자로부터 모든 동의를 얻어야 된다는지, 그 다음에 차별적인 tender offer를 할 수 없다는지, 이런 것들로 공격을 하는데 있어

서 여러 가지 어려움을 주고 있는데, 우리는 그러한 어려움을 주는 규제가 없다는 점에서 공격의 수단은 많은데, 방어 수단은 없다는 이야기가 나오는 것 같습니다.

그래서 그런 형평성 이야기가 첫 번째 4쪽을 보시면 경영권 방어수단의 도입의 필요성이라고 이야기가 많이 되는 것이고요. 그래서 공격자와 방어자간의 형평성 이야기가 첫 번째 도입의 필요성이라고 볼 수 있고, 그 다음에 이것을 우리가 법적인 관점에서만 볼 것이 아니라, 기업을 경영하는 경영자의 입장에서 보고, 그 다음에 기업의 소유구조, 주주의 입장, 또 기업의 투자 입장, 이런 쪽으로 봤을 때 경영권 방어가 어떠한 효율이 있는가를 같이 생각해 봐야 됩니다.

조금 전에 우리가 논의를 하면서 우리나라 기업들이 사용할 수 있는 여러 가지 경영권 방어 방법들이 있을 수 있는데, 예를 들면 제3자 배정을 통해서 경영권에 대한 도전이 있을 때 언제든지 제3자에게 자사주 매각을 할 수 있는 제도가 있는데, 그런 것들이 있는 상태에서 왜 포이즌 필이 필요한 가라는 이야기도 있었습니다.

그런데 그것이 바로 경영권 방어를 위해서 돈이 들어가는 것이냐, 아니냐, 그 다음에 경영권 방어를 하는 과정에서 경영 의사결정이 왜곡되는 현상이 있느냐, 없느냐, 이런 점에 있어서 포이즌 필은 그러한 단점은 없는 동시에 경영권 보호라는 것을 할 수 있도록 해 줍니다. 반면에 다른 제도들, 여러 가지 소유구조를 왜곡시키는, 그래서 우리나라 기업들한테만 나타나고 있는 과거의

피라미드라든지, 또는 상호출자라든지, 지금의 순환출자제도 등이 외국하고 비교해 보면 우리나라밖에 없다, 그래서 우리나라 경영자들이 굉장히 비도덕적인 것처럼 비쳐지기도 하고 그랬는데, 그런 것들이 전부 다 우리나라 기업들에게 경영권 보호장치인 차등의결권이라든지, 포이즌 필이라는 제도가 없었기 때문에 만들어진 값비싼 경영권 보호장치였다고 볼 수 있습니다.

그래서 이런 값비싼 경영권 보호장치들을 우리가 제거해 줌으로써 값싼 경영권 보호를 통해서 보다 더 경영 의사결정이 주주 가치 극대화의 방향으로 쓰일 수 있도록 하자는 것이 도입의 필요성이라고 볼 수 있습니다.

개괄적인 내용은 그렇고요.

구체적으로 들어가서 4쪽을 보시면 형평성 문제에서 저희가 잘 알다시피 외자유치를 위해서 대부분의 규제를 철폐했고, 그래서 타이거 펀드, 소버린, 칼 아이칸 등 국내기업의 경영권을 위협했던 사례들이 있습니다.

그 다음에 상대적으로 취약한 경영권 방어수단 때문에 자사주 매입 같은 비효율적인 수단을 통한 경영권 방어가 있었고요. 그 다음에 앞으로 FTA가 도입이 되게 됐을 때 crossborder M&A가 활발해질 것인데, 우리가 거기에 대한 지식이나 경험, 제도적 정비가 아직도 부진한 상태에서 보통 학계의 연구결과로는 FTA가 일어나게 되면 crossborder M&A가 굉장히 활발해지고, 우리나라 기업들이 상당히 많은 적대적 M&A에 노출이 될 것이라는 의견도 있습니다. 여기에 대해서는 보다 많은 연구가 필요하

기 때문에 제가 보다 더 구체적으로 이야기 드릴 수는 없을 것 같습니다.

5쪽을 같이 보시면 경영권 방어수단의 도입 필요성으로서 두 번째는 주주의 이익 극대화 가능성입니다.

여기에 대해서 포이즌 필을 도입하면 경영권이 고착화되지 않느냐라는 의견이 있을 수 있는데, 사실은 미국의 기업 M&A 사례를 보면 주주의 자유의사에 따라서 포이즌 필을 폐지한 후에 주식을 판매할 수 있는 사례들이 많이 나타나고 있습니다.

그래서 미국이 지금 여러분도 잘 아시다시피 latent poison pill이 있지만, 그 latent poison pill 자체를 주총에서 적용하지 않겠다고 의결을 하고, 인수나 합병에 주주들이 전부 다 같이 독려하는 그런 사례도 있습니다. 포이즌 필을 도입한다고 해서 주총이 완전히 무력화되는 그런 것도 아니고요, 포이즌 필 자체를 다시 폐지할 수도 있고, 아예 도입하지 않을 수도 있는 것이고. 그래서 적대적 M&A는 감소하지만 M&A 자체가 감소한 것은 아니지요.

그 다음에 인수 대상 기업과 인수 시도 기업의 협상이 포이즌 필이 있음으로써 보다 극대화되고, 따라서 기업주주에 대한 보상 극대화가 가능할 것이라는 장점이 있습니다.

그 다음에 미국에서 주주 압력으로 포이즌 필 도입이 감소추세라는 말씀이 있었는데, 제가 그와 관련된 문헌을 한번 조사해 봤고요. 아주 구체적인 것이 지난 2006년도 Journal of Corporate Finance라는 저널의 'Do pills poison operating performance?'라

는 제목으로 워싱턴 대학의 교수님의 쓰신 논문에서 보면 아주 구체적으로 latent poison pill이 언제부터 들어왔는가 하는 것이 나오죠. 여기에 보면 델라웨어 대법원이 1995년도에 take over bid가 있고 나서도 포이즌 필을 사용할 수 있다고 ruling을 했습니다. 그 ruling을 한 후부터 모든 기업들이 언제든지 포이즌 필을 도입할 수 있다는 개념이 생기기 시작했고, 그래서 그다음부터는 포이즌 필을 전부 latent poison pill이라고 했습니다.

그렇기 때문에 1995년 이전, 방금 박 부원장님께서 제시하셨던 자료에 보면 1990년도와 2006년도를 비교해서 미국에 포이즌 필을 도입한 기업들이 많이 사라지고 있다고 말씀하셨는데, 그것은 미국의 법제도가 바뀌면서 나타난 현상이라는 것을 제가 확인하고 싶습니다.

세 번째는 포이즌 필이 협상력 강화보다는 인수 저지 목적으로만 쓰일 수 있다는 비판이 있을 수 있는데, 그것은 비효율적인 경영진이 포이즌 필을 가지고 경영권 방어를 한다, 그런데 문제는 포이즌 필이라는 것이 없다면 그 비효율적인 경영진은 회사 자원을 경영권 방어를 위해서 더욱 낭비를 한다는 것입니다. 그래서 비효율적인 경영진이 그나마 회사의 경영권 방어 때문에 회사 자원을 낭비하는 요소도 이 포이즌 필을 통해서 오히려 없앨 수 있는 것이 아니냐는 생각이 들고요.

포이즌 필 도입이 외국인 직접투자를 감소시킨다는 비판이 또 있는데, 사실은 외국인 직접투자는 저의 개인적인 의견으로는

항상 찬성입니다. 그런데 제가 반대하는 외국인 투자는 외국인들 중에 단기투기자본입니다. 그런데 포이즌 필은 제 생각에는 간접투자 중에서도 단기투기자본을 억제하는 기능이 있다는 면에서 포이즌 필이라는 경영권 방어수단의 도입 필요성을 제시할 수 있습니다.

그래서 전반적으로 포이즌 필이라는 게 주주가 선택할 수 있고, 또 언제든지 폐기할 수도 있는 하나의 옵션이라고 볼 수 있습니다.

또 6쪽을 보시면, 경영권 방어수단 도입 필요성 중에 하나가 기업의 투자 촉진입니다.

지금 ‘적대적 M&A가 있다, 없다, 적다’ 또는 ‘이렇게 포이즌 필을 도입하면 적대적 M&A가 완전히 없어지는 것 아니냐’는 여러 가지 논의가 있을 수 있는데, 지금 현재 기업의 경영환경에서는, 또 우리나라가 처한 상황에서는 일자리 창출이라는 것과 투자가 굉장히 절실한 상태이고, 이러한 기업환경과 경제상황을 생각했을 때 기업의 투자를 촉진시켜야 되겠다는 대의명분을 갖고 있다고 볼 수 있습니다.

그런데 지금 적대적 M&A가 있건, 없건 이러한 잠재적인 가능성 때문에 기업들이 투자를 위축하고 있다, 의사결정의 왜곡이 유발되고 있다는 점들은 여러분들이 꼭 인식을 하고 계셔야 됩니다.

재무관리를 전공하지 않으신 분들이 착각하는 것들이 뭐냐 하면, 기업이 투자할 돈은 언제든지 기업 자체적으로 조달할 수 있다고 생각하는 부분이 있습니다. 절대 그

렇지 않습니다. 기업이 투자하기 위해서는 기업 자체적으로 조달한 자금 외에 외부로부터 자금이 굉장히 많은 부분 유입이 되어야 됩니다.

제가 수업시간에 가장 자주 언급하는 부분이 ‘삼성의 이견희 회장 일가는 왜 삼성전자의 지분을, 그렇게 좋은 회사의 지분을 4.5%밖에 안 갖고 있을까’라는 질문을 학생들에게 던집니다. 학생들이 대부분 답을 못합니다. 왜 그렇게 좋은 회사를 4.5%밖에 안 갖고 있을까? 그 사람이 50%+1주를 갖고 있었다면 경영권에 대한 도전도 안 받고 참 좋을 텐데 왜 그랬을까? 학생들한테 그 질문을 던지고 나서 한참 생각을 하게 하면 몇몇 학생이 대답을 하기 시작합니다. “기업을 키웠기 때문 아닌가요?” 그렇습니다. 삼성전자라는 회사가 기업을 키우지 않고, 과거와 같이 자기의 경영권, 지분만을 계속 주장하고 있었다면 기업을 키우지 않았을 것이고, 지분도 지금 많이 갖고 있을 것입니다. 하지만 삼성전자라는 회사를 키우기 위해서 외부로부터 자금을 들여와야 됐고, 그 외부로부터의 자금이 들어오는 순간 이견희 회장 일가가 가지고 있는 대주주의 지분이라는 것은 희석될 수밖에 없습니다.

지금 중소기업인들이 계속 투자를 하고 일자리를 창출해 주어야 되는데, 많은 부분 어떤 이야기들을 하느냐면, “외부의 자금을 들여와서 투자를 할 때 내 자본이 희석되고 결국은 기업을 키워서 내 자본이 희석되고 나면 경영권에 대한 도전을 받을 것이고, 내가 왜 회사를 키워야 되느냐?” 이런 질문을 합니다.

그래서 경영권에 대한 도전을 안정을 시켜주지 않으면 기업인으로서 자기 회사를 키워야 될 동기 자체가 없어질 수 있다는 점을 여러분들이 꼭 명심하시기 바랍니다.

그 다음에 7쪽입니다.

경영권 방어수단 도입의 필요성으로서 경영권 방어를 통해서 효율적인 의사결정이 가능하다는 것입니다.

지금 현재 자사주 매입에 관련된 이야기들이 자주 반복이 되고 있습니다. 2001년 이후에 증권선물거래소 자료에 의하면, '자사주 매입과 현금 배당액이 69조인 반면에 2001년 유상증자 및 IPO 유입액은 30조로 주식시장을 통해서 약 39조 원의 자금이 지금 유출되고 있다. 내부 유보금 및 자사주 매입이 너무 증가되고 있다' 이런 것들이 바로 경영권 보호를 위해서 사용되고 있는데, 경영권 보호로 사용되지 않고, 이것이 투자로 연결이 된다면 보다 많은 일자리 창출이 가능하지 않을까라는 생각입니다.

8쪽을 봐주시면 경영권 방어를 하게 되면 글로벌 스탠더드와 맞지 않는다는 이야기들이 많습니다. 하지만 각국의 상황에 맞는 공격수단과 방어수단이 발달되고 있는 것이 글로벌 스탠더드라고 보이고요, 이 점도 여러 번 반복됐었습니다.

미국은 공격수단과 방어수단 모두에 대해서 최소한의 규제가 있는 반면에 영국은 모두에 대해서 높은 수준의 규제를 하고 있고, 일본은 지금 현재 미국과 같은 형태로 변화 중이고요.

EU가 지금 방어기제에 대해서 규제를 하겠다는 이야기들이 자주 나오고 있지만,

그것은 EU의 공격수단 자체가 적기 때문에 균형을 이루기 위한 규제라고 생각을 할 수 있을 것 같습니다.

그래서 공격수단이나 방어수단의 일면만을 부각시켜서 우리가 지금 방어수단을 도입하는 것 자체가 글로벌 스탠더드가 지금 방어수단을 없애고 있는 추세인데 그것과 역행하는 것 아니냐는 말은 잘못된 것 같고, 제 생각에는 양측 간의 조화를 이루는 것이 글로벌 스탠더드라고 생각합니다. 그래서 현재 공격자에게만 유리한 현 상황은 지금 글로벌 스탠더드가 아닌 것이지요. 그렇게 생각합니다.

9쪽을 같이 봐주시면, 도입 가능한 방어기제에 대해서 약간 제가 제안을 했습니다.

현재 상법에서 가능한 방어기제로서는 첫 번째, 이사회 의 시차 임기제를 들 수 있고, 자격제한 요건을 강화할 수 있습니다. 이 부분은 여러분들이 더 잘 아실 것 같습니다. 이사회 자격, 임기, 숫자에 대해서 엄격한 규제가 없기 때문에 한계기업의 경우에 그것을 남용하는 경우도 발생할 수 있지만, 하여튼 그런 것을 통해서 방어를 할 수는 있습니다.

M&A 달성 후에 경영권 장악이 어려움을 통해서 소기의 효과를 발생시킬 수 있고, 또 두 번째로 황금 낙하산도 저희가 특별한 규정이 없기 때문에 도입할 수 있습니다. 하지만 적대적 M&A를 효과적으로 방어할 수 없다는 평가가 일반적이고요, 그 다음에 이사회 조건 변경에 의한 경영상의 의사결정 왜곡 가능성이 존재한다는 것입니다.

그러니까 결국 이사회 자격, 임기, 숫자

등에 대해서 저희가 규제가 없기 때문에 정관에 이런 것을 두고 경영권을 보호한다는 것 자체가 이사회라는 것이 가장 효율적으로 구성이 되어야 되는데, 효율적으로 구성되지 못하게 하는 왜곡된 형태가 나타난다는 점에서 문제가 있다는 것입니다.

10쪽을 봐주시면, 상법의 개정이 필요한 방어기제로써 포이즌 필이 이야기가 되고 있고요. 제가 방금 토론 중에서도 몇 번 말씀을 드렸으면 했는데 기회가 없어서 못 드렸지만, 포이즌 필을 정확하게 저희가 사용을 해야 되는데, 보면 이사회에 관련된 어떤 정관내용들도 적대적 M&A를 어렵게 하는 것이니까 포이즌 필이라고 자꾸 정의를 하시는 경우가 있습니다, 그것은 완전히 다른 이야기이고.

포이즌 필이라는 것은 정확하게 이야기해서 인수기업이 일정 지분 이상을 적대적으로 인수했을 때 자동적으로 발생하는 신주인수권이지요. 그래서 인수기업만을 빼고 기존 주주에게 모두 발행하는 그런 신주인수권이라는 것을 확인을 하고 싶습니다.

현재 상법과 상충되는 요소가 현재 상법에서는 현금 배당, 주식 배당만 허용하고 있고 warrant 발행을 금지하고 있다고 제가 알고 있고요. 그 다음에 또 배당을 한다 하더라도 결의가 주총에서 일어나야 되고, 주총이라는 것을 저희가 시기적절하게 항상 열 수는 없는 것이기 때문에 적대적 M&A가 발생했을 때 주식 배당을 통해서 경영권 방어를 하기는 어렵다는 것입니다.

또한 유가증권의 법정주의, 증권거래법상 열거주의 등도 증권의 내용에 대한 규제

를 하고 있어서 포이즌 필로서 사용할 수 있는 주식의 종류 같은 것들을 우리가 마음대로 쓸 수 없는 것이고, 그 다음에 인수기업도 주주인데 인수기업을 제외한 그러한 포이즌 필의 발행은 주주평등 원칙의 위배라는 이야기도 있습니다.

그런데 장점은 인수시도기업의 지분율 희석을 통해서 강력한 방어효과가 있다는 것이고, 평소에 의사결정과정의 왜곡을 야기하지 않아 불필요한 비용이 없다는 것이 포이즌 필의 가장 좋은 장점이라고 생각할 수 있습니다.

방금 말씀드렸지만 인수대상기업의 주주이익의 극대화도 가능하다고 볼 수 있습니다.

11쪽을 같이 봐주시면, 상법 개정에 필요한 방어기제로써 추가로 차등의결권을 생각할 수 있고, 현행 상법상 상충요소도 있고, 국민정서상 중요시 여기는 주주평등 원칙에 위배된다는 문제점이 있습니다.

그리고 방금 말씀하셨던 “우선주가 허용되는데 차등의결권이라는 게 꼭 필요하나, 우선주도 사용하지 않는데...”, 또 우선주에 대해서는 “우리나라에서는 의결권의 가치가 굉장히 큰 상황 아니냐”라는 말씀도 위원장님께서 해 주셨는데, 우선주에 관련된 연구가 국내에 거의 없습니다.

제가 알기로는 서울대 최도선 교수님께서 쓰셨던 굉장히 오래전에 발표된 논문이 우선주에 관련된 아주 유일한 논문인 것 같은데, 제가 우선주와 관련된 연구를 직접 해 보기 위해서 자료를 모아봤습니다. 그런데 우리나라에서 우선주를 발행한 회사가

한 100개 정도 기업이 있고요. 그 중에서 지금 현재 거래가 되어서 우선주와 보통주 간에 어떤 경영권 프리미엄에 대한 연구를 할 수 있는 자료가 될 수 있는 기업은 30~40개 정도에 불과합니다. 그리고 그러한 기업들이라 하더라도 거래가 거의 없기 때문에 우선주 가격이라는 것 자체가 사실은 경영권 프리미엄이라기보다는 보통주와 큰 가격차이가 발생하는 이유는 거래가 안 되기 때문에 유동성 위험이 반영해서 우선주의 가격이 그렇게 낮아졌다는 결론을 저는 내렸습니다.

자료 자체가 너무 적고, 그 다음에 연구 결과가 큰 차이를 보여주지 않기 때문에 학계에 제가 연구논문으로써 제출을 하지 않았지만 제 개인적인 연구결과로는 우리나라의 보통주와 우선주의 가치의 차이는 의결권 프리미엄 때문에 발생한 것은 아니라는 게 제 잠정적인 의견입니다.

그 다음에 차등의결권을 도입한다고 했을 때 왕 박사님께서서는 IPO 기업에서는 가능하지 않겠느냐고 했는데, 저는 사실 개인적으로는 이미 상장한 기업에서도 차등의결권을 발행할 수 있지 않느냐라는 생각입니다.

다시 한 번 말씀드리지만, 기업이라는 것은 가지고 있는 돈을 주주가 주지 않는 데, 투자자가 주지 않는데 마음껏 조달할 수 있는 것이 아닙니다. 기업에서 차등의결권을 발행했는데 그것을 사줄 수 있는 투자자가 있어야지 그것이 팔리는 것이지요.

그래서 우리가 차등의결권을 허용하고, 안 하고는 그 기업이 차등의결권을 사용할 수 있느냐, 없느냐와 꼭 직결되는 것은 아

닙니다. 기업이 우선주를 발행하듯이 차등의결권을 언제든지 발행할 수 있고, 발행했을 때 투자자들이 원한다면 사는 것이고, 투자자가 원하지 않는다면 사지 않는 것이고, 투자자들에게 그것을 억지로 사라고 하는 것은 아닙니다.

그래서 제 생각에는 지금 기존의 주식을 차등의결권으로 바꾼다고 하는 것들은 있을 수 없는 일이라고 생각할 수도 있고, 있을 수도 있어요, 미국에서는 그렇게 하나요. 그런데 그렇게는 안 하더라도 기존의 기업들도 기존 주주에게 차등의결권으로 전환을 하는 것은 아니지만 신주를 발행할 때 차등의결권 주식을 발행할 수도 있다, 저는 그렇게 생각을 합니다.

그리고 차등의결권이라는 것을 만들어 주게 되면 외국기업에서, 방금 말씀하셨던 구글이라는 회사도 있지만, 포드(Ford)라는 회사도 있고, 스웨덴의 발렌베리(Wallenberg)라는 회사도 있고, 이 차등의결권을 가지고 대대주가 장기투자를 한다는 면에서 차등의결권도 그렇지만 포이즌 필드 경영권방어를 해 준다는 것 자체가 경영자로 하여금 단기기업적주의가 아닌 장기투자를 해서 기업경쟁력, 또 나아가서 국가경쟁력을 가질 수 있게 해주는 기본을 우리가 만들어 주는 것이 아닌가 하는 생각이 듭니다.

12쪽에 경영권 방어기제 도입시의 유의 사항으로서 무비판적인 외국제도 도입의 지향, 오·남용에 관행성을 최소화한다는 내용들이 좀 필요하지 않을까, 그래서 M&A의 순기능까지 없애는 정도의 경영권 방어기제는 우리가 좀 피해야 되지 않을까, 거기에

대해서 많은 분들이 생각을 하고 있을 것 같습니다.

13쪽을 봐주시면, 결론으로서 우리나라의 현 상황을 좀 말씀드리고 싶습니다. 지금 보면 “우리나라 기업들이 굉장히 크다, 우리나라 기업들이 글로벌 스탠더드를 따라가야 한다”는 이야기들을 참 많이 해요. 그래서 ‘외국의 대기업들이 어떡어떡한테 우리는 이렇다’라는 어떤 기업지배구조 개선에 관련된 것도 그렇고, 상법 개정에서 관련된 것도 그렇고.

그런데 한국기업 규모에 대해서는 정확한 인식이 필요하다고 생각합니다. 우리나라 기업들은 아직도 성장이 많이 필요합니다. 단순히 제가 S&P 500 기업과 한번 비교를 해 봤습니다. 삼성전자를 봐도 S&P 500 기업과 비교해서 우리나라에서는 그렇게 큰 기업이지만 20위권에 머물고 있습니다. 또 시가총액은 GE의 25% 수준에 불과합니다. 그것도 우리나라 주식시장이 상당히 가치가 많이 조정이 되어서 이나마 GE의 25% 수준에 불과하다는 말까지 할 수 있는 것이고, 불과 몇 년 전만 해도 GE를 팔면 우리나라에 상장되어 있는 모든 회사를 살 수 있었다는 이야기가 있었습니다. 우리나라 기업들은 상당히 작습니다. 포스코, 굉장히 큰 회사입니다. 하지만 S&P 기준으로 보면 110위권이고, GE하고 비교하면 5% 정도에 불과하다는 겁니다.

그래서 이런 기업들의 수준이 아직 우리나라 기업들이 아주 큰 외국의 기업들하고 비교해서 적대적 M&A 시장에 그대로 노출되었을 때 어떤 결과가 나올 수 있을지 저

희는 알 수가 없습니다.

그리고 포이즌 필이 대주주의 안정적, 장기적 경영을 가능케 함으로써 성장에 더 투자를 할 것이라는 예측을 할 수가 있습니다.

그 다음에 두 번째로 “우리나라 대기업들이 아직까지도 family business다, 그래서 우리는 경영권 방어라는 게 좀 더 어렵다, 고착화 된다” 경영권 고착화, 이런 비판도 많이 합니다. 하지만 여러분들이 잘 아시겠지만 'Business Week'에서 조사한 바에 의하면, S&P 500대 기업에 3분의 1이 family business입니다. 그렇다면 S&P 500대 기업이 아닌 다른 기업들은 어떻겠습니까? 제 생각에는 포춘(Fortune) 100대 기업 또는 미국에 상장되어 있는 1만 개 기업을 우리가 전부 다 조사를 한다면 그 중에 80%~90% 이상이 family business라고 저는 생각됩니다. 그래서 미국의 기업들도 대부분 family business인데, 포이즌 필을 도입하고 있고, 거기에서 부작용이 나오고 있지 않습니다. 그래서 우리나라 기업들이 family business이기 때문에 어렵다는 이야기는 지금 우리가 벤치마크를 하고 있는 미국이라는 시장을 너무 잘못 알고 있다는 생각이 듭니다.

마지막으로 말씀드리고 싶은 것은, 경영권 보호라는 것을 도입하는데 있어서 자꾸 반대되는 의견을 내는 분들이 하시는 말씀이 대기업에 관련된 이야기들을 많이 합니다. 하지만 저는 경영권 보호가 중소기업, 중견기업의 경영권 보호라는 면에서 우리가 좀 생각해 봐야 되지 않나라고 생각합니다.

방금도 말씀드렸지만, 성장을 하기 위해서 투자를 해야 되는데 이 투자는 외부자본이 유입이 되어야 되고, 외부자본이 유입되면서 자연스럽게 대주주의 지분이 희석되기 마련입니다. 그렇게 되면 경영권의 위협 문제가 발생하게 되는데, 이렇게 유상증자로 인해서 지분이 희석돼서 경영권이 위협받게 된다는 것을 아는 상태에서 어느 경영자가 국가와 나라와 경제를 위해서 자기의 지분을 희석시키고 자기의 경영권을 이 적대적 M&A 시장에 내놓기 위해서 투자를 하겠는가, 그렇지 않다고 봅니다. 그래서 중소기업의 투자를 위해서도, 그리고 자본증자를 위해서도 경영권 보호라는 제도가 꼭 있어야 되겠다고 생각을 하고요.

그 다음에 우리나라의 지금 중소기업, 대기업들이 상생을 많이 이야기하는데, 제가 모 연구회에 가서 이야기를 들은 바에 의하면, 우리나라 기업들이 그렇게 많이 본받고 싶어 하는 도요타의 경우 도요타가 지금 하청기업에 지분투자를 하고 있어서 도요타의 자회사는 지금 600개의 정도로 count를 하고 있습니다. 그런데 우리나라 현대차는 그렇지 않지요. 현대차는 자회사까지 다 포함해서 그룹 계열사들이 아마 30~40개 정도에 불과할 겁니다.

그러면 왜 도요타라는 회사는 그렇게 자회사에 투자를 많이 하고 있는나? 그리고 도요타는 왜 자회사에 대해서, 하청업체에 대해서 인력을 지원해 주고, 자금을 지원해 주고, 기술을 지원해 주는 역할을 하느냐?

결국은 그 하청업체들이 전부 다 자회사이기 때문에 그렇습니다. 그런데 우리나라

현대차가 만약에 현대차 하청기업에다가 지분을 투자하고, 지분관계가 있기 때문에 기술지원을 해 줄 수 있는 상황이 될 수 있음에도 불구하고 하청업체에 지분투자를 했다는 자체가 ‘대기업이 중소기업을 또 먹으려고 하는구나’라는 비판을 받기 마련입니다.

하지만 만약에 중소기업에서 이런 포이즌 필과 같은 제도를 가지고 대기업이라 하더라도, 우리의 원청업체라 하더라도 우리가 원하지 않는 M&A를 하려고 한다면 우리는 포이즌 필을 발동할 수 있다고 할 수 있는 이런 제도를 가지고 있다면 대기업이 중소기업을 마음대로 인수하는 그러한 상황을 막을 수 있을 것이고, 따라서 대기업과 중소기업 간에 상생을 위한 지분출자라는 것도 발생할 수 있지 않느냐, 저는 그렇게 생각합니다.

그리고 대기업의 경우 포이즌 필을 도입한다는 이야기를 자주 하고 있는데, 저는 실질적으로는 대기업의 경우 포이즌 필 도입이 거의 불가능하다고 봅니다. 어차피 포이즌 필을 도입한다 하더라도 저희가 어떤 방법으로 할 것이냐에 따라 다르겠지만, 실질적으로 포이즌 필이 적대적 M&A의 방어 효과를 갖기 위해서는 이사회에서 결의가 가능하도록 해 줘야 되겠지요. 그런데 이사회결의가 가능하더라도 주주가 그 이사회결의를 사후적으로 승인하는 절차는 필요하다고 생각합니다. 그렇지 않으면 주주의 동의 없이 이사회가 마음대로 이 주주의 재산권을 행사하는 거나 마찬가지가 될 수 있으니까 주주의 사후적 승인이 필요할 텐데, 대기업의 경우에는 지금 외국인 자본이 굉장

히 많은 부분을 차지하고 있고, 외국의 펀드라든지 또는 기관투자자들은 기업의 장기 경영을 생각하는 것보다는 지금의 단기이익을 누가 더 많이 내줄 것인가에 더 많은 초점을 두기 마련이고, 그렇게 된다면 적대적 M&A의 인수기업이 많은 값을 불렀을 때 그것을 찬성하는 쪽으로 표를 던질 것이라고 봅니다.

그렇다면 ‘포이즌 필이라는 게 결국 대기업 중에 굉장히 비효율적인 경영진이 기업가치를 떨어뜨림으로써 발생하는 적대적 M&A의 경영권을 고착화시키는 악영향은 미치지 않을 것이다’ 저는 그렇게 보고 있습니다. 이상입니다.

○ 송종준 위원장

네. 감사합니다.

신 교수님이 평소 이 부분의 재무학적인 연구를 참 많이 하셨는데, 오늘 전체 발표하신 내용은 굉장히 새로운 접근을 해 주신 것 같습니다.

어떻게 보면 방어적 개념이 아니라, 기업의 어떤 규모의 확대, 예를 들면 국제적인 관계에서 우리 기업이 커나가는 데 있어서 이러한 방어수단이 필요하고, 또 대기업과 중소기업과의 어떤 상생이라고 하는 관점에서 규모를 키우다 보면 결국은 대주주 지분이 적어서 항상 경영권의 문제가 따르기 때문에 그 문제를 결국 해결해 줘야 된다고 하는 차원에서 말씀을 해 주셨는데, 상당히 좋은 접근이라고 생각을 합니다.

위원님들 말씀들 해 주시지요.

○ 안수현 위원

제가 하나만 일단 여쭙봤으면 좋겠어요.

전에 메일로 보내주신 논문을 먼저 읽었는데요. 개인적으로 방금 앞에 세션에서 말씀하신 사항 중에서 몇 가지만 먼저, 이 자리는 사실 개인의 의견을 요구하는 자리는 아니라고 보거든요. 왜냐 하면 저 같은 경우는 법학교수이지만 시장을 관리해 본 경험도 없고, 시장에서 어드바이스를 해 본 경험도 없고, 시장에서 ‘targeting company’가 돼 본 적도 없기 때문에 실제로 제가 어떤 답변을 드려서 방향을 제시하기는 굉장히 어려운 자리인 것 같습니다.

다만, 제가 할 수 있는 것은 다른 나라에서의 입법적 경험이라든가, 이런 논의들을 한번 종합해서 정리나 다소간의 법리적인 측면에서 혹시 도움이 되는 부분들을 말씀을 드릴 수 있을 것 같은데요. 제가 오늘 오전 세션에서는 내공이 짧아서인지 말씀하시는 것들이 다소 다른 관점에서 모서리를 다 달리 보고 말씀하시는 경우도 있어서 결론적으로 다 맞는 말씀을 하시지 않는가? 그래서 어떻게 보면 이원화적 양 극단으로 가는 찬성과 반대 논의가 늘 나올 수밖에 없는 면을 달리 보고 하시는 측면이 있어서, 일단 그 부분에 대해서만 저는 몇 가지 말씀을 올리고 싶습니다.

하나는 포이즌 필을 논의할 때 지금 신 교수님도 말씀하셨습니다만, 우리가 논의하는 포이즌 필이 뭐냐, 유사 포이즌 필과 진짜 도입을 생각하고 있는 포이즌 필이 뭐냐, 저는 그것은 조금 구분한 다음에 논의가 되었으면 좋겠습니다. 안 그러면 굉장히

방대한 시간을 계속 서로 맞는 말씀들을 하시기 때문에 시간을 절약하기 위해서 유사 포이즌 필까지 저희가 이 자리에서 다 논의하는지, 포이즌 필이라고 소위 이야기하는 가장 치명적인, 가장 저렴한 비용, 가장 극단적이어서 아무 때나 쓸 수 있는 그 포이즌 필을 이야기하는지, 포이즌 필도 단계가 많고, 유형도 많고, 유사 포이즌 필도 있기 때문에 그것을 조금 한정해서 이 회의를 진행을 계속 했으면 좋겠습니다.

두 번째는 지금 말씀하시는 게 기업의 입장에서 계속 새로운 정당성의 논거들이 나옵니다. 그러면 좋은데, 저는 제가 전공이 회사법 중에서도 또 시장과 연관된 시장법 제 쪽에 관심을 갖고 있기 때문에, 그 시장이라는 게 function이 제일 잘되는 기관투자자들의 압력에 의해서 늘 시장이 평가를 받을 수 있고, 그 기관투자자들 밑에 또 여러 가지 틈새시장들이 다 function할 수 있는 그 시장을 상정해서 시장의 힘에 모두 맡기는 것을 전제로 하는지, 시장을 직접 보시고, 감독하시고, 시장에 function을 다하는데 아직도 발전이 안 된 부분을 몇 개 걸러내면 이야기하는 포이즌 필이 되겠다, 이게 같이 논의가 됐으면 좋겠습니다.

법이라는 것은 딱 찬·반, 그 다음에 방금 말씀하신 공격과 수비의 균형문제가 아니라, 어떻게 보면 경제정책, 금융정책의 큰 틀에서 같이 가는 게 맞다고 보기 때문에 제가 볼 때는 아직 그 부분에 대해서 다른 분들의 도움을 많이 받아야 될 것 같습니다. 그래서 시장에서 근무하신 분, 예를 들어 펀드업계에서 만약에 대상기업이 포이즌

필을 했다면 장기적으로 거기에 정말 투자하고 싶은 생각이 드느냐, 공동 파트너로 계속 가고 싶은 생각이 드느냐, 언제쯤에 exit하는데 그게 문제가 될 것 같느냐, 이런 논의들이 같이 좀 있었으면 좋겠습니다. 또한 창투라든가 기관투자자들 같은 데서 같이 좀 논의를 해 보면 일본에서 왜 주가가 떨어졌는지에 대한 생각도 들고, 다만 반대쪽의 논거는 아니고요. 아까 말씀드린 것처럼 기관투자자들의 입장에서는 기본적으로 저는 이런 것 같습니다.

지금 우리나라에서도 여러 가지 공격기법과 방어기법이 있다고 말씀하시지만, 방어기법들이 경영권 분쟁이 임박했을 때는 하나도 쓸 수 없는, 판결에서 경영권 분쟁이 임박했을 때는 못 쓴다고 되어 있습니다.

그런데 제가 생각하는 포이즌 필은 임박해도 아무 때나 쓸 수 있거든요. 가장 극단적인 부분에서도 쓸 수가 있는 것이고, 그게 무슨 주주총회의 통제를 받더라도 사후에 받기 때문에 어쨌든 임박해도 쓸 수 있는 유일한 방법은 포이즌 필이기 때문에 말씀하시는 건데요. 가장 저렴하면서, 가장 극단적이면서, 가장 안이한 형태로 어쨌든 기업을 지킬 수 있는 방법을 선택하는데 있어서는 법에서, 저는 그것은 정책의 문제인 것 같아요.

예를 들자면 도입을 할 때 엄격하게 하고 신중하게 하거나, 아니면 여러 가지 안이한 형태로 나타날 수 있는 부분들을, 남용장치를 많이 만들다 보면 그게 또 제도적 비용이 또 굉장히 많이 들거든요. 그래서 저는 그것은 일단 정책의 문제이기는 하지만, 가

급적 도입 이전에 양쪽의 상태를 다 같이 논의 해 봤으면 좋겠다는 의견입니다.

그래서 개수의 문제가 아니고, 강도의 문제인 것 같아요. 하나만 있어도 포이즌 필이면 사실은 투자자, 다른 잠재적 투자자 내지는 적대적 M&A 입장에서는 건드리기는 참 싫거든요.

어떤 면에서 기업의 입장에서는 든든하기는 하지만, 언제든지 도입할 수 있고, 언제든지 할 수 있기 때문에 좋은 의미로는 경영권이 안정화되고, 늘 장기적으로 투자할 수 있는 든든한 힘이 될 수 있지만, 또 한편으로, 제가 지식이 좀 짧습니다만, 내부 유보금을 많이 쌓아두는 게 두 가지로 해석이 되잖아요. 사실은 정말 투자하려고 하는 좋은 경영자가 있고, 사실은 방만하게 하면서 투자 유보를 하는 경영자도 있기 때문에 법에서는 양쪽에서 다 문제가 되는 부분들을 걸러줄 수 있게끔 하는 것이 법이 아닌가 하는 생각이 들어서 포이즌 필이라는 것은 너무나 저렴하게, 그러나 너무나 극단적인 수단으로, 그 다음에 경영자가 어떤 쪽으로인지 명확하지 못한, 그로 인해서 시장에 그로 인한 충분한 평가나 모니터링 할 수 있는 여러 가지 제도적 여건이 안 되는데도 불구하고 그게 법으로 들어오는 것은 조금 곤란할 것 같아요.

그래서 저는 시장이 다 도입평가를 해본 다음에 남용장치를 좀 더 세밀하게, 정밀하게 법이 들어가는 것이 좋지 않겠냐, 신중한 법이 되려면 어디까지가 지금 문제가 되는지를, 그 다음에 문제가 될 수 있는 부분들을 조금 더 언급을 해 주었으면 좋겠고요.

오늘 말씀해 주신 내용들이 사실은 너무나 맞는 말씀이라서 조금 더 pinpoint를 하고, 저희가 법에서 훨씬 더 효과적으로 제도개선을 할 수 있는 부분에 시간이 조금 집중되었으면 하는 생각이 듭니다.

그 다음에 신 교수님이 발표하신 내용들은 위원장님이 말씀하신 것처럼 또 다른 정당한 논거들을 많이 말씀해 주셔서 어떻게 보면 기업 법제라든가 이런 부분에 설득력 있는 논거가 될 것 같습니다.

그런데 논문을 보면서 하나 제가 이해를 못하고 있는 게, 상법 개정안에서 배당의 형태를 주식과 금전 이외에 현물로 배당을 할 수 있게 허용하고 있지 않습니까. 다만, 상법에 통과가 안 됐기 때문에 warrant의 형태로, 만약에 상법이 개정된다면 배당을 warrant의 형태로 줄 수도 있겠지요. 자세히 시행령에서 어떻게 들어올지는 그게 표준화된 옵션이나, 표준화된 사채나, 이렇게는 명확하게 안 하고, 그냥 현물로만 가능하다고 되어 있기 때문에 분명히 상법 개정이 되면 만약에 시행령에서 어떻게 하느냐에 따라 옵션이 들어올 수도 있고, 여러 가지 유형들이 분명히 도입이 될 것 같습니다.

그런데 그럼에도 불구하고 배당을 풀어도 그것은 공격기법으로 쓰기가 굉장히 힘들다고 저는 생각이 드는데, 그것은 왜 그러냐면 포이즌 필은 차등화 되어서 줄 수 있는 것이기 때문에, 이걸 배당의 형태로 되면 평등하게 줘야 되기 때문에 '이 논의는 공격의 효과는 거의 없지 않나'라는 생각이 좀 듭니다.

다른 것은 저도 다 찬성을 하고요. 그

다음에 시장에 있는 기업들이 방금 말씀하신 것처럼 늘 외부자본이 너무나 필요합니다. 외부자본이 필요한데, 외부자본을 줄 수 있는 기관투자자들의 입장에서는 discount를 할 수밖에 없거든요. 포이즌 필을 늘 도입할 수 있다. 무능한데도 도입할 수 있다는 게 discount가 되기 때문에 자금조달에 분명히 해가 될 수도 있는 측면들이 있어요. 평소에 자금 조달 수요가 굉장히 많았을 때 디스카운트 되어서 제대로 비용을 충분히 못 받는 부분까지 고려한다면 좀 크게 보아서 생각을 해야 되지 않을까라는 생각이 듭니다.

미국의 경우에는 사법부에서도 이사회에서 내렸다가 나중에 주주가 추인하고, 또 문제가 되면 법원에서 다시 판결로, 적대적 M&A 수가 방금 말씀하신 것처럼 숫자가 적음에도 불구하고 법원에서 다시 한 번 그것에 대해 모니터링이 되고 있기 때문에 저희보다는 뭔가 정치한 느낌이 그래도 드는데, 제가 생각할 때는 그런 부분까지도 한번 더 검토를 하고, 만약에 미국의 법원에서 모니터링이 됐다면 그 판결에 있는 요소들을 저희 법제에 도입하는 것도 저는 불가능하지는 않다고 보거든요. 그래서 그러한 차원에서 단점에 대해서 좀 더 많이 연구가 된 다음에 제도가 도입되는 것도 좋을 것 같다는 생각이 듭니다.

이상입니다.

○ 송종준 위원장

안수현 교수님이셨습니다.

답변을 하시는데 참고로 제가 부탁말씀

을 드릴 게 재무학을 하시는 분들이 있지 않습니까. 서로 견해가 대립되는 입장을 가지고 있는 것으로 보이는데, 저희들이 들을 때 서로 의견을 많이 교환해 주셨으면 좋을 것 같습니다.

말씀해 주시지요.

○ 신현한 위원

질문이 길어서 제가 간단하게 답변을 하고 넘어가는 게 좋을 것 같은데요.

포이즌 필에 대한 정의를 확실하게 하는 것은 저도 처음 논의할 때부터 하고 싶었던 말씀입니다. 그래서 제 발표문에 있는 것처럼 인수시도가 있었을 때 발행하는, 대상기업이 차별적으로 발행하는 신주인수권을 포이즌 필이라고 정의하고, 그것을 도입하는 것을 지금 논의하는 것이라고 저는 정의를 하고 싶습니다.

사회적 비용이 적게 든다는 말씀을 제가 드렸었는데, 그것은 지금 경영권 보호를 위해서 여러 가지 회사의 자원이 남용되고 있는 점들이 계속 지적이 되고 있기 때문에 그러한 것이 줄어든다는 면에서 비용이 적게 든다는 말씀을 드린 것입니다.

그런데 사회적 비용이라는 것을 우리가 한번 생각을 해 본다면, 포이즌 필이 있음으로써 비효율적인 경영자가 계속 경영을 하면서 발생하는 사회적 비용과 적대적 M&A가 발생해서 거기에서 나온 사회적 비용이 어느 쪽이 더 크냐는 것은 저희가 사실 사전적으로 알기 어렵습니다. 적대적 M&A가 발생시키는 사회적 비용도 굉장히 큼니다. 많은 경우에 적대적 M&A는 효율

성만 추구하는 것으로 생각하고 있는데, 방금도 논의가 됐지만 적대적 M&A를 하는 인수기업은 대상기업을 항상 효율적으로 어떤 개선을 시키고 거기에 있는 일자리를 더 많이 만드는 목적으로만 하는 것은 아닙니다. 그 회사가 가지고 있는 자원을 굉장히 쉽게 팔아치우면서 많은 사람들의 일자리를 빼앗는 사회적 비용도 발생시킵니다. 그 사회적 비용은 누가 부담하느냐? 결국은 국민 전체가, 정부가 부담을 해야 하는 사회적 비용이 됩니다. 그러니까 이익은 적대적 M&A 인수기업이 가져가고, 발생시키는 일자리를 잃은 많은 노동자들의 사회적 비용은 우리 정부가, 국민이 세금으로 부담해야 되는 경우가 발생할 수 있다는 것입니다.

반면에 포이즌 필을 가지고 있으면서 비효율적이지만 이 경영자는 마음대로 근로자를 해고하지 못하고 그 기업을 어떻게든 꾸려나가면서 계속 일자리를 유지시켜주는 그러한 사회적 비용이 있습니다. 둘 중에 어느 쪽 사회적 비용이 더 큰가, 그리고 어느 쪽을 우리가 더 지지해 주어야 되는가, 그것은 사전적으로 알기 어렵다고 봅니다. 그래서 사회적 비용 관점에서 포이즌 필을 갖게 하는 것이 사회적 비용이 더 크지 않느냐고 이야기할 수는 없다고 저는 봅니다.

○ 안수현 위원

제가 그와 관련해서 하나만 더 여쭙보고 싶은 것은, 사회적 비용보다 저는 시장에 function 하는 제반 factor들이 다 동원이 되어야지만 저는 이 포이즌 필이라는 게 제 역할을 한다고 보고 있거든요. 그러한 측면

에서 방금 말씀을 드렸던 것이고요.

그 다음에 SK에 계시는 분들이 몇 분 계셔서 마침 제가 평소에 늘 관심 있었던 것 중에 하나가, SK가 외국 펀드로부터 어떤 위협을 받았을 때 여러 가지 시도를 한 2년 이상 했습니다. 그렇죠? 그래서 자사주 취득이라든가, 다른 주주들의 위임장을 받기 위한 노력이라든가, 그것을 비용으로 따진다면 굉장히 많습니다.

그래서 그런 기업들의 개별 총 금액과 포이즌 필 제도가 도입되면서 늘 자금 조달로 생각했던 회사가 포이즌 필이 들어오면서 어떤 디스카운트 되는 그 총량, 개별 기업의 입장에서는 이런 것이 분명히 어떤 면에서는 안도감을 주면서 생산에 투자에 돈을 쓰게 하는 효과가 있지만, 도입이 될 수 있다는 가능성 때문에 기관투자자들에 대한 일종의 discount, 예를 들면 연금에서 포이즌 필이 도입된 기업을 항상 투자대상기업으로 해서 과연 얼마만큼 넣을 것인가, 아니면 거기에서 얼마만큼 뺄 것인가, 그것을 기관투자자들의 선택에 맡길 것이냐, 물론 그러겠지요.

일단 시장 관계자 분이 시장 감독 차원에서 오셨고, 또 시장정책을 관장하시는 분이 오셨으니 실제 시장에서 한번 운영해 본 분들의 입장은 어떠신지 들어보는 기회가 있었으면 합니다.

그리고 또 비용문제에서는 그 분들은 계산을 하기는 조금 어렵기 때문에 교수님은 어느 정도의 비용까지 생각을 하시는지도 한번 참고로 해 주셨으면 합니다.

○ 신현한 위원

제가 발표 중에 언급했던 논문에서 보면 미국의 포이즌 필이 latent poison pill이 되기 전에 그 포이즌 필을 adopt한 기업들이 연구대상이 되는데, 한 82년도부터 해서 94년까지 한 10여 년 간의 포이즌 필이 도입된 회사들의 주가반응을 봤습니다. 그런데 주가반응이 저희가 우려하는 것처럼 그렇게 나쁘지 않고요. 의미적으로 10%~20% 굉장히 디스카운트가 일어나느냐 하면 그렇지 않았습니다. 그리고 포이즌 필을 도입하면 경영진들이 굉장히 비효율적으로 안정적인 경영권을 가지고 있기 때문에 회사를 방만하게 경영하지 않느냐고 했는데, 이 연구논문에 의하면 그런 증세도 나타나지 않습니다.

그래서 지금 제 생각에는 우리나라 금융시장의 성숙 정도가 최소한 미국의 20년 전하고 비슷하지 않을까? 지금 현재하고는 비슷하지 않더라도. 그렇다면 미국에서 20년 전에 도입한 포이즌 필이 미국의 금융시장에서 또는 자본시장에서 전체적으로 M&A에 굉장히 많은 부정적인 영향을 미치거나 아니면 경영의 효율성을 떨어뜨리거나 하지 않았는데, 우리나라에서 특별히 더 그럴 것이라고 생각할 필요가 있을까?

그리고 방금도 이야기했지만 미국이라는 회사가 정말 전문경영인이 다 경영하는 회사냐? 그렇지 않습니다. 80~90%는 family business가 거기도 경영을 하고 있고, 우리나라와 똑같습니다. 더구나 80년대는 더 했겠지요.

그런데 미국에서 아무 문제가 없었는데 우리나라 기업에서만 특별히 더 문제가 발

생할 것이라고 생각하는 것은 우리나라 시장기능이라든지, 경영자에 대한 왜곡된 생각을 너무 갖고 있는 것이 아닌가라는 생각이 듭니다.

그 다음에 자본시장이 어느 정도 더 발달하고 나서 이것을 도입해야 되는 것이 아닌가라는 의견이 있는데, 저는 오히려 자본시장이 덜 발달했기 때문에 필요하다고 보는 면이 있습니다.

왜냐 하면 만약에 SK나 SK텔레콤이나 우리나라 자본시장이 지금만큼이라도 10년 전에 또는 7~8년 전에 발달해서 그 가치가 제대로 주가에 반영이 됐더라면 외국 펀드가 들어와서 그렇게 많은 이익을 챙겨가지 못했습니다. 그런데 우리 자본시장이 그만큼 발달하지 못했기 때문에 기본가치가 주가에 반영이 못 됐던 것이고, 그것을 외국 펀드가 들어와서 그냥 쉽게 돈을 몇 조씩 가져갈 수 있는 상황을 만들어 준 게 우리의 경영권 방어가 없었기 때문이라는 것이지요.

그래서 저는 오히려 우리나라 금융시장이 충분히 작동을 잘하고 있는 상황이라면 기업들이 포이즌 필이 없어도 된다고 생각합니다. 하지만 지금 현재로써는 우리나라 기업들이 너무 싸다는 겁니다. 너무 싼데 너무 방어가 안 되어 있어서 이 많은 기업들이 외국 자본에 의해서 우리나라의 국부를 너무 많이 쉽게 유출시킬 수 있다는 면에서 사실 걱정을 많이 하고 있습니다.

제가 너무 흥분한 것 같아요, 하하!

○ 안수현 위원

네, 알겠습니다. 감사합니다.

○ 성윤모 지식경제부 산업경제정책과장

한 말씀 드리겠습니다. 지식경제부의 성윤모 산업경제정책과장입니다.

일단 포이즌 필이라는 제목부터 좀, 영어 제목이 너무 나쁘다 보니까 일반 국민들한테 굉장히 강력한 것처럼 보여서 명칭을 좀 다르게 하는 것이 낫지 않을까 하는 생각이 일단 듭니다.

아마 이런 논의를 지금 기업에서 과연 왜 원할까? 또 정말 기업에서만 원하는 게 아니라 왜 그것을 또 뒷받침하고 있는 법학 쪽에서 교수님도 계시고, 또 연구하시는 분도 계시고, 또 재무 쪽에서도 ‘이제는 필요한 것이 아니겠느냐’는 이야기를 할까?

제가 여기 와서 오늘 토론내용을 지켜보면서 특히 전반부에 찬성하시고 반대하는 분들은 서로 극단을 말씀하세요. 그러나 저희들이 실질적으로 도입하고 들어올 수 있는 제도는 아마 양 극단은 아닐 것입니다.

그리고 정말 양 극단이 옳은 것의 공익성 문제를 토론하는 자리였다면 아마 이 TF가 구성이 되지 않았을 것 같다는 생각이 듭니다.

우리 제도들은 현재 우리 경제상황과 수준에 맞게 발전하고 선택되고, 도태되는 것이라고 봅니다. 우리나라의 기업들이 70~80년대에 성장을 할 때 차입을 통해서 성장을 했다가 그 이후에 가면서 현재 직접투자를 받아서 성장을 하듯이 우리의 법제도도, 특히 회사법 제도들도, 이런 우리 여건과 상황에 따라서 변해야 한다는 뜻이고요. 특히 FTA를 우리가 하면서 외국기업과의 근접성이 더 가까워지면서 과연 우리가 어떤

한 제도를 어떻게 마련해 주는 것이 좋은가라는 부분에 대한 토론이 좀 더 진행됐으면 좋겠다는 생각이 듭니다.

일단 과연 포이즌 필이라는 제도를 우리 수준에 맞춰서 어떻게 도입할 수 있는가? 이 M&A 제도라는 것은 저희들이 볼 때 정말 M&A 자체에 있어서의 어떤 활성화와 제도적 종합성을 가지는 상반된, 모순된 측면이 있는 반면, 또 M&A의 활성화와 관련된 제도는 또 다른 제도의 입장에서 보면 굉장히 상충되는 측면이 있습니다.

그래서 이것을 하나에 놓고 볼 때, 예를 들자면 우리 국내기업에 M&A 활성화하고자 하면서 또 해외진출을 드디어 해야 된다고 이야기하면서 외국투자기업이 들어오는 것에 대해서는 우리 국내자본에서 막아야 된다는 여러 가지의 문제가 생깁니다. 방금 엑스-플로리어법을 잠깐 말씀을 하셨지만, 우리들이 상법이나 일반법 체제에서 어떤 제도를 제대로 정비하지 못한다면 우리가 정말 작은 것으로 막을 수 있던 것을 큰 창을 이용해서 막아야 되는 불필요한 일이 생길 수도 있다고 생각이 들고요.

여기서 우리가 법학이나 경제학 쪽에 대해 논의하는 이 제도가 시장에 들어갔을 때는 여기서 생각한 것이 아니라, 정말 기업은 여러 가지 복합적인 것에 의해서 판단해서 들어오게 되지요. 그랬을 때 저희는 방금 많은 논의에서 공격제도와 방어제도가 있고, 또 그것에 대한 여러 가지 다른 제도가 있는데 왜 이 제도를 꼭 해야 되느냐라는 것에 있어서는 다른 제도의 효용도와 이 제도의 효용도, 또 여건의 변화도를 생각했

을 때에 저는 우리가 과연 어떠한 방식의 것을 도입했을 때 가장 좋을지, 또 이러한 제도가 만약 우리 TF에서 결정이 된다면 그것이 다른 분들한테 전해질 때 어떤 오해를 불러일으키지 않게끔 할 수 있는 식의 논의도 탄탄하게 한 다음에 하는 것이 좋지 않을까라는 생각이 듭니다.

○ 송중준 위원장

성 과장님이 말씀하신 것처럼, 위원들이 어떤 제도에 대해서 반대하는 사람은 반대하는 쪽으로 이야기하고, 찬성하는 사람은 찬성하는 쪽으로 끝까지 태도를 취할 경우에는 어떤 결론을 내기가 사실 어려운 측면이 있습니다. 그래서 자유스럽게 평소에 궁금한 내용들을 충분히 검토한 이후에 입법의 방향의 문제가 결정되는 것이기 때문에 그런 문제들이 좀 해소가 되어야 될 것 같아요.

저도 궁금한 사항들이 굉장히 많은데, 대부분 도입을 반대하는 입장에서는 이런 방어수단을 도입하면 그렇지 않아도 외국인의 FDI가 줄어드는데 더 감소할 것이라고 굉장히 우려하고 있거든요. 이런 부분에 관해서 좀 설명을 해 주시면 저희들이 납득을 할 수 있지 않습니까? 신 교수님 입장에서 보면 외국의 자본이 오는 것을 조금 막자라고 하는 뉘앙스가 있는 것 같습니다.

○ 신현한 위원

저희가 외국 자본을 막자라는 것이 아니라, 외국의 투기성 자본을 막자는 것입니다. 외국의 단기투기성 자본을 말하는 것입니다.

이번의 우리 주식시장의 요동을 보면, 미국에서 서브프라임 사태가 터졌는데 우리나라의 주가가 2,000포인트에서 1,600포인트까지 떨어지는 경향이 있었는데, 퍼센트로 20%입니다. 20%의 주가하락이 있었는데, 실제로 미국의 다우존스지수는 그만큼 안 떨어졌어요. 미국의 다우존스지수는 한 10% 정도밖에 안 떨어졌습니다. 그런데 우리나라는 오히려 20% 떨어졌습니다.

그런데 그 이유가 우리나라에 와서 주식 투자를 하고 있는 그 자본들이 굉장히 단기적인 목적으로 들어와 있는 자본이라는 것이지요.

제가 2005년도에 국민연금 장기 자산운용위원회에 들어가서 앞으로 주식시장의 발전이 어떻게 될 것인가 하는 것들을 같이 고민을 하면서 그때 파악했던 것이 외국인 지분이 전체 우리나라 시가총액에 그 당시 한 36%, 점진적으로 증가해서 한 42%까지도 올라갔었는데, OECD 평균은 한 20% 정도 된다고 합니다. 그래서 제가 그때 어떤 예견을 했느냐 하면, 우리나라 주식시장에 들어와 있는 외국인 지분 중에 시가총액으로 따졌을 때 한 10% 내외는 분명히 단기성일 것이다, 그러면 미국이나 유럽에서 어떤 금융시장의 교란이 발생했을 때 그 단기성자금이 우리나라 시장에서 빠져 나가면서 외환시장이 굉장히 교란될 것이고, 그래서 우리나라 중소기업이라든지 수출기업들에 굉장한 타격을 입힐 것이고, 수입의 경우에 타격을 입는 것이지요. 수출의 경우에는 환율이 올라가는 게 오히려 좋을 테니까.

그런데 반면에 우리가 수출을 잘해야 될

때는 외국자본이 계속 들어오면서 환율이 낮아져서 오히려 우리나라 수출기업들의 수익성은 떨어지는 현상도 발생할 것이고, 또 우리나라 주식시장 자체가 우리나라의 경제 환경에 의해서 영향을 받기보다는 미국이나 유럽에 경제환경에 의해서, 그쪽의 외국인 투자자들의 어떤 환경에 의해서 영향을 받는 것들이 많이 발생할 것이라는 것을 제가 사실 예견을 했습니다. 그 예견된 것들이 이번 서브프라임 사태에서 그대로 나타났고요. 앞으로도 빠져 나가야 되는 외국인 자본이 상당히 많습니다.

그래서 제가 반대하는 것은 외국인 단기 투자자본이죠. 주식시장으로 들어오는 이 단기투자자본들이 사실 여러 가지 면에서 해악을 미치는 경우가 우리나라뿐만 아니라 개발도상국가에서 많이 나타났다는 겁니다. 특히 우리나라 같이 외환위기를 겪었던 많은 나라들은 이 외국의 단기투기자본들에 의해서 외환위기를 겪었던 것이고요. 그래서 우리가 경계해야 될 것은 외국투기자본, 단기투기자본이고, 저는 FDI(Foreign Direct Investment)라는 그런 green field investment에 대해서는 찬성입니다. 우리나라 기업들도 얼마든지 emerging market에 가서 그렇게 투자를 해야 된다고 생각을 하고요. 외국기업도 우리나라에 들어와서 투자를 한다면 green field 투자를 해 줘야 된다, 단기로 들어와서 일시적인 가격의 어떤 변동에 자기가 기회를 포착해서 이익만 남겨가는 그러한 자본은 우리나라 경제에 장기적으로 도움을 못 준다, 저는 개인적으로 그렇게 생각을 하고 있습니다.

○ 송중준 위원장

지식경제부 성 과장님이 직접 그 부분에 관해서 한번 말씀을 해 주셔야 되지 않겠습니까?

○ 성윤모 지식경제부 산업경제정책과장

저희가 생각을 해 보면 사실 저희 부도 외국인 투자를 촉진하는 무역외국인투자실이 있고요. 산업부 쪽에 또 국내산업을 육성해야 되는 이런 식의 각 부 내에 이해관계가 서로 다른 조직들이 있습니다.

그럴 때 특히 그 전에 왕 상무님도 계십니다만, 작년에 뜨겁게 다루었던 엑스-플로리어법에 관한 문제입니다.

과연 그런 것들을 저희가 보면서 우리 M&A 법제도에서 우리 국내기업에 대한 M&A를 과연 얼마만큼 적대적인 M&A를 막을 것이고, 그것으로 인해서 적대적 M&A가 없어질 것이고, 그래서 외국인 투자가 과연, 가장 중요한 게 외국인 투자가 과연 얼마만큼 안 올까, 외국인 투자자들이 지금 우리가 걱정하시는 것처럼 환투기에 의해서 왔을 때 과연 어떤 것을 시장에 맡겨놓고, 어떤 것은 시장에 못 맡겨놓을 것인가, 사실 기준들이 굉장히 복잡하고 어렵습니다. 그리고 저희들이 예상하는 대로 과연 시장에서 그렇게 이루어질 것인가에 대한 것도 사실 확실하게 예단하기는 힘들고요.

선험적으로 봤을 때 외국인 투자들이 없는 것보다는 있는 게 좋지요.

자, 그렇다면 하나의 다른 축을 놓고 본다면 우리들이 꼭 지켜야 되는 것은 무엇일까? 저희 public sector의 정부 입장에서 보

기에 그렇다고 하겠습니까. 만약에 이번에 이명박 정부가 들어서면서 국영기업들을 민영화하기 시작합니다.

여러분들은 어떻게 생각할지 모르겠지만, 포스코라는 조직은 대한민국에서 특별한 업계의 성격을 가지고 있습니다. 다른 나라의 그냥 철강 하나의 어느 것보다 더 많은 특징을 가지고 있는 하나의 기업입니다. 또 예를 들어서 지금 현재 발전 자회사들, 가스 독점기업들이 또 민영화를 하게 됩니다. 과연 그랬을 때 우리는 어떠한 방식으로 그것을 차지할 것이냐고 했을 때 사실 저는 개인적으로 엑스-플로리어법을 갖고 우리가 외국인 투자를 막아준다는 것은 그 모든 책임은 사실 정부가 다 지는 거예요. 그리고 국제사회에서 우리는 “굉장히 쇠국적이다, 외국인 투자 싫어한다” 이런 식의 이야기를 하게 됩니다. 그것이 그 사람들이 와서 장기적인 자본투자의 성격으로 오는 것인지, 단기자본인지에 대한 꼬리표를 달고 있지 않습니다. 투자할 때는, 언제든지 성실한 투자자처럼 들어오지요. 과연 그랬을 때 저는, 만약에 우리가 포이즌 필이나 이런 제도가 있다면 그것은 기업의 측면에서 봤을 때도 자기들도 시장에서의 자기 risk는 하나도 지지 않으면서 국가가 앞에서 우리나라를 위해서 막아주는 겁니다.

개인적으로 이 포이즌 필 제도 같은 것을 도입한다면 아까 우리가 우려하는 바처럼 아마 도입하지 않았을 때보다는 조금 주식가격의 차이를 보이겠지요. 그러나 그것은 자기 기업들이 어느 정도 risk를, 기업을 taking을 하면서 죽이는 겁니다. 그러면 국

가가 운영을 하는 겁니다. 국가가 민영화를 할 때도 정말 중요한 기업에 대해서는 그것이 이 포이즌 필 제도를 선택해서 어느 정도 경영권 방어를 해 주면서 외국인 투자자본도 들어올 수 있는 여러 가지의 어떤, 이 function이 지금 우리 국내의 M&A 제도와 외국인 투자 이런 문제를 하지만 투자자본에 있어서의 성격도 우리가 볼 필요도 있고, 특히 민영화 같은 것을 추진하면서 또 하나의 장점도 우리가 볼 수 있는 제도이기 때문에 그것은 기업과의 어떤 risk sharing을 위해 정부가 이런 제도를 만들어서 일반법에서 선택할 수 있게 하는 거예요. 선택이예요. 우리가 무슨 강제를 하고 모든 기업에 적용하는 것이 아니고, 그것을 원하는 기업이 선택하는 것이기 때문에 저 같은 경우는 아주 절대적으로 public sector에서 필요한 부분에서 굉장히 좋은 워킹을 할 수 있을 것이라는 기대를 갖고 있고요. 일반적인 차원에서 과연 어느 정도의 외국인 투자가 감소할 수 있을 것이냐라고 하는 것은 포이즌 필 제도가 갖고 있는 것보다는 우리 기업이 갖고 있는 매력도와 우리 산업의 성장 정도가 더 큰 영향을 미치지 않을까라는 생각을 해 봅니다.

○ 여은정 위원

제가 몇 가지 코멘트를 좀 드리겠습니다.

방금 신 교수님이 이야기하신 주식시장의 외국인 투자자에 관해서 제가 작년에 한 연구에서는 약간 다른 결과를 가져왔었는데요. 우리나라 주식시장에서 외국인 주식 비

중이 높은 것은 맞고요. 그리고 외국인의 주식 투자패턴을 비교해 봤을 때는 단기자본이 많이 유입되어서 단기투기꾼들이 많이 있는 것보다는 오히려 장기적으로 turn over rate이 훨씬 낮은 것으로 그렇게 저희 연구결과에 나와서, 사실 투자라는 것, 자금에는 어떤 꼬리표가 있는 것이 아니라, 이게 투기자본이냐, 아니면 건전한 투자자본이냐 하는 것은 투자자로서의 적격성을 평가를 해서 해야지, 이것이 또 방금 말씀하신 서브프라임 때문에 우리나라 주식시장이 20% 정도 주식가치가 떨어졌다는 것은 사실 글로벌 주식 동조화 현상 때문에 그런 것은 우리가 다 이미 예측이 된 상황이라고 보여서 오히려 외국인 주식 투자패턴이 단기에만 국한된다고 말씀드리기는 힘들다는 게 저희가 작년에 연구한 결과였습니다.

그 다음에 포이즌 필이 도입이 된다면 대기업보다는 중소기업을 위해서 도입을 하는 게 어떨까라는 말씀을 하셨는데, 제 생각에는 중소기업이 친인척 우호지분과 내부 지분율이 대기업에 비해서 상당히 높은 수준을 유지하고 있어서 이미 중소기업은 정관변경을 통해서 여러 가지 방어기제가 많이 가능한, 그러니까 시차입기제라든지, 황금낙하산 등으로 이미 많이 가능하다고 보여지고, 또 한편으로 벤처기업이나 혁신형 중소기업의 경우, 성장성이 높은 기업의 경우는 M&A를 방어하는 것도 중요하지만, 또 이 M&A를 통해서 그 산업 자체를 더 활성화시키는 것이 바람직하지 않을까라는 생각이 들고요. 만일 경영권에 대한 위기의식이 별로 없다면 과연 경영진이 올바른 경

영의 어떤 성과를 가져올 수 있을지가 의구심이 들고요.

그 다음에 그러면 투자는 누가 할 것인가? 장기적인 투자를 하는 경영진이라면 장기적인 성과를 중시하는 경영진의 경우는 기관투자자나 아니면 국민연금과 같은 장기투자자들이 그 투자자금을 조달하는 역할을 시장에서 할 수 있지 않을까라는 생각이 듭니다.

그 다음에 기업 경영권에 대한 공격과 방어수단에 대해서 우리나라가 공격수단은 활성화 되어 있는 반면에 방어수단은 적다라는 논의가 계속 되어졌는데, 여기서 제가 이번에 이 자료를 준비하면서 상당히 재미있는 것을 발견했었습니다.

제가 생각하기로는 방어수단에 법적인 기제 자체는 외국 선진국에 비해서 숫자적으로는 낮은 것은 사실입니다. 그렇다면 ‘정말 이렇게 숫자가 적다’라고 한다면 우리나라에서 M&A가 정말로 많이 일어났는가를 볼 필요가 있었는데요. 그래서 M&A의 규모를 제가 살펴봤었는데 여기서 우리나라의 M&A 비중이 시가총액 대비로 해서 주요 선진국에 비해 낮다는 사실은 아마 여러분들 다 알고 계실 텐데요. 여기서 한 가지 제가 데이터를 업데이트하면서 재미있는 것을 발견했습니다.

2005년 기준에서 우리나라에 M&A 규모는 시가총액 대비 2.9%에 불과했습니다. 이 당시에 일본도 역시 마찬가지로 2.9%에 불과했고, 세계의 평균은 한 6%를 약간 상회하는 수준이었습니다.

그런데 작년의 경우 제가 똑같이 주가

시가총액 대비로 M&A 비율을 보았는데, 선진국들은 다 세계의 평균보다 높은 수준이었고, 세계 평균이 6.1%였는데, 우리나라는 2.9%에서 3.8%로 증가한 경향을 보였습니다. 그런데 반면 일본은 오히려 2.9%에서 2.2%로 줄어든 것으로 나타났습니다. 그 당시를 살펴본다면 여러분들도 아시다시피 2006년 5월에 일본에 신회사법이 도입되면서 M&A의 대가의 유연화를 포함해서 공격 수단도 다양하게 주어졌지만 그 상태에서 보면 다양한 경영권 방어수단, 포이즌 필, 그러니까 지금 우리가 논의하고 있는 이 포이즌 필을 도입해서 다양한 경영권 방어수단을 도입했다는 점도 주목할 필요가 있다는 점을 말씀드리고 싶습니다.

○ 연태훈 위원

위원장님, 발표를 너무 길게 하다 보니까 김이 빠져서 토론회도 참석을 못하고...

○ 송종준 위원장

아, 그렇습니까?

○ 연태훈 위원

그런데 괜찮으시면 저와 여은정 박사님이 가급적이면 빨리 발표를 하고, 어차피 지금 나온 이야기가 발표 한 번 할 때마다 포이즌 필 전체에 대해서 이야기를 하기 때문에 시간상 여러 가지를 보면...

○ 송종준 위원장

신 교수님 발표하신 내용은 많이 discussion이 됐다고 봐도 되겠지요?

○ 이준섭 위원

논의를 포이즌 필의 문제를 신 교수님을 통해서 어느 정도 의견을 모아가는 것일 수도 있거든요.

○ 송종준 위원장

그래서 나는...

○ 왕윤종 위원

그러니까 TF에서 보시면 실체는 뭐냐 이거지요, 포이즌 필의 실체. 그런데 올해는 보니까 두 번째 모임이라고 하시고, 첫 번째 모임에 안 나오신 분들도 꽤 있다고 그러더라고요.

그래서 보면 포이즌 필의 실체에 대해서도 사실 똑같이 생각을 안 하시는 것 같은 생각이 들어요.

○ 이준섭 위원

그래서 이 문제를 논의하기 위해서는 어느 정도 윤곽을 잡아야 될 것 같아요. 그래서 예컨대 금융위원회에서 오신 이명호 과장님 같은 경우는 저도 지금 어떤 생각을 가지고 있는데 자꾸 말이 길어질까 봐 이야기를 안 하고 있는데, 실제로 어떤 의미가 있는지를 금융위원회로부터 말씀 좀 들어보고 싶어요.

이명호 과장님, 한번...

○ 송종준 위원장

오늘 저희가 하는 것의 목적은 오늘 모든 것을 하는 게 아니에요. 지금 경영학적 관점, 경제학적 관점에서 전문가들이 발표를

하시면 사실 최종적으로 위원들은 그것을 법률로써 연결을 시켜줘야 되거든요. 그럴 경우 무턱대고 다른 나라에 있다고 해서 할 것이 아니라, 우리가 궁금했던 사항들을 법적 틀을 만들 때 충분히 감안해야 되기 때문에 그런 부분에 대해서 질문만 하면 된다는 이야기지요.

그래서 제 생각은 그런 의도를 가지고 하는 거예요. 여기서 법학적인 토론을 막 하자는 것은 아니고, 그래서 신 교수님에 이어서 너무 장시간 기다리셔서 저 같은 경우도 김이 충분히 빠질 수 있다고 생각하는데, 연 박사님 발표해 주시고, 또 여은정 박사님도 원고를 보니까 거의 같은 취지인 것 같아서 발표하시고 연이어서 계속 부족한 부분이 있으면 보완하는 식으로 해 주십시오.

○ 연태훈 위원

최대한 짧게 하겠습니다. 그런데 그동안 안 했던 코멘트도 몇 가지 해야 되기 때문에 그 시간은 좀 허용해 주시기 바랍니다.

일단 필요한 부분은 크게 네모 위주로 말씀드리고, 그 다음에 조금 더 자세하게 말씀드려야 될 필요가 있는 부분은 동그라미를 찍어서 또 말씀을 드리겠습니다.

적대적 M&A라는 것에 대해서 적어도 경제학을 하는 분들, 경영하는 분들이 전체적으로는 그래도 기업구조조정을 촉진하고, 자본시장 발전, 그리고 경제 전반의 효율성을 진작하는데 있어서 완전히 배제될 수 없는 필수 불가결한 경제활동으로 인식하고 있다고는 생각합니다. 물론 여러 가지 부작용이 지적되고 있기는 하지만요.

사실 이게 별로 이슈가 아니었는데 97년도부터 제도적 변화가 발생하면서 실제로 적대적 M&A가 발생할 수 있겠다, 그것도 우리나라의 기간산업이나 혹은 대기업을 대상으로 발생할 수 있겠다는 데서 위기의식이 발생했구요. 특히 주체가 되는 자본들이 외국자본이라는 부분에서 적극적으로 우려가 촉발됐습니다.

그래서 결국은 ‘적대적 M&A의 가능성을 원천적으로 봉쇄할 수 있는’이라고 제가 강하게 표현했습니다만, 상당히 게임의 장을 바꿀 수 있는 수준의 방어수단에 대한 도입 요구가 지속적으로 제기되어 왔습니다. 따라서 그런 맥락에서 제가 기존의 논의를 정리하고, 관련된 몇 가지 잘못 생각되고 있는 부분들에 대해서도 지적을 드리고요. 그리고 제가 가지고 있는 몇 가지 방어수단에 대한 견해를 말씀드리겠습니다. 몇 가지 코멘트를 더해서요.

방금도 말씀하셨지만, M&A이라는 게 우호적 M&A도 있고, 적대적 M&A도 있고, 주로 산업 특성적 요인에 의해서 효율성을, 전반적인 산업 자체의 어떤 효율성을 강화시키는 요인으로서 이루어지는 것들이 주로 우호적 M&A라고 한다면, 실제 그 기업 경영권, 지금 이야기하고 있는 것의 목적이 되고 있는 기업 경영권이나 그에 따른 대리인 비용과 관련되어서 이루어지는 M&A는 통상적으로 적대적 M&A를 통해서 이루어지고 있습니다.

그래서 알고 계시다시피 적대적 M&A라는 게 당연히 재무적 이익을 추구하기 위한 수단으로서 기능을 합니다. 하지만 심지어

이런 경우에 있어서도 역시 사이드 임팩트라고 볼 수도 있겠지만, 어떤 경영의 효율성을 촉진시키는 도구로서 동시에 작용을 하는 것도 사실이고, 혹은 근본적인 어떤 가치를, 그리고 혹은 실제 자산의 가치와 괴리되어 있는 시장가치를 높일 수 있는 도구로서 이해하고 있습니다. 적대적 M&A는 다시 말해서 효율적 경영을 통해서 기업가치를 극대화시키지 못하고 있는 경영자, 혹은 우리나라 같은 경우에 지배주주 교체 혹은 교체 위협을 통해서 기업가치를 제고시키고, 주주 일반의 이익을 향상시키는 것으로 통상적으로는 이해되고 있다고 생각합니다. 물론 반대하시는 분도 계시겠지만. 그래서 이런 경우 순기능 쪽을 많이 부각시키는 것이고요.

그래서 적대적 M&A에 관해서 3페이지 두 번째 동그라미를 보시면 통상적으로 주가를 분석한 것입니다만, 대상 회사 쪽에는 그런 이익이 훨씬 높게 나타나고요. 인수회사 쪽 주식은 사실 그렇게 크게는 상승하지 않지만 약간의 시가총액 상승이 보여지고 있습니다.

물론 인용한 김하진 교수님 논문 같이 여전히 경영권에 대한 지나친 불안은 다양한 비용을 초래할 수 있다는 부분에 대해서는 지적이 되고 있기 때문에 나름대로 저희가 균형적인 시각을 갖추는 것은 필요할 것 같습니다. 그래서 여러 가지로 좋게 볼 때는 적절한 긴장상태, 방금 말씀하셨지만 너무나 안정된 경영상태는 분명히 비효율을 초래할 수밖에 없고요. 그래서 위협은 있기는 있으나, 어떤 적절한 균형상태를 유지하

고 있는 것이 맞다는 것에 통상적으로 동의할 하시는 것 같습니다. 다만, 그 수준에 대한 판단이 좀 틀린 것 같고요.

4페이지에 보시면 제가 개념적인 그림만 그려놓았습니다. 그래서 사회적으로 볼 때 얼마나 적대적 M&A가 활성화되는 게 맞겠느냐고 했을 때 그 숫자가 정확히 어느 숫자인지는 모르겠지만, 통상적인 외국의 사례를 봤을 때 적어도 0보다 크다, 왜냐 하면 어떤 외국도 원천적으로 M&A를 봉쇄한다거나 원천적으로 M&A가 일어나고 있지는 않으니까 라는 게 결국 적대적 M&A를 지금보다는 활성화해야 되겠다는 논의의 촉발이고요.

그래서 저희는 실질적으로 경영권 다툼이나 분쟁이 전혀 없었다고 이야기할 수는 없지만, 적어도 우리가 우려하고 있는 것처럼 대규모 기업집단 계열사에 대해서, 상장기업의 상당수를 차지하고 있는 대규모기업집단에 계열사들에 대해서, 특히 외국인 주주에 의한 시도가 성공한 적은 없고, 방금 적대적 M&A 개념을 좀 더 줄여서 이야기하면 더군다나 없었다고 볼 수 있습니다.

그렇기 때문에 여러 가지 논의를 봤을 때 지금보다는 어느 정도 활성화되는 것이 오히려 바람직하지 않겠느냐는 생각을 가지시는 분들도 많이 있는 것 같습니다. 경영진 참호구축 가설이나 주주 이해 가설 같은 것은 다 이해하고 계시는 부분이니까요.

다음 페이지에 보듯이, 다음 절에서 다시 한 번 말씀을 드리겠지만, 실제로 적대적 M&A에 대한 연구결과, M&A의 방어수단을 채택함으로써 주가가 어떤 방향으로

움직였느냐, 주주한테 이익이 됐느냐, 안 됐느냐에 대해서 경제학 전반에 있어서, 경영 전반에 있어서 확정적으로 어느 한쪽을 지지하고 있지는 않습니다. 다만 조금 더 많은 수의 연구들은 여전히 방어수단의 도입이 주가에 강한 부정적 효과를 미친다는 쪽에 모여 있는 것 같습니다.

그리고 분명히 포이즌 필 같은 경영권 방어제도의 도입이 적대적 M&A 가능성을 떨어뜨리고 있는 것으로 나타나고 있고, 인수 프리미엄을 높이는가 여부에 대해서도 여전히 논란이 해소되지 않는 상태라고 보여집니다. 따라서 우리가 여러 가지를 볼에 있어서 도대체 우리나라 기업의 소유구조와 관련해서 분명히 다른 나라와 다를 텐데, 이 부분에 대해서 충분히 이해를 할 필요가 있겠다는 부분입니다.

우리나라는 명확히 맞아떨어지는 건 아니지만, 6페이지에 보시다시피 통상적으로 기관투자자의 지분이 높다든지 이럴수록 나름대로의 견제가 형성되고 주주간에 어떤 형평성이 보장될 수 있는 상황이기 때문에 이런 상황에서는 적대적 M&A 방어수단을 채택하더라도 그렇게까지 주가가 떨어진다는가 이런 효과가 강하게 나타나지는 않고요.

그런데 오히려 말씀하셨듯이 적대적 M&A 방어수단이 남용될 수 있는 어떤 주주 구성을 가지고 있다, 이런 경우에는 좀 더 적대적 M&A 방어수단의 채택이 가치를 저하시키는 방향으로 움직인다는 몇 가지 연구결과들이 있습니다. 그래서 그것을 종합해 볼 필요가 있을 것 같습니다.

그래서 방금도 여러 번 나온 이야기지

만, 우리가 이런 논의를 계속함에 있어서 도대체 보호의 대상이 누구냐, 그냥 어떤 추상적인 개념으로서의 기업이나, 외국 사람과 한국 기업, 이렇게 논의를 전개하는 것이 맞느냐, 그런데 아시다시피 경영권이라고 이야기했을 때 외국은 매니지먼트와 주주간의 갈등을 해소하는 방식이 M&A라고 볼 수 있겠고요.

그런데 우리나라 같은 경우에 적어도 기존에는 지배주주와 새로 지배주주가 되기를 원하는 어떤 외부 세력 간에 경영권 분쟁이 었다라고 볼 수도 있고, 그렇다면 둘 다 사실은 어떤 주주의 관점이기 때문에, 주주 워너비일 수는 있겠지만 주주간의 갈등이기 때문에 어떤 주주는 더 월등하고, 어떤 주주는 더 열등하다고 저희가 사전적으로 판단할 수 있겠느냐?

물론 신 교수님도 여러 번 논문에서 지적을 하셨습니다만, 어떤 기업들의 창업주에 대해서 대단히 훌륭한 일을 하셨고, 말미에 지적하셨습니다만, 우리가 진짜 못 먹고 못 살던 시대로부터 지금까지 발전해 오는 상태에서 상당히 큰 역할을 담당하신 것은 맞지만, 그 자체로서 주권에 있어서, 혹은 어떤 기업에 대한 경영권에 있어서 사전적으로 다른 위치를 부여받을 수 있겠는가에 대해서는 사실 차별성을 부여받기는 좀 어렵지 않느냐, 결국 기업이라는 것이 물론 초기에 크게 이끌어 오신 여러분들이 계시고, 하지만 그것에 대해서 전문 경영인이나 근로자 등, 그리고 자본 투자한 분들이 다 결합해서 이런 성과를 올려온 것이라고 저는 이해가 됩니다.

다시 말해서 유·무형 자산을 보유한 인적 네트워크로서 기업을 이해한다면 저희가 그냥 외국과 국내기업 간의 갈등, 이런 식으로 너무 단순화해서 보는 것은 조금 문제가 있다고 생각이 됩니다.

그리고 외국인 투자자에 대해서도 말씀하셨듯이 40%는 너무 많고, 30% 되니까 다 떠난다고 해서 큰일 났다고 이야기하고, 그러니까 돈은 되는데 경영에는 간섭하지 말아 달라, 저희가 계속적으로 이원적 잣대를 가지고 들이대는 것은 논리를 세우기가 어렵고, 외국인 투자자들에게 설득시키기도 쉽지 않은 노릇이라는 판단이 계속 듭니다.

그래서 어떤 중도의 입장일 수는 있겠지만, 적어도 처음과 끝이 일관된 우리의 stance를 가질 필요는 있겠다는 부분이고요. 우리가 정말 쇄국적으로 가고 싶다면 자본국수주의로 가서 다 문을 닫든가, 아니면 자본시장을 개방하는 하에서는 명확한 불법행위가 아닌 다음에는 적어도 공정한 지위를 부여할 필요는 있겠다는 생각은 듭니다.

그 이야기를 하다 보니까 잠깐 결다리로 빠지는데, 저희가 이런 이야기를 하면서 투기자본이라는 용어는 명확하게 적절한 표현은 아니라고 생각합니다. 그래서 단기자본이라는 것이 없이 시장에서 가격이 형성될 수도 없고, 마켓이 clearing되려면 단기자본이라는 것은 필요악이라고 이야기할 수 있고요.

그리고 방금 여은정 박사님도 말씀하셨지만, 단기투자자본은 국내 책상에 앉아서 system trading하는 사람들이 훨씬 더 단기자본입니다. 몇 초마다 번갈아가면서 투자를 갈아치우고 있고요. 그래서 이런 사람들이

과연 detriment하나, 그리고 전략적 투자자로 이야기하는 헤지펀드나 이런 사람들이 투자 span이 꼭 하루 이틀 열흘 사이로 그런 것은 아니거든요. 말씀하셨듯이 세 달 동안 경영권을 위협해서 풀면 치고 빠질 수도 있지만 긍정적으로 6년, 10년까지도 갈 수 있는, 그러니까 본인들이 택할 수 있는 어떤 투자 전략의 폭이 단지 넓은 사람들일 뿐이고, 최적절한 판단을 하는 것뿐이라고 이해를 하는 게 맞을 것 같습니다.

그래서 신 교수님도 말씀하셨듯이 재무학에서 통상적으로 우리가 투기라는 식의, 혹은 단기나 투기에 너무나 그렇게 부정적인 의미를 부여하는 것은 우리가 조금 주저해야 될 필요가 있지 않냐는 생각에서 조금 말씀드렸습니다.

계속 진도를 나가겠습니다.

7페이지, 8페이지 부분들은 다 정리를 한 내용입니다. 그래서 계속 넘어가고요, 하여튼 기업이 경영권에 대한 위협을 받는 가장 근본적인 이유는 어떻든 다양한 비효율성이 존재하기 때문에 이로 인해 기업가치가 저평가되어 있기 때문이니까 결국은 지배주주가 경영자가 됐든, 아니면 새로 경영을 하기 원하는 아웃사이드의 어떤 워너비 주주가 됐든, 기업의 경영을 효율적으로 하고 자산가치를 극대화함으로써 주주 가치를 극대화할 수 있는 사람이 경영권을 가져갈 수 있는 쪽으로 움직일 수 있게 제도가 보장되어야 된다는 생각입니다.

그리고 말씀하셨듯이 9페이지 하단 네모에 보시면 그럼에도 불구하고 현 상황에서 실제로 우리나라의 경우에 기업들이 가장

널리 사용하고 있는 경영권 방어장치가 일단은 출자와 자사주라고 봐야 될 것 같습니다. 자사주는 여러 번 말씀을 하셨기 때문에 다시 말씀드리지 않겠지만, 여전히 자사주라는 게 사실은 배당과 유사한 효과를 가지는 것이고요. 물론 그러면서 동시에 지배권도 어느 정도 공고히 할 수 있기 때문에 상당히 널리 활용되고 있는 부분이고, 오히려 저는 나중에 다시 한 번 말씀드리겠지만, 자사주 관련해서 사실 규제를 좀 더 강화해야 된다고, 아마 권 교수님도 아시겠지만, 여러 번 말씀을 드렸습니다.

그래서 저는 유럽식으로 자사를 매입하면 일단 소각을 시키는 것이 맞지 않겠느냐는 판단이지만, 그것은 또 다른 영역인 것 같고요. 오늘 사실 이야기를 안 했지만 현재의 지분구조 자체는 비슷한 맥락에서 방금 김 국장님도 말씀하고 가셨지만, 출자구조 자체는 하여튼, 물론 제가 말씀드리는 출자구조가 우리나라 상장사 전체, 혹은 우리나라 기업 전체를 지배하는 원칙은 아니겠지만, 현실적으로는 그렇지 않은 구조에 비해서는 상당히 pyramid structure이고, 이런 부분들이 control enhancing mechanism 이라고 외국에서는 부르죠, 그런데 그런 영향은 미치고 있다, 따라서 이런 것들이 M&A가 외부 통제장치로서 효과적으로 기능하는데 나름대로 장애요인으로 작용하고 있다는 부분입니다.

EC에서 외부에 용역을 주어서 한 보고서에 보면, 외국 투자자들 같은 경우에는 control enhancing mechanism, 여기에 포이즌 필은 없었습니다. 그런데 pyramid

structure라든가, 차등의결권 부분들에 대해서 적어도 투자자 관점에서는 한 10~30% 정도는 최후 price에 대해서 discount를 한다고 이야기를 하고 있고요. 그럼에도 불구하고 EU 역시 이런 control enhancing mechanism이 꼭 가치를 하락시킨다는 명확한 evidence는 없다, 물론 상승시킨다는 evidence도 없고. 경제학자로서 최대한 하여튼 중립된 입장을 견지할 수밖에 없는 것 같습니다.

10페이지 관련 논의의 검토 부분입니다. 이 부분은 몇 가지만, 사실 한국개발연구원에서 이미 보고가 됐던 보고서지만 못 보신 부분들이 있을 것 같아서, 기업 경영권에 대한 위협 때문에 기업의 유보율이 빠르게 증가한다고 해서 투자가 줄어든다는 이야기를 맨날 하는데 이게 사실이나?

그런데 유보율이라는 게 지금 뭔가 오해가 되고 있는 부분들이 있습니다. 그러니까 유보율에는 현금으로 보유하고 있는 부분도 있지만, 실질적으로 여러분들이 투자라고 부르는 부분, 공장에 기계를 산 것도 배당을 안 해 줬으면 그게 유보입니다. 그래서 유보율이 올라가고 있다고 이야기하는 것은 현금을 많이 가지고 있다는 이야기도 되지만, 투자를 많이 하고 있다는 이야기도 되거든요. 그래서 유보한 내용이 100조 원을 넘어서서 250조 원 다 이런 것을 가지고 있어서 이게 다 현금으로 들고 있는 것이 아니냐고 생각하시면 그건 오산이라는 부분을 저희가 몇 번 말씀을 드렸습니다.

11페이지 그림에서 보시는 것처럼 유보율도 올라갔지만, 이것은 다시 말해서 배당

을 안 주고 회사에 남긴 돈이 이렇다는 것이고, 마찬가지로 설비투자 역시 같은 투자로서 계속 증가하고 있는 것을 보실 수 있습니다. 그래서 외환위기 충격에서 회복된 후 2002년 이후부터는 설비투자가 지속적으로 증가를 하고 있고요.

12페이지에 보시듯이 자본구조를 보시면 이익이 많이 남아서 유보가 된 것이지, 투자를 안 해서 유보가 된 것이라고 하는 것은 유보율에 대한 정의에 있어서 약간에 오해가 있었다는 부분입니다.

그리고 현금 보유 규모 관련해서도 논란이 많습시다만, 사실 현금 보유 기준으로 봤을 때 상위 9개 기업 같은 경우는 사실 현금 보유를 많이 늘렸습니다. 이 부분이 기업 경영권 방어와 얼마나 직접적으로 연결이 될 것이냐는 부분은 여전히 논란의 여지가 있겠습니다만, 적어도 실증분석을 해 보면 그런 부분보다는 영업성과의 불확실성이 증가하면서 현금 보유 부분이 늘어났다는 말씀들이 많이 있고요. 그리고 실제로 근자에 와서는 총자산 대비 유동성도 오히려 안정화되거나 줄어들고 있는 경향도 보이고 있습니다. 13페이지 맨 위에 그림에 나와 있습니다.

아울러 우리나라 기업들의 현금 보유 비중을 다른 나라와 비교해 본다고 했을 때 그다지 높은 편은 아닙니다. 미국은 평균으로 24%, S&P 500으로 따지면 15.7%인데, 우리나라 기업들이 통상 전체적으로 9.8% 정도 되고, 방금 말씀드렸던 현금 보유기준 상위 9개사들도 16.3%니까 당장 어떤 현금 보유비율이라는 게 국제적인 운영의 법칙과

크게 벗어나는 부분은 아니라고 말씀드릴 수 있을 것 같습니다.

14페이지 기업 경영권 방어의 후생 효과입니다. 이것은 포이즌 필 도입이 기업주가를 일단 떨어뜨린다는 쪽으로 조금은 목소리가 더 몰리고 있다는 내용이고요, 그 부분은 한번 참고를 해주시면 될 것 같습니다.

15페이지에 나온 이야기는 외국인에 대해서 너무 뭉뚱그려서 ‘외국인은 나쁘다’는 이해는 가지지 말자라는 차원에서 옛날에 했던 분석을 좀 정리해 놓은 것을 말씀드렸습니다.

16페이지에 보면 우리나라에서 그렇게 좋아하는 IMD 조사결과가 나와 있습니다. 외국인에 의한 기업 경영권 확보의 용의도 변화를 보면, 2005년도까지 해서 한 37위 정도 되고, 수준이 과거 2001년도 대비해서 크게 늘어난 수준은 아니고요. 업데이트를 좀 했는데 보면 2006, 2007, 2008까지 보더라도 실제로 2008년도 기준으로는 순위가 47위 정도까지 오히려 떨어졌고, 점수도 7.06에서 5.38로까지 떨어졌습니다.

그래서 적어도 근자에 들어서 외국인에 의한 기업 경영권 확보의 용의도도 오히려 더 어려워졌다고 평가를 한 것입니다. IMD에서 한 결과를 제가 개인적으로 크게 신뢰하지는 않지만, IMD는 자주 인용들을 하는 분석이니까 말씀을 좀 드렸습니다.

그렇게 해서 넘어가고요. 결국은 경영권 방어의 정도는 사실 하여튼 기업가치를 극대화하는 경영이라는 부분입니다.

KT&G 사례 같은 경우를 많이 말씀을 하시지만, 또 그런 말씀을 하시더라고요.

KT&G 사례에서 칼 아이칸에서 여러 가지 수정을 요청했던 부분들은 사실 그게 그 당시 그렇게 brand new 한 것은 아니고, 이미 KT&G에 대해서 국민연금이 됐건, 아니면 감사원이 됐건 지속적으로 제기했던 문제이고, 해결이 되지 않았던 문제인데, 그게 ‘까마귀 날자 배 떨어진 것’인지는 모르겠지만 어쨌거나 이런 여러 가지 문제가 있고 나서 이런 부분들이 사실 상당히 많이 해결이 됐고, 기업가치도 상당 부분 상승을 했습니다.

방금 신 교수님이 말씀하신 것처럼 그 과정에서 상당한 차익을 뽑아서 외국으로 가지고 나간 것은 사실입니다. 그것도 없으면 얼마나 좋겠습니까만, 득과 실을 저희가 비교할 필요는 있겠다, 그런 것도 없이 알아서 잘되면 제일 좋고요. 그래서 국내에서도 이런 적대적 M&A 관련한 자본들을 육성하고자 하는 여러 가지 시도가 있지 않습니까? 그래서 이게 과연 국적의 문제인지, 적대적 M&A에 의한 자체의 문제인지도 저희가 조금 분리해서 볼 필요는 있겠다는 느낌입니다.

18페이지에 보시면, 출총 같은 경우 폐지되는 쪽으로 간 것이지요. 그래서 이렇게 되면 더군다나 순환출자나 이런 부분들이 아마 강화될 것이고, 그것에 대해서 제가 어떤 가치판단을 한다기보다는 다른 차원에서 어떤 기업 경영권 방어의 원천적인 방어수단이 강화될 수 있는 room은 또 어떻게 보면 생겼더라는 부분도 저희가 감안할 필요가 있겠다는 수준에서 적어 놓았습니다.

그래서 정책적 시사점을 좀 말씀을 드리면, 제가 이해하고 있는 바로, 하여튼 지배

주주가 존재하는 상태에서 어떤 경영권 방어법제가 갖추어져야 하겠는가 하는 문제에 대해서 저희가 쭉 고민을 해 봤는데, 결국은 우리나라는 경영진보다 지배주주의 기업 경영권 방어행위가 실제 주주 전체의 이익과 합치하는지 여부에 따라서 결국 모든 제도의 도입 허용 여부가 결정되어야 하지 않을까? 다시 말해서 만약에 이게 어떠어떠한 논거로 인해서 도입된다고 하더라도 이 부분만은 명확하게 지켜 주어야 되겠다, 이 부분을 담보할 수 있는 모든 안전장치들이 마련되어야 되겠다는 부분을 말씀드릴 수 있을 것 같습니다.

이러한 상황에서 한 가지 말씀드리면, 포이즌 필 같은 것을 도입함으로써 인수대상 회사 주주한테 더 높은 프리미엄이 지불된다고 하지만, 이것은 어떻게 보면 주주간 워너비 주주일 수도 있고, 기존 주주일수도 있고요. 그러니까 사회적으로 봐서는 분배의 문제이지, 그 자체로서 효율성을 담보하는 것 같지는 않다, 그래서 적대적 M&A를 통해서 상승할 수 있는 어떤 기업가치를 누가 분배해 나가느냐의 문제일 수는 있겠습니다.

다만, 방금 말씀하셨듯이 외국자본이 끌고 나가는 부분들에 대해서는 어떤 자본 구속적인 관점에서 보았을 때는 손실로 분명히 평가할 수 있는 부분은 있습니다. 그래서 그 부분은 여전히 나머지 득의 부분과 저희가 한번 대조를 해 보아야 되겠다는 부분이고요. 하여튼 지배주주 시스템 하에서는 지배주주와 여타 주주간에 발생할 수 있는 이해관계의 차이가 분산형보다는 클 수 있다, 그런 부분들이 또 감안되어야 될 것 같

습니다.

그래서 제 개인적인 생각으로는 하여튼 경영권 방어수단 전체로 봤을 때는 현재로서는 이것을 좀 더 강화해야 되는 게, 왜 당장 필요한지가 크게 설득되지 않는다는 부분입니다.

물론 제가 입장을 강조할 수는 없기 때문에 그럼에도 불구하고 도입한다면 어떻게 도입해야 되겠느냐는 이야기를 좀 더 말씀드릴 필요가 있을 것 같습니다.

그리고 후세 승계에 대해서 방금 전에는 중소기업 위주로 말씀이 됐습니다만, 저희가 그 부분까지 고민해야 되는지는 사실 몰랐는데, 하여튼 기업 혹은 기업집단의 승계가 그 자체로서 비난받을 행위는 아니라고 생각합니다. 다만, 반대로 또 그것을 위해서 추가적으로 어떤 경영권을 보호하기 위한 방어수단을 허용할 필요가 있느냐? 이것 역시 또 마찬가지로 설득력이 높다고 볼 수 없어요. 그래서 이 부분은 조금 중립적인, 소극적인 법정책을 하는 것이 바람직하지 않겠느냐는 느낌입니다.

그리고 포이즌 필과 관련해서는 저는 여기에 일반적인 관점에서 그냥 적은 것이구요. 그래서 항상 해외 사례를 보고 하더라도 사법부의 역할이 중요하다, 그래서 제가 휴게실에서 잠깐 말씀드렸지만, 우리나라 사법부가 이 부분에 대해서 어떤 법제의 균형 부분에서만 이해를 하고 계신 건지, 사회적인 어떤 최적 수준의 적대적 M&A 활성화라는 부분에 대해서 공감대나 이해도가 충분히 형성되어 있는지, 그리고 일본이나 미국의 경우도 보면 사법부가 사실 적극적으로

로 involve하고 있거든요. 그래서 어떤 것이 허용되어야 되고, 아니냐에 대해서 사법적 판단을 함에 있어서 그런 가치기준에 대해서 충분히 논의가 되고 있느냐에 대해서도 사실 앞으로 충분히 검토가 되어야 될 필요가 있을 것 같습니다.

그래서 하여튼 주주총회 승인원칙을 정관 도입이 되든지, 나중에 실질적인 발동상황이 되든지 개인적으로는 둘 다 주주총회의 사전적, 최악의 경우 사후적인 승인이 필요하지 않을까 생각합니다.

그런데 경영권 방어가 하루 이틀 만에 결정되어야 되는 것은 아니기 때문에 사실 어느 정도, 몇 개월간의 기간이 있으면 사전적인 주주총회의 승인이라는 것도 통상적으로는 가능하지 않을까라고 생각을 하고요, 다만 예외적으로 사후적으로 하더라도, 예외적으로 사후적으로 가능한 단서는 나눠놓을 필요가 있겠다, 그리고 사실은 적극적으로 집단소송이나 손배소가 가능한 부분이 담보되어야 되지 않느냐라는 느낌은 있습니다.

그리고 차등의결권 같은 경우는, 포이즌 필도 마찬가지입니다, 주식매수청구권 이야기를 여기서도 했지만, 차등의결권 같은 경우도 개인적으로 하여튼 상장 이전 기업의 경우는 왕 박사님이 말씀하신 부분과 크게 다르지 않은 생각을 가지고 있어요. 그런데 기 상장된 기업의 경우에는 사실 주주들이 자기가 원하지 않았는데도 차등의결권을 도입한단 말이에요. 그렇게 되면 손해를 볼 수 있는 주주들의 입장에서는 일차적으로는 주식매수청구권을 통해서 어느 정도 구제를 받을 수 있다고는 생각합니다. 그런데 사실

차등의결권이 도입되기를 기대하기 이전에 이미 주식을 보유한 사람들은 이게 허용되는 그 순간 그 자체로서 어떻게 보면 주가에 손해를 볼 수 있거든요. 그래서 이런 부분들이 우리가 감내해야 될 어떤 손실 부분인가에 대해서 조금 논의는 있어야 될 것 같습니다.

자사주 관련해서는, 자사주는 우리나라에서 많이 쓰고 있습니다. 그런데 배당 같은 경우를 보면 지금 거래소에서 나온 것을 보니까 유럽이나 주요 선진 증시에 비해서는 3분의 1에서 한 2분의 1 수준에 불과합니다. 그래서 자사주 매입에 쓰이고 있는 상당수의 금액이 어떻게 보면 결국은 외국 기준으로 보자면 배당에 적극적으로, 현금 배당이나 주식 배당을 하는데 쓰였어야 될 돈일 수 있습니다.

다만, 여러 가지 양수결장이 가능한 제도이기 때문에 자사주 쪽으로 좀 더 몰렸을 수는 있고요. 그래서 사회적으로 지금 자사주를 매입하는 수준이 너무 어떤 손실을 초래한다고 단순히 사전적으로 이해하기는 조금 어렵지 않을까? 이 부분은 좀 더 엄정한 검증이 필요할 것 같습니다.

이 정도로 말씀을 드리고요. 종합 부분은 제가 이미 여러 번 말씀을 드렸습니다.

그래서 결론적으로 말씀드리면, 저희가 적대적 M&A에 관해서 아무것도 없는 상태라고 하면 여러 가지 고민을 해서 공격방어 수단을 최대한 공정하게 도입을 하는 것이 맞을 것 같아요. 그런데 저희가 이미 공격이든, 방어든 일부 제도가 도입이 되어 있고 나름대로 굴러오고 있습니다. 그러니까

이 상황에서는 이 제도를 가지고 현실이 어떻게 돌아가고 있느냐라는 부분에 사실 포커스를 맞추는 게 맞을 것 같아요. 그러니까 공정의 개념을 다른 나라에는 있는데 우리나라에는 없다, 있다, 없다, 혹은 개수가 뭐다, 이런 부분보다는 실제로 그럼 어떠하냐, 그러니까 골프를 치는데 클럽을 몇 개 가지고 나와서 치는 게 중요한 것이 아니라, 실제 성적이 어떻게 나오니까 핸디캡을 주는 거지요.

지금 이렇게 제도를 몇 가지 도입해 놓고 보니까 적대적 M&A가 너무 발생을 하더라. 그렇다면 분명히 방어와 관련된 조항을 강화할 필요가 있는 것이라고 생각합니다. 그런데 사전적으로 앞으로 이런 게 너무 많아질 것 같다고 판단할 근거가 사실 아직까지 보이지는 않거든요.

몇 가지 말씀하셨듯이 실제 기업 경영권 방어에 포커스를 맞추고 있는 기업에 계신 분들 입장에서 나름대로 불필요한 비용이 촉발되고 있다는 부분을 저희가 부정할 수는 없을 것입니다. 그것은 사실 기업 입장에서 볼 때는 충분히 맞으신 말씀이고, 다만 사회 전체적으로 봤을 때는 그 손실이 다른 어떤 효율과 비교했을 때 경중을 분명히 재볼 필요는 있지 않겠느냐, 그런 정도로 말씀을 드리고 제 논의를 줄이도록 하겠습니다.

○ 송중준 위원장

네, 감사합니다.

연 박사님께서서는 거의 재무적 효과 쪽에 포인트를 두어서 전체적으로 분석을 해 주

신 것 같고, 전 시간에 신 교수님께서서는 주로 산업정책적 측면이 바탕으로 많이 깔려져 있는 것 같은 느낌을 받았습니다.

시간도 굉장히 많이 갔는데, 여은정 박사님이 조금 보완을 해 주시고, 오늘 발표를 다 마치기는 마쳐야 될 것 같습니다.

○ 여은정 위원

연태훈 박사님이 너무 정리를 잘해 주셔서 저는 그냥 몇 가지 부연하는 정도로 제 발표를 마치도록 하겠습니다.

저는 주로 지금 M&A 현황이, 국내 현황과 세계의 현황이 어떤 특징을 가지고 있고, 그 다음에 우리나라의 경영권 보호수단의 현황이 어떻게, 그 다음에 이것이 어떻게 발전을 해 왔다는 것을 나름대로 판단을 해 봤고, 그 다음에 경영권 보호수단에 대한 경제적인 효과가 어떻게, 그 다음에 해외의 사례들이나 해외의 문헌에서 이야기하는 것이 무엇을 우리나라에 시사할 해 주는가 해서 마지막에 제가 추가적인 경영권 보호수단의 도입에 대한 평가를 간단하게 내렸습니다.

세계적인 M&A에 비해서 우리나라의 특징은 잘 아시다시피 일단은 국제 M&A, crossborder M&A라는 것이 굉장히 드물게 일어나고 있고요, 특히나 국내 기업이 해외 기업을 M&A 하는 경우는 굉장히 적고요, 그 다음에 해외와 달리 사모펀드의 활동으로 인한 적대적인 M&A 비중도 굉장히 적고, 그 다음에 세계적으로는 동종업간의 M&A가 성행하고 있고, 금융업권의 M&A 비중이 높는데 반해서 우리나라에서는 동종

업계간이 아닌 계열사간, 그러니까 서로 다른 이종업계간의 M&A가 상당히 많고, 금융업권의 M&A는 낮은 상황입니다.

해서 여러 가지 M&A가 이렇게 낮은데는 M&A에 대한 부정적인 인식도 있겠고요. 그 다음에 그 이전에는 경영권이 이렇게 이전될 수 있는 경영권 시장, 지배권 시장을 통해서 기업의 신진대사를 촉진하고 산업구조를 원활하게 하는 시장 메커니즘이 발전하지 못한 탓도 있겠고요. 그 다음에는 우리나라의 특징이라고 볼 수 있는 shareholder capitalism, 그러니까 주주의 부를 극대화하기보다는 이제까지는 이해관계자들의 자본주의 stakeholder capitalism에 바탕을 두고 있는 점도 M&A가 이렇게 부진한 원인이 되었습니다.

그런데 외환위기 이후에 구조조정을 겪으면서 M&A라는 게 부실기업, 특히 부실기업의 구조조정으로 중요한 수단이라는 인식이 넓게 이루어지면서 우리나라에서도 M&A가 상당히 늘고 있는 추세에 있습니다.

그리고 앞으로도 우리가 보았을 때 기업의 수익원 다각화라든지, 이런 기업들의 수요 측면에 의해서 M&A는 더욱더 활성화될 것으로 보이고 있고요. 그 다음에 방금도 말씀드렸듯이 국내 M&A에서 적대적 M&A는 굉장히 미미하다는 이야기를 했습니다.

13페이지에 보시면, 국내 적대적 M&A의 시도 사례를 제가 좀 찾아봤었는데, 그래서 박광철 부원장님이 말씀하신 0.4%가 사실 제가 재작년에 했던 보고서였는데, 그게 오히려 업데이트를 하고 보니까 0.2%에 불과한 것으로 더 낮아지고 있지만, 이런

세계적인 추세를 생각했을 때는 우리나라 적대적 M&A 시장도 향후 계속 커질 것으로 전망을 할 수가 있겠습니다.

경영권 보호수단의 현황은 여러분들이 잘 아시니까 이 부분은 건너뛰도록 하고요. 이러한 경영권 보호수단이 어떻게 변화해 왔는가에 대해서 제 생각을 잠깐 정리를 하면, 외환위기를 전후해서 우리나라는 M&A 활성화를 위해서 관련규제를 완화했고, 그 이후에 외국 자본에 대한 적대적 M&A 가능성 등에 대한 우려가 제기되면서 방어수단을 강화시켜 왔다고 보여집니다.

그래서 주식 대량 소유제한 제도를 폐지(97년)하고, 의무공개매수제도 폐지(98년) 등으로 기업 경영권에 대한 공격수단을 일단 강화했다고 보여집니다. 그 다음에 5% 보고제도를 좀 더 강화한 게 2005년이었고, 그 다음에 공개매수기간 중에 주식 발행을 허용한 것도 역시 2005년으로 방어수단에 대한 보완 및 강화도 이루어졌다고 보여집니다.

또한 2006년에 상법 개정안을 통해서 강제상환주식이라든지, 강제전환주식, 또는 주식매수권부 주식 등 종류주식의 다양화를 허용해 줌으로써 추가적인 경영권 방어수단을 제공한 의미가 있다고 보여집니다.

그 다음에 마찬가지로 상법 개정안에서는 M&A 대가의 유연한 방안도 포함을 하고 있어서 공격과 방어수단간에 균형을 추구해서 M&A 활성화의 토대를 마련한 것으로 저는 판단을 했습니다.

이런 상황에서 우리나라가 적대적 M&A의 비중은 굉장히 낮고, 그 다음에 M&A의

전체 규모도 세계 선진국들이나 세계 평균과 비교해서 낮은 상황에서, 그렇다면 우리가 앞으로 지금 논의가 되고 있는 이 상법 개정안 외에 포이즌 필이라든지, 차등의결권 제도라든지 황금주 등이 어떤 영향, 또는 어떤 경제적인 효과를 가져 올 것인가에 대해 알아보기 위해서 제가 잠깐 외국의 사례에 대한 연구를 말씀드리겠습니다.

방금 연 박사님도 말씀하셨듯이 제가 미국 사례를 먼저 봤을 때는 두 가지 크게 이론적인 게, 경영권을 강화한다는 가설, 포이즌 필에 국한해서 제가 문헌을 정리했는데, 경영권을 강화한다는 가설이라는 것은 포이즌 필을 도입하면 인수 프리미엄을 향유할 가능성이 감소가 되기 때문에 주가 하락을 유발해서 주주가치가 훼손한다는 것이고요.

반대 가설은 주주이익 가설인데, 이게 포이즌 필이 있음으로 해서 경영권 거래시 이사회로 하여금 주주를 위해서 최선의 거래를 보장할 어떤 bargaining power를 제공할 수 있다는 주장을 하고 있습니다.

그래서 각각의 실증분석들이 이 두 가지의 이론적인 가설들을 많이 해서 어느 쪽이 우세하다고 지금 이야기하기는 조금 곤란한 상황인데요. 이런 상황에서 일본의 최근의 사례에 대한 것을 제가 살펴봤는데요. 2005년 4월에서 2006년 5월 사이에 포이즌 필 도입을 발표한 일본 기업을 대상으로 포이즌 필이 주주 가치에 미치는 영향을 살펴봤더니 주주 가치를 유의미하게 훼손하는 것으로 나타났다는 연구결과를 제가 찾을 수가 있었습니다.

그리고 앞서 살펴본 것처럼 해외의 이런

사례들이 우리나라에 어떤 시사점을 주는가를 살펴보면, 포이즌 필은 주주에게 경우에 따라서는 해가 될 수도 있고, 득이 될 수도 있는데, 득이 되는 경우는 방금 말씀드린 것처럼 어떤 포이즌 필의 도입이 경영진의 협상력을 높여서 인수 프리미엄을 상승시켜서 그것을 주주가 향유할 수 있는 bargaining power를 더 많이 가질 수 있다는 이야기인데, 여기에서 조금 주목할 필요가 있는데요. 미국의 경우는 경영진이 기본적으로 인수시도가 오면 자체적으로 평가한 회사의 가치와 인수자가 인수가격에 따른 가치를 비교해서 인수 여부를 결정하기 때문에 이런 경우에는 인수 프리미엄에 관한 협상력이 높아질 수 있다는 것을 쉽게 알 수가 있는데, 우리나라와 일본 같이 창업자들의 경영권 승계의 동기가 좀 강한 경우에는 과연 이것이 그대로 적용이 될 수 있을까라는 것에 저는 좀 의문이 들고요. 기본적으로 경영진 하에서 소유와 경영을 유지하기 위한 목적으로 사용될 가능성이 있기 때문에 비효율성을 지닌 경영진이 필요 이상의 경영권을 보호하는 수단으로 사용될 우려가 있다는 이야기를 했습니다.

그 다음에 미국의 사례들은 비협상 인수의 사례를 분석을 했는데, 여기서 비협상 인수라는 것은 적대적 인수하고는 다르다는 것을 말씀드릴 필요가 있습니다.

unsolicited takeover라는 것은 얼마 전에 있었던 마이크로소프트(Microsoft)가 야후(Yahoo)에서 한 것은 비협상 인수입니다. 하지만 그것은 적대적 인수시도라고는 하지 않습니다. 그런데 대개의 분석들이 적대적

인수 시도는 비협상 인수로 간주될 수 있지만 그 역은 성립을 하지 않습니다.

그런데 우리나라에서는 비협상 인수라는 것 자체가 적대적 M&A로 연결이 되어서 경영권을 보호하고자 하는 유인이 강하기 때문에 지금 포이즌 필의 도입이 M&A 활성화를 저해하지 않는다는 결과를 우리나라에 직접적으로 적용하기는 힘들다는 생각을 저는 합니다.

마지막으로 사회이사가 주주의 이익을 대변하는 경우에는 이 포이즌 필에 따른 부정적인 효과를, 주주이익의 훼손을 줄일 수가 있는데, 이와 같은 사회이사의 독립성이 우리나라에 아직 현실적으로 좀 부족한 실정이 아닌가라는 생각을 했는데, 그 근거로는 대주주 및 경영진의 추천에 의해서 임명되는 사회이사의 비율이 지금 현재 78.6%에 달하고 있는 운영현실이라서, 이것은 금융감독원 자료였고요, 그래서 특별한 위원회에서 선정되는 사회이사는 20% 미만인 것으로 아직도 나타나고 있습니다.

그래서 제 생각에는 지금 우리나라의 실정에서는 우리나라가 과연 동북아 금융 중심지로, 금융 강국으로 나아갈 것인가라는 정책적인 판단이 있어야 될 것 같은데, 만일 정말 우리가 금융 강국으로 나아가고자 한다면 현 상황에서 이러한 추가적인 경영권의 보호수단을 도입하는 것은 좀 시기상조가 아닌가라는 생각을 합니다. 그래서 향후에 기업 경영권에 대한 공격수단과 방어수단의 균형 유지가 중요하다는 가정 하에서는 우리나라의 M&A 시장에 보다 활성화된 이후에 이러한 경영권 보호수단을 재도

입하는 것이 바람직하지 않은가 하는 것이 제 생각입니다.

○ 송중준 위원장

감사합니다.

6시 15분은 절대 넘어서는 안 된다는 원칙을 가지고 오늘 못한 것은 다음 회의 초반에 더 추가로 하도록 하고, 두 분이 발표를 해 주셨는데, 한 10여분 남는 시간 동안 핵심적인 것, 평소에 궁금한 것들에 대해 질문을 해 주셨으면 좋겠습니다.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

좀 동떨어진 이야기가 될지는 모르겠는데 저는 여러분에게 여쭙보고 싶은 게 그런 것이 있습니다.

만약에 방어수단의 도입이 필요하다, 필요하지 않다라는 문제를 떠나서 도입을 하려고 할 때 과연 도입이 가능하겠느냐, 제도적·법률적인 문제가 아니고, 우리 기업의 현실에 있어서 우리나라의 외국인 지분 비중이 30%입니다. 30%인데, 일본 같은 경우에는 우리보다 낮습니다. 한 16% 대가 되고 있습니다.

그런데 우리나라에 투자하는 외국인 투자자들이 대부분 기관투자자입니다. 개인들이 투자하는 것이 아니라, 개인들이 돈을 모아서 들어오는 펀드이고 기관이거든요. 그러다 보니까 이 사람들은 철저하게 어떤 기업의 가치에 따라서 움직이는 측면도 있지만, 자기들의 투자지침에 따라서 움직이게 되어 있습니다.

개인적인 판단으로는 아무리 좋은 주식

이라 하더라도 자기 지침에서 팔도록 되어 있다가, 또는 투자하지 못하도록 되어 있다가, 또는 의결권 행사에 있어서도 기관들 같은 경우에는 보통 보면 의결권 행사에 관한 내부지침, 규정을 다 가지고 있지 않습니까?

또 추가적으로 우리나라가 지금 간접투자 쪽으로, 펀드 쪽으로 들어오는 게 자본시장 쪽에서 주식시장이 100조 정도 됩니다. 그러면 이게 한 10% 남짓 되거든요. 그러면 외국인들이 기관이라고 가정을 하고, 그 다음에 국내에 펀드가 한 10% 정도 갖고 있다고 본다면 약 40%거든요. 40%인데, 주로 상장사 중에서도 괜찮은 기업들을 갖고 있는 것이 40%란 말입니다.

우리가 제도적으로 만약에 어떤 제도가 됐든지 간에 도입을 했는데, 법률에서 바로 누가 할 수 있다고 권한을 주기 전까지는 기업들이 정관에 반영을 하거나 여러 가지 회사 내부의 의사결정을 통해서 해야만 이게 워킹이 되지 않겠습니까?

그런데 지금까지 우리나라 기관투자자들은 대부분 의결권 행사에 있어서 관심이 없습니다. 보통은 shadow voting을 하고 말아버리는데, 이와 같이 잠재적으로 자기들한테 이익이 되지 않는다고 판단되는 부분에 대해서는 대부분 내부적인 의결권 행사에 관한 지침이 반대를 하도록 되어 있습니다. 외국은 당연히 반대할 것이고, 국내 같은 경우에도 반드시 반대를 하는 쪽으로 대부분 다 의결권 행사에 관한 지침을 가지고 있거든요. 그래서 통상 우리가 주총을 열어 보면 대부분 안건이 정관 개정과 관련된 안

건 같이 수월하게 통과가 되고 있는 부분은 그 기관투자자들이 별로 관심을 안 가지는 사항이고, 이사 선임 등 부분에 관해서 크게, 자기들 투자지침에는 그런 게 없거든요. 이사가 범죄경력이 있다든가, 또는 과거에 주식거래 관련해서 사기를 쳤다든가 하는 사람은 자기들이 반드시 반대하게 되어 있지만, 그와 같지 않은 상황에서는 사람을 잘 모르니까 일단은 찬성을 해 준단 말입니다, 그 기업을 보고.

그런데 이와 같이 명확하게 자기들 지침과 충돌되는 안건이 올라오게 되면 이것은 반드시 반대를 할 수밖에 없는데, 그러면 다시 돌아가서 제가 드리고 싶은 부분은, 우리가 실제 기업의 지분구조라든가, 주주들의 성향을 우리가 충분히 따지지 않고 여기서 계속 이야기하는 것이 매일 해서 “하자, 말자, 뭘 하자” 이렇게 결정했다 하더라도 그게 실제 기업에 가서 통하겠느냐, 그게 굉장히 의문이거든요.

굉장히 의문인데, 방금 신 박사님께서 하신 말씀 중에서 우리나라 투자자들이 상당히 단기투자자들이 많다는 말씀을 하셨던 것 같아요. 그러지는 않습니다. 우리나라에 들어와 있는 외국인들이, 물론 부분적으로 그런 사람들이 있지요. 그렇지만 굉장히 나름대로 보면 장기 투자하는 사람들입니다. 장기 투자하는 사람들이기 때문에 그런 부분에 있어서 시장을 잘 봐야 될 필요가 있습니다.

저희는 ‘도입하자, 말자’라는 포지션보다도 이것을 도입했을 때 당장은 팔지 않겠지만, 장기적으로 외국인들이, 지금 우리나라

는 30%인데, OECD가 평균 30%대입니다. 일본이 제가 볼 때는 포이즌 필을 상법에 도입해서 회사가 도입할 수 있었던 것은 일본은 제가 알기로는 외국인 지분이 16% 정도밖에 안 됩니다. 그 다음에 관계회사끼리 많이 가지고 있거든요.

그런데 우리는 주주의 구성이 다르다 이겁니다. 우리는 관계회사가 갖고 있는 것이 아니라, 대부분 외국인이거나 기관이거나 아니면 우리나라 개인이 갖고 있거나, 대주주 지분이 얼마 되지는 않는데, 그래서 괜히 이야기만 확 했다가 하자고 해서 했는데 할 수 있는 사람은 아무도 없고, 괜히 “야, 저 나라 왜 저러냐”라고 하는 욕만 먹고 이미지만 안 좋아지고, 저는 그런 것이 자주 우려가 됩니다. 상당히 그것도 기업의 지분구조라든가 주주 구성을 보지 않고, 제가 드린 말씀이 SK가 만약에 주총에 올라가면 통과될 수 있겠습니까? 할 수 있습니까? 그러니까 이게…

○ 권종호 위원

이렇게 이해하면 안 되겠습니까?

그 경우에는 주주의 의사로 방어수단으로 도입하는데, 그 회사의 경우는 주주의사로 방어수단으로 도입하지 않을 것이고, 그리고 도입할수록, 지금 제가…

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

그런데 제가 드리고 싶은 말씀은…

○ 왕윤종 위원

제가 말씀드리겠는데, 이사회결의라고

해도요. 그 다음에 이사회결의 발표하잖아요, 항상 우리 이사회를 하면. 또 언론에도 나온단 말이에요. 그러면 발각 뒤집혀요. 그러니까 이사회결의에서도 사외이사 지금 현재 다 70%이고, 사외이사들은 도저히 책임을 감당을 못합니다.

그렇기 때문에 이 정도의 지배구조로 투명성과 책임성을 갖고 있는 기업들이, 예를 들면 경영권 위협도 없는 상태에서 포이즌 필이라는 것은 생각해 볼 수도 없는 것이고, 심지어 경영권 위협이 구체화되는 시점에서 포이즌 필이라는 극단적인 방법을 쓸 것이냐는 사실 조금 예를 들면 투명하게 지배구조를 운영하려는 기업에 있어서는 아마 굉장히 예외적으로 나타날 것인데, 그나마도 그것이 없었을 경우에 예를 들면 포스코와 같은 경우, 미탈(Mittal)이나 이런 데가 도전해 올 경우에 엑슨-플로리어와 같은 조치로 방어할 수 있는 수단이 없는 경우에 그것은 지배주주도 없는 겁니다.

이런 경우에 과연 어떻게 할 것이냐? 과연 무방비 상태로 그냥 내버려둘 것이냐? 이런 것에 대한 판단의 문제가 있어야 되는 것이고, 만약의 경우에는 적어도 우리가 준비를 해야 되지 않을까라는 것이 제 생각입니다.

더 하고 싶은 이야기가 있지만 그만하고, 말씀을 끝내시지요.

○ 송중준 위원장

다 하신 것 같고, 그런데 한 가지만 질문을 좀 드릴까요?

보통 재무학자들은 실증분석 경계를 자

꾸 말씀을 하시는데, 예컨대 포이즌 필 계획을 도입했을 때 그 대상 분석 회사들의 주가가 부정적이었다, dual class stock을 도입한 회사들의 주가의 변동추이를 보니까 주주들 이익과 아무 관련도 없었다, 유의적인 관계가 없었다는 말씀들을 많이 하시잖아요. 또 오늘 보도에 난 것도 '일분이 포이즌 필을 없애기로 하니까 주가가 7%가 뛰었다'라고 신문에 방정맞게 났더라고요, 제가 볼 때는.

그런데 이런 모든 분석이라는 것이 3년이면 3년, 5년이면 5년, 1년 이런 기준을 가지고 하는 것 아니겠습니까?

예컨대 20년 전에 미국의 유명한 재무학자들이 엄청난 분석을 해 놓았더라고요. 그것을 금과옥조처럼 우리가 많이 인용을 하는데, 그 대상 분석한 회사들의 주가가 지금도 그 당시처럼 나쁜 결과를 가져왔고, 그 회사가 예컨대 주인이 바뀌어서 더 경영 개선을 하고, 투자를 더 하고 등등 여러 가지 사정들이 많이 있었을 때 좀 더 long term으로 봤을 때의 주가와와는 어떤 관계가 있는가? 이 부분이 굉장히 궁금하거든요. 저희들은. 그래서 단기적으로 하루아침에 보면 7%가 올라버린 거예요. 그러니까 이것은 없는 게 좋다고 생각을 할 수가 있겠지요.

그러면 이것을 1년, 5년, 10년 이런 식으로 봤을 때 과연 그런 관계가 계속 유지될 것이냐 하는 것들이 저희들 법학을 한 사람들 관점에서 보았을 때는 굉장히 궁금한 사항이었어요.

혹시 그런 부분에 관해서 좀 좋은 말씀을 해 주실 수 있나요?

○ 왕윤중 위원

그런 부분은 M&A 웨이브가 있거든요. 예를 들면 쟈센이라는 재무학자가 나왔을 때는 기본적으로 M&A에 대해서 상당히 긍정적인 입장을 표명하는 재무계의 분위기가 돌았고, 그럴 때는 80년대부터 90년대 이런 상황 하에서 상황적인 것들이 있거든요. 그 때 샘플에 있어서 M&A 붐이라는 것이 상당히 바람직한 것으로 보이는데, 결과적으로 볼 때 M&A에 대해서 반작용이 또 나타난 시점이 있거든요. 그런데 그때 시점에서 보는 것이 항상 sample period에 굉장히 dependence 하게 됩니다.

그리고 또 하나 저희가 우려를 해야 될 사항은, 예를 들면 차등의결권에서 가장 대표적으로 성공 이야기를 하면 가치투자의 대표자라고 하는 워렌 버핏의 버크셔 해더웨이(Berkshire Hathaway)입니다. 차등의결권의 가장 대표적이면서 주가를 가장 높이 올렸던 가장 대표적인 케이스 아니겠어요? 그런 경우에 대해서는 언급을 안 하고, 샘플 내에서도 장기적으로 예를 들어 버크셔 해더웨이를 지금 15년, 20년 동안에 봤을 때는 주가가 굉장히 올라갔지요. 요즘에 서브프라임 때문에 조금 떨어지고 있지만 올라갔거든요. 차등의결권의 가능성을 보게 겁니다. 아무런 coordination을 발견할 수가 없고, 구글, 발견할 수 없거든요. 그런데 이런 경우를 어떤 샘플을 dependence하느냐에 따라서는 굉장히 차이가 있다고 제가 말씀드릴 수 있겠습니다.

○ 신현한 위원

제가 마이크를 놓고 다시 잡으려니까 상당히 힘드네요.

방금 제가 발표하고 나서 여 박사님도 그렇고, 또 이 과장님께서도 제가 외국인 투자자들이 단기라고 한 것에 대한 반응을 말씀해 주셨는데, 제가 이야기를 하다 보니까 외국인 투자자들 중에 단기투자자가 있다는 것을 아마 제 언성이 높아서 그랬는지 “외국인 투자자는 다 단기투자자다”라고 말한 것으로 잘못 이해하신 것 같아서 그것을 좀 정정하고 싶고요.

제가 말씀드린 것은 하여튼 외국인 투자자 전체가 단기투자자라는 말은 아닙니다. 절대 아닌데, 제가 2005년 당시에 40%의 외국인 투자자 중에 약 10% 정도는 OECD 평균으로 보았을 때 장기투자자는 30% 정도 될 것이고, 한 10% 정도는 단기투자자로서의 역할을 하고 있지 않을까, 그래서 제가 그 당시 예견하기로는 100조 정도의 돈이 앞으로 빠져 나갈 텐데 그 돈이 언제 빠져 나갈까 이런 걱정을 했다는 것입니다. 그리고 실제로 서브프라임을 전후해서 우리나라에서 빠져 나간 돈이 약 45조 정도 된다고 하니까 그런 돈들이 빠져 나간 것이 아닌가라는 생각을 하고 있습니다.

그리고 외국인 투자자가 단기투자자냐, 아니냐를 판단하는데 trading의 frequency를 자주 이야기하시는 것 같은데, 저는 외국인 투자자들이 단기냐, 아니냐는 것은 국내외로 자본의 이동에 있어서 장기냐, 단기냐를 이야기하는 것입니다.

국내 투자자가 외국으로 돈을 빼내가고

들어오는 그러한 빈도보다는 외국인의 경우에 돈을 들여오고 나가는 빈도가 더 많다는 의미에서 외국인 투자자가 국내 투자자들보다 단기투자자라는 이야기를 하는 것이고요. 또 그것이 외환이라든지, 우리 금융시장에 여러 가지 교란현상을 나타낸다는 것에 우리가 유의할 필요가 있다는 것입니다.

그리고 중소기업이 여러 가지 다른 형태의 방어를 하고 있는데, 또 이런 게 필요하냐, 그런데 방금도 말했지만 여러 가지 다른 형태의 방어는 경영상 결정의 왜곡과 비용이 발생한다는 면에서 중소기업도 여전히 다른 형태의 방어를 하고 있지만 포이즌 필이라는 제도를 가지고 경영 의사결정의 왜곡을 조금 풀어주어야 된다는 생각을 하고요.

벤처기업의 경우에 오히려 M&A가 더 활성화되어야 되는데 포이즌 필이 도입되면 오히려 벤처산업이 안 좋은 것 아니냐는 것은 저희가 또 포이즌 필을 도입한다는 것 자체가 강제사항이 아니라는 것을 착각한 것 같습니다. 이것은 어디까지나 선택이기 때문에 벤처기업 입장에서 M&A가 굉장히 필수적으로 필요한 것이고, 그렇다면 본인들이 이 포이즌 필을 절대 도입하면 안 되는 것이고요. 본인들이 잘못 선택을 하게 되면 그에 따른 피해는 본인들이 보는 것이라고 볼 수 있겠지요.

그리고 경영권에 대한 도전이 없으면 과연 기업들이 효율적 경영을 하겠느냐, 저는 여기에 대한 질문을 좀 비유로 든다면 결혼이란 제도가 없으면 부부가 다 행복하겠느냐는 질문을 던져보고 싶어요. 그러니까 경영권 보호라는 것과 우리의 결혼제도라는

것을 약간 비유를 해 본다면 경영권 보호를 안 해야 효율적으로 경영을 한다는 이야기는 우리의 결혼제도가 없어야 부부가 더 행복하게 산다는 말이나 같을 수 있지 않을까라고 비약적으로도 생각해 볼 수 있을 것 같습니다.

그 다음에 장기투자자들이 좀 더 필요하다, 그런데 우리가 지금 단기자금으로서 들어오는 돈을 자꾸 막아야 되는 필요성이 있지 않느냐라는 이야기를 제가 한 것에 대해서 단기자금이 우리 경제에 여전히 필요하다는 말씀, 저도 백번 동의하고요. 단기투자자가 없으면 거래가 제대로 일어나지 않는다는 것 저도 잘 알고 있습니다. 하지만 우리가 단기투자를 하고 있는 부동산 투자자금에 대해서는 우리가 투기라는 말을 하고 있고, 그 부동산 투기자금이 굉장히 많이 경제를 교란시키고 있는 것에 따른 우리의 규제가 필요한 것이고요. 지금 경영권 시장에서도 마찬가지로 생각합니다. 경영권 시장에서도 단기로 들어와서 돈이 들어왔다 나갔다, 사실 국적도 없습니다. 외국인 자본 중에 일부는 국적도 없이, 세금도 아무 데도 내지 않고 단기적으로 들어왔다 나갔다 하면서 외환시장과 금융시장을 교란시키는 자금에 대한 것은 분명히 우리가 막을 수 있는 규제를 갖고 있어야 된다는 것입니다. 그런데 그것을 정부 차원에서 규제를 갖고 있게 되면 여러 가지 외국에서 보는 시각도 안 좋을 수 있고, 이것을 기업 개별적으로 취사선택할 수 있도록 해 주는 것만으로도 그 정도의 효과를 낼 수 있다면 그것을 하는 것이 좋지 않겠느냐는 생각입니다.

○ 왕윤중 위원

다른 나라도 하고 있으니까.

○ 신현한 위원

더군다나 다른 나라도 하고 있고요.

그 다음에 M&A 숫자에 대해서 이야기 했고, 시가총액 대비 비중이 낮았다, 그 다음에 일본의 경우에 경영권 방어제도를 도입하고 나서 M&A 활성화가 좀 저해된 것 같다는 통계치를 제시해 주셨는데, 그 앞에서 박사님께서 말씀하시기로는 ‘다른 조건이 모두 동일했다는 가정 하에’라고 말씀하셨는데, 저는 그 가정이 틀렸다고 생각합니다. 다른 조건이 분명히 틀리다고 생각합니다.

제가 empirical을 10여 년째 연구하고 있는 사람 입장에서 매년, 몇 개월, 심지어는 전체기간 중에서도 몇 개월을 빼버리고 나면 전체의 결과가 확 바뀌어지는 empirical 결과가 너무나 많습니다. 그것은 empirical을 해 본 사람으로서 너무나 당연한 것이고, 그런데 거기에서 ‘과정이 동일하다면’이라는 것을 두고 결과를 가지고 어떤 implication을 찾는다는 것은 굉장히 위험한 시도인 것이라고 생각합니다.

이 정도로 제가 답변을 좀 해 보겠습니다.

○ 여은정 위원

제가 마지막 이야기에 대해서 잠깐 말씀을 드리면요. “다른 조건이 동일하다면 일본의 경우는 M&A가 활성화가 저해된 것 같다”라고 말씀드린 것은 세계적인 추세상으로 2005년에서 2007년까지는 M&A가 전

반적으로 늘어나는 상황이었고, 그런 데에서 일본이 예외가 아니라면 그런 이야기로, 그러니까 세계자본 추세라는 것을 어떤 proxy로 보았을 때 일본이 다른 경제상황 등이 2005년과 2007년이 아주 많이 다르지 않다면 그런 이야기를 할 수 있다고 말씀을 드릴 수 있겠습니다.

○ 권종호 위원

자꾸 일본 말씀이 나와서 그런데, 일본에서 포이즌 필이 도입된 회사가 상장회사의 8% 정도밖에 안 됩니다. 제가 통계를 며칠 전에 보았는데…

○ 왕윤중 위원

전반적인 분위기지요.

○ 권종호 위원

그리고 여기서 하는 것을 보면 이사회가 단독으로 할 수 있는 것은 거의 없어요. 전부 다 제3자 기관에서 발동하거나, 아니면 주주총회에서 하는 시스템이고, 일본은 원래 적대적 M&A가 없는 나라입니다. 일본에서 방어수단이 도입된 것이 잘 알다시피 라이브도어 사건이거든요. 소위 말하면 포이즌 필로 쓰이는 신주예약권제도가 2003년도에 상법 개정으로 들어왔습니다. 그런데 거기에 보면 무상배정제도라는 것이 없기 때문에 미국식의 포이즌 필을 쓰는 게 안 되는데, 그것을 미국식의 포이즌 필로 완전히 쓸 수 있도록 한 게 무상배정제도로 신회사법이 적용되어서 들어오는데, 그 결정적인 계기가 된 것이 라이브도어 사건이거든요. 그런데

이 라이브도어 사건이 어떤 의미가 있느냐 하면, 지금까지 일본에서 일어난 적대적 M&A라는 것은 굳이 분류를 한다면 외국 자본이 일본기업을 치는데 유일하게 일본 국내 기업이 일본 기업을 치는 것으로 유일합니다.

그것이 계기가 되어서 나라가 확 뒤집어져서 만들어진 것인데, 그것을 어떻게 보셔야 되느냐면, 일본이 방어수단으로 도입한 것은 바로 저거예요. 일본은 방어수단이 우리나라하고 똑같습니다. 순환출자구조를 갖고 있어서, 그래서 사전에 막고, 계열 같은 것으로 해서 막고, 사전에 막다가 그 다음에 치고 들어오면 일본은 3자 배정이 자유롭습니다. 그러니까 3자 배정을 하면서, 판례는 전부 다 어떤 식으로 하느냐면 소위 말하면 주요목적 틀이라고 해서 방어수단을 막으려고 해도 자금조달의 필요성이 있으면 전부 다 정당화시키니까 방어를 퍼펙트하게 하게 되거든요.

그런데 10년간 불황을 겪으면서 상호보유가 시가 회계, 제일 중요한 게 시가회계 제도가 도입되면서 저거는 빠지고 이러니까 상호보유로 갖고 있을 수도 없고, 그리고 일본에 우리나라와 같은 재벌이 없는 대신에 기업그룹이 있습니다. 이 그룹 중에서 핵심역할을 하는 것이 금융기관인데, 금융기관이 불량채권 같은 것들을 많이 안고 있으니까 이것을 상호보유를 풀 수밖에 없습시다. 그러니까 사전에 막던 상호보유구조가 깨지고, 그 다음에 3자 배정 자체가 주요목적 틀이 자꾸 깨져서 방어수단이 없어지니까 여기서 전제로 내놓은 게 뭐냐 하면, 일

본 시스템이 지금 이와 같은 시스템에서 가만 놓아두면 80년대 미국, 90년대 유럽이 되니까 방어수단을 도입하자고 해서 들어온 게 바로 포이즌 필입니다.

그래서 포이즌 필이 들어오는데, 거기에서 잘 아셔야 되는 게, 저도 늘 주장하는 게 일본에서 이루어지는 적대적 M&A가 퍼펙트하게 100% 좋은 것이라는 보장이 없는 한 방어수단은 필요한데, 다만, 갑자기 방어수단이 많아지면 남용이 많아질 것이다, 이래가지고 그 지침에 따라서 하는데, 지금 쪽 말씀하시는 것을 보면 일본에 도입한 포이즌 필 같은 경우에는, 사실은 완전히 경영권을 고착화시키는 포이즌 필은 제가 봐도 지금 현재 우리나라 판례에 의해서도 완전히 경영권 유지만을 목적으로 하는 방어수단은 무효라고 나는 봅니다. 지금 법원 판결이 무효일 것입니다. 대개 일본에서 지금 하고 있는 것이 소위 말하는 사전 협상을 하기 위한 제도이고...

○ 왕윤종 위원

그런데 법에서 그것을 정하나요?

○ 권종호 위원

그렇게 안 하지요. 그러니까 이것을 하나 제가 말씀드리고 싶은 것인데, 일본에서 상법에서 규정하는 것은 신주예약권제도밖에 없어요. 그런데 각 기업이 그런 것을 짜고 도입하는데 그래서 조율해서 완전히 경영권을 고착화시키는 것은 재판 같은 데서 다 걸러지는 것이고, 그리고 방금 말씀하신 것 중에 예를 들어서 제가 굉장히 안타까운

것 중에 하나가 이번에 상법 개정을 하면서 증권거래법에 보면 자사주 취득이 상법에서는 원칙 금지, 예외 허용입니다. 그런데 증권거래법은 원칙 허용, 예외 금지거든요.

이것이 상법에서 도입하면서 증권거래법과 같이 했는데, 그 취지는 바로 저겁니다. 자사주 취득을 상법에서 허용하게 한 것은 자사주 회사가 돈을 갖고 있는데, 마땅한 투자처가 없으면 그것을 자기주식으로 취득해서 주주는 자사주를 취득하는 방법으로 돈을 다시 받아서 그것을 자기가 합리적으로 투자하는 것이 오히려 자본의 효율적인 배분이라는 측면에서 좋다는 것 하나하고, 그 다음에 또 하나가 자사주를 취득해서 주가를 부양하는 기능을 고려해서 사실 원칙적으로 금지했던 것을 풀었거든요. 그런 것을 제대로 효율적으로 발행하려면 아주 당연적으로 주식을 사고 팔 수 있어야 되고, 그러려면 할 수 없이 이사회결의를 주어야 되는데, 이사회를 그렇게 해서 자사주가 방어수단으로 이용된다고 하면 그것을 때려막아야 됩니다. 그것을 주주총회로 결의를 해야 하면 사실은 자사주 취득이 갖는 다른 기능을 전혀 못하게 되기 때문에 사실은 방어수단이 안 된다는 논리가 다른 정당하게 기능하는 것들을 다 막아버리는 문제가 됩니다.

그러니까 방어수단으로 이용되지 않은 것을 범으로는 어떻게 할 수가 없어요. 그러니까 제도의 효용에서 만들다 보면 실질적으로 이용되는 것은 남용이 될 가능성이 분명히 많으니까 이것을 막는 방법은 또 달리 강구를 해야 되지, 그것을 하면 반드시

방어수단으로 사용될 가능성이 있다, 그 이 유만으로 안 된다는 것은 안 되는 것이고, 지금 신주예약권제도를 말씀드리면, 옛날에 2006년도 상법 개정할 때는 도입하기로 다 했거든요. 도입하기로 했는데, 그게 지금 안 됐고, 신주예약권제도는 우리가 지금 자꾸 방어수단으로 이야기하지만 신주예약권제도 자체는 굉장히 효용이 많은 제도거든요. 그래서 그것은 효용이 많으니까 도입을 하고 그와 같이 남용문제가 생기면 차원을 달리 봐야 되는데, 이것이 안 되니까 이렇다는 게 우리나라가 제대로 기업에서 쓸 수 있는 제도가 자꾸 적어지는 것이 아닌가 생각합니다.

○ 연태훈 위원

저도 한 가지만 말씀드리겠습니다. 저는 짧습니다.

단기투자자본 관련해서는, 포트폴리오 투자라는 것은 아까도 말씀하셨지만, 사실은 외국의 IB가 됐든, 아니면 투자자에서 원칙을 가지고 국가간, 지역간 분배를 다 하고 있고, 서브프라임 같은 사태가 일어나면 그게 10%가 딱 단기투자자본으로 분리되기 때문이라기보다는 적어도 100을 가지고 있는 중에 그 정도 퍼센트가 빠져 나갈 수밖에 없는 투자원칙이 적용되기 때문이라고 보시는 것이 더 맞을 것 같고요.

부부 결혼이 더 행복하냐의 부분에서는 사실 그래서 지금 간통죄를 없애자는 이야기가 계속 있는 것 아닙니까? 그래서 그것을 억지로 묶어놓는 제도가 꼭 바람직하냐, 그게 더 행복하게 만들어주느냐에 대해서

그런 논의도 있으니까 사실 그렇게 비추어 보면 꼭 저희가 쉽게 이야기할 수는 없습니다.

자사주 관련해서는 권 교수님도 아시다시피 저도 주장하는 게 그런 timeless 때문에 사후적으로라도 승인을 받는 것이 옳다, 그리고 그 과정에서 분명히 경영권 방어나 혹은 또 이것과 관련해서 사실 이야기가 많이 되는 게 특수관계인들이 trading하는 게 타이밍에 걸리잖아요. 그런 여러 가지 부분에 대해서 손배소나 집단소송 등이 보장되면 사실 말씀하신 대로 원칙적으로 허용하고 사후적으로 관리하는 것도 충분히 맞다고 생각합니다.

○ 송종준 위원장

시간상 6시 반인데요, 바로 이것으로 종결을 해야 되겠습니다.

저희도 강의를 하면서 법이라는 게 학설의 집산지인데, 찬성, 반대 견해가 대립하고 있어서 원래 사회과학에는 답이 없다는 이야기를 자주 합니다. 오늘 찬성, 반대 취지의 발표들을 쭉 들었는데, 어떤 것이 정답인지 그것은 아무도 이야기할 수 없는 것이라고 볼 수 있는 것이고요.

어쨌든 앞으로 저희가 이런 작업을 할 때 꼭 유념을 해 주셨으면 하는 부분은 적대적 M&A를 활성화하더라도 거기에는 한계가 있다. 적대적 M&A 자체가 남용되는 경우가 있다. 또 하나는 그 적대적 M&A에 대해서 방어도 할 수 있지만 그것이 남용되어서는 안 된다고 하는 부분이 가장 유념해야 될 사항이 아닌가 싶은 생각을 합니다.

그래서 바로 그 남용을 방지하는 것은 국가 입장에서 보았을 때도 국가의 책무를 벗어난 것이 아니냐는 느낌은 우리가 누구든지 가질 수 있지 않겠느냐, 그렇다면 이 남용을 어떻게 조정하거나 억제할 수 있는 수단이 뭐냐, 그것은 결국은 규제 또는 법규범 등으로 볼 수 있는데, 이런 견지에서는 어떤 법적 틀을 만든다고 하는 것에 대해서 반론은 없을 것이라고 생각합니다.

그래서 오늘 회의가 다른 여러 위원님들도 그렇게 되었을 것이라고 믿습니다만, 저한테는 엄청난 판단에 있어서 큰 자료를 제공해 주셨다고 믿고 아주 유용한 회의가 되었다고 생각합니다.

다음 3차 회의 때는 다른 나라에는 다 있는데 대표적으로 가장 큰 M&A 법제의 틀이 결국 미국법과 독일 등 EU법과 일본법이라고 보여지거든요. 그래서 이런 나라들의 방어법제의 현황을 주로 어떤 배경 하에서 이런 것들이 도입이 되었는가, 취지가 무엇인가를 우리가 정확히 알 필요가 있지 않나 하는 느낌이 듭니다.

그래서 이런 부분에 관해서 우리 위원님들 중에는 우리나라의 최고 전문가들이 다 모여 계시기 때문에 미국 부분은 이현철 변호사님이 스터디를 한번 해 주셨으면 좋겠고, 일본법은 권종호 교수님이 당연히 차례가 올 것이라고 생각을 하고 계실 것으로 믿고 있고, 독일, EU법은 이준섭 교수님께서 평소에 연구를 해 오셨던 것이기 때문에, 최근에 독일 같은 경우는 프랑스가 조금 영동한 입법을 해서 EU 전체의 전반적인 흐름을 읽기에 다소 영향을 주는 요소가

있습니다.

어쨌든 함께 다 스터디를 해서 다음 회의에는 초반에 좀 더 논의를 하고 입법례를 들어보는 회의로 하겠습니다.

3차 회의는 며칠입니까?

○ 이준식 검사

2주 후로 6월 18일인데요, 위원님들이 2시에 모이니까 식사하시고 오시는데 어려움이 있어서 2시 반 정도로 하면 어떨까 합니다.

○ 송중준 위원장

그러면 2시 30분에 제3차 회의를 갖는 것으로 하겠습니다.

오늘 장시간 동안 너무나 고생 많이 하셨습니다.

오늘 2차 회의는 이것으로 종료하겠습니다. 감사합니다.

(산회 18시 30분)

3. 제3차 전체회의

| | |
|--------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제3차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 6. 3.(화) 15:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송중준 ○ 권중호, 이준섭, 왕윤중, 연태훈, 이현철, 안수현, 노혁준, 여은정 위원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 문양택 지식경제부 산업경제정책과 사무관(대리참석), 이명호 금융위원회 자본시장과장(대리참석), 곽세봉 공정위원회 시장분석과장(대리참석) ○ 법무부 김 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 기업지배구조 관련 OECD의 최근 논의 내용 ○ EU법상 적대적 M&A 방어제도 ○ 미국의 적대적 M&A 방어제도 1 |
| 기타사항 | ○ 왕윤중 상무, 신현한 교수가 추가로 위원으로 위촉, 본 회의 부터 논의에 참여 ○ 제4차 회의에서는 미국의 경영권방어제도에 대하여 검토를 계속하고, 일본의 동 제도에 대해서도 검토하기로 함 |

(개회 15시 00분)

○ 송종준 위원장

바쁘신 데도 불구하고 또 오늘 회의에 참석해주신 여러 위원님께 거듭 감사의 말씀을 드립니다.

회의에 앞서서 지금까지 저희가 14분의 위원으로 구성되어 있었는데, 지난번 그 1차, 2차 회의에서 발표하신 분 중에 또 우리 왕윤종 박사님, 또 신현한 교수님, 이 두 분이 새롭게 위원으로 위촉이 되셨습니다. 왕윤종 박사님 축하드립니다. 신현한 교수님은 안 오신 모양이죠? 예, 그래서 모두 16분이 되었습니다. 아마 제가 확신컨대, 대한민국의 M&A의 대가들은 다 모이신 것 같습니다. 이제 더 이상 없을 것 같습니다.

그래서 이 인원은 아마 이런 정도 16분을 중심으로 회의가 진행이 될 것으로 보고, 중요한 것은 앞으로 저희들의 당초 스케줄에 따라서 하나하나를 좀 검토를 하고, 의견을 좀 집약하는 단계로 들어가야 되지 않을까 싶습니다.

지난 2차 회의에서는 주로 경제, 경영 여러 가지 측면에서 경영권 방어수단의 어떤 필요성 이런 부분에 관해서 찬성, 반대 입장에서의 의견을 개진한 것으로 다시 이해가 되고, ‘여러 위원님께서도 나름대로 여러 가지의 어떤 가치판단을 가지고 계시지 않겠나’ 이런 생각을 하고 있습니다.

오늘 3차 회의에서는 다른 나라들의 경우는 이와 같은 방어, 경영권 방어라고 하는 목적을 위해서 사용할 수 있는 여러 가지 그 입법체제가 어떻게 돼 있는가, 우리

가 흔히 법을 만들 때는 어떤 국제적인 규범과의 정합성 이런 이야기들을 많이 하고 있는데, ‘아마 저희들이 다루고자하는 이 쟁점도 그런 부분과 밀접한 관련이 있는 것이 아닌가’ 이렇게 생각을 합니다.

그래서 오늘은 아마 이런 국제적 규범과의 정합성과 관련해서는 항상 OECD 룰이 어떤 기준이 된다고 보는 견해가 많이 있습니다.

그래서 지난번에 기획재정부에서 OECD와 관련된 지배구조 원칙, 규범에서부터 이런 것들을 자료로 보내주셨는데 오늘은 OECD 기본적인 룰을 한번 들어보고, 또 미국, 독일을 포함한 유럽, 일본, 각국에 있어서의 경영권 방어법제라고 볼 수 있는 것들이 과연 어떤 틀로 어떻게 짜여져 있는가, 이런 이야기를 한 번 들어보도록 하겠습니다.

[기업지배구조 관련 OECD의 최근 논의 내용]

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

기획재정부 기업환경과장입니다.

저희가 이제 그 OECD자료를 이것과 관련하여 좀 국제기구의 논의동향을 좀 search를 하다 보니까, 다른 기구는 모르겠어요, IMF랑 IBRD는 이런 데는 별로 관심이 없는 것 같고, OECD 같은 경우에는 자료가 좀 축적돼 있어서 좀 관심이 있더라고요. 그런데 딱 그 ‘경영권 방어장치다’ 해가지고 포이즌 필이라든지 차등의결권, 황금주 뭐 이렇게 해서 그쪽으로 focus된 자료는

조금 찾기가 힘든 것 같고, 그래서 이제 과거에 2003년 인가요? ‘OECD Corporate Governance’라는 그 책자를 OECD에서 principle을 발간을 하고, 그 이후에 ‘Methodology’라고 해서 ‘그 principle을 어떻게 현실세계에 적용할 것이냐’ 하는 걸 기준으로 해서 두 번째 것 methodology가 나오고, 작년 말에 그 하나 페이퍼가 PLM 쪽으로 해가지고 이쪽으로 페이퍼가 하나 있는 것 같더라고요.

그래서 참 정부입장으로서 굉장히 이게 조심스러워가지고 제가 이제 주관적인 것은 배제하고, 그다음에 객관적으로 자료를 작성해 봤습니다. 그래서 밑에 그 내용에 보면 동그라미는 어떤 fact를 의미하고요. 네모로 된 것이 어떤 이론적인 것이고, 당구장표시로 된 게 empirical evidence로 분류할 수 있을 만한 것들을 이렇게 표현을 하고, 나중에 정책적 시사점이라든지 뭐 이런 것은 이 속에는 담지를 않았습니다.

그래서 구조가 첫 번째가 어떤 개괄적인 것하고, 두 번째가 그 어떤 추가적 방어수단에 도입 가능성을 지지하는 논거가 뭐가 있겠냐, 이런 식으로 이런 틀 내에서 제가 페이퍼를 쭉 읽어보면서 정리를 한 내용이 고요.

그다음 세 번째 페이지고, 네 번째 페이지가 좀 과도한 방어수단이 억제될 필요성이 있지 않겠냐는 그런 준거를 가지고 정리를 한 게 세 번째, 네 번째 페이지입니다.

우선 첫 번째 페이지를 말씀드리면 일단은 포이즌 필 이야기는 별로 안 나와요. 여기서 차등의결권 multiple classes share

든지 이 두 가지 쪽으로 접근하는 이야기가 많이 나오는데, 일단은 그 OECD 전체적인 것은 이 경영권 방어 관련해서 아니면 그 지배주주, 소위 말해서 현금 흐름과 control과의 괴리 문제 이쪽이라는 전체적인 틀에서 접근하는 경향이 있는데, 용어는 여기는 뭐 proportionality limiting measures인데 아마 연 박사님 한 거랑 같은 걸 거예요. 그것 control enhancing mechanism으로 해가지고 CEM 이라고 하는 건데, 여기에서 용어를 이런 식으로 부르고 있고, 거기에는 차등의결권이 라든지, 아니면 피라미드형 기업구조라든지, 피라미드형 같으면 우리 식으로 이야기하면 지주회사건 비지주회사건 다 포함될 수 있겠죠. 거기에다가 상호출자 내지 간접상호출자 격인 순환출자 같은 게 결국은 전부다 비례제한수단으로서의 역할을 하는 것이라는 그런 definition을 바탕으로 전체적인 이 틀에서 접근을 하는 경향이 있다는 것이고, 그다음에 OECD principle은 나중에 이 교수님께서 있다 발표를 하시겠습니까만 EU도 굉장히 개별적인 어떤 식으로 기업 지배 구조를 가져가야 할지에서도 명시적으로 이야기를 못하고, 결국엔 마지막에 가서는 옵션조항을 줘서 개별 국가에 재량성을 굉장히 부여하는 그런 측면이 있는데, 여기도 principle 작성과정에서는 어떤 구체적인 입장을 명시하지 않고, 어떤 주주에 대한 공평한 대우를 권고하는 수준에서 끝나는 경향이 있고요.

그래서 아마 그 principle상의 첫 번째 제가 영문자료 중에, 이 조항 중에는 몇 가

지 그 참고할 만한 부분이 있는데, 그 사항에는 어떤 구체적으로 예를 들어서 ‘포이즌 필을 도입해야 된다. 안 해야 된다’ 아니면 ‘포이즌 필을 도입할 때는 어떻게 해야 된다’ 뭐 이런 이야기는 전혀 없는 상황이라는 것을 말씀을 드리고요.

그리고 최근의 논의는 ‘소유지배의 괴리성’, 그다음에 ‘현금 흐름권과 의결권 일치 여부’에 대해 관심을 가지고 진행이 되고 있다, 그리고 그 어떤 이런 흐름에서 ‘비례성 파괴’에 대한 두 가지 우려’가 공통적으로 존재하는 것 같아요.

하나는 지배주주하고 비지배주주 사이의 인센티브 체계의 부조화, 결국은 tunneling 쪽 이런 데가 연결이 될 수 있겠고요, 같은 연장선상에서.

그리고 기업소유를 위한 어떤 경영권 시장, market에 대한 어떤 inefficiency 쪽으로 보는, 그래서 지난번에 과연 얼마나 여기에 대해서 discount 요인이 존재하고, 아니면 뭐 다른 그 지난주에 국제포럼 보니까 right plan 같은 경우에는 약간은 프리미엄도 있긴 있는 것 같은데, 암튼 그런 것 논의를 경영권시장 자체에서의 효율성과의 관계, 두 측면이 있는 것 같고요.

그다음에 방금 종전에 이야기했듯이 1주 1투표원칙이라는 것을 관철하게 하는 국제적 노력이라는 것은 굉장히 힘들다. 그래서 2003년도 이것은 경영권 방어장치 역제를 목표로 했던 소위 'Winter Group'의 노력도 결국은 결실을 못 맺고 가고, 작년에도 있었던 어떤 PLM 규제를 하기 위한 EC의 노력도 결국은 안 되고, 그래서 결국은 EU

레벨에서는 할 일이 없다, 결론이 뭐 이렇게 났는데, 아무튼 전체적인 틀은 ‘비례제한 수당’이라는 이런 전체적인 틀 내에서 단지 공격방어, 특히 방어수단 쪽으로만 볼 게 아니라 다른 쪽으로도 좀 생각의 지평을 넓혀야 되지 않겠냐, 이런 것이 나올 수 있겠고요.

그래도 이게 국제적이라는 게 굉장히 국제적 노력이 힘들다. 결국은 glocalization 쪽으로 가야 되지 않겠냐, 나중에 한 번 이것 관련해서 다시 한 번 말씀을 드리고요.

그다음에 2페이지 보시면 기업통제수단에 대한 적절한 보호장치가 없는 경우엔, 결국은 그 벤처기업 같은 경우에 ‘기업가정신 발현을 제약한다.’ 해서 창업기업이 기업 공개를 주저하고, 결국은 시장의 capital market에 직접 상장된 시장에 의존하기 보다는 private sector에 의존할 수밖에 없지 않느냐, 이론적인 이야기가 있을 수밖에 없을 것 같고요. 그다음에 이 이야기는 NASDAQ하고 AMEX와는 달리 New York Stock Exchange는 결국은 나중에는 dual class 구조를 담은 상장제안서를 허용하게 됐다. 뭐 약간 우리한테도 시사점이 있을 것 같고요. 결국엔 SEC 같은 경우는 IPO 단계에서 차등의결권을 허용하고 비상장된 주식에 대해서는 의결권 참여를 금지하고 이런 흐름이 있는 것 같고요.

그다음에 methodology에서도 어떤 종류 주식 자체가 어떤 principal을 위배한 것은 아니라는 그런 입장이고, 그다음에 미국, 영국, 일본 모두 여러 가지 종류주식 같은 것을 허용하는 추세고요, 아니 허용하고 있고.

이건 뭐 동그라미는 fact입니다.

그다음에 OECD principle 내에서도 그 개별국가의 재량을 인정하고 class 내에서의 차별은 부정적으로, 그 대신에 그 어떤 반 비례적 수단에 대한 공시를 통해서 정보를 전달하는 노력은 해야 된다, 이런 이야기이고요.

그다음에 뭐 선진국 자본시장의 market 이 활성화 되어 있으면 결국 market의 사전적 규제보다는 market discipline으로 가서 자발적 그 해결에 의존하는 경향이 아니겠냐, 이정도까 제가 그 OECD 자료에서 발견한 어떤 추가적 방어수단이 필요하지 않느냐에 대한 지지는거가 될 수 있겠고요.

그다음에 3~4페이지는 그림에도 불구하고 어떤 과도한 방어수단에 대한 억제 필요성이 있지 않겠느냐, 이런 걸 읽으면서 찾아본 것에 의하면 뭐 차등의결권 중에서 극히 드물게 채택된다, 이것은 empirical evidence이고요. 그다음에 methodology도 그 기업 지배구조의 미성숙에 기한다는 입장이고, 그다음에 7개국 survey 결과 감소추세에 있다는 것 하고요.

이건 앞쪽 개괄 쪽에서 좀 이야기한 거 비슷한데 정보가 효율적으로 제공된다고 하면 결국은 그 의결권이 적은 그냥 보통주가 되겠죠. 이런 경우에는 시장에서 어떤 discount된 주식가격을 결국은 요구하게 될 것이라는 이론적인 이야기도 할 수 있겠고, 그다음에 적절한 보상이 없는 경우 이것같이 시장실패, market failure가 결국은 초래될 것이다, 이런 이야기이고요.

그다음에 결국은 비지배주주가 empirical

evidence에 의하면 ‘상대적으로 높은 수익성을 요구하는 그런 empirical evidence가 있다’ 이런 이야기고, 그리고 30개국 비교연구에 의하면 제한하는 경향이 있고요.

그다음 페이지에 보시면 특별한 건 없는데 여기에서 예를 들어서 PLM 기업에 투자된 주 이유가 뭐냐고 했을 때, 소액주주 무시하고 여러 가지 갈등, 저해 뭐 이러한 것들이 있다고 하는데, 시장의 반응을 볼 수 있는 자리가 될 수 있겠고요.

그다음에 국가별로 영국 이야기가 조금 나오는데, 결국 영국은 거의 현금흐름권과 의결권이 일치된 제도는 있지만, 제도는 불문법 하에서 가능한 하겠지만, 결국은 ‘market에서 그것을 용납 않는다’ 그래서 결국은 일치상태로 뭐 PLM 자체가 없으니까 나머지 거기 부분집합인 dual class 이런 것은 결국은 제도만 있지 실제로 존재하지 않는다.

그다음에 미국 같은 경우는 물론 이것은 dual class 이야기이니까 포이즌 필하고는 조금 틀릴 거예요. 여기 보면 결국 시장압력 하에서 한 6%정도 밖에 안 했다. 그다음에 조성욱 박사, 우리나라 같은 경우에 한번 들여다보면 소유지배 괴리도 측정된 걸 보면 재벌계통 같은 경우에는 좀 높다, 모든 변수 1번이나 2번 보다 굉장히 높은 상태에서, 그러면 재벌의 비상장 같으면 좀 더 높아질 수가 있겠죠, 여기 1하고 2를 추정해 보면.

그다음에 뭐 이정도까 OECD 그 최근의 논의 내용인 것 같습니다. 그래서 보다 구체적인 것은 영문자료 같은 데 보시면 될

것 같고요. 추가해서 제가 좀 몇 가지 발표는 이것으로 하고, 몇 가지 말씀을 지난번에 2주 전에 했어야 되는데, 추가적으로 몇 가지 더 말씀을 드리겠습니다.

결국 우리나라 같은 성문법 체계하에서는 결국은 추가적 방어 수단의 도입이 입법정책의 문제가 아니겠느냐, 그래서 광범위한 계약 자치가 인정되고, 사법적 심사에 의하는 의존하는 불문법 국가와는 달리 입법단체에서 그 허용범위라든지 허용요건이라든지 이런 것을 규율할 수 있지 않겠느냐, 뭐 이런 생각을 하고요.

종전에 ‘과연 포이즌 필이 우리에게 허용되느냐’ 이런 논란이 있었던 것 같아요. 이것은 저희가 보기에는 결국은 유가증권 열거주의를 채택한 이상의 현행법 체계에서는 포이즌 필의 도입이 명문 근거가 없는 이상 불가능하지 않겠냐, 이런 생각이 들고요.

그다음에 이 OECD 관련한 논의에서도 볼 수가 있겠지만, 우리 권 교수님 하고 왕 박사님이 잘 페이지 정리해 주셨는데, 공격하고 방어수단 자체만 볼 때는 조금 그 방어수단이 부족한 게 사실이다, 저희는 뭐 그렇게 보고 있습니다. 그런데 연 박사님이나 종전에 있던 박 부원장님이 좀 우려하는 바와 같이 이런 피라미드라든지, 순환출자라든지 이런 것까지, 그다음에 어떤 투명성이 발달한 관행이라든지, 그다음에 자본시장 발달 정도까지 전반적으로 볼 경우에는 또 다른 결론도 가능하지 않겠느냐, 이런 생각도 들고요.

그래서 ‘이제 과연 여기에 글로벌 스탠더드가 존재하느냐’ 이런 것에 대해서, 거기

에 대해선 좀 의문이 가고요. 결국은 선진국에서도 나름대로의 역사적이라든가 법제도적, 관행적 이런 맥락하에서 나름대로 실정에 맞게 제도를 설계해 나가고, 아니면 사법적으로, 판례 같은 것을 통해서, 아니면 학문적으로 해서 미국 같은 경우는 그렇지만 이런 식으로 발달시켜 나가는 과정이 아니겠느냐, 결국은 glocalization으로 갈 수밖에 없지 않겠느냐, 이런 생각이 들고.

그다음에 외국인 투자와의 관계를 볼 때는 저는 ‘기본적으로 참 일률적으로 판단하기에는 곤란하다’ 그래서 종전에 inward FTA 같은 경우에는 오히려 이론적으로는 도움을 줄 수 있을 것이고, 아니면 장기투자형, 장기안정형 포트폴리오 투자 같은 경우에는 가능하면 neutral하지 않겠느냐, 물론 이제 저기 일본 같은 경우에는 CalPERS 라든지 이런 쪽에서 염려는 있겠지만, 아무튼 뭐 너그럽게 봐주면 neutral 정도까지는 가지 않겠느냐, 이런 생각이 들고요.

그다음에 문제는 우리가 과연 단기투자 자본적 이 포트폴리오 투자라고 해야 될지, 뭐 할지는 모르겠는데 저희들이 한 번 보니까, 뉴스 같은 데 한 번 조사를 해봤어요. 5 건, 과거의 효성이라든지 SK Telecom, 그다음에 SK, 소버린 하고 삼성물산, KT&G, 결국은 이게 해소될 때의 모양새를 보면 뭐 정확하게 추적은 안 해 봤는데, 결국은 장내매도를 통해서 보이지 않는 합의에 의해서 3시 이후에, 뭐라고 하죠? 그냥 자전거레 형식으로 해가지고 해소돼서 굉장히 시세차익 같은 것을 받고, 뭐 사실 나간 현실이 있지 않느냐, 이런 게 좀 주목을, 사실상

주목을 해야 할 필요가 있지 않냐는 생각이 들고요.

결국은 어느 정도 우리가 이제 성문법, 그리고 열거주의 하에서 어느 정도 예방적 수단은 좀 마련해주지, 마련해야 되지 않겠냐는 그런 시각도 이런 인식 하에서 시각이 있을 수 있고요.

그다음에 법무부 자료에 보면 일본 이야기하고 외국인 지분이 그 당시에 늘어가지고 이거하고 관계를 관찰을 한 측면이 있는데, 이런 자료를 해석할 때에는 좀 모르겠어요, 과연 그 상관관계가 얼마나 높고, 그게 독립 변수로서의 경영권 방어수단이 일본 내에서 외국인 지분의 변동치를 설명할 수 있는 변수로서의 역할이 얼마나 되겠느냐, 이런 걸 다른 변수를 통제를 해 놓고 관찰을 해야 되지 않느냐, 그렇게 안 하면 문제가 있을 수 있다는 그런 이야기들도 덧붙이고요.

그다음에 FDI통계, 지식경제부에서 물론 통계를 잡습니다만, 그 통계 해석할 때는 그 속에는 약간 포트폴리오적인 성격도 FDI에서 잡기 때문에 그런 해석문제에서 좀 유의를 해야 하지 않겠느냐, 일본 것은 모르겠어요.

그다음에 이제 좀 중요한 문제인데 우리가 어떤 제도를 설계를 할 때 국민의 범감정이라든지, 아니면 예측 가능성이라든지, 어떤 신뢰수준이라든지 이런 걸 고려를 해야 되는데, 굉장히 그 '1주 1의결권원칙이, 우리 자본주의의 역사가 짧지만, 국민 법감정상 굉장히 보편적인 그런 믿음이 아니겠느냐' 이런 생각도 한 번 해보고요.

그다음에 이제 우리 현실에서 연 박사님

좋은 이야기 많이 했지만, 지배 주주의 남용 가능성 이것을 또 고려를 해줘야 제대로 된 제도 설계가 되지 않겠느냐, 뭐 여러 가지가 있겠습니다만, family business와 관련해서는 공과 과가 다 있기 때문에 균형 있게 결국은 관찰해야 되고, 참고로 작년에 KDI 같은 경우에는 물론 상품거래지만 내부거래 과정에서 상품거래 해가지고 그 상관관계를 찾은 게 있는데, 뭐 그런 것들은 참고가 될 만한 것 같고요.

그다음에 시장의 반응 이야기가 좀 나왔는데, 결국엔 이론적으로는 기업가치가 하락하고, 결국은 시장에서 요구하는 할인율이 결국은 상승한다는 게 충분히 설득력 있고 OECD에서도 좀 어느 정도 경험적으로는 좀 입증사례가 좀 많지 않느냐, 이런 생각이 들고요.

그다음에 저기 위원장님께서 우선주와 관련해서 할인율이 어떻게 되느냐, 그게 우리하고 무슨 관계가 있겠냐, 봤을 때 우리가 우선주 할인율이 한 50% 수준에서 간다고 한다면 그 자체가 우리 기업의 경영권 프리미엄이 굉장히 높다는 것의 하나의 방증이 아니겠느냐, 보통주가 결국은 장래에 현금흐름권의 할인된 가격에 적정한 수익률을 대가지고 그 가격이라고 그러면, 한 50%에서 우선주가 거래된다고 그러면 결국은 그 차액은 경영권 프리미엄 속에 해당되는 것이 아니겠느냐, 뭐 이런 생각도 한 번 해보고요.

방금 '기관투자자들 이야기를 한 번 들어보자' 이런 이야기를 했었는데 굉장히 좋다고 합니다.

OECD에서도 여기 PLM 기업에 투자하는 survey를 해서 한 번 이야기를 들었는데, 그런데 계량화된 수치로 과연 그게 얼마나, 그다음에 신뢰할 만한 discount 유형이라든지 아니면 기업가치 하락폭을 도출할 수 있겠느냐, 이것은 별개의 문제인 것 같아요.

그다음에 전체적으로 우리 자본시장 내지 이런 보는 흐름은 있는데 저는 기본적으로 이렇게, 물론 약간 모순되는 측면이지만 IMF 이후에 초기에는 굉장히 그 우리가 기업들이 재무구조가 부실해서 유상증자 같은 것을 통해서 직접 자본을 그 조달하기 위해서, 굉장히 확충하기 위해서 노력했다, 그러나 최근에 들어서는 뭐 어떤 게 ‘답이 먼저인지 달같이 먼저 인지’는 모르겠지만, 그 기업의 남은 유보금이 결국은 그 자사주 형태 내지 소각형태로 배당의 변형된 형태로 그런 식으로 많이 가지 않았냐, 그래서 투자가 부진해서 그런지, 아니면 그거 어디 가야 하는지는 모르겠어요. 전체적인 흐름은 그 최근 쪽은 그런 식으로 가지 않았겠냐, 그다음에 전체적으로 IMF 이후에 투자가 한 2.3%가, 지난 10년간 2.3% 밖에 늘지 않아서 기업들의 실질적인 투자활동은 최근에 활발하지 않았다, 그래서 성장잠재력 측면에서 좀 문제가 있지 않겠냐, 이런 기본적인 macro 인식은 일단 그 정도로 하는 것 같고요.

일본 이야기가 조금 나오는데, 최근의 일본이 굉장히 뭐 장기안정적인 포트폴리오 같은 경우에 좀 이야기도 하고, 그다음에 지난주에 뭐 국제컨퍼런스도 했는데 그때 보면 좀 참고는 할 수 있을 것 같아요. 그

런데 무조건 다 일본 것을 그대로 ‘copy & paste’ 할 수 없는 것이고, 결국엔 glocalization으로 가야되지 않을까’ 뭐 이런 생각이 들고요.

결국은 우리가 그 성문법 체계하에서 여러 가지 앞에 나온 편차들을 종합적으로 해서 우리 실정에 맞게 도입수단과 도입정도를 법적으로 설계를 해야 되는데, 만일 포이즌 필을 고려를 한다면 몇 가지 예를 들어서 일본이나 미국의 판례라든지, 일본의 지침 판례에 나와 있는 내용을 법적으로 명확하게, 우리에게는 예측 가능성을 높이기 위해서 법적으로 명확하게 그 기술하는 방향도 하나의 대안이 되지 않겠냐, 이런 생각을 해보고요.

그다음에 만약에 이사회에서 해야 될지 주총에서 해야 될지, 하게 되면 통제수단을 어떻게 해야 될지 이런 문제도 있을 수 있고요.

이런 문제 말고 만약에 또 이런 생각도 해 봐요. 여타 그 이해관계자, 예를 들어서 우선주주 같은 경우에는 어떻게 할 것이냐, 이렇게 되면 희석이 됐을 때 이것을 결국은 여러 가지 과장이 예상된다고 할까, 영향이 예상되는 것을 과연 사법적 심사에 맡겨두는 게 맞는 건지, 아니면 국민들한테 예측 가능성 내지 여러 가지 우리의 그 고려요인들을 감안을 해서 좀 더 어렵지만, 힘들지만 여러 사례를, 축적된 해외사례든지 이런 걸 참작을 해서 기술하는 것도 법적으로 기술하는 것도 하나의 대안이 되지 않겠냐, 이런 생각을 하게 됩니다.

이상입니다.

○ 송중준 위원장

예, 감사합니다. 그 OECD 지배 구조와 관련된 그 일반원칙을 쭉 한 번 살펴봐 주셨는데, 결론은 glocalization이라는 말씀을 해주셨습니다.

결국은 이 부분에 관해서는 글로벌 스탠더드라고 하는 것이 딱히 명확하게 존재하고 있는 것은 아니지 않겠느냐, 이런 입장을 한 번 확인을 해주셨던 것 같고.

그밖에 따져야 할 부분들은 ‘시장에서 주는 impact, 이런 부분이 약간 그런 것을 조정해서 정책에 반영할 수 있다’라고 하는 그런 것들이 아마 시사점이라고 볼 수 있는데, 일단 기획재정부의 입장은 ‘우리법의 성문법 시스템’, ‘유가증권 열거주의’라고 하는 이런 상태에서 여러 가지 입법상의 어려움 이런 것을 말씀을 해주셨는데, 전체적으로 보면 제 느낌에는 방어수단을 도입한다 하더라도 그것이 여러 이해관계집단 또는 남용, 제한 이런 쪽을 강조하신 것이 아닌가, 그래서 아마 그런 부분이 사실 입법기술로서 대단히 쉽지 않은 분야인 것만은 분명한 것 같습니다.

어쨌든 오늘 위원님들께서 발표하신 내용을 중심으로 해서 궁금한 사항이라든가 의견을 또 토론을 해 주시면 고맙겠습니다.

○ 문양택 지식경제부 산업경제정책과 사무관

지식경제부 산업경제정책과 문양택 사무관입니다.

오늘 또 위원님들께서 특별히 바로 말씀이 없으셔서 또 한 가지 확인과 한 가지 질문으로 또 한번 회의를 연결해 보도록 하겠

습니다.

한 가지 확인사항은 종전에 경영권 공격방어와 관련해서 나왔던 이야기 중에 1주 1의결권이 글로벌 스탠더드인 것처럼 회자되던 이야기들이, 오늘 논의로서 1주 1의결권이라는 이야기가 글로벌 스탠더드로 보기는 어렵다는 것을 확인할 수 있는지 질문을 다시 한 번 드려보는 것이고요, 위원 분들한테.

또 한 가지는 ‘영국 사례’를 중간에 언급을 하셨는데 이제 지금 영국 같은 경우는, 과장님께서 말씀하셨던 측면에서 보면 이런 현상이 나올 수도 있는데, 경영권 공격방어에서의 측면에서 보면 100% 의무공개매수를 하고 있다는 측면에서 몇 분 이렇게 만나본 전문가 중에는 오히려 이런 것을 피하기 위해서는, 경영권 공격권방어 측면에서 우수한 제도로 가려면 오히려 영국식처럼 의무매수제도로 가는 것이 더 낫지 않겠느냐, 이런 평가도 있으시던데 그것에 대해서 우리 앞에 계신 기획재정부 과장님이나 여러 위원님들 의견들을 들어보았으면 합니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

제가 아는 범위 내에서 이것은 답변을 드리겠습니다.

1주 1의결권 원칙을, 이건 진짜 원칙이고, 반드시 이쪽으로 존중해 주는 방식으로 가는 것이 좋다, 그래서 이 원칙을 관철하기 위해서 국제적 노력도 했는데 이런 것 같아요.

예를 들면 free trade가 굉장히 모든 국가한테 이득을 갖다 주고, 전체적으로 보면 전 세계적으로 이윤을 갖다 주지만, 뭐 그

개별국가에서는 전부 다, 예를 들어 WTO 를 국제적으로 하는 것을 동의할 수 없는 것처럼 이것도 마찬가지로 같아요.

이 논의도 굉장히 전 국가가 이제부터 같은 동등한 입장에서, EU 측면에서 볼 때요, 동등한 입장에서 '여러 가지 해제하고 이쪽으로 가자, 1주 1의결권 원칙을 지향하는 방식으로 각국의 법제들을 개정을 하자' 라고 하면 좋겠는데, 이게 국제적 합의를 도출하기가 굉장히 어렵기 때문에 결국에 '개별국가에 그 재량권을 인정하는 형태로 갈 수밖에 없지 않겠냐' 이런 생각이 들고요.

그다음에 영국 이야기를 했는데, 영국에 대해서 제도는 잘은 모르겠습니다. 그런데 권 박사님께서 한 것을 보면 아무튼 굉장히 어렵다, 들어가기도 어렵고 그래서 그런 만큼 방어할 수단도 별로 없어도 되는 것이 아니겠느냐, 그래서 제도적으로 영국이 우월하냐, 미국이 우월하냐, 이런 것은 두 개가 대별할 수 있고, 거기서 질과 양 측면에서 봤을 때 워낙 의무공개매수제도 자체가 강력한 수단이기 때문에 다른 것을 압도하는 아주 센 제도가 아니겠냐, 뭐 이런 생각이 들고.

그래서 기왕에 의무공개매수제도를 폐지한 상황에서 다시 영국제도로 가는 것이냐, 뭐 이런 것을 봤을 때는 일견 보기에는 굉장히 부담을 주는 것이 아니겠느냐는 생각이 들거든요, M&A 시장 측면에서. 굉장히 원천적으로 힘들게 하는 측면에 있어서 그런 느낌은 좀 드는 것 같아요.

○ 노혁준 위원

제가 잠깐 말씀하신 것하고 관련해서 말

씀을 덧붙이자면 “1주 1의결권과 관련돼가지고 글로벌 스탠더드가 뭐냐?” 이렇게 물어보신다면 “모든 국가가 다 해야 된다. 그게 글로벌 스탠더드다” 그러면 “스탠더드를 만드는 것이 굉장히 어렵겠지만 지금의 추세가 어때냐?” 이렇게 물어보신다면 지금 봐서는 기본적인 유럽의 추세 자체는 1주 1의결권 자체로 가려는 추세인 것처럼 보이고요. 그게 여러 가지 입법례에서, 제가 리서치 한 바에 따르면, 독일이나 이탈리아에서도 다수의결권주식이 입법적으로 금지가 되었고, 그다음에 스웨덴에서도 2004년도에 의결권 비율이 10대 1이 넘지 않도록 하는 그런 조치를 취하고, 나중에 발표하시겠지만 EU Directive에 나와 있는 BTR을 위협하는 것도 1주 1의결권을 바탕으로 하고 있는 원칙이니까 그쪽으로 가는 것이 추세라고 제가 말씀을 드릴 수도 있지 않을까 싶고요.

그다음에 의무공개매수제도는 단순히 의결권 방어수단만으로 보기에는 어려울 것 같고요. ‘적대적 M&A 상황뿐만 아니라 그 유보적인 상황에서도 지배권 프리미엄을 좀 소수주주한테 나눠주겠다’ 이런 의미를 가지고 있는 것이기 때문에 전체적인 M&A, 적대적이든 우호적이든 경영권 이동수단 자체를 갖다가 chilling하는 효과가 있어서 저희가 좀 조심스럽게 접근을 해야 될 부분이라고 생각합니다.

○ 연태훈 위원

실제로 영국 같은 경우에 예를 들어서 ‘시도 자체가 어렵다’라고 자주 해석을 하시는데, 그런데 이게 1990년에서 2005년도 통

계만 보더라도 적대적 M&A 시도가 187건 된다면, 성공한 게 사실 81건 정도 돼요. 그러니까 미국 전체의 동기간에 75건 대비 건 수로도 높고 실질적인 비율로도 높고요.

방금 말씀하셨듯이 실제로 그 의무공개 매수제도 같은 제도가 EU Directive 때문에 어떻게 보면 이게 채택되는 것이라고 보시면 되는데, 말씀하셨듯이 이 부분은 사실 소수주주 보호라는 관점에서 그 남은 잔여 주식들에 대해서 공정한 가격에 매수입찰을 할 수 있도록 강제하는 것이지, 적대적 M&A 자체를 어렵게 하기 위한 EC Directive 중에서 적대적 M&A를 활성화하거나 방어하는 측면에 들어가 있는 것이 아니고, 소수주주에 대한 보호규정으로서 이제 있는 부분이기 때문에 그 부분은 그렇게 해석하는 게 맞을 것 같고요.

나중에 다시 말씀을 하시겠지만 미국과 영국이 동일한 어떤 법체제 하에서 왜 이렇게 takeover와 관련해가지고 다른 길을 가게 됐느냐에 대해서 저도 우연히, John Armour라는 Cambridge 교수하고, David A. Skeel이라는 U-Penn의 교수하고, 이 양 반들이 쓴 것을 보면 지난번에 얼핏 말씀을 하셨지만, 물론 미국에서 주간에 경쟁이라는 부분이 분명히 있고요, 그게 다수설인 건 맞는데, 그 외에도 영국 같은 경우는 실질적인 자본시장에 대한 규율을 어떻게 보면 민간에 위임을 해 놓은 상태이고, 민간이라는 것이 기관투자자들 위주로 이뤄져 있기 때문에 어떤 시장화의 활성화라는 차원에서 특별한 방어기재를 부여하지 않는 것이 더 바람직한 시장의 선택인 것이고요.

반면 미국의 제도를 이 분들이 볼 때는 그것이 법원에 의해서 규율됐고 법원이라는 것이 어떤 판례법상 법원에 들고 들어오는 케이스에 대해서만 사례가 쌓이는 것이고, 결국은 들고 들어오는 사례라는 것들이 경영진들이 상대적으로 강한, 경영진들이 강하기 때문에 본인들에게 유리한 케이스들을 법원으로 들고 왔기 때문에 이런 사례들이 쌓였다는 해석도 일부에서 있다는 제가 느낌을 받았기 때문에 그걸 한 번 지적해 드리고 싶습니다.

○ 권종호 위원

예, 건대 권종호입니다.

지금 영국 제도 이야기, 제가 이해하고 있는 영국 제도가 맞습니다. 그러니까 의무 공개매수제도라는 것이 그 남은 주주에게 주는 강압성을 해소하기 위해서 공개매수제도를 하는데, 사실 영국의 의무공개매수제도를 보면 의결권의 30%를 취득하거나 기존에 이미 30%, 50%를 취득하고 있는 사람이 추가로 취득하게 되면, 나머지 모든 주식은 공개매수를 해야 되고 종류를 불문합니다. 그러니까 종류가 다양할 때도 다 불문하고 그다음 대가는 현금으로 해야 되고, 그 다음에 대가가 지불되는 게 공개매수를 하기 1년 전의 기간 중에서 최고가격을 한 게 이게 그렇게 되어 있거든요.

그러면 이것은 결과적으로 뭐냐 하면 소수주주를 보호하기 위해서지만 결과적으로 공격자한테 부담을 무지하게 주는데 이 시스템을 취하면 적어도 어떤 것을 다 막을 수 있느냐 하면 2단계 공개매수 막을 수 있

고, LBO 다 막을 수 있고 그렇게 됩니다.

그래서 결과적으로 앞에 내세운 것은 소수주주의 프리미엄을 같이 나누자는 것이지만, 이런 시스템은, 이 제도를 만약에 우리가 도입한다는 방어수단을 도입할 필요성이 상당히 줄어드는 것은 틀림없을 것 같은데, 그런 측면에서 보면 방어수단 도입하자는 이 많은 논의가 이뤄지고 있는데, 그렇다면 어떤 영국식의 제도를 도입함으로써 방어수단에 관한 논의를 잠재울 수 있는 그런 메리트가 분명히 있을 것 같은데, 그런데 왜 자꾸 방어수단 가지고 이야기 하느냐 인데, 사실 이런 고민은 제가 읽어본 자료 중에서 일본도 그런 고민을 굉장히 한 것 같은데, 그런 이유 중의 하나가 그래도 공격방법을 풀어놓는 것이 경영자로 하여금 항상 적대적인 위협에 노출을 시키는 소위 말하는 때의 효과를 극대화시킬 수 있고, 그렇기 때문에 ‘공격을 하는 것은 가능하면 처음부터 막는 것보다 풀어놓는 것이 좋다’라는 것이고, 그러다 보면 방어수단 논의가 가능할 수밖에 없는데, 실제적으로 우리의 입장에서 보면 그 방어수단의 논의를 줄이려고 하면 사실 영국처럼 퍼펙트하게 앞으로 가버리면 거의 다 문제가 되는 공격수단을 거의 사전에 걸러질 수 있는 것 하나를 말씀을 드릴 수 있고요.

그리고 제가 그 말씀을 드릴 수 있는 게 저는 기본적으로 그렇습니다.

일단 말씀하신 것 중의 하나가, 일본의 이번에 종류주식제도라든가, 이런 것을 보면 일본의 회사법제도가 우리로서는 납득하기 어려운 제도가 굉장히 많습니다. 그 과정에

서 이루어진 것을 보면, 특히 신회사법 같은 경우는 하여튼 주주총회에서 특별결의로 모든 것을 제도를 하면 반대하는 주주 무조건 무시해도 되는 이런 시스템으로 제도가 도입된 것이기 때문에, 저 역시 일본의 제도를 무조건 찬성하고 그런 것은 아닌데, 다만 여기서 보면 일본에서 갖고 있는, 그 논의되고 있는 것 과정 중에 하나를 보면, 지금 제가 지난번에 우연한 기회에 지금 도요타 자동차 같은 경우가 사실 일본에서 최고의 기업인데, 이 회사가 동족기업이라는 이야기를 제가 처음 들었습니다.

도요타가 동족기업이라고 이야기를 하는 것 중에 하나가, 그에게 국제심포지엄에서 그 분이 직접 이야기한 것은 아니고, 공고 제도에 있어서 어떤 사람이 대량 보유신고를 했는데 도요타 자동차 주식을 50% 취득했다고 일본의 EDINET 시스템, 우리의 DART 시스템 같은 데 공고를 했는데, 그게 사실은 이론적으로 불가능 한데, 그 이유 중의 하나가 전부다 주식을 상호 맞잡아 넣고 동족회사와 같이 이렇게 그 이야기를 하길래, 그래서 사실은 제가 그것과 관련해서 물어봤어요, 도요타와 같은 일본의 사실 소니나 이런 회사가 그야말로 동족회사와 같아 우리나라보다 더한 그런 지배구조를 갖고 있어서, 첫째 물어본 게 도요타 같은 데는 방어수단 도입해 달라고 절대 이야기를 안 한대요, 자기네들은 필요가 없으니까.

그런데 또 하나가 제가 더 물어본 게, 그러면 도요타 같은 일본을 대표하는 회사가 상호보유구조를 갖고 있고 이러는데, 그러면 그 회사가 방어수단 필요 없으면 상장

해도 그 논리로서 필요 없지 않느냐고, 사실 우리나라에서 이야기된 그런 이야기했더니 그냥 웃더라고요.

그런데 저 생각은 지금 제가 알기로 적대적 M&A 시장에 노출되어 있다고 일반적으로 이야기할 수 있는 시장, 그러니까 중소기업을 빼놓고 한다고 해도 유가증권시장하고 코스닥시장하고 같이 하면 한 1,780개 정도 되는데, 거기에 상호보유하고 재벌하고 관계있는 기업이 다 해도 한 1,000개 정도면 관계는 없을 것 같아요, 제 생각은.

지금 그쪽이 보면 아주 큰 몇 개 빼 놓고 나머지 기업 상당수의 기업은 우리가 말하는 재벌화된 이런 소유구조와 전혀 관계가 없는 기업이기 때문에 물론 저는 그런 생각합니다, 상호보유출자가 있고 이런 기업 같은 경우에는 어떻든 간에, 공정거래법상 문제가 있건 없건, 그런 구조가 있으면 거기서는 기업이 따로 방어수단이 필요 없겠지만, 그 외의 기업이 혹시나 소유가 분산됐고, 이런 기업이 만약에 경우에 따라 주주의 판단으로 다수의 주주가 합리적인 다수의 주주가 방어수단을 취할 필요가 있다고 판단했음에도 불구하고 효율적으로 쓸 수 있는 방어수단이 없어서 기업을 방어하지 못한다고 한다는 것은 적어도 법을 하는 학자로서는 그건 문제가 있다는 생각이 하나가 들고요.

그리고 방금 말씀하신 것 중의 하나가 지금 그 사실 일본의 실증연구라는 게, 그래서 지난번에 여 박사님이 말씀해가지고 일본의 실증연구에 관해서 제가 그 관련된 자료가 하나가 있길래 찾아보니까 여 박사

님이 인용하신 자료도 하나가 있고, 그다음 그 전에 나온 자료도 하나가 있고, 최근에 동경대학교 교수하고 몇 명이 만든 자료와 나와 있는데, 거기에 보면 사실 거기서 이야기하는 중요한 이야기 중 하나가 외국의 실증연구는 각 나라마다 법제도하고 법률이 다르기 때문에 실제로 그대로 인용하는 것은 굉장히 곤란하다, 그래서 일본도 자기들이 실증연구를 한다고 그러는데, 그런데 전체로 보면 유의미가 있는 것도, 그 말씀하신 것도 하나가 있고 다른 쪽은 아니라는 것도 있고 그것은 실증연구를 가지고 우리나라가 이렇게 되어겠다고 이야기하는 것은 굉장히 조심해야 된다는 말은 저는 전적으로 동의를 합니다.

그런데 우리 방어수단 도입과 관련해가지고 저도 개인적으로 우려하고 있는 것 중의 하나가, 우리나라의 경우에 외국자분이 OECD국가 중에서 제일 많은 나라이고 이르기 때문에 방어수단의 도입이 외국자분에 주는 시그널은 굉장히 나쁠 수가 있다, 이렇기 때문에 방어수단을 도입하는데 굉장히 조심은 해야 하지만 정확하게 따져 들어가 보면 외국자분이 한국에 투자하느냐, 아니냐는 ‘방어수단이 있고, 없냐’ 보다는 ‘투자수익을 낼 수 있느냐, 없느냐’ 갖고 따지는 문제고, 사실 그런 예 중에 하나가, 방금 지적한 것 중에 일본에서도 사실 회사법제도가 나오면서 방금 제일 우려한 게 CalPERS 같은 이런 외국자분이 굉장히 경제우려를 표명했는데, 바로 방어지침 것 같은 것이 나오고 이러니까, 그래서 외국자본들이 하는 이야기가 "그것을 법으로 좀 반영하는 방법

이 없겠느냐?" 그렇게 요구를 하고, 그리고 그 결과가 판례라든가 이렇게 전체적으로, 입체적으로 동경증권거래소에서 방어수단 막는 방법하고 이러니까, 일부에서는, 제가 본 자료에서 보면 '일본이 드디어 시장의 기능을 할 수 있는 그런 시스템을 총체적으로 지금 움직이려고 있다'는 표현을 하는데도 있고, 지금 나온 기회에 말씀을 드리면, 지난번에 일본의 기관 투자자들 같은 경우는 방어수단에 의해서 전부다 반대, 거의 반대한다고 말씀을 하셨는데, 일본 같은 경우는 스미토모은행이 1년, 그곳이 6월 달에, 대개 4월 달 주주총회가 이루어지고 나면 그것을 통계치로 전부다 분석을 합니다. 분석한 자료를 보면 사실은 제가 그걸 그대로 번역을 하였습니다.

○ 송종준 위원장

구체적인 것은 좀 있다가 하시고...

○ 권종호 위원

거기도 보면 외국 기관투자자들은 물론이고, 일본의 기관투자자들 같은 경우도 자기들이 의결권 행사지침을 만들어 놓고 거기서 따르면, 거기서 각 기업이 그 수준에 맞게 한다면 찬성을 하는 경우도 많습니다.

제도를 도입할 때 우리나라 실정에 맞게 제도로 도입을 하고, 도입하는 과정에서 제가 말씀을 드리고 싶은 것은, 제도 그 자체로서의 효용이, 효용이 있으면 그것을 보고 그 제도가 동시에 방어수단으로 이용될 수 있으면 방어수단에 이용될 가능성이 있고, 남용의 우려가 있다고 해서 그 제도를 도입

안 할 것이냐, 아니면 효용이 있으면 보고 그것을 하고 남용이 될 가능성을 막느냐의 방법은 정책적인 판단의 문제라고 생각이 되는데, 그러한 측면에서 보면 '제도 자체를 방어수단으로 볼 것이 아니라 그 제도가 갖고 있는 본질적인 기능이라든가 이런 것들 봐서 전반적으로 판단하는 것이 바람직하다'라는 이런 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

뭐, 벌써 한 시간이 됐는데요. OECD에서 궁극적으로 원하는 자기들이 기대하는 그 기준이라는 것이 굉장히 모호한데, 결국은 '강요하지 않는다, 국가의 특성을 반영해서 공격 또는 방어의 입법체제를 짤 수 있다'라는 것을 강조하고 있는데, 이 발표하신 내용에 대해서 혹시 정확한 취지를 중심으로 논의를 해주셨으면 하는 생각이 있는데, 외국, 유럽 나와서 조금 그런 것 같습니다.

어쨌든 일본의 예도 소개를 해주셨지만, 결국은 glocalization의 하나, 결국 OECD 회원국의 하나로서 일본도 역시 마찬가지로 고민을 했을 것이라고 하는 느낌 들고요. 그래서 어쨌든 OECD도 전반적인 분위기라고 하는 것이 이런 차원이고, 앞으로 우리가 논의해야 될 입법적인 수단의 강구 이런 것들이 이런 OECD의 정신이라든가, 기본 principle에 가급적이면 부합되게 할 필요가 있다고 하는 측면 때문에 우리가 이것을 들어본 것입니다.

그래서 벌써 일견에서 'M&A 법제시스템 자체를 예컨대 유럽, EU 스타일로 갈 필요가 있다'라는 말도 나왔는데, 하여튼 그

것은 나중에 토론을 하고요.

어쨌든 일단 OECD의 전반적인 큰 틀은 이렇다고 하는 것을 아마 모든 위원님들이 이해를 하셨으리라 보고, 그렇다면 곧바로 EU에서의 큰 입법의 틀이 어떻게 움직이고 있는가 하는 내용을 우리 이준섭 위원님께서 한 번 말씀하시는 것을 들어보고, 토론은 전반적인 의견은 들어보고 함께 각국의 입법례를 종합해서 하는 것으로 하겠습니다.

○ 연태훈 위원

위원장님, 저기 그런데 입법례로 들어가기 전에 제가 원론적인 질문을...

○ 송종준 위원장

아, 예. 말씀하십시오.

○ 연태훈 위원

저도 계속 고민을 했는데 공격수단과 방어수단이 이렇게 형평성이 없다는 부분을 생각해 보면 생각해 볼수록 계속 puzzling 합니다.

왜냐 하면 상장된 기업에 대해서 공격수단이라는 것이 결국은 주식을 사는 것이고, 방어수단이라는 게 주식을 사는 거예요. 그러니까 실질적으로 공격수단과 방어수단은 적대적 M&A를 하고자 하는 사람과 방어하고자 하는 사람이 동일하게 누가 더 많은 주식을 가지고 있느냐라는 공격수단과 방어수단이 있습니다.

실제로 그것을 돈을 빌려서 하느냐 어떻게 하느냐 같은 구체적인 방법론에 관한 것은 양쪽에 오픈되어 있는 상태이고요. 그러

니까 원칙적으로만 생각해 볼 때에는 방어수단을 추가적으로 도입을 한다는 것은, 이미 방어수단 쪽에 무게가 가 있는 거지, 다른 나라에 있는 게 없다고 해서 공격수단과 방어수단의 균형이 없다는 게, 그러니까 아주 원론적인 문제인데요, 상장된 기업에서 이런 논의가 과연 타당한 것이냐, 물론 추가적으로 방어수단을 부여하는 것이 맞느냐, 틀리느냐에 대한 논의는 저희가 충분히 할 필요가 있지만, 저희가 명제로서 방어수단이 부족하다고 이야기할 때, 일단은 그게 양쪽의 상장된 기업에 대한 공격과 방어 메커니즘을 봤을 때 양자가 특별히 어느 한 쪽이 뒤지는 것이 아니지 않느냐란 생각이 자꾸 계속 들어서 혹시 뭐 어떻게 생각하시는 지...

○ 송종준 위원장

아니, 그러니까 그렇지 않습니까?

외국에 이런 똑같은 OECD 기본정신 하에 여러 나라들이 같이 공존하고 있는데, 같은 헌법규정 아래서 개별 법률을 만드는데 어떤 나라는 이런 것이 있고, 어떤 나라는 이런 것들이 없다, 이 말이죠. 그럴 경우 그것이 어떤 공격과 방어의 균형을 이루고 있느냐에 대해 저는 법적 포커스가 공격수단의 종류, 그 양하고 방어수단의 종류, 그 양이 똑같아야 하는데 저는 이게 균형이 아니라고 보거든요. 저렇게 이해를 하면 한도 끝도 없게 되는 것이고 잘못 접근하는 것이 아니냐? 이런 생각을 하는데 결국은 그래서 같은 하나의 큰 원칙 속에 여러 가지 국가들이 있을 때 서로 다양한 입법입니다, 우

리가 없는 게 있고 어떤 나라는 있고 이렇게 되기 때문에, 그런 나라들이 그런 입법을 하게 된 배경은 뭐고 이런 것들을 들어 볼 필요가 있단 말이죠.

그래서 한꺼번에 발표를 듣고 종합토론을 해서 하여튼 맘껏 그런 문제를 다 터치를 하자고요.

[EU법상 적대적 M&A 방어제도]

○ 이준섭 위원

앞의 그 OECD 관련해서 말씀을 해주셨는데, 우선 그 OECD의 그 자본거래와 관련된 룰 또는 권고가 당연히 강제성이 있을 수가 없겠죠. 왜냐 하면 OECD자체가 선진국 클럽이고 그게 강행규범을 만들어낼 수 있는 성격의 조직이 아니기 때문에, 실제로 제가 최근에 외국에 가서 OECD룰이 EU같은 국가에 어떤 영향을 미쳤는지, 구속력이 있었는지를 질문해 본 적이 있었는데, 사실은 전혀 그렇지 않고 한마디로 “무시를 해도 좋다”라고 이야기했을 정도였으니까, 실제로 우리도 IMF 이후에 우리가 전반적인 법제도 개선을 할 때 OECD 룰을 이제 상당히 원용을 하고 했지만, 다른 입법제도 마찬가지로입니다. 아마 ‘EU든 일본이든 미국이든 그렇게 구속될 필요는 없겠다’는 생각이 되고요.

제가 EU법을 간단하게 소개를 드리자면 원칙적으로 EU는 그 EU 구성국가에 대해서 일정한 원칙을 강요를 하죠, 강요를 하는데 그 강요되는 근거가 설립조약입니다.

이 1950년대 설립조약에 관련되는 규정

을 두고 있습니다. 그래서 그게 이제 그 EU를 하나로 국가를 하나로 묶기 위해서 네 개의 자유화를 진행을 해야 된다, 그래서 상품, 서비스, 인적교류, 자본거래 이렇게 네 가지 원칙을 당시 설립조약 67조에서 명문으로 규정을 두고 있고요. 그 67조를 그렇게 설립조약에 규정을 두고 있음에도 불구하고 이제 각 나라들이 이것을 지키지를 않아요. 왜냐 하면 예컨대 네 번째, ‘자본거래를 자유화해야 한다’라고 하는 원칙을 설립조약에서 명문으로 규정하고 있음에도 불구하고 많은 나라들이 유보조항을 근거로 해서 잘 지키지를 않거든요.

그래서 그것을 강제하기 위해서 또 지침을 제정을 합니다, 1988년 ‘자본거래 자유화지침’이라는 지침이라고 하는 게 이제 그 directive가 강행성이 없을 것 같지만, 실제로 강행성이 있고 명백한 법 규범이지요. 그래서 지침을 각 국가가 구성국가에 이식하지 않으면 그대로 효력을 발휘하고, 또 그걸 지키지 않으면 EU법원에서 그대로 위법판결을 내리거든요. 그래서 법규범이어서 충분한 강행성, 규범성이 있다 이렇게 말씀을 드리겠고요. 이게 명칭만 지침이라고 할 뿐이지. 그래서 ‘자본거래 자유화지침’을 근거로 해서 이제 각 국가가 가지고 있는 예컨대 소위 방어권 기재로 사용되는 방어수단들이 전부 1988년 ‘자본거래 자유화지침’이 지침에 의해서 폐지를 해야 되는 강제성을 맞게 되는 거죠.

그래서 그 1988년 ‘자본거래 자유화지침’을 근거로 해서 두 번째 네모에서 보시는 유럽법원이 판결을 계속 내립니다. 그러

니까 방금 이야기하는 황금주, 의결권제한 주식, 복수의결권주식 이런 것들을 실제로 시행했을 때 바로 각 국가에 대해서 유럽법원에서 위법판결을 내려서, 2002년 이후에 영국, 이탈리아, 네덜란드, 프랑스에 있는 방어권 기재로 사용되는 이런 황금의결권주식 이런 주식들이 주식을 활용해서 방어한 것, 이런 것들이 전부 무효판결을 받게 돼요, 2002년 이후에.

2002년 이후에 저도 이것을 판결문을 쭉 찾아봤습니다만 너무나 명백하죠. 그러니까 아까 ‘1주 1의결권 원칙이 글로벌 스탠더드로써 기능할 수 있느냐’라는 질문을 하셨는데 적어도 유럽에서는 분명한 원칙입니다.

이게 뭐냐 하면 단지 주식 1주를 가지면 의결권을 하나만을 갖는다는 것이 아니라 회사의 자본구조와 밀접한 관련을 가지고 있고, 자본구조를 설계할 때 이제 유럽에서는 방금 이야기한 황금주, 의결권제한주, 뭐 이런 것을 전근대성을 지닌 주식제도로 평가를 하거든요. 상당히 오래 전에 특별한 목적으로 설계된 주식제도가기 때문에. 그리고 결정적으로는 2004년에 우리로 말하자면 적대적 M&A법의 근간인 공개매수지침이 발의가 됐는데 여기서 명백하게 원칙을 설정을 해 두고 있습니다.

첫째가 경영진중립원칙, 경영진중립원칙이라는 것은 뭐냐면 적어도 적대적 M&A의 당사자는 주주와 주주, 그러니까 공개매수자와 그 대상회사의 지배주주건 주주라는 것이고, 경영진이 그 게임에 개입을 할 수 없다는 원칙입니다. 그래서 적어도 공개매수기간 중에 경영진이 할 수 있는 것은 아무것

도 없다, 그 게임에 개입해서는 안 된다는 원칙을 세웠고, 그리고 각국이 구성국가법상 존재하는 M&A를 저해하는 방어수단은 그 효력을 무조건 불인정하는 원칙을 여기서 이제 세웠습니다.

그런데 뒤에서 보겠습니다만, opt-in, opt-out 그 구성국가법의 자율에 맡긴 것은 이게 1960년에 이미 공개매수지침이 안 나왔거든요. 나왔는데 그 한 40년간 이를 통과시키지 못한 이유가 각국의 방어법제 때문이에요. 이게 의견일치가 안 돼서 ‘그러면 그 문제와 관련해서 구성국가법에 맡기자’ 이렇게 해서 통과를 시킨 것이거든요.

이런 원칙 하에서 각국 구성국가, EU 구성국가의 방어수단, 회사법상 방어수단 제도가 어떻게 되느냐?

그것은 방금 말씀드렸듯이 EU 설립조약, 또 1988년에 자본거래자유화지침, 그리고 그 여기에 회사법을 설계하느냐 하는 것이 단일법으로 쭉 나오거든요. 그러니까 이 공개매수지침이 13차 지침입니다, 회사법에 관한. 그런데 1980년대 중반에 회사구조, 특히 자본구조를 어떻게 설계해야 하는 원칙을 담은 이 5차 회사법 지침에서 1주 1의결권 원칙을 명백하게 선언을 해요, 원칙규정으로. 그리고 주주평등의 원칙을 저해하는 모든 제도를 인정치 않는다는 원칙을 세웁니다.

그리고 우리가 잘 원용하는 ‘OECD 자본자유화규약’ 이것도 뭐 원용하는 국가들이 있기 때문에, 그리고 방금도 말씀드렸듯이 2002년 이후 유럽법원에서 내린 판결 이것을 기초로 해서 각 국가가 가지고 있는

황금주, 복수의결권주, 거부권주식, 최고의결권, 그러니까 의결권 한도를 정하는, 의결권 전근대적인 자본거래를 제한하는 제도를 철폐할 의무를 지웁니다.

그러니까 철폐할 의무를 지웠는데 각 국가가 아직도 이것을 지키지 않은 국가들이 있거든요. 이것은 여러 곳에서 자주 “EU 국가에서 이런 제도를 아직도 가지고 있는데 그 무슨 소리를 하느냐” 이런 말씀을 하실지 모르겠는데 사실은 전혀 그렇지 않아요. 이게 EU Commission뿐만 아니라 EU법원에서 강제를 하면 이것을 따를 수밖에 없어요. 그리고 지금은 아직도 이 제도를, 전근대적인 제도로 불리우는 이 제도를 가지고 있는 나라도 있습니다. 그런데 이거는 ‘폐지될 수밖에 없는 운명을 가지고 있다’ 그렇게 생각을 하시면 되고요.

그리고 이제 이 황금주와 관련해서 보면, 이 황금주제도는 몇 나라가 가지고 있었거든요. 영국, 프랑스, 포르투갈, 네덜란드, 이탈리아가 가지고 있었는데, 사실은 우리법도 그에 상응하는 제도를 가지고 있지요. 예를 들어서 공공적 법인의 외국인 취득제한, 각 특별법상 군수·석유전력 이런 특별법에 외국인 취득제한을 규정하는 것과 마찬가지로 이런 나라들은 이런 취득제한도 가지고 있었지만 이런 황금주제도도 그 법상 가지고 있었거든요. 그래서 이것을 EU국가가가 가지고 있던 이 제도를 2002년 이후에 유럽법원이 판결을 통해서 철폐할 의무를 이제 지게 됐습니다.

그런데 아직도 이것을 철폐 안 하고 있는 나라들도 있어요. 그런데 이게 그 철폐

안 하면 어떻게 되느냐, 그런데 철폐 안 할 수가 없거든요. 현실적으로 보면 일일이 조사하지 않았습시다만, 제가 가진 관념에 의하면 ‘철폐를 안 할 수가 없다’ 이것이지요.

독일도 방금 이야기한 자본자유화지침, 1988년 지침에 의해서 복수의결권제도를 폐지시켰고요. 최고의결권제도도 상장회사에는 인정을 하지 않고 비상장회사에 대해서만 허용을 한다는 것으로 법을 바꿨습니다, 1998년에.

그러면 이제 회사법상 우리가 그 관심의 대상으로 하는 포이즌 필을 도입할 수 있는나? 그런데 포이즌 필 제도를 실질적으로 언급하고 있는 문헌은 사실상 하나도 없습니다. 왜 그러느냐 하면 이게 유럽국가의 경우에는 상상할 수 없거든요. 미국에서 실행이 되는 포이즌 필 제도를 상상할 수 없기 때문에, 논의하지는 못하는데, 논의하는 것은 전혀 없지만 제가 좀 분석을 해보자면, 일단 유럽 EU법상으로는 포이즌 필 제도를 언급할 수도 없겠죠. 1주 1의결권원칙이나 제5차 회사법지침에서 주주평등의 원칙을 너무나 엄격하게 지탱하고 있기 때문에. 그런데 해석을 해보자면, 그 EU국가 중에서 신주인수권, 그러니까 주주평등의 원칙을 아주 엄격하게 적용을 하는 나라들 대부분이 그렇습니다.

영국을 포함해서 독일, 프랑스 정도까지는 주주의 신주인수권이 엄격하게 지탱이 되고 있고, 제3자 배정은 거의 불가능한 나라에 속하는데, 이런 나라의 경우에는 포이즌 필 제도 자체를 언급하는 것조차도 허용되지 않겠죠.

그런데 회사법상 제3자 배정이 자유로운 우리나라와 같은 나라가 있다면, 물론 이게 이제 EU의 제5차 회사자본구조지침에 의하면 신주인수권을 제3자에게 배정하는 것이 허용되지 않는 것이 원칙임에도 불구하고 EU국가 중에 그렇게 제3자 배정을 조금 더 완화해서 자유롭게 할 수 있다고 하는 나라가 있다면 그것은 이론적으로 보면 정관에 포이즌 필을 둘 수 있지 않을까 그런 생각이 들어요. 제가 분석을 하자면. 다만, 실제로 M&A가 일어났을 때 포이즌 필을 실행할 수 있는지 여부는 방금 이야기한 2004년의 EU공개매수지침에 의해서 ‘무조건 어떠한 방어수단 실행의 경우에 적용되는 주주총회의 결의를 조건으로 할 수 밖에 없다’ 이게 포이즌 필과 관련된 해석입니다.

그리고 이제 이 지금까지 말씀드린 것은 방어수단으로 활용될 수 있는 수단들이 EU법 또는 EU구성국가법에서 회사법에서 어떻게 돼 있느냐, 존재할 수 있느냐, 이런 것을 말씀을 드린 거지만, 실제로 M&A가 일어났을 때 그 방어수단을 활용할 수 있느냐, 방어조치를 취할 수 있겠느냐와 관련해서는 제가 구분해서 논의를 해야 된다고 말씀을 드린 바가 있는데, EU법에서는 분명하게 이 원칙을 지키고 있습니다. 가장 중요한 기본원칙은 공개매수기간 중에는 대상회사 경영진이, 그 M&A 당사자가 아닌 경영진이 대항공개매수를 제외하고는 공개매수를 저해할 수 있는 어떠한 행위도 할 수 없다고 하는 것이 기본원칙입니다.

다만 공개매수기간 중에도 방어행위에 대해서 주주들이 직접 결정을 하는 경우에

는 허용을 하지 않겠느냐, 허용을 해야 된다는 것이 예외적으로 그 기본원칙에 대한 일종의 예외가 될 수 있겠죠.

그다음에 그러면 각국법상 방어수단을 가지고 있는 경우, 제가 말씀드린 바와 같이 EU조약, 또 EU자본거래자유화지침에 의해서, EU 제5차 회사법지침에 의해서 주주평등의 원칙과 1주 1의결권원칙을 위반하는 모든 수단을 철폐해야 되는 의무를 지우고 있음에도 불구하고 아직 그런 제도들을 아직도 유지하고 있는 나라들은 어떻게 하느냐, 그런 나라들은 이렇게 하고 있습니다. 일단 일반법상으로는 폐지되는 것을 강제함과 아울러서 공개매수기간 중에는 그 제도를 쓰지 못하도록 설사 썼다 하더라도 무효화시키도록 이렇게 규정을 하고 있습니다.

그래서 원칙이 각 구성국가가 공개매수기간 중에 구성국가 법률상 방어조치수단이 존치하고 있더라도 첫째, 그런 제도들 중에 주식양도제한약정, 우리도 이 제도가 있습니다, 양도제한주식. 이게 우리나라는 상장회사들에 대해서는 상장요건에서 이 제도를 가지고 있으면 상장회사가 되지 못하는데 유럽에서는 이게 상장될 수가 있습니다. 그래서 공개매수자에게 적용이 되지 않는다.

두 번째, 회사정관상 의결권 제한규정을 가지고 있는 경우에도 당해 공개매수에 대한 방어행위를 주주총회에서 결의할 수 있다고 했잖아요. 그 결의하는 주주총회에서는 그 효력이 발생되지 못한다, 그리고 복수의 결권주식도 그 방어조치를 결의하는 주주총회에서는 1주 1의결권만 지닌다. 이것과는 별도로 회사정관에 양도제한주식, 의결권제

한주식, 경영진 선임에서 특별한 권한이 규정되어 있는 경우, 이것은 M&A를 저해하는 수단으로 새로 공개매수자가 경영진 선임하는데 추가적인 부가요건을 설정하고 있는 경우입니다. 그런 경우에는 그렇게 되어 있더라도 공개매수자가 75% 이상 지분을 취득하고 있는 경우에는 당해 정관 변경 또는 임원 개선을 위해 소집된 주주총회, 그러니까 당해 공개매수자가 소집한 주주총회에서는 효력이 없다, 그래서 방어기재로 사용될 수 있는 수단들이 각국 회사법에 존치하고 있더라도 공개매수기간 중에 이 수단을 쓸 수 없도록 하고 있습니다.

다만 M&A가 발생했을 때 방어조치를 제한하는 이런 원칙에도 불구하고 방금 이야기했듯이 공개매수지침이 40년 이상 표류하고 있었던 이유 때문에 ‘경영권중립원칙’하고 ‘방어수단의 무효화원칙’을 각국이 선택할 수 있도록 했습니다. 배제할 수 있도록 여지를 부여했고, 다만 어떤 해당 국가가 주주총회결의으로써 이러한 무효화 원칙을 수용한다, 방금 이야기했던 방어수단을 쓸 수 없다는 원칙을 어떤 나라가 그것을 배제하고 있다 하더라도 주주총회에서 우리는 그러한 무효화원칙, 방금 말한 방어수단을 쓸 수 없다는 원칙을 ‘우리는 안 쓰겠다’ 이렇게 주주총회에서 선택을 할 수 있도록 그렇게 하고 있습니다.

지금 말씀드린 그 선택권이라는 것은 아주 입법기술적으로 공개매수지침이 40년 동안 표류한 이후에 근거한 것일 뿐이지, 이 원칙이 분명하고 유효하게 지배하고 있기 때문에 이 원칙을 이렇게 선택권을 써서 각

국가가 무효화 원칙을 선택한다, 무효화원칙을 배제하는 이 선택권을 행사하는 나라는 현재로서는 없습니다, 따라서 두 번째 주주총회에서 자발적으로 무효화원칙을 수용하는 경우도 없겠죠.

이것을 종합을 해보면 결국은 ‘회사법상 방어수단들이 EU 차원에서는 적어도 존재할 수가 없다’ 하는 것이고, 기존에 존재하는 방어수단들은 비록 이제 그 EU공개매수지침에 의해서 공매매수기간 중에 선택할 수 있다고 하더라도 여전히 그 기본원칙이 지배하고 있기 때문에 단언하자면 이런 방어기재로 사용되는 소위 말해서 전근대적으로 불리우는 이 제도들은 폐지될 수밖에 없다, 그런 이야기들입니다.

또 M&A 방어조치와 관련해서 종합을 해보면 그렇게 말씀드린 대로 경영진의 방어조치는 금지되지만, 주주총회가 수권이 있는 경우에 허용되고 또 각국이 이를 선택할 수 있도록 했지만 실질적으로는 선택한 나라가 없다, EU의 기본원칙이 수용이 되고 있다.

권종호 교수님도 그러한 말씀이 있었거든요. 공격수단과 방어수단의 균형문제, 이게 지난번 회의 때도 제가 말씀을 드렸지만 여전히 이게 의문이거든요. ‘방어수단이 부족하다’라고 하는 점은 여전히 의문스럽습니다. 그 이유는 표를 보시면 우선 유럽에서는 자기주식취득이 원칙적으로 금지되고 있지요. 물론 일부 국가에서 예외적으로 허용이 약간, 몇 %, 10%, 20% 이렇게 논의하고 있습니다, 지금. 그런데 우리는 이론적으로 보면 얼마든지 100%까지도 살 수

있도록 이론적으로는 가능하게 돼 있고, 무엇보다도 신주 제3자 배정의 문제는, 이게 시장에서 일어나는 모든 약의 근원이 신주의 제3자 배정, 실제로 이 사례를 맞닥뜨리다 보면 이 모든 약의 근원이 여기에 있다는 것을 우리가 느낄 수 있거든요.

유럽법에서 상상할 수 없는 일입니다. 신주를 발행하면 발행된 신주를 기존 주주에게 주어야만 기존주주의 지분구조가 그대로 유지가 되는데, 신주를 발행해서, 물론 이유는 있지요, 신주를 발행해서 갑자기 제3자에게 배정을 해서 지분구조를 완전히 흘뜨려버린다, 이것이 과연 상상할 수 있는 일이겠어요.

그런데 우리는 어쨌든 물론 1998년, 2000년에 이것을 제한하는 약간의, 이것이 신주뿐만 아니라 전환사채나 신주인수권부사채가 그대로 적용될 수 있다는 점에서 이게 무슨 방어권수단과 관련해서 여지까지 적대적 M&A 발생 때 분명하게 전가의 보도로 쓰여 왔던 바라면, 도대체...

○ 왕윤종 위원

전환사채는...

○ 이준섭 위원

전환사채도 유럽국가의 경우에는 기존주주에게 발행하는 것이 원칙이고 제3자 배정은 안 되지요. 우리는 이거는 더 자유롭습니다, 우리 회사법 상으로.

경영권방어조치, 신주발행, 아... 이게 지금 그 신주발행을 폐지시켰죠. 원래는 신주발행을 금지시키고 있었다가 자본시장통합

법에 들어가 보니까 이것조차도 없어서 버렸습니다.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

이거 좀 옛날에...

○ 송종준 위원장

공개매수기간 중예요?

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

공개매수기간 중에 신주발행 가능합니다. 현재도 가능합니다.

○ 이준섭 위원

이것은 원래 우리가 96년에 이 법을 만들 때에는 적어도 이것만큼은 공개매수기간 중에는 막아야 된다면 이것 하나만 남겨놓은 상태였거든요. 그런데 우리 자본시장통합법에서 이것을 없앴어요. 그래서 공개매수기간 중에서 경영진이 신주발행을 할 수 있도록, 신주발행이라고 하는 것은 우리 법에서 더 의미가 있는 것은 이사회가 결정할 수 있다는 것이지요.

그다음에 황금주, 최고의결권주는 제가 한국은 동그라미로 했는데 이것은 엑스포주. 제가 실수를 한 것이고요.

그다음에 포이즌 필은 우리 법상으로도 현재 해석상으로 곤란하고 유럽국가에서도 어렵다, 또 주식양도제한은 제가 이 회의에서 소위 글로벌 스탠더드에 맞지 않는다고 불리는, 방금 이야기하는 전근대적으로 불리는 제도를 자주 새로 들여올 게 아니고, 기존에 있는 것을 활용할 수 있는 것을, 제

가 제안을 드리자면 이 주식양도제한 이것 좋거든요. 이게 좋습니다. 아주 활용할 수 있는 여지가 충분히 있고. 그래서 유럽국가에서는 이 주식양도제한은 주식을 양도하는 것을 이사회 승인을 얻도록 한다는 취지가 아니고요. 그냥 주식의 양도·거래는 자유롭게 되는데, 다만 의결권을 행사하기 위해서 주주명부에 명의개서를 해 주지는 않겠다는 것이거든요. 그렇기 때문에 이게 M&A 방어수단으로 상당히 효과적으로 쓰일 수가 있다, 그래서 지금 우리 법상으로는 회사법에 양도제한 규정이 있지만 우리 증권거래상장규정에서 상장폐지요건으로 하고 있기 때문에 그것을 터놓고 하면 좋은 방어수단으로 활용될 수 있겠다는 생각을 합니다.

그리고 외국인 취득규제와 관련해서는, 한국전력공사법과 같은 개별 특별법상으론, 아니면 외국인투자법이든 증권거래법이든 일반법상으로 방어조치가 유럽국가의 경우에도, 또 우리나라의 경우에도 존재합니다.

그래서 방어권수단과 관련해서 보면요, 우리가 결코 만만치 않게 강력한 방어수단들이 있고, 또 가장 강력한 무기들이 있다, 그래서 그런 논의를 할 때 적어도 fact는 분명히 하고 가자, 그런 생각을 하게 됐습니다.

이상 마치겠습니다.

○ 송종준 위원장

감사합니다.

이준섭 교수님 페이퍼로 보면 한 10분이면 끝날 것 같았는데 거의 40분을 쓰시네.

○ 이준섭 위원

아, 죄송합니다, 이게...

○ 송종준 위원장

하하하!! 그래서 하여튼 벌써 1시간 30분 이상을 했기 때문에 한 15분 정도 휴식을 가지시고, 이 교수님이 EU M&A 방어시스템에 대해서 발표를 하셨는데 아마 궁금한 사항들이 있으리라고 생각이 되거든요. 그래서 좀 질문을 간단히 갖고, 미국 다음에 일본 또 들어보도록 하겠습니다.

그래서 발표한 내용에 대해서 궁금한 사항을 좀 확인한다고 하는 차원에서 질문을 해 주시고, 발표가 끝나면 종합토론을 해서 여러 가지 쟁점을 다루겠습니다.

예, 한 15분 정도 쉬었다 하겠습니다.

(정회 16시 30분)

(속개 16시 48분)

○ 송종준 위원장

이준섭 교수님이 그 EU법상의 M&A 방어제도를 꼭 발표를 해주셨는데 혹시 발표하신 내용에 대해서 궁금한 사항이나 추가로 질문을 하실 사항이 있으면 간단하게 질문을 해 주셨으면 고맙겠습니다.

○ 왕윤중 위원

제가 작년인가 EU에서 회사법 만든 사람이 왔을 때 회사법 관련된 사항에 대해서 발표를 하고 토론을 해 주시던 기회가 있었는데, 그때 들었던 내용, 이제 대체로 보면

트렌드는 비슷하긴 한데요, 좀 차이가 나는 부분들이 있어 가지고 좀 clarify가 좀 필요한 것 같아가지고 몇 가지 질문을 드리겠습니다.

왜 회사법을 EU가 그 harmonize하려고 그러느냐 하면, 회원국들 내의 여러 가지 제도를 통합시키는 것은 EU국가들의 기본적인 흐름이라고 볼 수 있죠. 그러한 측면에서 회사법 체계를 통일화시키는 것이 필요하다는 그런 consensus가 있는 것은 분명한 사실입니다.

그래가지고 거기에 일환으로서 M&A 관련된 것도 EU시장은 하나의 one market으로 촉진시키기 위해서는 또 제도적인 통합성이 필요하다고 생각되는데, 그럼에도 불구하고 분명히 하고 있는 것이 몇 가지 있는데, 그 중에 하나는 opt-out clause, 여기에서도 언급하고 계시지만 회원국들한테 회사법 체계 내에 대해서 peer pressure적인 그런 측면에서의 통합은 가능하지만 얼마든지 반대하고 그것을 채택하지 않을 수 있는 권한은 분명히 주고 있다는 것, 그래서 예를 들면 스웨덴이라든지 이런 국가들은 분명히 통일된 회사법 체계를 그대로 수용하지 않겠다는 입장을 분명히 밝히고 있다는 것, 이런 것들이 인지되지 않고 모두다 똑같이 간다고 이야기하면 곤란한 것 같습니다.

또 하나는 지금 여기서 크게 좀 오해가 될 수 있는 부분이 이것을 금지시킨다고 했는데, 거기서 EU member와 not member 사이의 형평성이 이야기를 분명히 하고 있습니다. 그건 뭐냐 하면 어떤 국가가 적대적 M&A를, not member country가 적대적

M&A를 할 때에는 경영권 방어장치로 지금 현재 우리가 이런 것을 하지 말자고 가이드라인 상에 했던 것들을 얼마든지 발동할 수 있다, 이것을 분명히 하고 있거든요. 그거는 어떤 면에서 그렇게 발동을 할 수 있다고 이야기를 하고 있는 것은, 회사법 체계 내에서 이러한 경영권발동 자체를 금지시킨다는 것은 법체계상에서 상당히 문제가 있다는 것을 이야기하고 있는 것이거든요. 그러한 측면에서 여기서는 이것을 다 금지하고 있다고 했는데 그것은 제가 볼 때는 체계적, 법체계상으로는 맞지 않는 것이다, 금지 했으면 not member country의 적대적 M&A에 대해서 발동할 수가 없죠, 없어졌는데.

그래서 그 점을, 그거 외에도 질문이 많이 있는데, 예를 들면 지배주주가 가장 대표적으로 있는 쿼트(Quandt)가문이 갖고 있는 BMW, 예를 들면 BMW에 대해서 만약에 공개매수가 들어왔다, 그러면 지배주주인 사람이 경영진이거든요, 같이 동시에. 그러면 거기에 대해서 지배주주가 동시에 경영진인 경우에는 중립원칙을 지켜야 되느냐, 이런 기술적인 문제들도 있고요. 그래서 좀 이야기를 듣고 싶습니다.

○ 송종준 위원장

덧붙여서요. 제가 본 자료에 의하면 EU 제13차 공개매수지침에서 EU회원국들이 2006년 5월 20일까지 자국의 국내법에 반영하도록 되어 있지 않습니까? 그래서 2006년도 와서는 각 중요한 영국, 독일, 프랑스 등등 주요 회원국들이 자국의 회사법 개정이라든가 공개매수지침에서 반영을 하는 시

도를 했습니다.

영국과 같은 경우를 보면 경영진의 중립 원칙을 분명히 채택을 했고, 그렇지만 주식 양도제한규정과 의결권제한규정의 폐기원칙은 채택하지 않은 대신에 자국의 회사들이 자치적으로 폐기할 수 있도록 이렇게 했다는 점 때문에 ‘획일적으로 다 폐기됐다’라고 말하기는 좀 어렵지 않을까 싶습니다.

독일은 2002년 7월 14일에 공개매수법을 개정을 했죠. 저희가 생각하기에는 독일이 가장 먼저 경영진의 중립원칙과 소위 Breakthrough Rule을 채택할 것으로 믿었는데 두 가지를 모두가 다 채택하지 않았다는 점이 굉장히 특징입니다. 그래서 독일과 같은 경우에는 주총에서 75% 이상의 결의로 정관을 바꿔서 중립원칙과 폐기원칙을 자발적으로 채택할 수 있도록 했습니다.

프랑스도 2006년 6월부터 새로운 공개매수법을 제정을 했는데, 여기서는 중립원칙을 일단 채택을 했지만 폐기원칙은 또 채택하지 않고 ‘종전의 황금주나 기타 여러 가지 방어적 주식들을 폐기하려고 하면 회사들이 자발적으로 해라’ 이렇게 돼 있는 측면이 있어서 fact를 우리가 clarifying 하는 그런 부분에서 참고를 좀 하셨으면 좋겠고, 아울러서 프랑스의 신공개매수법에서는, 우리가 독일에서는 포이즌 필이라고 하는 제도가 ‘생각할 여지도 없다. 전근대적인 어떤 제도다’라는 말씀을 하셨는데, 예컨대 프랑스의 경우에는 적대적 공개매수의 국면에서 warrant를 발행할 수 있도록 했다는 점이 아주 쇼킹한 뉴스입니다. 결국 warrant라고 하는 것이 결국은 신주매수선

택권이라고 볼 수 있고, 또 우리가 이야기하는 BW나 CB와 마찬가지로 소위 주식연계증권을, 주총 승인이 있으면 우호적인 제3자에게 그와 같은 주식연계증권을 이사회 결의만으로 또 발행할 수 있도록 하는 조치를 취한 것이 되는데, 이게 제가 프랑스법의 원문을 구할 수가 없어서 확인을 못했는데 다른 인터넷 자료에서 제가 이것을 봐서 그렇게 돼 있습니다.

그래서 EU와 같은 경우, ECJ에서 여러 가지 황금주나 복수의결권제도라는 부분이 EU Treaty의 소위 자본이동자유화정신에 반한다는 이유로 무효화선언이 되고 있는 것은 분명한 사실이다, 그럼에도 불구하고 자국내의 법 시스템에서는 그것을 아주 혼란스럽게 돼 있다, 이 이야기는 ‘EU에서도 이 부분에 관해서는 획일적으로 무효화시키고 있는 것은 아니지 않느냐’라고 저는 그렇게 이해를 지금까지 해 왔었습니다.

그래서 그런 부분과 관련해서 확인을 다시 한 번 부탁드립니다.

○ 문양택 지식경제부 산업경제정책과 사무관

위원장님 저기 추가로 조금 더 말씀을 이어가 보겠습니다.

제가 EC에서 나온 통계를 전에 저도 확인한 적이 있는데요. EC에서 각국에서 공개매수지침에 대한 수용 정도에 대해서 물론 작년 9월, 10월 정도의 데이터이긴 하지만, 소위 말하는 Board Neutrality Rule 같은 경우는 14개국 아니면 18개국이 채택한 것으로 돼 있고요. 그다음에 Breakthrough Rule 같은 경우는 단 3개국만 채택을 한 것으로

되어 있었어요. 다음에 상호주의원칙 같은 경우가 앞서 말했던 Board Neutrality Rule 이 14, 18인가 헛갈렸었는데, 18개국 아니면 14개국이 이제 채택하는 것으로 나왔었거든요.

그리고 방금 위원장님이 말씀하셨듯이 영국이 가장 앞선 제도를 주장을 했음에도 불구하고 Breakthrough Rule을 채택을 하지 않았고, Breakthrough Rule을 채택한 그 3개 국가가 리투아니아 등 발트해 연안에 있는 3개국, 구소련으로부터 독립했던 90년대 초반에 그 3개국 이외에는 없다는 것이 주목할 만한 점이었던 것 같고요.

물론 이제 이거는 이준섭 교수님 확인한 자료하고 제 자료가 다를 수 있으니까 나중에 한 번 또 fact finding을 더 한 번 해보면 좋겠고요. 이것은 연계해서 드리는 질문인데, 여러분들이 이제 EU의 어떤 트렌드, EU제도의 장점에 대해서 계속 말씀을 하고 계시는데, 결국은 그 제도의 장점이라든가 트렌드를 우리가 받아들여려면 거기에서 갖고 있는 의무공개매수제도에 대해서 감안을 해야 할 테고요. 그런데 계속해서 의문이 드는 것은 그렇게 여러 사람들에 의해서 지지되고 있는, 좋다고 평가되고 글로벌 스탠더드인 것처럼 받아들여지는 EU제도로 왜 가지 않으려고 하는가, 그러니까 연태훈 박사님 주장하시는 자기주식 측면에서도 EU 제도에서는 오히려 더 우리보다 낮다고 평가되고 있고요. 그리고 소액주주 보호측면에서도 더 낮다고 말씀을 하시고, 그리고 경영권방어도 더 잘 된다고 말씀을 하시는데, 왜 EU의 의무공개매수제도 시스템으로 가

지 못하고, 왜 계속 여기서만 이야기가 맴도는가, 저는 그거는 이쪽 계통에서 또 유명하신 중앙대 전광선 교수님께서 이런 주장을 하셔서, 혹시 또 우리가 여기서 계속 또 미국형 논의만을 하다가 나중에 이제 정작 이것이 입법예고 됐을 경우 또 논란이 있을까봐서 ‘미리 우리 내부에서는 왜 EU 형제도로 갈 수 없는지에 대해서는 사전에 clarify를 해야 되지 않느냐’ 해서 질문을 드려봤습니다.

○ 송종준 위원장

네. 그 부분은 굉장히 중요한 문제인데요. 근본적인 문제이고요. 나중에 종합토론을 할 때 그 부분은 어차피 시스템 개편과 관련해서 검토를 해야 될 부분이기 때문에 그때 논의를 하시고...

○ 연태훈 위원

한 가지만 여쭙보겠습니다.

제가 이번에 자신이 없었는데, 지금 EU Directive에 있는 의무공개매수라는 게 예를 들어서 우리나라 과거식으로 50%+한 주를 무조건 매수해야 된다는 게 아니고 경영권을 확보한, 다시 말해서 30%, 33% 이상을 확보한 경우에 나머지에 대해서도 그 말씀하신 1년이든 어쨌든 최고 bidding된 price로 매수하겠다는 입찰을 하라는 거지, 꼭 50%+1을 사야지만 꼭 경영권 확보가 승인 된다는 것은 아니에요.

○ 송종준 위원장

그건 아니죠.

○ 연태훈 위원

과거 우리제도와 다른 것으로 이해하고 있는데...

○ 송종준 위원장

네, 그건 다른 거죠.

○ 권종호 위원

응모하는 자에 대해서는 다 사고...

○ 연태훈 위원

그렇죠. 경영진의 일종의 찬탈에 대해서 무지하게 반대하는 상황이었으면 아마 모든 사람이 다 sell out을 할 거고, 그렇지 않은 경우에는 사실은 뭐 아무도 그렇지 않을 상황도 있기 때문에 이게 꼭 경영권 방어 기재로서 작동하는 조항, 과거의 50%+1주량은 조금 성격이 다르다는 거는 저희가...

○ 송종준 위원장

전혀 다르고요. 과거 25% 이상 의무공개매수를 절충한 것이라고 보면 되는데, 실제로 제가 생각을 할 때는 유럽형 100%의 무공개매수 시스템은 그 자체가 공격이자 방어입니다.

거기 승낙하는 것 여부에 따라서 승패가 달라지기 때문에 조금 이제 다르지요, 뉘앙스는.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

저기 다른 것 아니고 황금주와 관련해서 하나만 확인 좀 하려고요.

지금 일단 황금주가 나머지 중에 차등의

결권보다도 아무튼 효력이 강력한 거니까, 그게 이 교수님 말씀하신 것을 보면 명확하게는 설정이 안 됐더라고요. 그래서 황금주가 과연 일반 회사법에서 가능한 것인지, 아니면 공기업 민영화과정에서 아주 특수한 형태로 도입을 검토할 만한 것인지, 그래서 이게 제가 알고 있기로는 프랑스 같은 경우에도 일반 회사법이 아니라 특별법 형태로, 우리 같으면 그 법이 지경부 법이 있잖아요, 아니 재정부에 있는 공공기관법 정도에 상응하는 데에다 넣어놓는 것이지, 그냥 일반 회사법에 golden share 조항을 넣어서 하는 것인지 거기를 명확하게 할 필요가 있을 것 같아요. 최소한 거기에 관해서는.

○ 송종준 위원장

유럽에서 이거 황금주 도입할 경우...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

예, 일본은 아니죠, 일본은.

○ 송종준 위원장

어떤 회사든지 다 가능했는지를 지금 질문하신 것 같아요.

○ 권종호 위원

상법 제정시안에도, 아시지 않습니까?

○ 송종준 위원장

들어갔다...

○ 권종호 위원

우리 상법주식에 도입된 것은, 종류주식

의 하나로 해서 어떤 주주총회에서 주주총회 결의사항이나 이사의 결의사항 중에서 정관에서 정한 사항에 관해서는 특정 종류 주주의 승인을 받도록 정하면 그게 거부권 주식이 되거든요.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

그러니까 그런 형태의 일본식의 거부권 주식이 EU 각 나라 일반 회사법에 그게 반영이 되어 있는 것인지, 아니면 성문법 국가에서는 특별법 형태로 공기업 민영화만 염두에 두고 그쪽에 적용대상을 한정해서 하는 것인지, 불문법 국가에서는 일반적으로 계약자유의 원칙상 계약내용 속에 그 황금주 성격의 계약내용을 집어넣어서 뭐 이렇게 할 수가 있다고 판단이 되거든요, 그래서 과연 일본처럼 일반 회사법의 golden share 자체가 들어가는 조항이 있는 나라가 하나라도 있는 것인지, fact finding을 해서 일단 거를 건 거르고 그다음에 다른 쪽에 넘길 것은 좀 넘겨놓고 이렇게 가야되지 않느냐 생각합니다.

○ 송종준 위원장

간단히 답변을 해주시죠.

○ 권종호 위원

제일 마지막에 우리나라하고 유럽하고 방어수단을 비교하시는 것을 봤습니다. 우리 신주의 제3자 배정이 지금 현행법상에 가능하냐, 안 하느냐, 증권거래법상에서 자기주식 취득해서 3자 배정 이거는 당연한데, 이게 뭐 애매해가지고, 제가 알기로 지금 지난

번에 국회의원 유승민 의원인가 3자 배정을 상법상에서 가능하도록 입법제안을 한 것으로 그렇게 알고 있는데요, 그런데 어쨌든.

○ 송종준 위원장

지금보다 더 완화시켜서 쉽게 하자고요?

○ 권종호 위원

아니요. 3자 배정이 가능하도록 그냥 그 회사의 목적이...

○ 송종준 위원장

아무런 제한이 없이 그냥...

○ 권종호 위원

우리는 지금 상법상에서는 신주인수권을 주주한테 다 주고 있으니까 거기에 대한 예외규정으로 도입한 건데, 그런데 저는 개인적으로 그렇게 생각합니다.

여기 보면 자기주식을 취득, 증권거래법상 취득해서 이것을 3자한테 처분하는 것이 가능하고, 그다음에 공개매수기간 중에도 신주를 발행할 수 있도록 가능하게 하는 건데, 사실 여기 세 가지 말씀하신 것은 본질적으로 신주를 발행해서 특정인한테, 우호적인 세력한테 어떤 방어수단을 주느냐, 이제 기존의 발행된 것을 주느냐, 그 차이가 있지 세 개는 본질적으로 하나이거든요. 저는 이제 그렇게 보는데요. 세 개는 본질적으로 하나인데, 그렇게 보면 유럽하고 다른 차이는 '우리가 그 3자 배정을 이렇게 할 수 있다'라는 건데.

그런데 사실은 3자 배정이라는 게 실제

적으로 방어수단의 효과는 아주 직방일 수가 있습니다. 그러니까 딱 들어오면 특정한 한테 몰아갖고 우호세력에게 쥐버리면 좋은데, 그런데 이 3자 배정을 방어수단으로 쓰게 되면 결정적으로 기존주주는 지분비율의 피해를 볼 수가 있습니다. 그리고 3자에게 그 주식을 대량으로 취득케 하기 위해서는 가격도 좀 싸게 줘야 하기 때문에 지분비율 하고 가격하고 그것의 양쪽이 다 피해를 보는, 결정적으로 기존 주주가 피해를 보는 이런 제도이거든요.

그래서 사실은 저 개인적으로는 사실 이 제도가 지금 ‘자기주식취득’이라는 방어수단이 우리나라에서 굉장히 많이 쓰이고 있는 건데, 제가 알기로 대개로 ‘방어수단이 정당화되는 것은 최소한도로 방어수단을 씌워서 기존주주에 피해를 주는 방어수단은 안 된다’라고 하는 것이 대략 consensus가 대략 있는 것으로 그렇게 아는데, 이 방법은 사실은 기존주식에 결정적으로, 가격이 아무리 공평해도 지분비율에 피해를 주는 것이기 때문에 이런 제도는 사실은 안 쓰게 바람직하다는 생각이 저는 개인적으로 그렇습니다.

그러다 보면 결과적으로 이런 게 많이 쓰는 것은 여기서 보시다시피 지금 지난번에도 말씀드렸듯이 우리나라가 많이 쓰고 있는 자기주식취득 하고, 이철송 교수님 교과서에 보면 ‘현행 우리나라 법상에서 특별교류요건을 더 높이는 것은 안 된다’라고 하는 더욱 유력한 설도 있거든요, 초특별결 의조항, 해임 같은 경우 그것이 문제가 되고, 황금주 같은 경우는 기본적으로 퇴임하

는 이사에 대해서 돈을 많이 주는 것이기 때문에 이사의 보수의 한 형태로 보면 주주총회 특별결의를 거쳐야 되고, 이런 제한이 있다 보니까 우리나라 도입하는 회사 굉장히 적습니다, 그렇죠?

사실 이렇게 보면 오히려 ‘방어수단이 상대적으로 좀 싸게 이용할 수 있는 제도가 없기 때문에 cost가 드는 제도가 있다’라는 저의 개인적인 생각은 좀 있습니다.

○ 송종준 위원장

이준섭 교수님, 뭐...

○ 이준섭 위원

아니, 질문...

○ 송종준 위원장

또? 하하!! 이게 전부가 아닙니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

황금낙하산인 것 같더라고요.

○ 송종준 위원장

이게 황금낙하산이고, 그 부분은 뭐 나중에 또 다룹시다.

○ 이준섭 위원

우선 질문을 하신 순서대로 말씀을 드리겠습니다.

방금 사무관님께서 통계를 말씀을 하셨는데, EU법이라는 게 좀 복잡해요. opt-out 규정을, 중립원칙을 수용한 나라가 몇 나라고, 수용하지 않은 나라가 몇 나라다, 이렇

게 말씀하시는 것은 전혀 의미가 없어요. 왜냐 하면 지금 말씀드렸다시피 이제 M&A가 발생했을 때 방어조치를 취할 수 있느냐 여부를 규정한 것은 2004년 공개매수지침이고, 이 공개매수지침이 각 국가에 이식이 되는 시한이 2006년 2월이거든요.

그런데 이미 공개매수법은 각 국가가 공개매수지침이 통과되기 전에 대부분의 나라가 다 제정을 하고 있었어요. 유일하게 안하고 있는 나라가 독일이었거든요, 거의. 그러니까 공개매수법을 가지고 있지 않은 나라가 독일이었어요. 나머지 나라는 영국의 경우에도 오래 전에 있었고, 하여튼 프랑스, 네덜란드, 스위스, EU국가가가 아닌 스위스도 이미 EU지침안을 토대로 해서 이걸 만들고 있었거든요.

그래서 지금은 어떤 방어기재로 사용할 수 있는 제도를 어떤 회사법에서 그대로 가지고 있느냐, 안 가지고 있느냐 하는 그 통계도 커다란 의미가 없고, 왜냐 하면 제 전공이 EU법을 했기 때문에 정확하게 이해할 필요가 있는데요, 이게 EU법에서 정한 원칙을 각 나라가 이행하지 않는다는 것은 있을 수 없거든요. 왜 있을 수 없냐 하면 그것을 그대로 고집피우고 우기고 하는 것을 한 번도 본 적이 없어요. 그런데 다만 시한은 굉장히 늦어질 수 있어요. 계속 밉기적거리고 안 하는 나라들이 있거든요.

그런데 결국은 이 분야뿐만 아니라 예를 들어 EU의 자본시장관련법이 한 40여개가 됩니다. 뭐 무슨 간접투자자산운용법, 무슨 공시법, 상장법 해서, 그런데 전부 directive 형식을 취해요. directive 형식을

취하면서 각국과의 이식의무를 지움에도 불구하고 '몇 년도까지 이식해야 한다' 이렇게 하고 있거든요. 그런데 안 하는 나라들도 많아요, 계속 고집을 피운다고. 그런데 결국은 다 했던 말이에요. 제가 EU법을 공부하면서 본 바에 의하면 어차피 다 하는 건데, 다만 시기적으로 2006년 2월까지 이식을 하도록 했지만 결국 지금 안 한 나라도 많이 있을 것이란 말이에요. 뭐 분명 존재를 합니다.

그런데 결국은 견디지를 못한다는 거예요. 그 견디지 못한다는 것이 바로 EU법원에서 그냥 위법판결을 내려버리거든요. 그 지침을 이식하지 않아도 그 지침이고 자국법이 되거든요. 예를 들어서 공개매수지침을, 예를 들어서 그리스가 이식을 하지 않았다, 그러면 'EU 2004년 공개매수지침'이 바로 '그리스의 공개매수법'이 됩니다. 그렇게 되고 있고, 또 재판규범으로도 그대로 원용이 되고요.

그러니까 그런 점을 기초로 볼 때 통계가 작년 통계였든, 올해 통계였든 그렇게 큰 의미를 갖지 않는다, 그것은 분명히 말씀을 드리고 싶고. 그리고 왕윤종 박사님 말씀하신 것 중에 황금주가 아직도 스웨덴에도 있는데 '왜 그 사실을 오도하는 글을 쓰고 있냐' 그런 식인데요. 그런데 이제 그렇습니다.

지금 금방 말씀드렸다시피 개별국가법에서, 개별국가의 회사법에서 방어수단으로 쓸 수 있는 제도들이 남아있는 것은 분명해요. 그런데 방금도 말씀드렸다시피 EU조약, 또 88년 자본거래자유화지침 이 법에 의해서

회사법에 있는 제도들을 그렇게 고집피우면서 유지하고 있는 나라도 결국은 승복할 수밖에 없다, 그거 폐지할 수밖에 없거든요. 이게 이 분야뿐만 아니라 다른 분야도 다 마찬가지입니다. 다 마찬가지여서 스웨덴이 비록, 모르겠어요, 뭐 제가 스웨덴을 모르니까 그것을 알 수 없지만 스웨덴의 기존 회사법에 황금주든 지금 EU법에서 금지하는 제도, 즉 자본거래자유화 또 주주평등의 원칙을 해하는 제도들을 비록 가지고 있다고 해도 결국은 제5차 회사법지침, 또 자본거래자유화지침에 의해서 폐지될 수밖에 없다, 그것은 뭐 어떤 경우에도 거부할 수가 없어요. 그거 부정할 수가 없습니다.

그런데 아직도 남아있는 것을 자주 언급을 하시면 그 아직도 남아있는 것에 대해서 ‘니들 남아있을 거냐? 그러면 버틸 수는 있다’ 그런데 방금 이야기한 바와 같이 결국은 이 EU법에 의해서 폐지될 수밖에 없는데, 지금 남아있는 것들은 그러면 어떡하느냐, 그거는 그러면 그 공개매수를 할 때, 직접 M&A가 발생했을 때 ‘공개매수기간 중에는 그 제도를 쓸 수 없다’라는 원칙을 가지고 있는데, 다만 방어문제 때문에 이제 그 공개매수지침이 입법이 안 되다 보니까 단지 개별국가에 선택을 하게 한 것뿐입니다.

결국 종합적으로 말씀을 드리자면 개별 국가가 회사법에 이런 방어수단을 가지고 있는 것이 다 폐지가 된다면 결국은 방금 이야기했던 공개매수기간 중에 선택권을 부여하는 것이 있잖아요, 그것도 의미가 없어지겠죠, 결국. 그렇게 opt-out 규정을 그 선

택을 했다 해도 그게 의미가 없어지잖아요, 그 제도를 없애야 되니까.

또 하나는 이런 직접적으로 법에서 주주평등의 원칙이나 1주 1의결권원칙을 위반하는 제도들은 무조건 없어야 돼요. 그러나 다만 위원장님이 말씀하셨던 양도제한주식 같은 경우에는 이게 꼭 주주평등의 원칙이나 1주 1의결권원칙을 직접적으로 위반하는 제도는 아니거든요. 그래서 양도제한주식 같은 경우는 그대로 살아있도록 내버려뒀어요. 그것이 M&A 수단으로 쓰인다. 그거는 법에서도 EU법에서도 금지하는 것이 아닙니다. 그래서 양도제한주식 같은 경우는 그쪽 표현에 의하면 ‘숨겨진 가장 강력한 M&A 방어수단’이라고 이야기해요, 특히 외국인 취득과 관련해서.

그래서 이러한 제도들은 방금 이야기한 대로 경영권방어조치와 관련해서 공개매수기간 중에 쓰일 수도 있고 금지할 수도 있는 거예요, 이런 것들은. 그래서 예를 들자면 스위스는 not member country입니다. 아직 EU국가가 아니에요. 그런데 스위스에는 네슬레(Nestle) 등 아주 조그마한 좋은 회사들이 많잖아요. 그러니까 전 세계에서 군침을 많이 흘리다 보니까, 그렇다고 해서 글로벌 스탠더드에 어긋나는 입법조치는 못한다 말이에요, 회사법 또는 증권거래법에서. 그렇다 보니까 개별회사 정관에서 이렇게 하고 있어요. ‘우리 회사주식을 3% 이상 주식을 살 거면 이사회 승인을 얻어라’ 그것이 양도제한인데, 이사회 승인을 얻어서 양수를 못하는 게 아니고, 그 거래한 당사자 간에는 유효합니다. 다만 네슬레 회사에

서 ‘주주명부의 명의개서는 우리 거부하겠다’ 이런 뜻이에요. 그러면 명의개서를 하지 못하면 주주총회의결권을 행사할 수 없으니까 결국 ‘씨 없는 수박’이 될 수밖에 없잖아요. 그래서 그러한 수단은 여전히 유효하게 존재해요, EU국가에서. 그런 것들이 이제 구별이 돼야 합니다.

방금 왕 박사님 이야기한 것의 요지를 말씀을 드리자면, 개별국가에 존재하는 회사법의 원칙을 분명히 EU법에서는 금지하고 있고 폐지할 수밖에 없는 운명을 가지고 있는데, 아직도 우기고 가지고 있는 나라들에 대해서는 공개매수지침에서 그러면 ‘너희들이 선택을 해라. 그거. 그런데 결국은 나중에는 EU법에 의해서 이것이 폐지될 수밖에 없다. 그래서 선택권을 준 것도 결국은 무의미하게 될 수밖에 없다’ 하는 것이 제가 가지고 있는 생각인데, 제가 가지고 있는 생각은 제가 혼자만 하는 생각이 아니고, 이게 일반적인 해석입니다.

○ 왕윤종 위원

그런데 독일은 채택을 안 했다니깐요.

○ 송종준 위원장

그러니까 지금 궁금한 것이 EU에서 권고 directive를 만들어 냈는데 각 회원국들이 국내법에 그걸 반영을 하도록 권고를 했어요. 그런데 그것이 시한을 정해놓고 했는데 각 회원국들이 서로 달리 국내법에서 반영을 하고 있단 말이죠. 그럴 경우 도대체 국내법이 효력이 발생하는 것인지 EU Directive가 효력이 발생하는 것인지, 방금

directive가 법규범력이 있다고, 구속력이 있다고 말씀을 하셨는데 좀 그 부분이 궁금한 사항으로 되는 것 같아요.

○ 이준섭 위원

제가 표현력이 부족해서 그런가? 이것을 분명하게 말씀을 드리자면 이제 EU법에서는 개별회사법에서 가지고 있는 ‘황금주, 의결권제한주식, 복수의결권주식 이거 폐지하라’ 그거는 의문의 여지가 없어요. 그런데 우기고 있는 나라가 아직도 있단니까요.

그런데 그것은 폐지하라는 원칙이 우기고 있는 나라들에 적용이 안 되냐, 그것은 적용이 안 될 수가 없어요. 그것은 반드시 폐지를 해야 합니다.

○ 왕윤종 위원

적용 못하죠.

○ 이준섭 위원

아니, 아니...

○ 송종준 위원장

그러니까 제가 잘 좀 정리해보면, EU는 일종의 단일마켓이기 때문에 그건 국경이 경제적인 측면에서 없다는 말이죠. 그러나 법률상으로는 당연히 국경이 있어요. 그럴 경우 단일시장 내에서 국가마다 crossborder M&A가 수없이 많이 일어나게 되는 문제가 있지 않습니까? 그럴 경우는 EU Treaty가 적용이 되겠죠.

우리의 관심의 대상은 그런 경우만을 대상으로 하는 것은 결코 아닐 것입니다. 자

국 내의 기업끼리 hostile이든 friendly든 M&A를 할 경우 이런 상황에서 왜 EU Treaty가 와야 되느냐, 이런 이야기이지요.

○ 이준섭 위원

아, 그러니까 이제 실제로 공개매수를 할 때는 지금 이제 기존의 회사법상 방어기재를 가지고 있는 나라들이 있을 때에는 지금도 독일과 같이 그 무효화원칙을 적용하지 않는다고 할 수 있어요.

그런데 결국은 EU지침의 공개매수지침이 적용되는 것은 결국은 잠정적일 수밖에 없다는 거지. 잠정적일 수밖에 없어요.

○ 송종준 위원장

하여튼 그것은 일단 이 교수님도 전문가 이시기 때문에 그 부분을 최대한 존중을 하고요. 그 부분은 한 번 관심을 가지고 자료를 서로 한 번 보는 이런 쪽으로 할 수밖에 없을 것 같습니다.

그래서 뭐 궁금한 사항들이 굉장히 있어서 하여튼 됐는데, 충분히 알았습니다. 알았는데...

○ 왕윤종 위원

아니, 여기 좀 잘못된게요. 독일하고 프랑스가 포이즌 필이 있어요.

○ 이준섭 위원

그러면요. 포이즌 필이 있으면...

○ 왕윤종 위원

자꾸 엑스로 해 봤는데, 있다고요.

○ 이준섭 위원

포이즌 필이 있으면요, 가져오세요, 저한테.

○ 송종준 위원장

그러세요. 그 관계를...

○ 이준섭 위원

EU법에 대해 전체적으로 체계를 이렇게 이해를 하면 이게 당연한 논리귀결이거든요. 이렇게 되지 않으면 EU법을 뭐 하러 만드니까? 통합법을 만들 수가 없지요. 그리고 집행이 될 수가 없어요.

그래서 지금 자꾸 공개매수와 관련해서 “지금도 만약에 폐지가 되지 않고 존재하고 있는 나라가 선택권을 행사해서 무효화원칙을 적용하지 않는 경우 어떻게 하느냐” 자꾸 말씀을 하시는 것 아니에요?

그런데 그것은 결국 이게 9조거든요. 9조하고 11조인데, 9조와 11조는 잠정적일 수밖에 없는 것이지, 그러니까 이게 다 폐지될 때까지는 여전히 적용되지만, 개별국가에서 EU법이 금지하고 있는 제도들이 폐지되면 의미가 없어지는 것 아니에요? ‘그래서 결국은 효력은 잠정적일 수밖에 없는 거다’ 그런 말씀이고.

그다음에 방금 질문하신 내용 중에 의무매수공개와 관련해서는 의무공개매수제도를 EU가 가지고 있는 것은 두 가지 이유 때문이지요. 하나는 이것도 주주평등의 원칙 때문에 생긴 것입니다. 경영권을 완벽하게 가져갈 만한 M&A를 하면 모든 주주에게 공평한 기회를 부여를 해야 한다, 예를 들어

김 회장한테 30% 사서 지배권을 가져갈 것이 아니고 모든 주주에게도 팔 수 있는 기회를 제공하라는 것이 원칙이고, 또 하나는 부분공개매수가 갖는 폐해, 5%, 10% 해가지고 시장에서 혼란이 생기는 것을 막기 위함이기 때문에 이게 꼭 방어권 문제와 연결 지을 필요는 없거든요, 원래 취지가. 그래서 '방어권 문제와 관련해서는 의무공개매수제도는 결부해서 논의할 필요가 없다' 하는 생각이 들고요.

우리 이제 권 교수님께서 자꾸 자기주식 취득을 해서 제3자 배정하는 것과 신주 제3자 배정을 이제 구별을 해야 되고, 특히 우리 몇 건의 M&A와 관련해서 자기주식 취득이 유효한 수단이라고 말씀을 하시는데, 자기주식을 취득해서 M&A를 방어하는 사람은 별로 없고요. 실제로 보면 제3자 배정을 통해서 아주 유효하게 방어한 사례는 많이 있지요.

○ 권종호 위원

그러니까 제 말은 두 개 다 본질에서 차이가 없다는 거죠.

○ 이준섭 위원

그런데 왜...

○ 권종호 위원

자기주식 취득은 기존의 주식을 취득해서 3자 배정하는 것이고, 신주의 제3자 배정은 새로운 주식을 3자한테 주는 것이고...

○ 이준섭 위원

왜 그러나 하면 cost도 다르고, 이거는 자기주식은 자기주식을 취득한 것을 제3자에게 파는 것을 이야기하는 것이거든요.

○ 권종호 위원

굳이 제가 좀 말씀을 드리면 자기주식을 취득해서 하는 것을 방어수단에 쓰면 굉장히 제약이 있습니다. 그러니까 자기주식을 3자가 쓰려면 배당가능이익이 있어야 하는데, 배당가능이익이 없으면 사용하지 못하는 그런 게 있고, 신주의 3자 배정은 가장 좋은 방법이지요.

어떻든 신주의 3자 배정을 하든, 자기주식을 취득해서 3자를 주든 간에 적어도 기존주주의 지분비율의 이익은 침해당하는 것은 확실하다, 그러니까 그런 면에서 사실은 사용되는 방어수단들이 많이 사용되지만 결코 방어를 이것을 가지고 하는 것은 기존주주에게는 바람직하지 않은 면도 있다, 이런 면에서.

○ 이준섭 위원

그래서 이제 제가 말씀을 드리고자 하는 취지는 자기주식 취득은 취득방법은 제한이 있잖아요. 우리 시장에서 하거나 아니면 공개매수방법으로만 자기주식을 취득하도록 되어 있는데, 파는 것은 자유롭거든요. 그런데 파는 것을 제3자에게 그냥 팔 수 있느냐 하는 것에 대해서는 논란이 있지요. 제3자에게 파는 것이 안 된다고 하는 사람도 있는데, 어쨌든 우리 법상으로는 명문의 규정이 없으니까 팔 때는 제3자에게 팔든 누구

에게 팔든 취득방법은 제한을 하고 있지만 파는 것은 제한이 없다 보니까 법상으로는 가능한 것으로 볼 수 있지 않겠느냐?

그런데 그것을 제가 분리한 이유는 그런 이유 때문이고, 신주 제3자 배정은 방금도 말씀드렸다시피 이게 비단 방어수단 뿐만 아니고 하여간 모든 불공정거래의 한 원인 이거든요. 제 생각은 이래요. 어찌됐든 CB든, BW든, 또 신주든 이거는 방어권 사용을 그 방어권제도를 조금 더 보충해서 들어올 거면 이것을 좀 고쳐라...

○ 송중준 위원장
없어요?

○ 이준섭 위원

아니, 없애라기보다는 좀 강화할 필요가 있다, 신주 제3자 배정요건을. 그런 생각이 들어서 제가 이제 언급을 한 것입니다.

○ 송중준 위원장

네. 이 교수님이 독일법을 전문으로 전공을 하셨기 때문에 누구보다도 독일 회사법 시스템을 잘 아십니다.

그런데 너무나 잘 아시는 바와 마찬가지로 주식회사의 자본조달 시스템, 법적 시스템이 다릅니다. 우리는 방어법적으로 보면 상당히 미국에 접근이 되어 있는데, 자본조달 시스템은 또 독일에 이렇게 돼 있거든요. 그러니까 전통적으로 독일 회사법을 바탕으로 했기 때문에 그럴 수밖에 없는데, 사실 이런 부분은 상법의 일반개정에서 사실 다루야 할 부분이거든요. 그래서 아마

이것도 장과제로 개정사항으로 넘긴 것으로 알고 있어요. 그래서 우리 법상으로 보면 주주우선적 신주인수권을 부여하고 있지 않습니까? 그런데 미국이나 일본과 같은 경우는 그렇지 않거든요. 독일은 또 주주가 최고가 되는데.

과연 그것을 좋다고 봐야 될 것이냐, 이게 근본적인 문제가 아니겠습니까? 주식회사가 전형적인 자본단체로서 필요한 자본은 적기 조달하는 시스템을 돈도 없는 주주한테 계속 찬스를 주는 것이 물론 이론적으로 매우 좋은데, 과연 주식회사 본질에 가까운 그런 시스템이냐 하는 근본적인 문제점이 지적된다고 할 수 있거든요.

제3자 배정은 사실상 우리 그동안에 이준섭 교수님의 엄청난 노력으로 여러 가지 엄격한 필요성, 상당성 요건들이 가미가 돼 있습니다. 그래서 일단 주주에게 우선적인 신주인수권을 갖는 것은 분명합니다.

자기주식 제3자 처분과 관련해서도 독일 회사법이나 일본 회사법에는 신주발행과 똑같은 모습으로 취급을 해서 자기주식 처분을 하는데도 모든 주주에게 청약서 다 받아야 돼요. 이러한 것들이 과연 바람직한 입법이냐고 하는 부분에 관한 논의가 검토될 수 있는 것이죠.

그래서 저는 그런 것이 어떻게 보면 신주발행과 유사하다는 측면도 있지만 저희가 경영권방어라고 하는 부분은, 예컨대 황금주를 발행하도록 한다, 포이즌 필을 발행할 수 있도록 한다든가, 자기주식처분 이런 것을 마음대로 할 수 있도록 한다 하더라도 그것과 방어수단이 적법한가의 문제와는 별

개의 문제라고 접근을 해야지, 자기주식취득 처분을 자유롭게 할 수 있다고 해서 무조건 공격이 왔을 때 행사를 방어하기 위해서 그것을 처분할 수 있는가라고 하는 것은 전혀 별개의 문제라고 보는 거예요.

그래서 같이 혼동해 버리면 이야기가 굉장히 복잡해진다 하는 그런 차원이고, 그런 차원에서 이번 입법예고된 지금 상법개정안에서는 신주발행과 유사한 측면에 해당되는 규정, 유추적용하는 부분이 빠진 것으로 알고 있고요. 이 부분은 계속 논의가 필요할 것입니다, 앞으로.

유럽의 의무공개매수제도는 실제상으로 미국 교수가 개발한 이론을 영국이 채택한 것이잖아요. 그러니까 컨트롤 프리미엄을 양도할 때, 분배하는 문제의 것이 적어도 좀 사회주의적 경제시스템이 되어 있는 나라에서는 굉장히 좋은 제도로 받아들였던 것 같아요. 그래서 거기에 기반해서 사실 이것이나 온 것이라고 background는 그렇게 보셔도 틀림이 없습니다, Andrews 교수의 이론을 바탕으로 한 것인데.

어쨌든 시스템상의 엄청난 차이가 있다고 하는 문제예요. 그리고 우리나라가 종전에 경영권을 방어하는 시스템에서, 완전히 해제해버리는 이런 시스템에서, 어떤 미국적인 M&A 법제시스템을 가지고 있는데, 다시 몇 십 년 전으로 회귀하는 이런 상황이 과연 우리 전반적인 경제시스템하고 부합되는 것인가라고 하는 종합적인 그런 문제가 검토되어야만 할 것 같습니다.

그래서 이런 종합적인 문제는 나중에 집중적으로 토론을 할 시간을 갖도록 하겠습

니다.

○ 이준식 검사

하나만 말씀을 좀 짚고 넘어가야 될 것 같은데 이준섭 위원님께서 “9조와 11조, 여기에 위반한 해당 국가들의 방어수단을 갖고 있는 법제는 다 무효화한다” 이런 취지로 말씀을 하셨는데 그러면 EU법에 위반된 건 다 무효가 된다는 건데, 12조에서 보면 개별국가들이 이것을 채택여부를 결정할 수 있게 돼 있거든요. 여기 지금 자료에는 그렇게 되어 있는데, 12조에서 개별국가들이 이 방어수단을 자율적으로 선택할 수 있도록 한다면, 해당국가가 방어수단을 갖고 있는 것은 EU법에 위반되는 것이 아니지 않습니까? ‘개별국가들에게 이리이러한 원칙을 줬지만 채택여부는 개별국가에 준다’ 이려면 그 조항을 그대로 준수하면서 자기나라는 방어수단을 유지하겠다는 것도 EU법에 위반되는 것이 아니고, 물론 EU 전체적인 정신은 이런 쪽으로 가자는 정신을 보여준 것은 맞지만, 개별국가에서 갖고 있는 방어수단 자체는 EU의 법에 위반되는 것이 아니기 때문에 EU법원에서 이것을 무효화하고 어떻게 할 수 있는 권한은 없는 것이 아닙니까?

○ 이준섭 위원

그거는 제가 여러 번 말씀을 드렸는데, 지금 이것을 단일법으로 만들다보면 우기고 계속 기존의 제도를 유지하려고 있는 나라들이 많다는 말이에요. 그래서 아주 일괄적으로 했으면 좋겠는데, 말씀드린 바와 같이

EU법 원칙은 분명합니다.

그 EU법의 원칙은 회사법에서 그런 제도는 모두 없애라는 것이 원칙이고, 안 없애면 나중에는 무효화시킨다는 거예요. 무효화시킨다는 게 ‘너희들 나라에 있는 법을 그러면 가서 파낸다’ 하는 것이 아니고 EU 법원에서 무효화시키는 것으로 하고, 어차피 각 구성국가에서는 자기들 회사법에 있는 제도를 없앨 수밖에 없어요.

그런데 왜 선택권을 줬냐, 그것은 아직 안 없앤 나라 때문에 선택권을 줬다니까요. 그런 제도들을 가지고 있는 나라들에 대해서는 ‘너희들이 알아서 해라, 공개매수 할 때는. 일반적으로가 아니고 공개매수 할 때는, 너희들이 그것을 그 제도를 쓰는 것을 용인하든 용인하지 말든 그거 상관없이 자율화에 맡기겠다’ 그런 이야기거든요. 그러니까 아직 안 없앤 나라들에 대해서 적용되는 과도기적인 규정에 불과하다는 것이죠. 그게 이해가 잘 안 되실 거예요. 그런데 저는 이런 경우를 무지하게 많이 보거든요. EU법이 자본시장 관련법이 약 40개가 되는데 지금과 같이 공개매수법, 내부자거래, 불공정행위 모두 이게 단일법으로 쪽 있단 말이에요. 그런데 이걸 인식을 안 하는 나라도 굉장히 많아요. 이 EU법에서 규정하는 대로 안 하는 나라들도 있어요. 그런데 결국은 그렇게 우기고 있다고 해서 해결될 게 아니고 어차피 해야 되고 해 왔어요.

스웨덴에서 황금주를 가지고 있는데 회사법에서, 예컨대 황금주를 가지고 있는 나라에서 회사법상 그 제도를 삭제할 안 했다, 그러면 공개매수를 통해서 그 제도를

할 수 있을 것 아니에요? 그 나라에서는 방금 이야기한 opt-out 규정을 원용해서 우리 무효화원칙을 지키지 않겠다 해서 쓸 수 있다는 거지. 그런데 결국은 스웨덴도 황금주 제도를 안 없앨 수 없다는 것이 분명하다는 것이죠. 그렇게 없애라 했는데 안 없애면 되겠어요.

○ 송종준 위원장

그러니까 그 부분은...

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

교수님! 하나 조금 혼돈이 와가지고 하나 좀 확인을 했으면 하는 게, 설명 좀 부탁을 드리고 싶은 게, EU의 그 회사법 부분하고 공개매수 지침이 있지 않습니까? 이것이 서로 병행되는 것인지, 아니면 일반적으로 회사법이라고 하는 것은 회사의 일반적 사항에 대해 규정을 하고 공개매수와 관련된 지침이라고 하는 것은 일반적인 그 회사법이라든가 평소 운영이 아니라 적대적 M&A가 발생했을 때 적용되는 법률이라고 본다면, 그러면 공개매수 시점에서 일반 회사법은 적용이 안 되는 것인지?

○ 이준섭 위원

일반 회사법에서 나오는 제도들이 적용될 가능성이 있지만, 어쨌든 공개매수지침이라는 것은 우리도 그렇지만 공개매수에 관한 규정은 공개매수 할 때 적용되는 규정 아니겠어요?

그런데 예를 들어서 뭐, 우리도 그 전법에 의하면 ‘공개매수기간 중에는 경영진

이 신주발행을 할 수 없다'는 규정을 가지고 있다 그러면 그 신주발행을 하지 못한, 신주발행을 하는 절차 또는 신주발행에 관한 것은 회사법에 있으니까 그러한 것들이 이제 그 부분적으로 뭐 적용이 되는 것은 맞죠.

그런데 원칙적으로는 회사법에 관련된 지침은 회사법을 위한 것이고, 공개매수와 관련해서는 공개매수에 관한 법이죠. 적용되는 분야가 다른 것이죠.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

그럼 만약에 이제 교수님의 말씀을 차용해서 한다면, 만약에 우리가 방어기제를 도입한다고 하더라도 일반조항으로 도입할 것이 아니라, 만약에 '적대적 M&A가 발생한다면' 하는 단서를 달고 '이러이러하게 할 수 있다' 이와 같이 하는 것이 어떻게 보면 EU, 만약에 예를 들자면 EU법제에 가까운 그런 입법의 모습이 될 수 있다는 그런 생각이 드는데요.

○ 이준섭 위원

그런 규정을 회사법에서는 둘 수가 없겠죠. 권종호 교수님이 계속 지금 목 터지게 말씀하시는 것이 바로 그거 아닙니까? 회사법에서는 그런 제도들을 활용될 수 있는 가능성이 있는 제도들을 회사법에 둘 수는 있는데, 실제로 시장법, 공개매수법에서는 그것을 금지할 수도 있고, 하게 할 수도 있고 그런 것이죠.

○ 이명호 금융위원회 자본시장과장

제가 조금 늦어 가지고 권 교수님이 말씀하신 내용을 못 들었는데요. 제가 하나 궁금한 게 있어서 여쭙보려고 하는 게, 일본에는 일단 자기들은 부인을 하고 있을지라도 적대적 방어장치가 도입됐다고 보는 것이 객관적 입장에서 맞을 것 같고요.

○ 강희철 위원

이건 아직 안 했어요.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

아, 그러셨습니까? 죄송합니다.

○ 송종준 위원장

예, 그러니까 오늘 회의는 6시 20분에 끝납니다, 무조건.

그래서 그 EU관계는 이런 정도로 하는 것으로 하고, 나머지 시간...

○ 왕윤종 위원

포이즌 필 이야기라서...

○ 송종준 위원장

아, 그래요?

○ 왕윤종 위원

BMW가 갖고 있어요.

○ 송종준 위원장

그러니까 이런 것 참고를 하실 게 '어느 회사가 하나 딱 가지고 있다, 그러니까 우리도 할 수 있다' 이것은 절대 논리가 아니

라고 봐요, 저는.

예컨대 ‘대부분의 통계적으로 이렇게 나쁘니까 그것은 절대 법률적으로 나쁘다’ 이렇게 생각하는 것도 나는 바람직한 것이 아니라고 생각을 하거든요. 어느 fact 하나가 중요할 때도 있고, 통계 자체가 덜 중요한 것이 있을 수 있다는 것이기 때문에, ‘어느 회사가 이걸 쓰고 있다고 하는 것이 그렇게 큰 중요한 것인가’, 우리 전반적인 이 문제를 검토할 때, 그런 생각을 가지고 있습니다. 그래서 설사 도입을 하고 있지 않았더라도 도입할 수 있으면 해야 하는 것이고, 그렇게 된다는 이야기이지요.

나머지 시간은 이현철 변호사님께서, 입법시스템으로 보면 EU법이 하나가 큰 축이 되는 거고, 또 하나는 미국법이 큰 축이 되는 것인데, 오늘은 미국법까지만 다루고, 끝내고 다음 회의에서는 일본 것, 종합토론 이러한 것들을 집중적으로 하도록 하겠습니다.

[미국의 적대적 M&A 방어제도 1]

○ 이현철 위원

예, 이현철 변호사입니다.

미국의 M&A 방어제도에 대해서 말씀을 드릴 텐데요.

○ 송종준 위원장

참고로 한 20분 정도만 이야기하세요.

○ 이현철 위원

예, 제가 말씀드리는 데까지만 말씀드리겠습니다.

미국이 포이즌 필의 원산지라고 볼 수 있기 때문에 결국 포이즌 필을 중심으로 말씀을 드리겠습니다.

그래서 몇 가지 특징을 한 번 생각을 해봤는데, 미국의 이제 경영권방어의 특징이라는 것을 말씀드리겠습니다.

첫째로는 미국에서 지금 대표적인 기업들이 사용하는 핵심적인 방어수단은 포이즌 필, 이 포이즌 필은 사실은 별명입니다. 포이즌 필이라고 많이 부르고 있는데 이것은 별명이고, 사실 진짜 명칭은 Shareholders' Rights Plan입니다, 이게 진짜 명칭이지요. 그래서 저는 포이즌 필로 말씀을 드리겠습니다.

포이즌 필과 시차임기제 두 개가 결합해서 많이 사용되고 있고, 이것이 가장 강력한, 현재까지 개발된 가장 강력한 방어수단이다, 이렇게 알려져 있습니다. 그래서 실제로 Bebchuk 교수나 학자들의 연구에 의하면 ‘이렇게 하면 실질적으로 적대적 M&A 가능성이 거의 제로가 된다’ 그렇게 보고 있습니다.

그래서 왜 시차임기제를 쓰느냐, 포이즌 필만 쓰면 공개매수를 동원한 방법은 막을 수 있겠죠, 포이즌 필을 써 가지고. 그렇지만 다른 우위의 수단이 있습니다. 그게 바로 위임장권유, 즉 proxy contest를 통해 이사회를 바꿔가지고, 그 변경된 이사회가 포이즌 필을 redemption 할 수 있기 때문에, 취소할 수 있기 때문에 그 방법조차도 막기 위해서 시차임기제를 도입하는 것이죠. 그래서 그 두 개를 결합해서 쓰는 것이 가장 보편적이고 효율적인 적대적 M&A 방어수단

이다, 미국에서 여러 가지 다른 수단이 쓰였지만 현재는 정립된 학설인 것 같습니다.

두 번째 특징으로는 이사회 중심이라는 것입니다. 미국에서 분위기를 보면 이것은 어떻게 보면 너무나 당연하다 이렇게 보고 있습니다. 포이즌 필을 도입하는 것은 주총에서 하는 것이 아니라 이사회에서 하는 것이다, 그런데 이것은 지금 말씀하신 EU의 Neutrality Principle이나 또는 권 교수님이 말씀해 주실 일본의 경우와는 아주 대비가 되는 것이죠, 주총에서 하는 것 하고는.

그런데 사실 포이즌 필이 원래 도입될 때의 그 포이즌 필의 본질이라는 것은 뭐냐 하면 적대적 공개매수 시도가 있을 때 이것을 accept 할 건지 말 건지를 누가 결정할 것이냐 하는 문제에서 바로 이사회에서 결정하도록 하는 것이 포이즌 필이다, 원래 포이즌 필이 고안될 때의 그 취지는.

그래서 결국 포이즌 필을 허용한다는 것은 이사회와 주총의 권한배분에 있어서 그 적대적 M&A 방어에 권한을 이사회에게 주겠다, 일종의 권한배분에 관한 문제다. 제가 영문 인용해 봤는데 그렇게 되어 있습니다, 'fundamentally altered the allocation of power between managers and shareholders', '기본적으로 포이즌 필이 원래 도입되고, 미국에서 지금 이해되는 포이즌 필의 본질은 이사회가 당연히 채택하는 것이다' 이렇게 되어 있습니다.

그래서 사실은 유럽이나 우리나라나 일본에서 이해하는 포이즌 필하고는 상당히 거리가 있는 것이죠. 그래서 결국은 이사회가 채택하는 것이 어떻게 보면 포이즌 필의

본질의 하나로 그렇게 받아들여지다 보니까 결국은 포이즌 필에 관해서 가장 큰 이슈는 뭐냐 하면 두 개가 있습니다.

하나는 이사회가 이렇게 할 파워가 있느냐, 권한이 있느냐는 것이 있고요. 또 하나는 이사회가 포이즌 필을 도입하는 의사결정을 했을 때 어떤 기준 하에서 이사회가 fiduciary duty를 다했다고 볼 것이냐, 그 판단기준이 뭐냐, 이 두 가지 이슈가 어떻게 보면 가장 중요한 기준이 되는 것이죠.

그래서 미국 법원의 판례는 쪽 말씀을 다시 드리겠습니다만, 기본적으로는 이사회에 권한으로 보고 있다, 이사회에 권한으로 인정하고 있습니다.

그러면 남는 이슈는 'fiduciary duty를 어떤 경우에 이사회가 다 하는 것이냐' 이게 결국은 핵심적인 이슈로 남는 것이죠. 그다음 핵심적인 미국 포이즌 필의 특징은 법원의 판결을 중심으로 포이즌 필 제도가 발달했다는 것입니다.

잘 아시는 것이지만 미국의 회사법은 각 주법이고, 대부분의 주요 회사들이 다 델라웨어(Delaware)를 설립주로 하고 있기 때문에 '델라웨어주 회사법이 곧 미국 회사법이다' 이렇게 말씀드려도 사실은 과언이 아닐 것 같습니다.

그래서 '미국 델라웨어의 Supreme Court가 바로 회사법에 관할하는 미국의 Supreme Court다' 이렇게 보고 있는 것이지요. 그래서 사실은 이제 회사법을 둘러싼 주간의 경쟁에 대해서, 지난 미팅 때 말씀하신 race to the bottom, 물론 그런 주장도 있지만, 그 반대되는 race to the top도 있

습니다.

그게 결국은 주간의 경쟁이 주주가치를 제고하는 방향으로 가는 것이냐, 주주가치를 떨어뜨리는 방향으로 가는 것이냐, 여기에 대해서는 양론이 있는 것이고, 지금은 오히려 더 논의는 어떤 논의로 가고 있느냐 하면 주간의 경쟁이라기보다는, 주간에는 사실은 델라웨어가 monopoly적인 지위에 있는 것이고, 오히려 주와 연방정부 간의 일종의 권한싸움이다, 그래서 잘 아시는 Sarbanes-Oxley Act처럼 결국은 델라웨어 회사법이 잘 규율을 못하는 부분에 대해서는 연방정부가 Federal Securities, 즉 연방 증권법을 동원해서 거기를 규율하고 나오는, 그래서 그런 연방정부의 어떤 관여를 막기 위해서 델라웨어 회사법이 주주가치 제고를 위해 노력하는 그런 모양으로 가고 있는 것이 아니냐, 그렇습니다.

그래서 델라웨어에도 이 성문법, 불문법을 어떻게 보면 이분법적으로 말씀을 하시는데, 사실은 이제 저희가 미국에서 공부해 보면, 미국에도 성문법이 있습니다. ‘Delaware General Corporation Law’라는 DGCL이라는 성문법이 있고요. 그 성문법에는 상당히 자세한 회사법적인 내용이 들어 있습니다.

물론 판례가 우리나라보다 훨씬 많이 발달해 있는 것이 사실이고요. 그래서 성문법을 두고 있고, 거기에 더해서 판례가 많이 발달해 있다, 이렇게 말씀드릴 수가 있고요. 그래서 미국의 중요한 그런 사안에 대해서 fiduciary duty라든지, business judgment rule이라든지, hostile takeover defenses라든

지 이런 것에 대해서는 다 아주 상세한 판례들이 지금 발달돼 있습니다.

다시 델라웨어법을 보시면 델라웨어 회사법에는, 그 DGCL, Delaware General Corporation Law에는 ‘포이즌 필이 가능하다, 아니다’라는 말이 전혀 없습니다, 델라웨어회사법에는. 우리는 입법을 생각하니까 전혀 없고요.

델라웨어 대법원에서 1985년도에 굉장히 중요한 잘 아시는 판결들이 많이 선고됐습니다. Moran, Unocal, Revlon 이런 여러 가지 중요한 판결들이 많이 선고됐고, 이 판결을 통해서 말씀드린 fiduciary duty의 기준들이 많이 제시가 되어 있습니다.

그다음 특징으로 중요한 것은 회사법이 ‘임의법규성’이 있다는 것입니다. 이것은 제가 보기에는 입법론에서는 굉장히 중요한 면이죠. 왜냐 하면 우리나라 회사법은 단체법이고, 그래서 당연히 강행법규다, 이게 우리 기본적 전제 아니겠습니까?

그런데 미국에서의 사고방식은 회사의 본질이라는 것은 하나의 계약이다, 이해관계자들, 주주채권자, 종업원, 임직원 이런 여러 이해관계자들을 규율하는 하나의 계약이다, 기본적으로 법인격이 있긴 하지만 그것의 본질은 계약이고, 따라서 회사법이라는 것은 하나의 standard contract를 제시한 것이다, 표준계약을 제시한 것이고. 그래서 당사자들이, 회사 이해관계자들이 정관이나 이런 약정을 통해서 get around 할 수 있는 거다, 이렇게 이해를 하는 게 회사법의 본질로 이해하고 있습니다, 임의법규로.

그래서 임의법규라는 것이 사실은 조금

더 들어가 보면, 제가 생각하기에 두 가지 성격이 있는데, 뭐냐 하면 하나는 회사법의 어떤 특정한 규정이 있는 경우에, 명확한 규정이 있는 경우에 그에 반하는 규정을 정관이나 계약으로 할 수 있느냐, opt-out 할 수 있느냐 그런 의미에서 임의법규성이냐, 강행법규성이냐 하는 문제가 하나 있고, 보다 더 중요한 것은 회사법이 아무런 언급이 없을 때, 우리나라 회사법에서 하다 보면 항상 그런 문제가 생기는데, 이게 허용되는 거냐, 안 되는 거냐, 예를 들어서 우리나라에서 warrant 발행에 대해서 언급이 없다는 거죠, 회사법에 금지하는 말도 사실은 없습니다. 그러면 warrant가 가능하냐, 안 하냐, 우리 법은 안 된다고 보고 있지요, 일반적으로. 그런데 미국에서 일반적으로 그것은 회사법에서 금지하지 않고, 회사법에서 아무 언급이 없는 것은 가능하다, 이렇게 해석하는 것이죠. 그래서 사실은 미국에서는 경영권방어제도를, 새로운 제도를 도입할 때 예를 들어 다 복수의결권제도라든지 포이즌 필을 도입할 때 어떤 입법적인 도입의 필요성이 굉장히 낮은 거죠, 이런 임의법규성 때문에.

분산소유구조에 대해서는 이 부분은 시간 관계상 넘어가도록 하겠습니다. 간단히 말씀을 드리면 분산소유구조이기 때문에 전문경영진의 agency problem이 있는데 그것을 통제할 수 있는 어떻게 보면 가장 유효한 수단은 market for corporate control, 적대적 M&A 시장의 존재가 결국은 그것을 통제할 수 있는 수단인데, 방어수단들을 인정해 주면 그 효율성을 떨어뜨리는 것이 아

니냐 이런 한 면이 있고, 다른 한 면에서는 흠어져 있는 주주들은 스스로를 방어할 수 없기 때문에 어떻게 보면 coercive한 hostile takeover 시도에 대해서 취약하기 때문에 이 사람들을 오히려 보호해야 하는 것이 아니냐 이런 양면성이 있다는 것이죠, 분산성의 구조 하에서는. 그래서 후자에서 말씀드린 그 논리를 가지고 적대적 M&A 방어논리로 미국에서 계속 발전해 오는 것 같습니다.

5페이지로 가겠습니다.

좀 더 구체적으로 말씀을 드리면 미국에서의 포이즌 필 도입은 1980년대 초반에 이루어졌습니다. 70년대까지 Boone Pickens라든지 굉장히 hostile takeover artist라는 사람들이 coercive한 그런 takeover들을 많이 시도하고 그 결과 사회적으로 이런 유효한 적대적 M&A 방어수단이 필요한 것이 아니냐, 이런 분위기에서 사실은 만들어진 것이지요.

그래서 그 도입배경이나 취지는 말씀드린 대로 그런 coercive한, coercive한 거는 바로 이런 것입니다. 현재 주가가 50달러다, 그런데 적대적 M&A를 통해서 내가 70달러를 주겠다고 그러면 주주에게 이익이 되는 것이 아니냐, 그런데 실제로는 그 회사의 진정한 주식의 가치는 100달러이다, 그러면 주주들도 다 안다 이거죠. 알지만, 예를 들어 내가 hostile tender offer에 응하지 않고 남아 있다가, 그 후에 back-end에 2차적인 two step에서 보통 merger를 하죠. merger를 하는 단계에서 내가 지급받게 되는 것이, 보통 명목상은 70달러짜리를 받지만, 예를 들어 후순위채를 준다든지 그런 예가 많

이 있었습니다. 후순위채를 준다든지 해서 오히려 실제의 가치는 70달러가 안 되는 것을 받는다, 그럴 위험이 있다, 그러면 사실은 주주로서 내가 생각하는 기업가치는 100달러이지만, 현재 주가보다 훨씬 높지만, 70달러에 응할 수밖에 없는, back-end에 내가 너 낮은 가치를 받을 우려가 있기 때문에, 그런 coercive한 takeover들이 있기 때문에 그런 면에서 소액주주들을 보호할 필요가 있다는 게 하나있고요.

또 하나는 bust-up takeover, 그러니까 회사를 takeover한 다음에 분할해서 회사를 팔아버린 거예요. 그러면 결국은 주주하고는 관계가 없겠죠, 주주는 다 나갔으니까. 어떤 회사의 다른 stakeholder들, 채권자나 지역 사회나 여러 임직원이나 이런 사람들이 피해를 보기 때문에 그런 사람들 보호를 위해서도 필요한 것이 아니냐, 이런 취지로 보고 도입이 된 것 같습니다.

그런데 도입 방법을 보시면 첫째로 말씀드리는데 이사회결의로 채택을 했다, 이것은 주총을 하지 않습니다. 그리고 주총에서 사전에 승인받거나 사후에 추인을 받지 않습니다. 결국은 이사회와 주총의 권한배분에서 이사회에게 권한이 있는 것이다, 말씀드린 대로 Shareholders' Rights Plan을 채택을 하고요. 그 채택 시기는 아직 hostile takeover가 있기 전에도 할 수가 있고, 현실적으로 hostile takeover가 있는 후에도 할 수 있습니다. 지난번에 그 신 교수님 말씀하신 것처럼 latent poison pill이 가능하기 때문에, 어떻게 보면 모든 회사들은 잠정적으로 포이즌 필을 가지고 있는 거다, 이렇

게 볼 수 있는 것이죠.

그리고 최초로 소송이 제기된 사건은 Moran 케이스인데요. 이 케이스는 사전에 채택을 한 것입니다. 어떤 hostile takeover attempt가 있기 전에 채택한 것입니다.

그런데 재미있는 것은 어떤 입법적인 도입이 아니고, Wachtel & Lipton에 있었던 Martin Lipton이라는 변호사가 고안을 한 겁니다. 이걸 변호사가 어떻게 만들면 그 당시에 인정되는 미국의 회사법과 판례상 가장 유효하다고 볼 수 있는 제도를 만들어 낸 겁니다. 그래서 그것을 private law innovation이라고 부르는 것 같습니다. 그러니까 일종의 개인, 사법적인, 아닌 법을 떠난 거죠. 법 이외에서 혁신이 일어난 것이다, 이렇게 보는 것 같습니다.

그래서 말씀드린 대로 어떻게 입법적 조치를 해서 도입된 것은 아니고 로펌에서 만든 것이고요. 그래서 그 당시에 로펌이 이용한 법조항은 사실 두 개인 것 같습니다.

하나는 이사회에 포괄적 권한을 규정할 조항이 있습니다. 델라웨어 141조 A항인데요. 그러니까 기본적으로 회사 이사회는 회사의 그 일반적인 회사문제에 대해서 결정할 권한이 있다, 이런 조항이 하나가 있고요. 그다음 하나는 warrant에 관한 규정이 있습니다. 157조입니다. 이 warrant 조항이 적대적 M&A 방어수단으로 사용될 수 있다, 없다는 언급은 회사법에는 없지요. 없지만 이 두 조항을 근거, rely해 가지고 포이즌 필을 도입했습니다.

당연히 도입할 당시에는 법상 유효하나, 안 하나에 대해서는 의문이 남아 있었던 상

태입니다. 그래서 의문은 다시 말씀드린 대로 권한이 있느냐, warrant를 발행할 수는 있지만 방어목적의 warrant를 발행할 수 있느냐 하는 것이 하나의 이슈였고, 그다음에 과연 어떤 기준으로 이사회의 fiduciary duty를 판단할 것이냐는 두 가지 의문이 있었던 거죠.

7페이지로 가겠습니다.

포이즌 필을 쪽 이야기했는데 제가 그 내용에 대해서 구체적으로 정확히 말씀을 드리겠습니다.

포이즌 필은 두 가지 유형이 있습니다. flip-in과 flip-over가 있습니다.

보통 우리가 이야기하는 포이즌 필은 다 flip-in type입니다. 그거는 뭐냐 하면 target 이 된 target company의 주주들이 target company의 주식을 아주 저가로 매수할 수 있는 그런 right를 가진 것입니다. 그게 flip-in type입니다. 그래서 보편적으로 다 flip-in type이지요.

그런데 다른 유형도 있었습니다. flip-over였습니다. 최초로 고안된 그 포이즌 필은 flip-over라고 합니다. flip-over는 뭐냐 하면 target company의 주주들이 target company의 주식을 받는 것이 아니라 공격 회사, 공격회사가 나중에 second step에서는 Merger를 하게 되지요, 그 공격회사 측의 주식을 싸게 받을 수 있는 권리를 갖는다, 그런 의미입니다. 그거는 들으실 때 이상하지요. 그래서 이걸 도대체 법상 위의 근거가 뭔지 모르겠다는 것이 미국 학자들의 이야기인데, 일응 추정을 어떻게 하나 하면 첫 단계에서 공개매수를 하고 예를 들어서

50% 지분을 취득하고, 두 번째 단계에서 합병을 하지 않습니까? 그러면 합병을 할 때 합병계약을 체결해야 하는데 그 합병계약의 내용으로 target company의 management는 반드시 이런 포이즌 필에 관한 조항을 넣어야 하는 것이 아니냐, 그런 의무를 부과하는 의미에서 어떤 법적근거가 아니냐, 이렇게 이해를 하는 것 같습니다. 그런데 이게 최초는 고안이 되긴 했지만 많이 사용은 안 되고 있는 것 같고요.

flip-in을 중심으로 말씀을 드려야 할 것 같은데요. Flip-in pill을 보면 그 내용은 이렇습니다.

그 right를 부여할 때 일단 right는 다 부여됩니다. 그걸 누구를 배제하지 않습니다. right라는 게 warrant지요. warrant는 이사회 결의를 해서 모든 기존 주주에게 다 부여합니다, 부여시점에서. 다만 행사는 지금 못합니다. 그것은 triggering event가 있어야만 행사를 할 수가 있죠. right 부여는 다 되지만, triggering event가 있어야만 행사를 할 수 있고, 그 triggering event가 있기 전에 또는 어떤 시점에서 포이즌 필을 취소할 수가 있습니다, redemption 할 수가 있습니다.

그래서 문제가 뭐냐 하면 redemption 할 가능성이 있기 때문에 이사진을 교체하는 방법으로 proxy fighting을 해 가지고 이사진을 교체하는 방법으로 이것을 redeem하려고, 포이즌 필을 취소해버리려고 노력을 하지요, 공격자 측에서는. 그것을 막기 위해서 말씀드린 대로 시차임기제를 도입한다는 것이죠.

여기서 재미있는 pill이 dead hand pill이

라는 것이 있습니다. 이거는 뭐냐 하면 원래 포이즌 필을 채택한 그 이사회 이외의 다른 이사회는 포이즌 필을 redemption 할 수 없게 하는 그런 pill입니다. 그래서 dead hand pill은 너무하는 것이 아니냐, 그래서 ‘이것은 무효다’는 판결도 있고 이것도 ‘일정한 기간제한만 있으면 유효하다’라는 판결로 좀 나뉘는 것 같습니다.

그래서 결국 포이즌 필은 일단 부여가 되면 triggering event가 있으면 이제 right를 행사할 수 있는데 보통은 적대적 인수자의 공개매수 성공, 예를 들어 30%, 50% threshold가 있고, threshold를 넘어서면 행사가 가능한 것으로 이렇게 돼 있습니다.

그런데 포이즌 필의 핵심은 결국 적대적 인수자에 대한 차별적 취급입니다. 차별이 가장 핵심적인 이슈가 되는데, 그럼 결국 이렇게 차별적으로 취급을 당하면 지분이 희석되고요. 그리고 경제적으로 큰 손실을 보겠죠.

내가 예를 들어 1조를 들여서 매수를 했는데 5분의 1로 줄면 가치가 2,000억으로 줄지 않겠습니까? 엄청나게 손실을 보는 것이죠. 그런데 미국의 포이즌 필의 중요한 특징은 이렇게 지분이 희석되더라도 절대로 보상을 안 해준다는 것입니다. 내가 지분이 희석된다 이거죠. 새로 포이즌 필을 발행해서 나머지 주주들한테 저가로 신주를 발행해 주면 원래 공격자 측은 대폭 지분이 희석되고 엄청난 경제적 손실을 볼 텐데 그것을 보상해 주지 않는다는 것이 특징이고, 권 교수님 말씀을 주시겠지만 일본의 작년 에 나온 불독소스 케이스에서는 그걸 보상

을 해줬죠, 공개매수가로. 그게 굉장히 큰 차이가 난다고 생각합니다, 두 개가.

그래서 적대적 인수자의 인수비용이 너무나 크게 증가하기 때문에 포이즌 필이 취소되지 않는 이상은 도저히 공격은 성공할 수 없다, 그래서 실제로 practice를 어떻게 하나 하면, 그냥 이렇게 공격을 하는 사람은 아무도 없고 그 tender offer를 할 때, 공개매수를 할 때 그 tender offer의 조건으로, closing 조건으로 ‘포이즌 필이 취소될 것’ 이게 다 들어가 있습니다.

그래서 제가 듣기로는 실제로 포이즌 필이 발동된 예는 한 번도 없다, 이렇게 틀이 만들어는 졌지만, 왜냐 하면 완전히 이것은 재앙이기 때문에, 공격자로 봐서는. 항상 조건을 붙이고 그래서 다른 proxy fighting을 하든지, 아니면 이사회와 협상을 하든지 해 가지고 취소가 되면 friendly로 가는 것이고, 안 되면 그냥 tender offer는 실패하고 끝나는 것이지, 포이즌 필을 실제로 발동된 예는 한 번도 없다는 것입니다.

그래서 9페이지로 가보시면, 회사법상 근거조항은 말씀드린 그대로입니다. 그래서 델라웨어 157조는 warrant 발행의 근거조항이고, 델라웨어 141조는 미국 회사법에서 가장 중요한 조항이라고 보통 학자들이 부르고 있습니다, 141조 A가. 어떻게 보면 당연한 조항이라고 볼 수 있는데 가장 중요하다, 왜냐 하면 회사의 business와 affairs를 결정할 근본적 기본적 권한은 이사회에 있다, 이게 어떻게 보면 회사법에서 제일 중요한 조항이다, 그리고 포이즌 필을 발동하는 기본 조항이라고 그렇게 이해를 하는 것

같습니다. 그래서 별도로 포이즌 필을 도입하기 위해서 델라웨어 회사법이 별도로 입법조치한 건 없다는 것이 특징이 됩니다.

10페이지로 가겠습니다.

여기에 대해서 법원은 어떻게 판단을 했느냐? 말씀드린 대로 이슈는 이사회의 권한과 fiduciary duty 두 가지 이슈가 됩니다.

그런데 여기서 한 가지 재미있는 것은, 주주평등의 원칙은 이슈가 아니었어요, 포이즌 필을 판단할 때. 그래서 사실 미국에서 제가 공부할 때 주주평등의 원칙을 이야기하는 경우는 거의 없었습니다. 어디에 한번 Unocal이라는, 포이즌 필은 좀 아닌데, 케이스에서는 equal treatment issue가 나오긴 합니다. 그렇지만 기본적으로 포이즌 필을 할 때 "이게 주주평등의 원칙에 반하기 때문에 무효다" 이렇게 이야기하지는 않습니다. 항상 이야기는 "fiduciary duty에 반하기 때문에 무효다" 이렇게 이야기합니다. 그래서 이것도 역시 일본에서 또는 우리나라에서의 논의하고는 많이 대조가 되는 거죠. 우리는 항상 주주평등의 원칙 때문에 이게 안 된다고 이해를 하고 있기 때문에. 그래서 Moran case가 사실은 포이즌 필의 리딩 케이스가 됩니다.

85년에 나온 Moran case인데 여기서 다툼이 된 포이즌 필이 도입된 거는 84년도입니다. 84년 8월에 도입된 포이즌 필입니다. 역시 Lipton 변호사가 만든 것입니다. 여기서 이사회의 실제 파워, 이사회에 파워가 있느냐, 권한을 인정했습니다. 방금 말씀드린 두 조항에 근거해서 권한을 인정했습니다.

그래서 결국 일본에서 Livedoor Case,

2005년 Livedoor Case에서 이사회의 권한이 없다고 한 것 하고 좋은 대조가 되는 것 같고요. 그다음에 방금 말씀하신 EU의 중립성 원칙하고도 좋은 대조가 되는 그런 판시인 것 같습니다. '이사회에 기본적 권한이 있다.' 이렇게 본 거죠.

11페이지로 가겠습니다.

그다음에 fiduciary duty가 문제가 되는데 Moran case에서는 business judgment rule이 적용된다, 포이즌 필을 도입하는 경우에. 그 도입하는 이사회의 판단이 맞느냐 안 맞느냐를 판단할 때. 결국은 이사회와 그 판단하는 대상과 사이에 conflict of interest가 있으면 duty of loyalty가 적용되는 영역이기 때문에 결국은 판단기준은 entire fairness, 사안의 본질에 들어가서 fair 하나, 하지 않느냐를 보는 것이 entire fairness rule이고, 이사회와 그 결정사이에 어떤 conflict가 존재하지 않으면 business judgment rule로 가서 이사회가 선의로 충분히 정보를 가지고 판단하면 더 이상 실체에 관한 판단을 하지 않겠다는 것이 business judgment rule이죠.

그래서 이 케이스에서 결국은 포이즌 필을 도입하는 그 이사회 결정은 conflict가 없는 영역이다, 결국 duty of loyalty 영역이 아니라 duty of care의 영역이기 때문에 business judgment rule에 의해서 보호를 받는다고 판단했습니다.

그런데 한 가지 주의하실 것은 이 케이스에서는 아직 현실적으로 어떤 적대적 M&A 시도가 없었기 때문에 이렇게 판단을 했던 것이고, 그 바로 아래 Unocal case를

보시면 적대적 M&A 시도가 있을 때 이런 판단이 이루어지면 그것은 business judgment rule은 아니고 그거보다는 조금 더 상향된 fiduciary duty 판단기준이 적용된다는 것입니다.

그래서 바로 이제 그다음 케이스를 보기 바로 전에 또 하나의 이슈는 회사에 손해가 있는 것이 아니냐, 이게 우리나라에서 문제가 될 것 같아요. 결국은 신주의 저가발행 이니까 이게 결국은 우리 에버랜드 케이스에서 본 것처럼 신주를 저가로 발행하면 회사에 기회손실이 있는 것이 아니냐, 가치가 5만 원짜리인데 왜 5,000원에 발행하느냐, 이러면 회사가 4만 5,000원 손해 보는 것이 아니냐는 이슈가 여기서도 문제가 됐습니다, 아주 재미있게 문제가 됐는데. 기본적으로 회사손해 없다, 왜냐 하면 새로 돈이 더 들어온 것이기 때문에 손해 없다, 이렇게 판단을 간단하게 했습니다.

그래서 Unocal case가 어떻게 보면 적대적 M&A 방어에서는 굉장히 중요한, 가장 중요한 케이스인데 똑같이 85년도에 판결이 됐습니다.

이 케이스에서는 문제가 뭐가 됐느냐 하면 이진 포이즌 필 케이스는 아닙니다. 방어수단으로 아직까지 포이즌 필이 보편화되기 이전이었기 때문에 포이즌 필을 썼던 것은 아니고, 이때 방어수단으로 사용한 것은 self tender offer입니다. 회사가 대항공개매수를 했습니다. 굉장히 높은 가격으로. 그런데 self tender offer를 하면서 적대적 인수자는 배제를 시켰습니다. ‘적대적 인수자는 거기에 공개매수에 응할 수 없다’ 이렇게

했죠. 그때 적대적 인수자 측에서 이것은 equal treatment rule에 반하는 것이고 fiduciary duty에 반한다고 서술을 했습니다.

여기에 대해서 법원의 판단은 뭐냐 하면 이것은 business judgment rule은 적용될 수 없다고 봤습니다. 왜냐 하면 본질적으로 여기 conflict 요소가 있다. 왜냐 하면 이사회가 자기의 어떤 지위를 보존할 인센티브가 있기 때문에 본질적으로 conflict가 있고, 그렇지만 그게 전형적으로 말하는 어떤 financial conflict는 아니기 때문에 duty of loyalty와 duty of care의 사이쯤에 있는 intermediate standard가 적용된다고 했습니다.

그래서 12페이지를 보시면 Intermediate Standard라는 게 이렇습니다.

뭐냐 하면 회사의 어떤 정책, corporate policy와 corporate effectiveness, 회사의 유효성을 보호하기 위해서 그런 보호에 어떤 위협이 있다고 이사진이 믿고서 내가 어떤 좋은 정책을 가지고 있는데 적대적 인수가 이런 정책에 위협이 된다는 게 첫째입니다. 위협이 있다는 것을 믿어야 하고 두 번째는 그 위협으로부터 회사를 방어하는데 상당한 합리성이 있어야 한다, 수단의 합리성. 두 가지 요건을 갖추면 이 방어수단에 대한 fiduciary duty, 이게 결국 fiduciary duty 판단입니다. fiduciary duty를 다 한 것이다. 이렇게 판단했습니다.

그래서 사실은 무슨 이야기냐 하면 기존 주주의 입장을 고려한 겁니다. 뭐냐 하면 아까 말씀드린 예에서 주가는 50달러이고, 현재 적대적 인수자가 제시한 가격은 70불입니다. 그러면 도대체 경영진은 무슨 논리

를 가지고 이 방어수단을 채택하는 것이 주주한테 이익이 된다고 말할 수 있느냐? 논리가 뭐냐? 그겁니다. 그건 뭐냐 하면 바로 경영진이 현재 가지고 있는 corporate policy와 corporate effectiveness를 제대로 long term으로 반영하면 이 회사의 가치는 70불이 아니라 100불이다, 그래서 현재 주주를 보호하기 위해서 이 적대적 M&A를 방어해야 되겠다는 겁니다.

그런 논리이기 때문에 이런 기준에 의해서 기존 주주의 이익을 보호한다는 그런 논리가 나오는 것이죠, corporate policy와 effectiveness로부터, 그렇기 때문에 이런 방어가 가능하다, 이렇게 보는 것입니다. 결국 기존주주의 이해관계가 중요한 판단기준이 된 거죠.

그런데 사실은 일본 같은 경우는 간단히 말씀을 드리면 사실은 상당히 다른 것 같아요. 왜냐 하면 이 Unocal의 이 판단기준은 바로 일본의 경제산업성과 법무성의 지침에 그대로 많이 인용이 되어 있는 것 같습니다. 'corporate value and shareholder's common interests', 즉 기업가치와 주주 공통의 이익이라고 해서 많이 반영이 돼 있고, 그런데 재미있는 것은 이제 일본의 Livedoor Case에서, 권 교수님께서 말씀을 주시겠지만, 남용적 매수자인 경우에는 방어가 가능하다, 이사회가 방어수단을 채택할 수 있다, 그런데 남용적 매수자의 사례를 보면 어떠냐 하면 LBO와 비슷한 경우, 또는 bust-up takeover, 그러니까 회사를 분할해서 막 파는 경우, 이것을 남용적 매수자 예로 들고 있는데, 그 경우는 재미있는 것

이 뭐냐 하면 다 인수한 이후입니다. 회사를 인수해 가지고 이미 기존주주하고는 이해관계가 없는 상태에서 '이 hostile takeover bid가 그 회사를 가지고 뭘 하려고 그러느냐' 그걸 가지고 적대적 M&A를 할 수 있느냐, 없느냐를 판단했습니다.

그러니까 결국은 기존주주의 이해관계를 고려한 것이 아니라 기존주주의 이해관계하고는 독립되는 기업가치 그 자체, 또는 기존주주가 아닌 그 이외의 stakeholder나 constituency와 같은 다른 이해관계자들의 이해관계, 오히려 이런 것들을 일본의 판단에서는 고려한 것이 아니냐, 이렇게 저는 생각을 해봤습니다.

그래서 미국에 Unocal을 도입하면서도 조금 일본에서는 다르게 이야기하고 있지 않느냐, 그래서 우리의 경우에도 시사점이 충분히 있는 게 아니냐, 우리가 과연 그러면 판단기준은 뭐로 할 것이냐? 기존주주의 이해관계로 할 것이냐? 아니면 기존주주의 이해관계와는 독립된 어떤 기업 자체의 어떤 이익 또는 기존주주와 별도의 어떤 이해관계자, stakeholder들의 이해관계, 이런 것들 중에서 어느 것을 적대적 M&A 방어에서의 판단기준으로 삼을 것이냐, 이것도 조금 생각해 봐야 되는 문제가 아닌가 싶습니다.

Revlon은 이것은 간단히 말씀을 드리면, Revlon의 경우에는 이것도 85년에 나왔습니다. 이 Revlon case 는 Unocal과 다릅니다.

Unocal은 그냥 방어만 한 거죠. 그런데 Revlon의 경우는 백기사에게 회사를 팔았습니다. 그러면 기존주주 입장을 한 번 생각해 보시면, 기존주주는 이제는 더 이상 corporate

policy와 corporate effectiveness가 무관합니다. 이 사람은 어차피 주식을 파니까.

그래서 Revlon case에서는 그때는 다른 기준이 적용됩니다. 그때는 Unocal 기준이 적용되지 않고 회사를 파는 경우에는 Unocal이 아니라 auctioneer로서 일종의 경매를 하듯이 highest bidder에게 회사를 팔아야 할 의무가 있다, 전혀 다른 의무가 적용되는 것이죠. 참고로 일본의 지침에서는 Revlon duty는 도입을 안했습니다. Unocal만 도입을 했습니다.

결국은 시사점이라고 제가 말씀을 드리는 것이 결국 방어수단 채택의 어떤 유효성이나 타당성, 적법성을 판단할 때 그 판단 기준을 무엇으로 할 것이냐, 기존주주의 이해관계만을 유일하게 판단기준으로 할 것이냐, 아니면 우리나라의 어떤 법인격 독립론 또는 법인과 주주를 구분하는 그런 측면에서 기존주주 이해관계와는 별도의 어떤 기업가치 또는 기존주주 아닌 다른 이해관계자 관계까지도 고려를 할 것이냐, 이것이 우리가 상당히 생각을 해봐야 하는 이슈가 아닌가 생각을 합니다.

그래서 제가 좀 말씀을 드리고 싶은 이슈가 미국과 한국의 차이점입니다. 그래서 지금까지 말씀드린 게 미국의 포이즌 필에 관한 쪽 설명을 드렸고 차이가 뭐냐, 특히 포이즌 필의 허용여부와 관련해서. 우리는 왜 포이즌 필이 안 된다고 생각하느냐, 그리고 우리가 포이즌 필을 가능하게 하려면 미국하고 비교를 해봤을 때 뭐가 hurdle이냐, 이것을 한 번 말씀을 드리겠습니다.

첫째는 이사회 권한범위입니다. 우리가

일반적으로 인식하기에는 이것은 주총 결의 사항이다, 포이즌 필을 도입하려면. 그래서 이사회가 한다는 생각은 거의 하지 않고 있는 것 같습니다. 그러면 이슈가 뭐냐 하면 '주총에서 결의를, 포이즌 필을 결의를 하면 모든 이슈가 사라지는 것이냐' 그 질문이 바로 떠오릅니다. 답은 '그렇지 않다'라는 것이 일반적인 생각인 것 같습니다.

그러면 왜 그렇지 않느냐, 몇 가지를 말씀을 드리면 첫째로 포이즌 필이라는 것이 기본적으로 warrant인데, 기존주주한테 warrant를 주는 것인데 warrant를 발행할 근거가 우리 법에 없다는 것이죠. 결국은 일본에서도 2001년에 warrant 도입 근거가 들어왔고, 2006년 신회사법에서 이게 훨씬 더 자유롭게 쓸 수 있도록 회사가 Warrant 전환을 강제할 수도 있는 이런 조항이 들어오면서 결국 warrant라는 게 제가 보기에 일본에서 포이즌 필 도입의 첫걸음이 아니냐, 그런데 우리법에는 BW와는 독립된 warrant 발행의 근거조항이 없기 때문에 우리가 첫째로 하는 것은 warrant 조항을 넣어야 하는 것이 아닌가 생각이 들고요.

그다음 두 번째 아주 큰 hurdle이라면 결국 주주평등의 원칙인 것 같습니다. 이것을 도대체 어떻게 넘을 것이냐, 차별적으로 취급하는 것은 분명하거든요, 포이즌 필이라는 게. 적대적 인수자도 보통 공개매수를 실시하기 전에 적대적 매수자도 상당부분 지분을 가지고 있습니다. 10%, 20% 지분을 이미 가지고 있는 상황인데 그러면 그 적대적 인수자만 이 warrant를 행사할 수 없게 하는 이것이 과연 주주평등의 원칙에 반하

는 것이 아니냐, 이것은 너무나 어떻게 보면 명백한 명약관화한 논리처럼 보입니다.

그러나 저는 일본의 불독소스 케이스를 보며 굉장히 논란 것이 일본에서는 그것을 극복했다는 것이죠. 결국은 기업가치 그리고 주주공통의 이익이라는 그 논리에서 주주가 결의하면 괜찮다, 이때의 주주라는 것은 적대적 인수자를 제외한 나머지 주주입니다. 다른 주주들이 결의해 가지고 이 주주의 이익을 뺀 것입니다.

그게 과연 우리법상 가능하겠느냐는 생각을 했는데 일본에서 이것을 불독소스 케이스에서 인정했다는 것이 상당히 저는 놀라웠습니다. 작년 8월에 나온 케이스가 굉장히 놀라운 케이스란 생각이 들고요.

그다음 하나 또 저희가 넘어야 할 산이라는 것은 회사와 주주의 구분이라는 것입니다. 지금까지 우리나라의 판례라든지 여러 가지 이해는 적대적 M&A방어는 결국은 이게 회사의 업무가 아니라 주주의 일이 아니냐, 이것은 회사의 업무가 아니라는 거죠. 그런데 제가 말씀드린 미국에서의 케이스들은 바로 이사의 권한이자 의무라고 본 것입니다. 주주의 이익을 보호해야 하는 것이 이사의 의무이고, 그것을 위해서 바로 포이즌 필을 도입하는 등의 방어수단을 취하는 것은 어떻게 보면 이사의 의무다, 회사의 업무라고 본 것이죠. 결국 회사와 주주의 이해관계를 일치시키면서 가능한 논리죠.

그런데 우리는 이게 1인주주 배임판결이라든지, 1인주주가 배임할 수 있다는 것 아닙니까? 그렇죠? 회사와 주주의 이해관계를 같이 보면 나올 수 없는 논리이고, 우리

2006년에 나온 LBO관련 대법원판결 잘 아시겠지만 결국은 LBO 관련해서 일반적으로 그런지는 모르겠지만 일단 가능하지 않다는 논리가, 주주한테는 이익이 되지만 어떤 회사의 이익을 형식적으로 판단해보면 회사의 재산을 담보로 준다든지 하는 것이 도대체 어떤 논리에서 가능하냐, 결국 배임 아니냐는 논리가 아니겠습니까?

그러면 이런 논리 하에서 우리법원이 과연 주주와 회사의 이해를 명백히 구분하는 이런 이해관계 하에서, 포이즌 필의 본질이 결국 주식의 저가발행인데, 이게 과연 회사의 손해가 아니라고 하려면 회사가 그에 상응하는 이익을 봐야 하는 것인데 과연 경영권 방어 자체가 어떤 면에서 회사의 이익이 되느냐, 주주의 이해관계와는 독립된 회사의 이익이 된다고 봐가지고 이 회사와 주주의 이해를 구분하고, 주식의 저가발행이라면 회사의 손해를 넘어설 거냐, 굉장히 어려운 논리가 아니냐는 생각이 저는 듭니다.

그래서 과연 이게 어떤 입법을 하거나 어떤 것을 통해서 이걸 극복할 수 있느냐, 회사와 주주의 이해를 구분하는 측면에서, 그런 생각이 들고요.

그리고 LBO를 원칙적으로 허용을 잘 안 해주는 우리나라 판결은 제가 생각하기에는 숨어있는 효과가 실제로 적대자, 특히 외국인에 대한 적대적 M&A 방어를 하는 실질효과가 있습니다.

왜냐 하면 외국 적대적 M&A 세력은 다 LBO입니다. 자기돈 가지고 하는 경우는 없고 다 financing을 해야 하니까 LBO를 하는데 우리나라를 보면 LBO가 안 되거든

요. LBO가 배임이라고 하니까 딱 그게 1차 방어입니다. 우리로서는 LBO가 안 된다는 것이 어떻게 보면 1차적인 적대적인 M&A 방어효과를 가지고 있다는 생각이 듭니다.

그래서 제가 말씀드리고 싶은 것은 우리 위원회에서 논의를 할 때, 입법적으로 과연 어디까지 우리가 가능하겠고, 그리고 결국 사법적 판단이 필요한 부분은 어느 부분까지이고, 그리고 일본의 결국 권 교수님이 말씀을 해주시겠지만 지침이 아주 재미있는 케이스인데 결국으로 입법으로 안 되는 부분과 사법적 판단이 필요한 부분의 간격을 메우기 위해서 어떻게 보면 저는 지침을 이렇게 이해합니다. ‘법원을 설득하기 위한 노력이다’ 그런 기준을 제시함으로써 나중에 법원이 그걸 좀 accept를 했거든요, 그러니까 결국은 우리도 입법은 어디어디까지 하고, 저희 위원회가 되든지 누가 이것을 어떤 지침을 만든다든지, 어떤 하나의 best-practice 가이드라인을 만든다든지 이런 걸 통한 방법도 한 번 생각해 볼 수 있는 것이 아니냐, 그런 가이드라인을 제시해주는 것이. 이 모든 걸 다 입법적으로 해결할 수 있겠느냐, 이런 fiduciary duty 영역을, 그런 생각이 들고요.

이 부분은 사실은 포이즌 필 하고는 좀 떨어진 것이기 때문에 뭐 자료를 그냥 참고 하셔도 괜찮은 부분이 아닌가 생각이 듭니다.

필요하시면 다음 주에 말씀을 드리겠습니다.

○ 송종준 위원장

예, 하여튼 짧은 시간에 미국의 M&A

법제를 키워드만 잡아서 아주 정확하게 설명을 해주셨고, 또 일본법과 우리법의 차이점까지도 summary를 굉장히 잘 해주셨습니다.

이 변호사님께서 지금 정리해주신 내용대로 이해하는 것 자체가 거의 퍼펙트한 것이 아니냐는 생각을 하고, 앞으로 여기서 시사되는 이런 여러 가지 문제들이 이 법에서 고려가 되어야 할 텐데, 오늘 회의는 이제 원래 예정된 시간은 끝났기 때문에 이걸로 종결을 하고요.

다음 모임에서는 미국 제도에 대해서 또 우리위원님들이 나름대로 의문점을 많이 가지고 있으실 것 같아요. 한 번 토론을 하고, 다음에는 권 교수님이 독일법, EU법과 미국법을 또 절묘하게 조합해서 만든 일본법이 있으니까 그것을 검토·발표를 해 주시고, 그 외에 전반적인 입법의 문제, 쟁점 이런 것들을 집중적으로 논의하는 것으로 하겠습니다.

그래서 다음 회의할 때는 우리가 주로 입법에서 뭘 다뤄야 할 것인가를 많이 메모를 해오시면 더욱더 좋을 것 같고, 참고삼아 제가 가장 핵심적으로 다루어야 될 몇 가지의 토픽만 따로 정리를 해서 회의 전에 메일로 보내드리는 이런 것을 한번 시도를 하겠습니다. 참고삼아서 말씀을 드리는 것이고요.

오늘은 굉장히 시간도 많이 지체됐고, 또 다음 약속도 있고 해서 오늘은 이것으로 종결하는 것으로 하겠습니다.

장시간 고맙습니다. 수고하셨습니다.

(산회 18시 30분)

4. 제4차 전체회의

| | |
|--------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제4차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 6. 17.(화) 15:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울고검 13층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송종준 ○ 강희철, 권중호, 연태훈, 이현철, 안수현, 노혁준, 여은정 위 원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 문양택 지식 경제부 산업경제정책과 사무관(대리참석), 이수영 금융위원 회 자본시장과 사무관(대리참석), 신영선 공정위원회 경쟁정 책총괄과장(대리참석) ○ 법무부 김 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 미국의 적대적 M&A 방어제도 2 ○ 일본의 적대적 M&A 방어제도 |
| 기타사항 | ○ 차후 경영권방어법제 개편의 법률적 쟁점에 관하여 계속 논 의하기로 함 |

(개회 15시 00분)

○ 송종준 위원장

안녕하십니까? 또 2주 만에 뵙습니다. 뵙는 기간이 너무 오래 떨어진 것 같은 기분이 드는 건지 잘 모르겠는데요. 어쨌든 더운 여름에 바쁘실 텐데 불구하고 항상 이렇게 참석해 주셔서 고맙습니다.

그러면 오늘 5차 위원회를 개최하도록 하겠습니다.

오늘은 지난 회의 때 이현철 위원께서 미국의 경영권 방어제도의 전반적인 사항에 대해서 골자설명을 꼭 해 주셨습니다. 그래서 이 내용에 대해서 평소에 궁금한 사항, 또 미진한 내용들이 있을 수도 있기 때문에 그런 내용들을 서로 질의하고, 특히 우리 법과의 관계에서 힌트가 될 만한 사항들을 중심으로 질문을 해 주시면 많은 도움이 될 수 있지 않을까 생각을 합니다.

제 기억으로는 아마 이 위원님께서 지난 주에 주회사법의 'Anti-Takeover Statutes' 뒷부분은 별로...

○ 이현철 위원

그 부분은 제가 시간이 늦어가지고...

○ 송종준 위원장

예, 그 취지나 동향을 좀 말씀해 주시고 토론에 들어가도록 하겠습니다.

[미국의 적대적 M&A 방어제도 2]

○ 이현철 위원

그래서 지난 번 말씀드릴 때 제가 준비한 자료 14페이지까지 말씀드린 것 같습니다. 그래서 미국과 한국의 차이점이 구체적으로 무엇이나, 어떤 이유 때문에 한국에서는 포이즌 필이 허용되지 않는 것이냐?

그래서 기본적으로는 warrant에 근거조항이 없고, 우리 법상으로 어떻게 주주평등의 원칙을 극복할 것인지, 특히 공격자의 주주로서의 권리를 우리가 어떻게 그 논리를 넘어설 것인지, 그리고 또 하나는 법인과 주주를 엄격히 구분하는 지금까지의 판례에 비추어볼 때 결국 포이즌 필이라는 것이 주식의 저가발행에 해당하는데, 그러면 회사에게 어떤 손해가 된다고 볼 수 있는데, 그에 상응하는 회사의 이익, 주주와 독립되는 어떤 회사의 이익을 도출해 낼 수 있는 것인지에 대한 그런 문제들을 말씀드렸습니다.

그래서 15페이지부터 잠깐 간략히 말씀드리면, 시차임기제는 잘 아시는데 보통 미국에서는 시차임기제하면 우리는 시차임기제를 그냥 현실적으로 기업들이 하고 있죠, 그냥. 예를 들면 이사들을 임의로 퇴임을 시키고, 새로 선임을 하고 해서 어떻게 보면 인위적인 시차임기제를, 사실상의 시차임기제를 하고 있죠. 공식적으로 우리가 시차임기제를 한다고 선언하지 않지만 그렇게 사실상의 시차임기제를 하는 것이 우리나라의 시차임기제이고, 미국에서 말하는 시차임기제는 공식적으로 도입하는 것입니다. 공식적으로 회사의 정관 또는 bylaws에다가 우리는 시차임기제, staggered board를 도입한

다고 선언을 하고, 보통 미국의 이사는 임기가 1년인데, 그렇죠? 보통 1년이면 사실 시차임기제라는 것이 아무 의미가 없는데, 시차임기제를 도입하면 board를 세 그룹으로 나누고, 임기도 3년으로 나누고 이렇게 하는 것이 시차임기제입니다.

그래서 이 시차임기제를 하면 지난번에 말씀드렸을 때 적대적인 M&A방법이 두 가지가 있는데 하나는 공개매수를 통한, 지분 확보를 통한 적대적인 M&A와 이 공개매수를 했을 때 방어수단이 결국 포이즌 필일 테고, 이것에 대한 우회방법은 결국 proxy solicitation을 통해서 의결권 위임을 하는 방법이 있는데, 그것까지 막을 수 있는 방법은 결국 시차임기제다. 시차임기제를 도입하면 한 번에 바뀌는 이사가 전체의 1/3밖에 되지 않기 때문에 최소한 2번의 주총에서 공격자가 성공적으로 의결권 위임을 해야 되고, 받아야 되고 그렇기 때문에 시차임기제를 도입하면 최소한 공격자가 한 13개월 또는 14개월, 그렇죠? 앞에 주총을 하는데 준비를 하려면 한 1개월 필요하니까 뒤에 주총까지 2번 이겨야 되기 때문에 결국 13개월 내지 14개월 정도의 시간이 필요하기 때문에 현실적으로 이게 현재 경영진을 교체하는 방법으로 포이즌 필을 취소하는 것이 거의 불가능해 진다, 그래서 시차임기제와 포이즌 필 2개를 결합해서 도입을 하면 사실상 적대적인 M&A 시도에 굉장히 매우 유효하게 방어를 할 수 있다고 이렇게 말씀드렸습니다.

그래서 실제로 Delaware 회사법에서는 시차임기제에 관한 근거규정이 다 있습니다.

그래서 3개의 grouping까지는 허용하는 것으로 그렇게 되어 있는 것 같습니다.

그다음에 Anti-takeover Statutes를 좀 말씀드리겠습니다. 이것은 이제 포이즌 필 제도는 지난번에 말씀드렸듯이 어떤 입법적인 근거에 의해서 된 것이 아니고 80년대 초반에 기존에 있는 회사법 조항을 활용해 가지고 Martin Lipton이라는 변호사가 어떻게 보면 고안을 해 낸 그런 로펌에서 고안된 제도라고 말씀드렸습니다. 그리고 그것의 유효성이나 여러 가지 기준들은 나중에 결국 법원에서 확인이 된 그런 것인데, 이 Anti-takeover Statutes는 결국 자기 주에 있는 회사들의 경영권을 보호하기 위해서 각주가 어떻게 보면 이 적대적 M&A를 방어할 수 있는 수단들을 주 회사법에서 도입을 해놓은 것입니다. 그래서 이런 조항들은 결국 지난번에 각 주 간의 회사법상 경쟁, 'Race To The Top'과 'Race To The Bottom' 두 가지 논쟁이 있는데 'Race To The Bottom'을 주장하는 사람들의 논거로 많이 쓰이고 있죠. 결국은 주주가치 제고라기보다는 오히려 기존 경영진의 경영권 방어를 위해서 각주가 이렇게 도입하는 것이 아니라, 이런 논쟁의 근거를 제공하는데요.

그래서 이 Anti-takeover Statutes는 크게 두 가지 유형이 있습니다. 하나는 공격자의 공격을 어렵게 하는 방법들, 공격자가 절대적 경영권을 인수하려면 굉장히 어렵게 하는 그런 제도들이 한 유형이 있고, 또 하나의 유형은 방어자 측에서, 결국 기존 경영진이 되겠죠, 기존 경영진이 쉽게 포이즌 필, 또는 기타의 어떤 방어장치를 사용할

수 있도록 해 주는 그런 방법 두 가지가 있습니다.

그래서 앞의 유형은 예를 들면 15페이지 제일 하단에 있는 ‘Control share acquisition statutes’ 이것은 이제 control을 취득하려면 반드시 주주총회 결의를 받도록 하는 조항입니다. 이런 것을 회사법으로 의 무화 해 놓은 그런 것이고요. 그다음 ‘Business combination statutes’이라는 것은 보통의 적대적 M&A나 이런 M&A는 2단계, two step으로 되죠, 보통 첫 번째 단계에서는 공개매수를 해서 과반수 지분을 확보하고, 2단계에서는 merger를 해가지고 결국 인수회사와 비인수회사를 합병하는 그런 2단계로 하는데, 두 번째 단계인 합병을 하려면 첫 번째 단계에서부터 일정기간을 기다려야 된다는지, 이렇게 해서 공격자가 경영권을 취득하는데 hurdle을 두는, 어렵게 하는 그런 것들이 첫 번째 유형입니다.

그런데 미국에서 일반적인 논의는 이 두 번째 유형이 훨씬 더 효과적인 것이다, 사실은 hurdle을 줘야 그게 실제로는 그렇게 어렵지 않더라는 것이죠. 오히려 두 번째 유형, 즉 경영진의 방어를 용이하게 해 주는 이런 유형의 Anti-takeover Statutes가 보다 훨씬 효과적인 것이고 중요한 것이다.

그 중에 제일 대표적인 것이 Constituency Statute입니다. 이것은 이제 지난번에 제가 Unocal을 말씀드렸는데 결국 Unocal에서 채택한 기준은 기본적으로 현재의 주주입장에서 어느 것이 더 유리하나, 기존의 경영진을 그대로 유지해서 그 Unocal에서 말한 corporate policy나

corporate effectiveness를 그대로 보호하는 것이, 기존의 경영진의 어떤 경영판단을 보호하는 것이 더 주주에게 이익이 되느냐, 아니면 tender offer를 accept하는 것이 더 이익이 되느냐? 이것을 가지고 판단을 했거든요. 그래서 결국 경영진이 어떤 자기, 또 Revlon도 마찬가지이죠. Revlon은 회사를 일단 팔기로 결정한 경우에는 Revlon 판단은 누가 제일 많은 값을 줄 거냐, 이게 결국 다 기존 주주의 입장에서 판단을 하는 것인데, 그러면 경영진이 움직일 수 있는 운신의 폭이 굉장히 제한되어 있죠. 기존 주주의 이익이라는 그런 데만 제한이 되어 있으니까, 기존 경영진 입장에서는 조금 더 넓게 자기의 방어수단을 좀 합리화 할 수 있는 ground를 좀 가지고 싶겠죠. 그래서 나온 것이 이 Constituency Statute입니다.

그래서 기존 주주의 이익 입장에서는 도저히 합리화하기 어려운 그런 방어수단의 채택도 그 주주 이외의 어떤 constituency 또는 stakeholder들, 예를 들면 종업원이라든지 채권자라든지 지역사회라든지 이런 것들의 이익도 고려할 수 있다, 이런 조항이 회사법의 여러 군데에 들어가 있습니다. 뭐 Pennsylvania라든지 여러 군데에 이런 조항이 들어가 있는데, 이런 것들이 결국 이사의 신임의무를 조금 더 쉽게 충족할 수 있도록 해 주는 것이 아니냐? 넓게 자기의 방어수단을 정당화할 수 있기 때문에 그렇게 지금 보는 것 같습니다.

이것은 결국 우리 법하고 조금 연결해서 생각을 해 보면 결국 법인과 주주의 이해를 구분하는 우리 법의 전통이 있는데, 결국

그 측면에서 보면 법인이라는 것이 도대체 뭐냐? 그러면 그것은 주주이익 플러스 여기에서 말하는 constituency의 이해관계가 포함된 것 아니냐, 그러면 오히려 이런 면에서는 법인과 주주를 엄밀하게 구분하는 것이 경영진에게 조금 더 넓은 그런 어떤 방어수단의 합리화, 정당화의 논리를 제공해 줄 수도 있는 면이 있는 것 같아요. 이 Constituency Statutes를 고려해 보면. 그러니까 한편에서는 조금 제한을 하는 면도 있고, 또 이런 면에서는 조금 도움이 되는 면도 있고, 그리고 이 Constituency Statutes는 지난번에 말씀드렸던 Livedoor case에서 남용적 매수자, 그 논리하고도 조금 일맥상통하는 면이 있는 것 같습니다. 남용적 매수자가 LBO라든지 Bust-up Takeover라든지 그런 것들은 결국 기존주주의 이해관계라기 보다는 어떤 stakeholder의 이해관계를 고려하는 것이 아니겠느냐, 조금 일맥상통하는 면이 있는 것 같습니다.

다만 이런 것들은 비판을 실제적으로 많이 받고 있죠. 그러니까 결국 회사의 경영진은 Shareholder Primacy라서요, Shareholder의 이익을 항상 중심으로 해서 일을 해야 되는데, 이렇게 shareholder의 이해와는 조금 다른 stakeholder의 이해도 고려할 수 있다는 것이 조금 문제가 되는 것 아니냐? 이런 비판은 사실 많이 있는 것 같습니다. 그래서 Delaware주에서는 채택이 되지 않고 있습니다.

○ 송종준 위원장

미국 경영권 방어제도에 대해서 쪽 저희

들이 설명을 들었는데, 이 테마를 가지고 좀 서로 자유롭게 궁금한 사항도 질의를 하시고, 좀...

○ 노혁준 위원

저는 서울대학교 노혁준입니다.

지금 아직 포이즌 필을 어떻게 도입을 할지 말지가 결정이 안 되어 있는 상태인데, 그래도 구체적인 이야기를 먼저 우리가 살펴봐야 될 필요성이 있는 것 같아서...

이야기하신 시차임기제하고 포이즌 필이 결합을 하면 미국에서 많이 나온 논문들이 결합하면 거의 '경영권이 무적이 된다,' 이런 식의 논문들이 많이 나오고 있고요. 저희도 만약에 만에 하나 포이즌 필을 도입을 하기로 하면 시차임기제 문제를 어떻게 고려할지 생각해야 될 것 같은데, 이야기하신 것처럼 포이즌 필이 도입되더라도 그렇게 proxy solicitation 통해서 들어오도록 하는 것은 반드시 살려놓아야 되겠죠. 그렇죠? 그런 식으로 되는데, 우리나라하고 미국하고 시차임기제에 관한 논의를 그대로 가지고 올 수 있을지, 이게 미국에서는 혹시 중간에 정관규정으로 정당한 사유가 없으면 해임을 못한다는 그런 정관규정이 있고 그런 것이 유효하기 때문에 거기에서 이런 식으로 시차임기제가 해악이 커지는 반면에, 우리는 언제든지 보상만 지급하면 정당한 이유 없이도 특별결의로 해임을 할 수 있으니까 그런 점에서 시차임기제를 우리가 예민하게 고칠 필요가 있는지에 대해서 조금 궁금합니다.

○ 이현철 위원

미국에서 물론 노 교수님 말씀대로 해임의 경우에 정관으로 해임요건을 가중할 수도 있고, 일반적으로도 제가 알기로는 해임의 경우에는 발행주식의 majority가 요구되는 것 같고요. 그렇죠? 일반적으로 해임을 하려면.

cause가 없어도 해임할 수 있지만 발행주식의 majority인 것 같고, 선임하는 경우에는 그것보다는 낮은, 참석한 주주의 다수가 동의를 하면 선임을 할 수 있고, 그래서 미국 같은 경우에는 해임이 일반적으로 조금 더 어려운 것 같아요. 물론 cause가 없어도 해임을 할 수 있는 것은 우리하고 마찬가지로, 그런데 우리 같은 경우에도 결국 해임이 보다 더 특별결의요건으로 되어 있으니까 보상을 하면 물론 해임할 수 있지만 해임이 특별결의요건으로 되어 있으니까 선임보다는 분명히 해임이 힘들다는 그런 측면이 있는 것 같습니다.

그런데 이제 아까도 말씀드렸지만 우리 같은 경우에는 우리나라는 staggered board 자체가 제도화되어 있는 것이 아니기 때문에 사실상 그렇게 운영하는 것이니까 과연 이것을 규제를 만약 포이즌 필을 도입하면서 staggered board를 규제를 하겠다고 했을 때 어떻게 규제를 할 것인지, 그렇게 규제를 할 수 있는 것인지, 미국에서는 그게 제도화되어 있는 것이니까, 규정으로 제도화되어 있고, 회사가 정관으로 staggered board를 채택한다고 해서 정식으로 채택하는 것이기 때문에 그런 측면에서는 미국하고 한국이 다른 것 아니냐? 그런 생각이 듭니다.

○ 노혁준 위원

저희도 지금 국내에서 정관으로 그런 식으로 이사 임기 3년인데, 그것을 staggered board로 하겠다고 하면 그 정관 자체가 효력은 있을 것은 생각은 드는데요.

○ 강희철 위원

강희철 변호사입니다.

지금 제도적으로 도입했다는 것하고 사실상 도입한다는 것이 구체적으로 어떻게 다른가요? 실제 지금 우리나라에서도 물론 이사 임기는 그냥 3년으로 하면서 대게 정관부칙에서 처음에 도입하는 경우에 ‘최초의 새로 선임되는 이사 임기는 몇 년으로 한다, 몇 년으로 한다.’라는 그런 내용들이 정관의 부칙에 그것을 두어서 하는 경우들이 많거든요.

그런데 실질적으로 그것이 결국 정관에 근거를 두어서 그렇게 하는 것이 되는데 단지 staggered board라는 제도를 도입한다는 말을 한다는 것하고 안 한다는 것이 과연 구체적으로 무엇이 어떻게 다른지는 잘 모르겠네요.

○ 이현철 위원

제가 정확히는 기억이 안 나는데 Delaware주 회사법에서 staggered board를 도입하고 있는 것은 조금 특수한 규정들을 두고 있습니다. 그러니까 staggered board를 두는 경우에는 이사 해임을 어렵게 했거든요. 그렇죠? 그런 규정이 있거든요.

제가 알기로는 우리나라는 지금 강 변호사님이 말씀하신 것처럼 회사의 정관으로

정식으로 staggered board를 하는 경우도 있고, 그런데 제가 본 여러 회사들은 그냥 그런 이야기 없이 사실상 이사들을 중도에 이렇게 사임을 하게 하고, 새로운 다른 분을 선임하는 방법으로 사실상의 staggered board를 운영하고 있거든요.

○ 송종준 위원장

그런데 우리 지금 회사법으로는 이사 임기가 3년으로 못 박혀 있는 게 아니고?

○ 이현철 위원

3년 이내로 되어 있기 때문입니다.

○ 송종준 위원장

회사가 어떤 경영권 공격에 노출이 되어 있다고 본 회사인 경우에는 1년 임기, 2년 임기, 3년 임기로 사실상 staggered board system으로 가는 것은 우리 회사법 상으로 전혀 아무런 관여를 하고 있지 않죠. 그래서 오히려 미국보다도 더 쉽게 이것을 활용할 수도 있다.

○ 이현철 위원

그렇습니다. 예.

○ 송종준 위원장

그렇다면 포이즌 필이 채택이 되었을 때에 우리가 오히려 미국보다도 더 쉽게 이것을 남용할 수 있는 여지가 더 커지는 것 아니냐, 거의 완벽한 정도로 따진다면 더 커질 여지도 있지 않겠느냐 하는 것하고 통하지 않을까요?

○ 이현철 위원

그러니까 지금 위원장님 말씀은 사실 전제는 포이즌 필을 이사회 결의로 도입할 수 있다고 하면 그렇겠죠. 그래서 이사회 결의로 도입할 수 있고, 미국에는 사실 이사회 결의로 도입한 포이즌 필을 주총에서 취소를 못하는 경우가 많이 있거든요.

주총에서도 이사회 결의에 의해서 포이즌 필을 bylaws에 의해서 도입하면 주총에서 그 bylaws를 취소 못하고, 그래서 포이즌 필을 취소할 수 있는 유일한 방법은 이사회를 바꿔서 그 바뀐 이사회에서 그 포이즌 필을 취소하는 방법밖에 없기 때문에 사실상 문제가 되고 있는 것이거든요.

그래서 그 포이즌 필과 staggered board 결합 문제는 포이즌 필을 누가 채택할 것이냐, 그리고 그 취소의 권한을 어디에 줄 것이냐? 이런 것에 따라서 사실 조금 차이는 있을 것 같습니다. staggered board의 의미 하고는...

○ 노혁준 위원

그런데 staggered board와 관련해서 제가 참 동의하기 힘든 부분이요, 우선 staggered board의 경우에 아까 말씀하셨지만 주주총회의 특별결의에 의해서 언제나 인사 해임을 할 수 있는 것이고, 우리나라에서 사실상 경영권을 취득하고자 하는 경우에 과반수에 미달하는 지분, 취득하는 그런 경우도 있겠지만 어쨌든 굉장히 많은 경우에 실제 중요한 인사결정은 주주총회의 특별결의를 요하기 때문에 실제 주식의 분포라든가 이런 등등에 비추어서 주주총회에

서 특별결의를 할 수 있는 그런 정도의 주식이든지, 아니면 의결권을 어떤 형태로든 취득하는, 위임장 권유로 하는 방식이든, 그렇게 하는 경우가 상당히 많을 것 같고, 또 많은 것 같은데, 사실 특별결의를 하면 staggered board를 했건 안 했건 다 해임시켜버리면 그만이고, 그리고 더더군다나 실제 우리나라에서 경영권 방어수단으로써 이사의 상한수의 상한을 둔다. 그래야만 정관…

그렇지 않은 경우에 이사를 추가적으로 선임해 가지고 이사를 늘려가지고 과반수를 만들 수 있으니까, 단지 그것을 막기 위해서는 역시 정관을 변경할 수 있는 주주총회 특별결의를 충족시킬 수 있는 그런 정도의 주식이나 의결권 확보가 필요하다, 뭐 그런 논의들이 많이 되고 있지 않습니까?

그러니까 기본적으로 우선 staggered board 이야기는 주식을 취득하든, 아니면 의결권을 위임장 권유로부터 하는 방식으로든 주주총회 특별결의형식과 가능하면 이 staggered board는 그렇게 강력한 방어수단이 못 되는 것 같습니다.

○ 이현철 위원

제가 말씀드리는 것은 미국에서의 이야기입니다. 한국 이야기를 말씀드리는 것이 아니라 미국에서 지금 2개를 아까, 노 교수님 논문을 이야기해 주셨지만 2개를 결합하면 거의 immune이다. hostile takeover attempt보다 immune이다, 이렇게까지 말을 하거든요. 그러니까 굉장히 강력한 방어가 된다는 것인데, 우리나라에서의 말씀이 아닙니다. 그것은 조금 오해가 있으신 것 같은

데 우리나라 이야기는 아닙니다.

○ 송종준 위원장

그리고 미국의 포이즌 필이 우리하고 근본적인 차이는 항상 그게 미국에서의 논의 부분에 대해서도 사실상 공금했던 사항인데, 미국이 이제 회사법을 어떤 의무법규성으로 일단 기본적으로 보는 기초 위에서 이런 포이즌 필을 각 기업들이 도입할 수 있는 것이 정관의 사적자체원칙에 따라서 ‘기업을 M&A 인수하려고 하는 사람이 정관상의 일정한 조항을 지키지 않으면 어떤 것도 할 수 없다.’ 이렇게 두기 때문에 거기에 기초해서 이런 포이즌 필을 도입할 수 있는 것이 허용이 되는데 똑같은 상황이 우리나라에서 과연 가능하겠는가? 이런 생각이 듭니다.

○ 이현철 위원

그렇습니다. 그러니까 미국에서…

○ 송종준 위원장

그런데 그 문제가 극복이 안 되면 우리가 이야기하기가 쉽지 않은 부분이 있어서요.

○ 이현철 위원

그러니까 미국에서는 임의법규성 측면도 있고, 보통 포이즌 필을 도입하면 bylaws에다가 articles of incorporation이라는 정관보다 한 단계 낮은 bylaws라는 형태로 하는 것 같습니다. bylaws라는 형태로, 그 bylaws

는 이사회에서 채택할 수도 있고, 주총에서도 채택할 수 있는데, 보통 포이즌 필을 도입하는 bylaws는 이사회에서 채택을 하는 것 같고요. 그렇게 채택을 해 놓으면 근거가 무엇이냐, 도대체?

그러면 말씀드린 대로 그 Moral case에서 Delaware 회사법 157조에 나오는 warrant를 발행할 수 있다는 조항하고, 그다음에 Delaware 회사법 141조에 있는 회사의 business는 board에서 그냥 결정한다, 이 두 가지 조항을 근거로 해서 그냥 포이즌 필을 유효하다고 하는 것이거든요.

그러면 우리나라에서 과연 포이즌 필을 이사회에서 도입할 수 있느냐는 문제가 해결하려면 warrant 근거조항이 있어야 되는 것이고, 우리는 강행법규니까 있어야 되고, 그다음에 과연 이것이 이사회 업무냐, 회사의 경영권을 방어하는 것이 회사의 업무냐? 회사의 업무라는 것이 해결이 되어야 할 것 같고, 그런데 후자가 사실은 조금 더 fundamental한 부분이 아닌가? 이런 생각이 듭니다.

○ 송중준 위원장

그러니까 특히 그 중에서 공격자, 인수인도 옵션을 다 똑같이 주는 것인데, 구체적으로 일정한 triggering event가 생겼을 때 그 옵션의 행사요건 있죠? 그것이 충족이 될 때 그 사람은 배제된다는 것이, 난 그래서 그 부분이 저번에 일본에서 오신 학자들한테도 질문을 했는데, 나중에 대답하기로는 이사회에서 그렇게 하더라도 나중에 주주총회에서 그것을 어떻게 관여할 여지가 있

때문에 주주평등의 원칙에 벗어나지 않는다, 비슷한 그런 식으로 이야기를 해 가지고 아직도 이해가 잘 안 되거든요.

○ 이현철 위원

그 부분을 제가 하나 말씀드리면요. 그 부분이 참 재미있는 것이 Bulldog Sauce case에서 인용한 그 논리는 뭐냐 하면 주주평등에 바라는 점에 대해서, 첫 번째로는 그것이 회사의 corporate value, 기업가치와 주주공통의 이익에 반하는 것이냐, 적대적 인수자의 공격이, 그것을 판단해야 되고, 두 번째로는 그 방어수단이 fair하고 reasonable해야 되느냐? 그 2개 기준을 썼거든요. 그 2개 기준이 바로 Unocal case입니다.

그런데 미국에서 이 Unocal case는 board가 기존 주주한테 fiduciary duty를 다했느냐, 안 했느냐를 판단할 때 기준을 Unocal case로 썼는데, 일본에서는 똑같은 기준을 가지고 가가지고 그 fiduciary duty를 판단한 게 아니고, 주주평등의 원칙에 반하느냐, 아니냐라는 판단을 할 때 같은 기준을 사용한 것 같습니다.

그래서 어떻게 보면 같은 기준을 가지고, 그러니까 어떻게 보면 일본에서는 기존 주주에게 이익이 되느냐, 아니냐를 판단하는 기준을 가지고 공격자에 대한 주주평등의 원칙, 주주평등의 원칙은 공격자의 권리 아니겠습니까? 공격자의 권리로서의 주주평등의 원칙문제를 해결하는 수단으로 사용한 것 같아요, 그 Bulldog Sauce case에서.

그리고 범무성하고 경제산업청 지침에서도 사실 그런 식의 이야기들이 좀 나오는

것 같고요. 물론, 지침에서는 주주평등의 원칙을 굉장히 쉽게 찾습니다. 뭐라고 했냐 하면 warrant를 받을 권리는 주주의 right가 아니라 privilege다. 그것은 하나의 주주권 내에 포함되는 것이 아니고, 그래서 그것은 아예 주주평등의 원칙의 적용도 받지 않는다, 지침에는 그렇게 간단하게 그 문제를 봤거든요.

그런데 법원에서는 그렇게까지 당연히 주주평등의 원칙은 받는 것이고, 다만 그런 논리를 해결할 수 있다, 미국 논리를 끌어다가 자기들 문제를 해결하는 수단으로 그렇게 쓴 것 같습니다.

또, 우리도 가능하면 그런 논리를 가지고 이 주주평등의 원칙을 해결할 수 있는 것이냐? 그런 부분입니다.

○ 송중준 위원장

그 부분에 대해서 좀 말씀을 한번 사건을 많이 주시면 좋을 것 같은데요.

○ 이준식 검사

이현철 위원님께서 곧 가셔야 하기 때문에 하나 질문을 드리겠는데요. 14쪽에 맨 밑에 보면 회사와 주주의 부분 해가지고 그 발표자료에 이 ‘주식의 저가발행이 회사의 손실이다, 손해다.’ 이래서 배임죄와의 관계에서도 문제가 된다고 이야기하셨는데, 이것은 회사자본임금이나 이런 데 변경이 없고, 극단적으로 1만 원짜리 주식이 5,000원짜리가 되는 대신에 2배가 늘어난다고 그러면 회사에 손실은 없는 것 아닌가 싶거든요.

○ 이현철 위원

이게 사실은 에버랜드 case가 그런 이슈가 되어 있거든요. 그러니까 양론이 있지 않습니까? 하나는 회사 입장에서는 돈이 들어온 것 아니냐, 주식 더 발행하고, 주식이 몇 주 발행하든 그것은 주식 수의 문제인데 회사하고 관계가 없는 이야기이고, 돈이 들어온 것이니까 회사에는 손해 본 것이 없는 게 아니냐는 것이 하나의 논리이고.

하나는 원래는 이 주식의 객관적 공정가치가 예를 들어 50,000원이다, 그런데 5,000원에 발행했다, 그러면 회사는 아주 자기 가치 있는 것을 발행하고 45,000원을 덜 받은 것 아니냐, 그만큼을 기회손실을 본 것이 아니냐? 이런 주장이 있는 것 같습니다.

그래서 과연 주식 또는 전환사채 발행과 관련해서 회사에게 손해가 있다고 볼 수 있느냐, 객관적 가치보다 저가인 경우에. 그에 대해서 논의가 많이 있는 것 같고 지금 실무에서는 기존 주주한테 모든 주주와 똑같이 신주인수권을 주면 그것까지 배임이라고 하기에는 어려운 것이 아니냐? 그런데 그 경우에도 어떤 소수적인 견해는 그것도 문제가 있다고 하는 분도 있더라고요.

그런데 특히 기존주주 모두에게 주는 것이 아니고 뭐, 제3자 배정을 한다든지, 이 경우에는 제3자 배정은 아니지만 특정 주주가 빠지지 않습니까? 빠지는 경우에 그러면 저가발행 문제는 결국 기회손실 문제가 생기는 것 아니냐? 그런 문제이고, 아까 말씀드린 Moran case에서는 그 부분도 이슈가 됐거든요. 회사에 손해가 있는 것 아니냐 했는데 법원에서는 회사에 돈이 들어왔기

때문에 그것은 회사의 손해로 볼 수 없다고 판단을 했는데 우리 같은 경우에 그런 에버랜드에서 많이 다투어지고 있지만 그런 case에 비추어볼 때 과연 포이즌 필의 경우에는 저가 발행은 분명한데, 그러면 회사에게 손해냐, 아니냐? 또는 손해라 하더라도 다른 어떤 counter 이익이 있으면, 그에 상응하는 이익이 있기 때문에 이것을 상쇄할 수 있는 것이냐? 이런 이슈는 한번 짚어야 되는 것 아니겠습니까? 포이즌 필 관련 해서...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

재정부의 강종석 과장입니다. 일찍 가신다고 그러니까 몇 가지만 좀 물어보겠습니다.

제가 며칠 전에 신문을 보니까 회사 이름은 정확하게 모르겠는데요. LBO 관련해서 판결이 하나 난 것 같은데, 아마 동일한 취지인 것 같아요. 그래서 주주이익보다도 기업가치 측면으로 우리 법원이 좀 들여다보는 경향이 있어 가지고 그것 관련해서 comment 부탁드립니다.

그다음에 최근에 Yahoo! case를 보면 지금 종전에 Microsoft사가 2단계 정도로 해서 그것을 염두에 두고서 하나 offer를 냈다가 지금 reject 상태로 된 상태이고, 거기에 지금 칼 아이칸인가 우리나라에서 정확한 것은 모르겠는데 아마 그쪽일 거예요. 그쪽에 하나 붙어가지고, 그런데 보다 보니까 포이즌 필이 아마 Yahoo!에도 도입된 것 같더라고요. 정확한 것은 모르겠습니다. 그래서 제가 계속 찾아보고 있는데 정확한 해답을 모르는데, 이것과 관련해서 과연

triggering event로 볼 수 있겠는데, 아무튼 triggering event 상태에서 한 건도 안 됐다고, 결국은 포이즌 필한 상태에서는 불가능한 상태인데, 어떻게 해서 그 사람들, 칼 아이칸이 목적은 추정만 하지만 왜 그렇게 했는지는 추정은 했는데, 요즘 그 관계를 관찰하고 생각해 보신 적이 있는지 하고요.

그다음에 본질적인 것으로 들어가서 미국이나 물론 반론이 있겠습니까마는, 미국 같은 데에도 소위와 경영이 기본적으로 분리되어 있고, 그래서 이사회 독립성이 그만큼 사람들이 믿을 수 있고, 그다음에 일본 같은 경우에는 피라미드 구조 자체는 인정이 되더라도 실제 경영형태에서는 느슨한 사장단 회의형태로 하는데 과연 우리 현실에서 이사회한테 그렇게 수권을 해서 할 수 있는 것인지, 만약 포이즌 필을 한다고 봤을 때, 그게 근본적인 의문이 들고요.

그다음에 한 발 더 나아가서 지침이랑, 예를 들어서 법무성 경제통상산업성 그 지침이랑 그 판결, 약간 주주가치, 기업가치 좀 차이는 있고, reasonable, 상당성 뭐 이런 소위 말해서 일반적으로 인정됐다고까지 할 수 있을지 모르겠는데 아무튼 그런 기준을 법제화를 시켜서 좀 사법적 심사의 판단 영역, 방향성을 제시해 준다든지, 아니면 실제 기업들 내지 경영현장에서 사람들에게 예측 가능성을 제고시켜주는 게 필요하지 않냐? 이런 반론이 제기될 수 있는데 거기에 대해서 어떻게 생각하시는지...

○ 이현철 위원

첫 번째로 LBO 판결은, 이번에 나온

LBO 판결은 여기 14페이지 하단에 나와 있는 그 판결에 따라서 이루어진 고등법원 판결입니다. 그래서 같은 case입니다. (주)신한이라는 회사 정리절차에 있던 법인을 인수하면서 결국 LBO scheme을 이용한 것입니다. 회사 재산을 담보로 제공을 한 것인데요.

그래서 마찬가지로 그것입니다. 결국은 인수자의 인수금용을 위해서 돈을 빌렸고, 그 돈 빌린 것을 담보로 회사의 target company 재산을 준 것입니다. 그래서 그런 경우에 결국 같은 case입니다.

그런 경우에 결국은 법인 입장에서 보면 법인을 독립된 entity로 보면 그냥 자기 재산 담보로 준 것이니까 인수는 주주의 문제이지 법인의 문제는 아니지 않느냐? 그렇게 판단을 한 것이고요.

그다음에 Yahoo! case에서는 Yahoo!가 포이즌 필이 있느냐, 없느냐는 저도 정확히 모르겠는데 말씀드린 대로 포이즌 필이 설령 기존에 도입이 안 되어 있다고 하더라도 Yahoo!가 결국 Microsoft로부터 공격을 받는다면 그때 가서도 사실은 도입을 할 수 있습니다. 이사회 결의로 채택을 할 수 있기 때문에 어떻게 보면 미국의 모든 법인은 포이즌 필을 다 갖고 있다고 보시면 기본적으로 되고요, 기존에 안 가지고 있다고 하더라도.

그리고 보통 triggering event는 공개매수의 착수보다는 공개매수를 통해서 주식을 취득할 것을 조건으로 합니다. 그래서 취득을 안 한다면 trigger가 안 되거든요. 그런데 그 취득에서 공개매수취득 조건으로 포이즌

필의 취소를 조건으로 걸어놨기 때문에 그래서 실제로는 일어나지 않는다는 것이죠. 취소가 되기 전까지는.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그 칼 아이칸 같은 경우에는 일부를 취득한 것으로 보도가 되어 있더라고요. 저쪽은 그냥 Microsoft는 tender offer를 낸 상태이고, 그래서 실제 취득은 안 된 것으로 추정되고요. 그래서 포이즌 필 발동여부와는 상관없는데, 칼 아이칸은 실제 취득하면서 예를 들어서 Yahoo! 외 MS와의 계약 자체를 갖다가 합리적 판단도 없이 너무 쉽게 물러섰냐? 이렇게 보고 있는데, 그 자체가 triggering event 성격이 아니겠느냐? 왜냐하면 실제로는 칼 아이칸은 주식을 취득했고, 그런데 triggering event, 포이즌 필 있는 상태에서 그것이 불가능하다는...

○ 이현철 위원

퍼센트가 몇 퍼센트 안 되죠? 제가 알기로 한, 그렇죠?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

2~3% 정도...

○ 이현철 위원

그 정도는 triggering event 보통 20%. 그래서 칼 아이칸이나 그런 것을 하는 사람들이 한 1~2%. 어떻게 보면 significant block을 취득한 다음에 경영진을 압박하는 거거든요. 결국 그것을 accept하면 주가가 오를 것이니까.

그다음에 마지막에 말씀하셨던 법제화 문제, 지침과 그런 Unocal standard를 우리 법제화로 할 수 있겠느냐, 사실 그 문제는 저희 위원회에서 사실 고민을 해야 할 부분 같은데, 현실적으로 말씀드리면 그것을 법제화를 일본에서는 물론 안 했는데, 법제화를 안 하고 우리 법원을 설득할 수 있겠느냐의 문제는 아주 큰 문제인 것 같습니다. 우리 법원이 이렇게 LBO case나 이렇게 보면 과연 법제화 없이 설득이 가능하겠느냐...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

이사회 여부는...

○ 송종준 위원장

이사회 권한으로 할 수 있겠나라는 질문...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

우리 사회에서...

○ 이현철 위원

아, 우리 사회에서?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

예.

○ 이현철 위원

사실 그 부분은 조금 민감한 문제인데요. 그것은 이사회 판단에 맡겨야 되겠지만 소유구조에 따라서 조금은 다른 의미를 가질 수는 있겠죠. 분산소유구조냐, 집중소유

구조냐에 따라서 어떤 적대적 M&A 방어수단이 갖는 의미는 조금 다를 수 있겠죠. 분산소유구조에서는 결국은 분산된 주주를 보호하기 위해서 bargaining agent로서 management가 할 수 있는 것 아니냐? 이게 기본 논리거든요. 그러면 집중소유구조에서는 어떤 논리가 가능하겠느냐? 그것은 우리 과제가 아닌가 싶습니다.

○ 송종준 위원장

참고로 회사법, 상법 개정안 입법요구된 것에는 이 포이즌 필이 미국의 기준으로 따지면 배당으로써 주어지는 것들 아니에요? 그렇죠? 그런데 지금까지 현행 상법으로는 주식 또는 현금 아니면 배당을 할 수가 없으니까 ‘우리는 안 된다.’ 이렇게 다르게 해석을 하는데, 지금 입법 예고된 개정안에는 배당을 이사회에서 할 수 있도록 되어 있습니다. 그리고 주식 현금뿐만 아니라 기타 재산까지 다 허용하고 있기 때문에 이게 만약 도입이 되면 거의 완벽하게 미국처럼 할 수 있어요. 지금 상황이 그렇게 되어 있거든요.

그랬을 때 이것이 결국은 개정이 되면 그런 현행 상법의 내용과 같은 속에서 다루어지는 것이기 때문에 전략적인 방어권을 행사할 때 거의 환경은 미국적이라고 볼 수 있지 않겠나 싶어요.

○ 강희철 위원

재산으로서도 배당을 할 수 있다고 해서 warrant까지 줄 수 있다는 그것과는 조금 다른 문제 아닌가요?

○ 송중준 위원장

그것은 해석의 문제인데요. 그리고 warrant는 배제되느냐, 이것도 해석문제인데...

○ 권종호 위원

지금 warrant가 지금 개정초안에 안 들어와 있잖아요.

○ 송중준 위원장

안 들어와 있죠. 그러니까 warrant의 법적 근거사실이 없죠. 없습니다. 없으니까 이것을 두어야 되느냐, 마느냐? 이런 문제가 여기에서 사실 다 두는 것으로 족할 것이냐, 포이즌 필을 도입할 것을 나중에 검토가 될 부분들이긴 하지만, 어쨌든 있다고 했을 때에는 충분히 대상이 되는 것이 아니겠느냐, 좀 긍정적으로 해석을 하고 싶은데.

○ 여은정 위원

예, 제가 아까 그 말씀하신 Yahoo! case에 대해서 잠깐 한 가지만 언급을 하고 싶은데요. Yahoo!의 case는 지난번에 제가 발표할 때 잠깐 말씀드렸듯이 비협상, 그러니까 이사회나 그 경영진과 협상을 하지 않고 이쪽에서 일방적으로 bid를 낸 것인데 그것이 모두가 적대적 M&A는 아니거든요.

그러니까 적대적 M&A가 성사가 되려면 이 Yahoo!의 이사회는 가격만 맞으면 충분히 팔 의사가 있기 때문에 이것은 적대적 M&A의 event와는 조금 거리가 있고요. 그냥 협상하지 않고 비협상 인수시도가 있었다라고 볼 수 있고요.

그리고 실제로 적대적 M&A가 되려면 이사회에서는 경영권 방어를 하려고 하고, 저쪽에서는 공개매수를 통해서 어느 상당부분 지분취득 시작이 되어야지 이제 적대적 M&A가 지금 과정에 있다고 이렇게 말씀드릴 수 있고요.

저도 궁금한 게 하나 있어서 여쭙보려고 하는데요. 지금 미국 아까 말씀하신 것 중에서 포이즌 필하고 시차임기제하고 결합을 하는 경우에 가장 강력한 M&A의 방어수단이 된다고 하셨는데 실제로 미국법에서는 이런 복수방어수단 도입에 대해서 제한이 없는지 좀 궁금한데요. 우리나라의 경우 현재 많은 기업들이 정관변경 등을 통해서 여러 가지 방어수단을 도입하고, 그게 허용되고 있는 상황에서 포이즌 필을 도입할 수 있는 그런 상황이 된다면 우리도 어떤 식으로든 적대적 M&A의 그야말로 immune이 될 수 있는 그런 수단을 개발하지 않으려는 법은 없을 것 같거든요.

그래서 이러한 경영권 방어수단이 복수로 도입하는 경우에 이런 것을 어떻게 그 폐해를 막을 수 있는 방법이 있는지 그것에 대해서 좀 궁금합니다.

○ 이현철 위원

말씀드린 대로 미국에서 기본적으로 입법으로 아까 말씀드린 Anti-takeover Statutes는 별론이고요. 입법으로 어떤 방어수단을 도입을 규제하지 않고 있습니다. 그래서 시차임기제는 제도상으로 도입할 수 있게 제도를 만들어놓은 것이고, 포이즌 필 도입이 타당하느냐, 안 하느냐는 결국 사법

적 판단으로, 법원의 판단으로 결국 이게 이사회의 fiduciary duty를 다 한 것이냐, 아니냐? 그 판단기준은 아직 적대적 M&A 시도가 없을 때에는 Business Judgement Rule이고, 시도가 있다면 Unocal이고, 만약 회사를 팔기로 했다면 Revlon이 될 테고, 그런 standard를 적용하는 것이고요.

복수로 도입한다고 해서 이게 남용이다, 아니다, 이렇게 판단하지는 않는 것 같습니다. 원칙적으로는 기존 주주의 이익이 되느냐, 안 되느냐, 기존 주주가 이렇게 하면 더 이익을 보느냐, 안 보느냐가 절대적인 판단이 되는 것 같습니다.

○ 노혁준 위원

아까 말씀하신 것과 관련해서 잠깐 제가 궁금증이 갑자기 생겨가지고 그러는데, 노혁준입니다.

아까 이야기한 사안 중에서 서로 간에 이쪽에서 공개매수할 때에는 저쪽에서 포이즌 필을 없애줄 것을 조건으로 이제 공개매수 들어가서 취득을 다 했고요. 저쪽에서는 그런 식으로 취득할 것을 전제조건으로 해가지고 공개매수가 다 끝나고 서로 간에 대치를 하고 있어가지고 포이즌 필이 사실상으로 행사된 예가 없지 않습니까? 그렇죠? 그런 경우에는 기간 같은 것에는 제한이 없는데 계속 그런 식으로 흘러가서 서로 간에 대치국면이 되어가지고 세팅이 안 된 상태면 조금 불안정성이 생겨가지고 무엇인가 두어야 할 것 같은 생각도 드는데요, 어떻게 되나요, 그것은?

○ 이현철 위원

그것까지는 제가 잘 모르겠습니다, 사실은. 그런데 보통은 그런 수단이 있겠죠. 미국의 공개매수신고서를 보면 우리보다 훨씬 자유롭습니다. 우리는 공개매수 조건을 정하거나 취소하거나 하는 것이 굉장히 엄격하지 않습니까? 규율이 막 되고 있는데, 미국의 공개매수는 상당히 자유롭게 조건을 고칠 수 있더라고요.

그래서 그 기간도 교수님 말씀하셨듯이 너무 오랫동안 pending으로 두면 조금 문제가 있을 것 같으니까, 그리고 보통은 적대적 M&A를 하려는 사람들이 그냥 하는 게 아니고 금융을 조달해 주는 사람들은 다 등에 업고 있지 않습니까? 그러니까 그게 그런 금융이 무한정 다 facility가 유효하지 않을 테고, 일정한 기간이 있지 않겠습니까? 그러니까 그 기간을 무한정 늘릴 수는 없을 것 같아요. 합리적으로라면 일단 제한을 해야 되는데...

○ 노혁준 위원

먼저 그러면 ‘공개매수 제안을 하면서 거기 일정에 따라서 규율이 된다.’ 이런 식으로 이해하고 계시는 것 같은데...

○ 이현철 위원

예. 그것은 ‘case by case’로 법에 의해서 규제되는 부분은 아니고요. 기본적으로 34년법, 증권거래 34년법에서 요구하는 것은 full disclosure이기 때문에 disclosure만 적절히 되면 그런 조건을 붙이는 것은 상당히 사적 자체에 맡기고 있으니까요. 기관

같은 것도 tender offer가 정할 수 있을 것 같거든요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아까 위원장님께서 말씀하신 것과 관련해 가지고요. 위원장님이 아마 수종의 주식 관련해서 아마 말씀하신 거라고 생각이 되는데, 지금 저는 조금 이게 이익의 배당이 라면 이익의 배당이란 보통 우리가 현금하고, 그 다음에 주식배당 무상으로 해 준다는 말이에요. 거기에다가 잔여재산 분배가 있는데 이것은 청산이라든지 회사 정리를 염두에 두고 하는 것인데, 포이즌 필은 이익의 배당이나 잔여재산 분배보다는 오히려 형식적으로는, 물론 실질적인 목적은 경영권 방어가 있겠지만 형식적으로는 저렴하게, 유상증자는 회계학적으로 볼 때에는 결국은 자본을 조달하는 효과가 있는데 그것을 근거로 해서 입법예고안에 있는 수종의 주식 조항을 근거로 해서 과연 할 수 있는지는 조금 의문이 드는 것 같아요. 오히려 거꾸로...

○ 송종준 위원장

그것은 정확하게 말씀드리면 개정안에서는 수종의 주식이라는 개념은 없어졌고요. 종류주식으로 도입이 됐고, 뒤에 회계부분에 이익배당에 관한 규정이 있어요. 그래서 이원적인 시스템으로 현행 주총에서 결정하는 것도 있고, 이사회에서 할 수 있도록 하는 그런 것이 다 허용이 되어 있거든요. 그렇다고 할 경우에 포이즌 필의 본질적인 내용

은 warrant란 말이에요. 신주인수선택권이죠. 그것을 준다는 것이죠.

그렇기 때문에 복잡한 것 따지지 않고, 예컨대 warrant 하나만 발행할 수 있는 근거만 두면 모든 것이 시장에서 다 알아서 돌아가게 되어 있도록 가능하죠. 지금은 그 근거가 없으니까 다소 문제가 될 수 있다는 이야기이고...

그리고 참고로 우리 위원들이 꼭 알아야 될 부분이 있다고 생각하는데, 여러 가지 주회사법이 방어수단으로 알려져 있는데, 실제로는 인수 자체를 굉장히 어렵게 하는 측면이 많거든요. 그래서 사실상으로는 전략적으로는 방어의 기능을 가져서 이것이 방어수단으로서 statutes를 이용한 것으로 이해를 하는 경우가 많은데, 실제로는 인수를 억제하는 측면이 있는 요소가 아닌가 싶은 생각이 들잖아요.

그런데 어떻게 미국의 주회사법이 주식 취득을 어렵게 하고, 예컨대 control share를 인수하는데 주총 결의를 거치도록 하는 등등 아주 복잡하고도 어떻게 보면 재미있을 정도의 이런 내용들을 그런 규정을 두게 되는지 그 배경이 굉장히 궁금해요.

○ 이현철 위원

사실은 지금 Anti-takeover Statutes는 두 세대가 있더라고요. 첫 번째 세대에서 그런 것을 많이 도입을 했는데, 어떻게 보면 굉장히 좀 황당한 것들을 많이 도입했는데, 그게 위헌판결이 처음에 났었죠. 처음에 그렇죠? 그러다가 지금 나오는 것들은 다 2세대, 지금 말씀드린 것들은 다 2세대

Anti-takeover Statutes인데, 어떻게 보면 이렇습니다.

지금 제일 대표적인 데가 Pennsylvania 주가 되고 이런 주가 있는데 이렇게 황당한 Anti-takeover Statutes를 도입하는 주는 대부분 별로 의미가 없는 주입니다. 실제 회사법의 중요성에 있어서는 대부분의 상장기업들과 중요기업들은 다 Delaware주에 설립근거를 두고 있기 때문에 이런 주의 회사라는 것은 뭐냐 하면 상장법인도 아니고요, 보통은. 어떻게 보면 그 주에서 활동하는 지방회사라고 보시면 될 것 같아요. local company들. 그러니까 그 local company들의 local interest들이 있지 않습니까? 그 주의회나 이런 데 영역을 다 행사할 수가 있고, 그러니까 그 주 의회에서 그 사람들의 이익을 어떻게 보면 대변한다고 그럴까요? 그런 의도에서 많이 제도가 나온 것 같고요.

Delaware주만 해도 이런 황당한 조항들은 거의 없습니다.

○ 송종준 위원장

그런데 실제로는 Ohio나 Indiana나 뭐 Pennsylvania나 이런 데 중에 농촌이 많은 주에서 이런 회사법을 처음으로 만들어가지고 중요한 것은 그 주 하나만으로 끝나는 것이 아니라 미국의 전역의 주에 다 확산이 되어서 모든 주회사법으로 채택하고 있다는 거란 말이에요. 그게 아주 굉장히 이해할 수 없는...

○ 이현철 위원

예. 그게 사실 미국의 제도들은 각 주별

로 보면 그렇게 전국적으로 보면 황당한 것들도 나오는데, cooperation 가르치는 교수님들은 그런 제도를 보고 'Who cares?'라고 그러거든요. 왜냐하면 시골에 있는 주들은, 사실 전국적인 회사, 예를 들어 New York Stock Exchange 라든지 NASDAQ이라든지 이런 데에서 별로 고려를 안 한다고 생각하더라고요. 그런 회사들의...

○ 송종준 위원장

미국 회사법 교수들이 우리는 미국의 주회사법까지 다 공부하고 있는데 그 사람들은 거의 몰라요. 미국에는 아무런 규제가 없는 것처럼 모든 것을 이야기하는 것을 보고 진짜 깜짝 놀랄 정도로 그런 생각을 했거든요. 그런데 실제로 구체적으로 들어가면 각 어느 주에 있는 회사에 다 이럴 것 아니겠어요. 그러면 연방 회사법이 있는 것도 아니고, 결국 그 나라 그 주의 주회사법으로 적용해서 모든 것을 할 텐데, 의외로 미국의 전문가들이...

○ 이현철 위원

모릅니다. 다 Delaware를 이야기하지 다른 주는 모릅니다. 그리고 실제로 그게 중요한 것은 의미가 별로 없다고 생각을 하는 거죠. 그러니까 중요한 게 Delaware, New York, California 넘어가면 별로 사용이 안 되기 때문에 그런 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그리고 최근에 참고로 말씀을 드리면 여러 가지 2000년대 들어와서 이런 신종 포이

즌 필이라고 하는 게 예컨대 trouble right plan 이런 것들이 도입된 데가 많네요. 무슨 Texaco라든가 Lockheed, Pennzoil 이런 데에서 해가지고 굉장히 많이 전파가 되는 것 같은데, 이것은 예컨대 20% 주식을 취득했을 때 옵션을 행사할 수 있는 사유가 발동요건이 되잖아요. 그런데 예컨대 그 회사 주식을 전부 싹 취득하겠단, 이렇게 tender offer를 만약에 했을 때, 이때에는 자기네 정관으로 일체의 방어권을 행사할 수 없도록 하는 포이즌 필 자체의 효력이 소멸하게 되는 이런 조항을 두는 이런 것이 또 유행하는 case가 있고 또 일본 같은 경우에는 일종의 sunset plan을 채택을 했죠, 일본은. 그래서 포이즌 필을 2년, 3년 내에 주총이 사후에 승인을 안 하면 자동적으로 소멸하게 되도록 하는 이런 것들이...

○ 권종호 위원

어떤 형태로든 포이즌 필은 주주의 총의로써 체결할 수 있어야만...

○ 송종준 위원장

있어야만 되도록. 그게 이제 일종의 주주가 참여해야 된다는 이런 생각이...

○ 권종호 위원

총주주의 동의로써 없애겠다는 것은 뺄 수 있도록.

○ 송종준 위원장

그래서 미국에서 전체적으로 보면 포이즌 필 자체에 대해서 학자들은 부정적인 입

장이 강한 것 같아요. 학자들은 부정적인 입장이 굉장히 강하고, 이제 실무계, 법원이 이제 그 중간에 서서 실무기업계 쪽의 의사를 상당히 존중하는 이런 입장이 판례입장이 아닌가 싶은 생각이 들고, 그래서 미국에서 나오는 일반적인 큰 견해의 흐름은 어떻게든지 이 주주의 의사가 이것을 채택할 때 반영이 되도록 하는 방안이 옳은 방안이 아니냐 하는 논의들이 아마 거의 가장 최근에 나오는 일반적인 흐름 같아요.

○ 연태훈 위원

저도 하나만 질문하겠습니다. 제가 조금 늦게 들어와서 혹시 이야기가 됐던 것인데 제가 또 재질문을 하더라도 양해 해 주시고요.

저도 세부적인 detail을 잘 이해하지 못한 것일 수도 있겠습니다만, 뭐 아까 말씀했듯이 포이즌 필이 실제로 trigger가 되든, 안 되든 어쨌거나 기능적으로는 주어진 역할을 수행하였다는 전제 하에 첫째로 궁극한 것이, 그것과 관련해서 결국 법원에 온다는 것이 누군가가 소제기를 한다는 것이고, 소제기를 한다는 자격이 주주에게만 주어지는 것인지, 그러니까 공격자도 주주로서 주식을 이미 가지고 있기 때문에 이런 소제기가 가능한 것인지, 아니면 다른 기타 이해관계자, 하여튼 이런 부분들이 있고요, 도대체 누가 소제기를 할 수 있는가의 이슈가 있고.

그다음에 말씀하시는 것을 아까 제가 이해했을 때에는 어쨌거나 이게 어떤 기준을 적용하든 간에 궁극적으로는 기존 주주의

이해가 가장 중요한 판단의 기준이 된다고 말씀하셨던 말이에요.

그래서 그 경우에 소가 이루어졌을 때 입증책임, 그러니까 기존 이사회와 인수시도자 간에 누가 더 우월한가에 대해서 우월을 입증하는 책임이 누구한테 부여되느냐도 사실 궁금한 측면이 있고요.

그리고 사실 근본적으로 가장 궁금한 것은 만약 소제기가 됐을 때에는 항상 어쩔거나 주주의 이해관계가 가장 중요한 판단의 기준이라면 왜 그것을 애시당초 주주총회의 의결사항으로 안 하고 이사회 사항으로 했느냐는 부분인데요, 그러니까 무슨 이야기나 하면 소송의 비용이라는 부분이 분명히 있을 것이고 주주총회를 하는데 따른 비용이 있을 텐데, 모르겠습니다. 소송의 비용이라는 것이 어떤 의미에서 보면 훨씬 더 크다고 이야기들을 많이 하는 것이고, 우리나라에서도 그것 때문에 남소 이야기가 매일 나오고 있는 상황에서 주주총회 의결로 이런 일들이 이루어졌다면 추후에 어떤 이론의 여지가 사실 없는 상황에 딱치게 되는 것이고, 그럼에도 불구하고 이사회에게 권한을 부여하고 발생하는 분쟁에 대해서는 소를 통해서 해결하도록 한 어떤 이유가 무엇인지 사실 궁금한 측면이 있습니다.

○ 이현철 위원

첫 번째로 소제기 standing, 그러니까 원고적격이 누구한테 있느냐? 보통 절차들은 다 가치분이 많은 것 같습니다. Preliminary Injunction, 그러니까 enjoin하는 거죠, 그 절차를 stop하기 위해서. 보통은 warrant를

발행하려고 하는 것이니까, 그렇죠. 그 warrant를 못 발행하려고 하는 그런 어떤 가치분 절차로 보통은 되고요.

보통 보기에는 공격자 측, 그러니까 꼭 주주가 아니라도 되는 것 같습니다. 자기가 어떤 이해관계를 가지면, 그리고 Moran case라고 말씀드렸는데, 지난번에 말씀드린 첫 번째 case인 Moran case에서는 그 Moran이 회사의 이사입니다. Household Company의 이사입니다. 이사인데, 이 case에서는 실제 공격자는 없었거든요. 아직 공격이 있기 전에 일단 이 포이즌 필을 채택을 했고, 사전적 예방조치로써, 거기에 대해서 Moran이 불만이 있었던 것 같습니다. 그래서 Moran이라는 이사가 제기를 한 것입니다.

그래서 이사, 주주 또는 공격자도 할 수 있는 것 같습니다. 그래서 가능한 것 같아요.

그다음에 주주이익이라는 측면이 기준이고, 누가 더 우월하냐? 공격자와 방어를 하는 경영진, 그래서 입증책임이 누구에게 있느냐?

그래서 사실 제가 엄밀하게 입증책임 문제를 누구에게 있느냐는 사실 정확히는 모르겠는데요, 일반적으로는 이렇습니다.

일반적으로는 이 영역은 지난번에 말씀드렸듯이 duty of care의 영역이나, duty of loyalty의 영역이나, 우리말로 선관의무영역이나, 충실의무영역이냐가 하나의 문제인데, 일응은 선관의무 쪽으로 보는 것이죠. duty of care, 왜냐하면 이사가 이 건 문제에 대해서 회사하고 직접 financial conflict of

interest는 없는 것 같습니다. 왜냐하면 이사가 직접 주식을 거래하는 것은 아니기 때문에 없지만, inherently 문제가 있다. 왜냐하면 자기의 지위가 걸려 있기 때문에.

그래서 Unocal에서는 조금 더 enhanced 된 어떤 duty를 요구하는 거거든요. 원래 business judgment rule보다는.

그래서 이게 business judgment rule의 영역으로 그냥 판단이 되면, Moran처럼. 그러니까 아직까지 적대적인 M&A 시도가 있지 않아가지고 business judgment rule로 판단이 된다면 일단 board가 입증해야 될 것은 자기가 good faith로 했고, 이 결정을. 그다음에 자기의 결정이 informed decision이다, 충분한 정보를 가지고 있다, 이것은 이사회가 해야 되죠. 그러면 그 이상은 법원이 더 이상 judicial review를 안 하겠다는 것이 business judgment rule이거든요.

그리고 Unocal standard에서도 첫 번째는 threat이 존재하고, 그렇죠? corporate policy나 effectiveness에 대해서 뚜렷이 존재하고, 두 번째로 채택한 수단이 합리성이 있어야 된다, 이것은 사실 board가 거기까지 입증해야 될 것 같습니다.

그리고 세 번째로 말씀하신 이게 주주의 이해관계인데, 왜 주총에서 판단을 하지 않고, 결국 비용 면에서도 그러한데 왜 주총에서 판단하지 않고 소송까지 가게 만드느냐? 그게 question이셨는데요.

제가 맨 서두에 말씀을 지난주에 드렸듯이 포이즌 필이라는 제도는 기본적으로 어떤 적대적 인수 시도가 있을 때, 적대적 인수라는 것은 기본적으로 회사 주식을 사겠

다는 시도거든요. 시도가 있을 때 그것을 accept할지 말지를 누구에게 권한을 줄 거냐의 문제로 이해를 했습니다, 맨 처음에는.

그래서 포이즌 필을 인정한다는 것은 그 권한을 이사회에 주겠다고 한 것이죠, 주주에게 주겠다고 한 것이 아니고. 그래서 지금 우리가 논의하고 있는 주총에서 포이즌 필을 도입하겠다는 것은 원래의 취지하고는 안 맞는 것이죠. 원래의 취지가 포이즌 필을 인정하는 것은 적대적 인수 시도에 대한 accept할 실제 파워를 이사회에게 준다는 것을 의미하는 거를 의미한다고 봤거든요. 첫 페이지 하단에 보시면 'Poison pills have fundamentally altered the allocation of power between managers and shareholders.' 이렇게 되어 있거든요. 그래서 기본적으로 포이즌 필이 그렇게 되어 있고, 그 배경이 되는 national은 뭐냐 하면 기본적으로 분산소유구조를 전제로 하고 있습니다.

뭐냐 하면 소유자들이, 주주들이 다 흩어져 있기 때문에 이 소유자들은 첫째, 정보가 없고, 그리고 자기 스스로를 informed 할 어떤 인센티브가 약하다는 것이죠. 그런 것이 약하기 때문에 이 사람들보고 결정하라고 하는 것은 정확한 판단을 하기가 어렵다는 것입니다. 정보도 없고, 어떤 그 사람들이 그런 충분한 정보를 얻으려면 그만큼 cost를 써야 되기 때문에 그 cost를 쓰면서 자기가 버는 benefit이 너무 작기 때문에 이 사람들은 어떤 informed, proper decision을 할 어떤 인센티브나 능력이 없는 사람들이다, 정보가 없는 사람들이다.

그래서 어떤 bargaining agent로서 board가 대신 판단을 해 주게 하는 것이죠, 분산 소유구조 하에서. 그래서 이 이사회가 판단하는 것이 주주총회에서 판단하는 것보다 더 나은 의사결정을 하게 한다는 게 기본적인 그런 사고방식이었던 것 같아요.

그래서 물론 지금 위원장님이 말씀하셨듯이 지금의 대세는 그것에 대한 비판적 시각이 많죠. 많고, 주주총회가 오히려 더, 특히 기관투자자라든지 blockholder들이 있기 때문에 적절히 판단할 수 있는 것 아니냐는 그런 반론도 많이 있는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

통계상으로 보면 미국상장회사들 소유구조가 어떻게 되나요? 보통 위임최고 대주주가 5% 내외 아닌가요?

○ 이현철 위원

그냥 널리 perception은 분산소유구조이고 굉장히 minor하다고 그렇게 생각했는데, 실제로 empirical data를 보면 그렇지 않더라고요. 5% blockholder라든지 그 이상의 blockholder가 상당히 많이 존재하고 있습니다, empirical data를 보면 실제로.

그래서 미국사람들, 예전에는 왜 미국이나 영국은 분산소유구조이고, 아시아나 Continental Europe은 왜 집중소유구조냐? 거기에 대해서 논의가 많았는데 미국학자들이 다시 한 번 미국 것을 보니까 거기도 block이 많고, 실제로 영향력을 많이 행사하는 어떤 지배주주에 가까운 주주도 상당히 있다는 것이 요즘 data는 많이 나오는 것

같아요.

그래서 과연 이 분산소유구조가 미국의 진정한 소유구조가 많느냐? 거기에 대해서는 의문이 많이 제기되는 것 같습니다, 실제로.

○ 신영선 공정위 경쟁정책총괄과장

공정거래위원회 신영선 과장인데요.

조금 전에 재정부에서도 우리 상황에서 포이즌 필을 이사회에 맡길 수 있느냐? 이런 이야기를 했습니다만, 미국에서 이제 사외이사한테 이 포이즌 필 발동여부를 부여한 것은 지금 말씀하신 소유구조분산, 지배주주가 없고 이런 측면도 있겠습니까마는, 기본적으로 사외이사가 독립성이 있으니까 이사회가 독립적으로 기존 경영진과 공격자 중에서 누가 더 기업가치를 높이는데 도움이 되느냐, 이것을 판단을 한다는 것이죠.

그래서 기존 경영진이 더 도움이 된다고 판단을 할 때만 발동을 한다, 이런 컨셉이 있는 것이고요. 설령 기존 경영진이 이사회를 장악을 해서 공격자가 더 기업가치를 높임에도 불구하고 발동을 했다? 그러면 이제 적극적인 기관투자자의 rule이 나오는 것 아닙니까? 소를 제기한다든지. 이런 장치가 되어 있는 것이고, 상대적으로 EU는 주총에 맡기는 게 이런 기관투자자의 rule이나 또 사외이사 독립성이 상대적으로 약하다, 그런 인식이 깔려있기 때문에 주총에 맡긴다고 생각이 되거든요.

우리 상황은 어떠냐? 사외이사 독립성 충분히 확보되어 있느냐, 그렇지 않다고 생각되고요. 주총에 맡겨도 우리 지배주주가

있기 때문에 마찬가지로 생각이 되고, 더군다나 이제 출종제가 폐지가 되고 하면 계열사출자라는 하나의 강력한 방어 수단이 있다는 말이죠.

이런 것이 있는 상황에서 과연 포이즌 필을 도입하는 게 이게 올바른 방향이나, 그 점을 강조를 하고 싶고요.

그래서 아까 저도 늦게 와서 말씀을 못 들었는데, 지금 자료 14페이지에 미국과 한국의 차이점 몇 가지 적시를 하셨는데, 결론적으로 여기에 대해서 어떻게 판단하시는 지 의견을 듣고 싶습니다.

○ 이현철 위원

첫 번째 말씀하신 것을 제가 미국 것만 잠깐 comment를 드리면, 미국의 사외이사가 진정한 독립이 되어 있느냐? 그것에 대해서는 사실 학자들 의문이 많은 것 같습니다.

그러니까 우리나라 사외이사들은 주로 교수님들이 많으시고, 변호사들도 많고 그런데, 미국은 다른 기업의 CEO나 이런 business 사람들이 많은 것 같아요. 그런데 독립은 되어 있는데, 독립이 안 되어 있다는 뜻이 아니고 같은 동료의식, 이런 것이 강하다. 그리고 실제로 연고도 많이 있고.

그래서 그러면 미국의 empirical data를 보면 사외이사를 실제로 채택하고, 미국 예전에 사외이사 제도가 의무화되기 전에 사외이사를 두는 회사와 안 두는 회사 간에 이렇게 회사 주가 같은 것을 비교해 보면 별 차이가 없다는 거거든요, 미국의 data는. 우리나라의 data는 그때 Black 교수가 연구

한 것을 보면 차이가 난다라는 게 나와 있는데, 그게 좀 이례적이라고 받아들여지더라고요, 미국에서는.

그래서 미국에서는 사외이사제도가 과연 유용한 것이냐에 대해서는, 특히 경영진으로부터는 조금 독립이 되어 있지만, 문제는 뭐냐 하면 주주로부터도 오히려 독립된 것이 아니냐? 무슨 말이냐 하면 주주의 이해관계와 굉장히 밀접하게 좀 주주를 위해서 봉사할 그런 인센티브가 있어야 되는데 그런 인센티브는 없는 것 아니냐, 사외이사에게. 그래서 사외이사의 어떤 유용성 문제에 대해서는 미국에서도 사실 학자들은 그렇게 믿지 않는 그런 분위기인 것 같습니다.

그래서 사외이사가 있다고 해서 이사회가 이런 권한을 갖는다는 것은 조금 약간 skeptical한 미국의 견해가 있는 것 같고요.

○ 송종준 위원장

그러니까 사외이사 시스템이 잘되어 있으면, 예컨대 사외이사가 중심이 되어 있는 이사회에서 포이즌 필을 도입하게 하는 것이 반드시 논리적으로 연관은 안 된다, 이런 이야기죠?

○ 이현철 위원

그러니까 사외이사의 문제는 사외이사는 'independent from management'이지만 또한 'independent from shareholder'이기 때문에 별 인센티브가 없다는 것이죠. 오히려 자기랑 친한 그런 기존 management에 더 loyal할 가능성이 많다고 보여지고요.

아주 어려운 말씀을 하셨는데, 이것은

사실은 저는 우리가 도입을 한다는 전제에서, 그러니까 미국이나 유럽도 일단 아예 부정하진 않으니깐, 포이즌 필 자체가 뭐 주주평등 때문에 안 된다. 어떻게 보면 우리는 선언적으로 안 된다고 생각하는 거거든요. 선언적으로 주주평등에 반하는 것 아니냐, 이렇게 안 된다고 하시니까 일단 그 논리를 넘어서서 된다고 하는 방향으로 봤을 때 어떤 hurdle이 있느냐를 사실 말씀드린 거거든요. hurdle이 단순히 법만의 문제는 아니다, 법률만의 문제는 아니고 보다 근본적인 문제하고 연결이 되어 있고, 그게 우리 과장님 말씀하셨던 것처럼 과연 조문을 도입해가지고 해결할 수 있는 것이겠느냐, 조문을 아주 자세하게 해서 법원을 가이드할 수 있겠느냐는 것은, 아니면 지침을 해야 되든지 그것은 조금 논의를 해 봐야 될 문제 아닌가 싶습니다.

○ 권종호 위원

연 박사님 말씀하신 것하고 관련해서 제가 생각하고 있는 것 중 하나가 그런 방어 수단으로 이용될 가능성이 있고, 이러면 사실 주주가 모든 것을 주주의사를 존중하는 방법으로 그렇게 방어수단이 이용될 수 있는 제도를 도입하면 불필요한 소송비용이나 이런 것도 줄일 수 있고, 그런데 사실 제도를 보면 성격상 상법에서 도입된 제도가, 도입할 때 그 자체가 방어수단을 목적으로 도입했다기보다는 그 제도가 갖는 고유의 기능을 보고 도입되는 경우가 굉장히 많거든요.

그러다 보면 예를 들어서 신주 같은 경

우에도 기본적으로 모든 주주를 대상으로 발행하게 되면 주주의 이익은 침해되는 것이 없으니까 이사회에서 결의하도록 하고, 예를 들어 자금조달이나 그런 것들이 필요할 수 있으면 그때의 경우에는 3자 배정을 할 때는 주주총회의 특별결의를 거치도록, 그렇죠?

이런 식으로 법은 그것을 보고 해 봤는데, 사실은 신주를 배정하면서, 신주라고 하면 조금 이상하지만, 예를 들어 신주예약권도 그런 취지로써 모든 주주를 대상으로 할 때에는 신주예약권을 이사회에서 결의하도록 하고, 특정할 때에 3자 배정 형태로 할 때에는 주주총회 특별결의로 하고, 아니면 그럴 때 지분가치를 존중할 때 그런 이야기이고, 그게 아니고 행사되는 가격이 저가일 때만 주주총회 특별결의로 하도록 이렇게 해 놓고 이사회 식으로 어떤 법을 정해봤는데, 실제로 쓰기에는 어떻게 쓰이냐 하면 이사회가 모든 주주에게 신주예약권을 깔아 놓을 때 모든 주주를 대상으로 깔게 되면 분명 이사회 결의로 해버리게 되고, 거기에서 발동사건이 예를 들어 20%를 취득하게 되면 거기에 해당되는 사람만 빼고 다른 사람만 행사할 수 있도록 그렇게 조건을 걸 수 있고 이랬을 때, 만약 20%로 빼는 것이 주주평등의 원칙이 되느냐는 것은 별론으로 하더라도 그것이 방어수단으로 쓰이게 된다는 자체는 원래 예상과 다르게 그런 방법으로 쓰게 되니까 결과적으로 이사회가 모든 것을 결정하게 되거든요.

그러니까 그것을 막기 위해서 어떻게 하느냐? 신주예약권을 발행할 때 모든 것을

주주총회로 걸어야 되면 사실은 우리 순수한 입장에서 보면 모든 주주에게 신주예약권을 다 주는데 그것을 굳이 주주총회 할 필요가 있느냐? 그런 문제가 되어서, 그런 것도 상당히 제도 기능 그 자체를 봐서 그렇게 정해 놓은 것이 방어수단으로 이용되면서 그런 문제가 생기는 것도 분명히 있다는 이야기죠.

○ 송종준 위원장

그런데 일본과 관련해서는 회사법에서는 주주한테 줄 때에는 이사회 결의로 하고 제3자에게 줄 때에는 주주총회 특별결의로 하도록 하지만...

○ 권종호 위원

개들은 기본적으로 신주예약권을 줄 때 신주도 마찬가지로, 주주의 지분비율은 중요하지 않다고 생각해서, 그러니까 가격만 공정하면 3자 배정도 가능하다고 하고, 다만 가격이 맞을 때에는 주주총회 특별결의로만 하도록 하고, 3자 배정의 경우에도 가격만 공정하면 비율에 대한 가치는 중요하지...

○ 송종준 위원장

그런데 문제는 이사회에서 쉽게 그런 것을 할 수 있도록 법에 되어 있는데 최근에 법원의 판결과 관련해서 이것이 방어권의 남용과 직접 관련된 부분이 있어서 다 주총결의를 얻는 것이 마치 정답인 것처럼 인식을 하고 그렇게 돌아가고 있거든요. 그렇다면 법이라고 하는 그 자체가 일종의 반성의

계기가 될 수 있는 일본회사법에서는 사실 그런 부분이 있지 않느냐 하는 그런 시사점을 난 준다고 보거든요.

○ 권종호 위원

저도 깜짝 놀란 것 중에 하나가 지금도 기업가치보고서라든가 이쪽을 보면 사실은 주주가 모든 것을 최종적인 control 권한만 있으면 이것이 정당화된다는 것하고, 이게 Bulldog 사건도 그것이 아주 구체화된 사건이다 보니까 그것에 나타난 새로운 부작용 중에 하나라는 것이 주주총회에서 통과만 시키면 된다, 그러니까 새로운 형태의 안정 주주를 만드는 그런 현상이 나타나게 되고, 그러니까 오히려 지난번에 금감원에서 오가지고 이야기했을 때 주주총회가 정말로 제대로 기능을 할 때에는 주주총회에서 모든 것을 하면 되는데, 그것을 또 하나 막는 방법이, 그러면 주주총회뿐만 아니라 주주총회 그런 사항에서는 오히려 독립된 제3자의 기관이 그것을 판단할 수 있는 그런 시도로 양립을 시키는 이런 방법으로, 사실 여러 가지 자꾸 주총에 모든 걸 걸게 되면 오히려 주총을 악용하는 그런 문제도 자꾸 생기고, 그러니까 이게 참 법이 어떻게까지 강화되느냐, 이게 점점 새로운 것을 어떻게 봐야 되는 문제하고도 관련되는 것 아니냐 그렇게 생각합니다.

○ 송종준 위원장

지금 말씀하신 그 내용도 보면 미국의 경우에 TIDE right plan이라고 하는 게 있네요. 그러니까 3 year independent director

evaluation이라고 해서 corporate governance community를 3인 이내에서 구성을 하도록 해가지고 거기에서 포이즌 필이라고 하는 그 자체가 회사에 최선의 이익에 부합하는가, 아닌가 하는 여부를 결정하도록 그렇게 해서 묶어놨는데, Pfizer가 그런 정관규정을 두어서 이게 굉장히 많은 기업에 퍼지고 있다고 하거든요.

그러니까 지금 말씀하신 것들이 다 가능한 idea인데, 그게 또 미국에서는 최근에 나타난, 2000년도 들어와서 나타난 현상이라는 것이죠. 하나의 가능성 있는 idea로 일단 보겠습니다.

○ 권종호 위원

제 개인적인 생각 중에 하나가 사실은 포이즌 필을 이사회가 도입하느냐, 안 하느냐? 이게 중요하다기보다는, 발동권한을 누가 사실 어떻게 어느 시점에서 도입은 했는데, 그것을 발동을 어떻게 하느냐, 자의적인 판단이 개입 안 되도록 어떻게 시스템을 만드느냐, 그게 더 중요한 것 같아요.

오히려 주주총회에서 도입은 해 놓고 발동은 이사회에서 멋대로 할 수 있도록 하면 이것은 진짜 말이 안 되는 것 같으니까, 지금 사실 제가 받아들이는 것 중에 하나가 일본에서 고민은 거기에 초점을 맞추는데, 발동권한을 누가 갖게 되느냐는 게, 항상 통제권은 주주한테 주는 방법으로라는 게 전제가 되는 것 같은데...

○ 연태훈 위원

저희가 논의를 하면서 저는 기본적으로

도입과 발동에 대해서 차별성을 두지 않고 주주 쪽에다 사실 비중을 두는 것이고, 도입을 안 하면 더 좋겠지만 만약에 한다고 하더라도 주총이 도입 혹은 어떤 발동 자체 두 가지 양자에 있어서 주주총회를 하는 것 같고, 주총을 말씀하시는 분들, 그런데 이제, 그리고 또 권 교수님한테 여쭙보려고 했는데 주주총회에서 결정이 된다고 하더라도 또 여전히 소수주주 혹은 그 결정에 대해서 불만을 가지고 있는 주주들은 여전히 소제기는 가능한 게 아닐까라는 느낌이 있습니다. 왜냐하면 아까 말씀하셨듯이 informed decision냐, 그러니까 이사회에 적용되는 것과 완전히 동일한 이유로 사실 주주총회 결정에 대해서도 그게 어떻게 보면 informed decision이나, 혹은 그 의사결정과정 자체가, 혹은 그 지분구조 자체의 별도의 왜곡이 있었느냐? 이런 여러 가지는 사실 논의의 대상이 될 수는 있을 것 같거든요. 그러니까 주주의 이해관계, 이익을 최우선으로 하지만 그것도 역시 여전히 어떤 법적 판단이 필요한 부분도 있다고 판단이 듭니다. 그래서 그런 부분은 어떻게...

○ 이현철 위원

제가 14페이지 보시면 그것을 이야기했는데요. 14페이지 상단 보시면 의문점이 주총결의만으로 충분하지 않은 이유가 무엇인지, 그게 그것입니다.

뭐냐 하면 주총결의를 받더라도 남는 문제가 뭐냐 하면 주주평등의 원칙, 말씀드리 대로 결국은 거기 반대하는 주주, 특히 공격자는 반대했을 텐데, 그 사람들은 자기

권리가 침해당했다는 말이죠. 그런데 남들이 결의해가지고 내 권리가 침해당하는 이게 말이 되느냐, 이게 굉장히 의문인데, 아까 말씀드린 대로 Bulldog Sauce case에서 그 문제를 해결했습니다. 남들이 결의해서 내 권리 침해될 수 있다, 그게 회사 이익이 되고 주주한테 공통으로 이익이 되면 내 권리 침해돼도 된다는 것이죠.

그게 있고, 또 하나가 아까 말씀드린 주주와 회사의 구분이라는 것입니다. 모든 주주가 동의하더라도 이론적으로 말씀드리면 100% 주주가 동의하더라도 회사의 손해가 되면 못하는 것 아니냐, 그냥 논리적으로 그게 1인주주배임이라는 법리하고 연결이 되는 이야기인데, 그런 문제도 있다는 것이죠.

그래서 주주총회의 결의가 만사형통은 아니다, 이런 면도 있습니다.

○ 권종호 위원

이왕 나온 김에 제가 보완 말씀드리겠습니다. 이 Bulldog Sauce 사건이 재미있는 게 방금 그런 취지인데, 주주평등원칙이 계속 문제가 되는 것 중에 하나가, 회사 지침에 보면 애들의 기본적인 생각은 어떠냐 하면, 신주예약을 이용한 포이즌 필이 주주평등원칙에 반하지 않는 이유는 모든 특정주주에 대해서 피해를 주는 것이 아니라, 예를 들어 20%의 주식을 취득하면서 이사회에 예를 들어갖고 사전에 이야기 없이 취득했을 경우에는 신주예약권이 발동한다고 전제를 했을 때 이것은 특정주주를 대상으로 하는 것이 아니라 모든 주주도 거기에

해당되면 그렇게 되기 때문에 이것은 주주평등의 원칙위반이 아니라는 게 기업지침에서 하나의 이야기이고, 또 하나가 이번 Bulldog Sauce 사건에서는 그것이 경우에 따라 주주평등의 원칙에 문제가 된다고 하더라도 회사의 이익을 지키는 것이 더 크면 그것은 주주평등원칙이 전면에 나가지 않는다는 게 하나이고, 또 하나가 이야기한 것 중에 적어도 지금까지 쪽 보면 적어도 공격자한테 피해를 주는 것은 포이즌 필의 성격상 있을 수가 없다는 것이, 그리고 기존의 주주한테는 절대 피해를 줘서는 안 된다는 것인데, Bulldog Sauce 사건에서 하나 재미있는 것은 뭐냐 하면, 지금 제가 알기로 일본에서 처음으로 신주예약을 직접 발행해 가지고 방어를 막은 것은 이 사건이 유일한 사건입니다. 그 전에는 행사되고 이런 것은 없는데...

○ 송종준 위원장

위법하다고 그랬죠? 예.

○ 권종호 위원

그런 이야기에서 공격한 쪽에 대해서 어떻게 했느냐 하면 다른 주주들한테는 신주예약을 다 행사하도록 하고, 공격자가 갖고 있는 신주예약권은 회사가 사들여서 돈을 줬어요. 돈을 주니까 여기에서도 그런 이야기를 하면 공격자에 대해서도 무조건 피해만 입어서는 안 된다고 하는 것이 이 사건의 하나이고, 그래서 그러면 그 피해를 막는 방법은 뭐냐? 신주예약을 행사 못하도록 신주예약을 회사가 사주면 되는 것

이 아니냐고 하는 것이 또 부작용을 낳아서 결과적으로 방어수단은 그냥 적대적으로 들어오는 것을 사주면 모든 것이 되는 것이고, 다시 또 그런 부작용이 있다고 이야기를 하는데, 어쨌든 조금 이 사건이 계속 흘러가는 그런 측면이 있습니다.

○ 송종준 위원장

지금 Bulldog Sauce 사건 판결은 아주 좋은 평가를 받으니까? 일본 내에서?

○ 권종호 위원

그것은 보니까 의연하게 지난번 오오스기 교수 같은 경우에는 이것의 판결이 너무 획일화 되다 보니까 서로 부작용을 낳고 있다는 쪽이고, 간다 교수는 그래도 하여튼 좀 하는데, 예가시라 선생님은 이 판결은 적어도 지침하고는 완전히 다른 판결이라고 그렇게 보는 것 같더라고요.

○ 송종준 위원장

이현철 위원께서 바쁜 스케줄 때문에 미국 건은 이런 정도로 해서 대체로 큰 궁금했던 사항들은 다 나왔지 않나 생각이 들고요.

그다음에 실제적으로 큰 중요한 논의자리가 될 수 있는 것이 일본방어제도에 대해서 권 교수님 좀 발표해 주세요.

[일본의 적대적 M&A 방어제도]

○ 권종호 위원

이쪽은 2006년도에 제가 쓴 원고인데요.

여기에서 보면 제가 이것을 쓰면서 하고 싶었던 이야기는 어떤 이야기냐 하면, 방어수단문제 이것은 특정 예를 들어서 회사법 갖고 이야기해서는 곤란하고 입법, 사법, 행정하고 자율규제까지 총체적으로 전부 전반적으로 봐야 되는 것이 아닌가라는 그런 측면에서 했고, 다행히 일본 쪽도 그런 시각에서 이것은 방어수단문제는 사실 회사법에서 방어수단을 의도적으로 방어수단으로 만든다는 것도 설령 한다고 해도 한계가 있는 것이고, 그래서 회사법에서 도입하는 제도라는 것은 결과적으로 그 제도가 갖는 고유의 기능을 보고 도입하면서 그것이 방어수단으로 이용될 수 있는 제도를 어느 정도 집어넣느냐 하는 것인데, 그와 같이 방어수단으로 이용될 수 있는 문제가 있으면 거기에 대해서는 어떻게 마감하는 이런 쪽으로 해야 되느냐... 일본 같은 경우가 우리나라하고 기본적으로 보면 일본에서 지금까지 적대적 M&A라는 것이 무지하게 많이 생겨가지고 그것이 축적이 되어서 이와 같은 하는 것이 아니라, 적대적 M&A는 지금 사실 일본에서 이야기하는 적대적 M&A라는 것을 우리나라 기준에서 보면 우리나라보다 더 적은 적대적 M&A가 실제적으로 이루어지고 있는 것도 아니고, 그럼에도 불구하고 지금의 적대적 M&A 방어적 수단으로 기능해 왔던 각종 제도들이 제대로 기능을 못하는 그런 사항이 주어짐으로서 멀지 않은 장래에 방어수단으로써 기능할 수 있는 제도가 없어지면 80년대나 90년대의 미국이나 유럽처럼 그와 같이 적대적 M&A가 성행하게 될 것이다. 그것을 염두에 두면 지금에

어떤 액션을 취해야 될 것이라고 입장을 그렇게 취합니다.

그런데 이것이 결과적으로 결정적으로 방어수단으로 이용되는 것은 확실히 염두에 두고 입법이 이루어지는 것은 말할 필요도 없이 2002년도에 신주예약권제도 같은 것이 들어왔을 때에는 방어수단의 이용보다는 신주예약권제도가 가지고 있는 기능 그 자체를 보고 도입했다가 잘 알겠습니다마는 라규다 사건이 터지면서 완전히 방어수단으로, 아주 간단하게 할 수 있는 그런 식으로 방어수단으로 이용될 수 있는 그런 제도를 촉매가 될 수 있는 그런 제도를 도입함으로써 일본의 경우에도 사실 결과적으로 그 단계에서 보면 일본은 미국처럼 적대적 M&A라는 것이 이루어질 수 있는 환경이 갖추어져 있지 않음에도 불구하고 방어수단은 미국처럼 완전히 가버리니까 이런 상황에서는 경쟁자가 적대적 M&A라는 사항에 있어서 경쟁자가 갖는 본질적인 지위라든가 이런 관점에서 보면 방어수단의 남용은 볼을 보듯이 뻥하다.

그러니까 이것을 막는 방법도 하나로, 그러니까 축적된 제도로 할 수 있는, 그것은 도저히 안 되는 것이니까, 그래서 외국 예, 특히 미국의 아까 이야기한 판례 이론이나, 그리고 일본에서도 쪽 이야기되고 있는 판례라든가 학설을 기준으로 해가지고 만든 것이 통상산업성하고 법무성에 말씀드리는 것이 방어수단의 지침이고, 이 방어수단의 지침이 사실은 결정적으로 기능을 하게 되는 것이 계속 일련의 판례에서 그 지침에 따른 판결이 계속 나와 줌으로 해 가

지고 그것이 하나의 지침이 실질적으로 실효성을 갖게 되는...

그러면서 또 하나가 중요한 것이 어떻게 방어수단이 이용되는 것을 궁극적으로 이야기하면 상장회사에서 굉장히 중요한 문제입니다. 이 상장회사에 대해서는 실질적으로 방어수단으로써 남용될 수 있는 이런 제도에 관해서는 동경증권거래소가 그냥 거의 틀어막는 이런 시스템을 갖고 있고, 지금 제가 좀 늘 생각하는 것 중 아쉬운 것 중 하나가 일본의 지침 같은 데에서 보면 지침대로 하면 사실 방어수단이 남용될 수가 없습니다. 굉장히 엄격하게 그런 식으로 되어 있기 때문에, 우리도 제도를 도입하는데 있어서 그것을 방어수단이라는 것도 상법에서 완전히 방어수단을 염두에 두고 제도를 도입할 수는 없는 것 같고, 그 제도의 효용자체를 봐가지고 도입을 하게 되면 그 결과로써 생기는 남용에 대해서는 조금 우리나라에서 우려하는 것도 굉장히 많고, 특히 일본보다 더한 것은 우리나라는 외국인의 지분율이 굉장히 높기 때문에 그런 측면에서 방어수단을, 특히 외국자본에 줄 signal이 일본보다 영향력도 큰 그런 면도 있고, 그래서 그것도 우리나라가 갖고 있는 국민적인 정서라든가 이런 것을 봤을 때에는 방어수단에 이용될 수 있는 제도의 도입에 못지 않게 방어수단 남용을 막는 시스템에 대해서는 아주 철두철미한 그제 있어야만 어느 정도의 정당성을 가질 수 있지 않느냐 그런 생각이 듭니다.

그런데 이쪽에 보면 내용이 굉장히 많습니다. 논문을 그대로 가지고 온 것이어서,

그래서 간단하게 말씀을 드리는 것으로 하겠습니다.

1페이지를 보시면 적대적 M&A 배경인데, 이 배경 자체가 지금도 약간은 변했겠습니까마는, 지금 크게 보면 일본이 상호보유구조가 무너질 수밖에 없었던 그런 사항이 하나이고, 그다음에 뭐니 뭐니 해도 일본 같은 경우에는 80년대에 적대적 M&A라는 말은 굉장히 쓰지만 그것은 100% greenmail이라고 보시면 됩니다. 그러는데 주식을싼 값으로 사가지고 비싸게 팔아먹기 위해서 특히 야쿠자라든가 이런 쪽에서 하는데 대개가 적대적 M&A라고 실제 이야기했지만 그게 전부 다 greenmail이다 보니까 적대적 M&A에 대해서는 아주 시각이 나쁘고, 그리고 더군다나 적대적 M&A에 대해서 자금을 대주는 금융기관 같은 경우에는 관련 회사에서 거래를 안 할 정도로 그런 식으로 아주 그런 일본사회였기 때문에 적대적 M&A가 사실 일어날 수 없는 그런 분위기가 계속 이어져왔고, 그런 것이 이제 일본도 잃어버린 10년이라는 것을 지나면서 적대적 M&A가 그렇게 나쁜 것은 아니라고 인식이 바뀌기 시작하고, 여기에다가 말할 필요도 없이 일본이 잃어버린 10년 동안 애들이 한 제일 중요한 작업 중에 하나가 가게에서 투자로 들어가서 사실 간접투자 쪽으로 이것을 국가정책적으로 몰고 나가면서 이제는 간접투자라는 것이 돈의 속성상 이것은 이익만 되면 다 쫓아가는 그런 자금이 굉장히 늘어났다는 것하고, 그다음에 연결 재무제표라든지 이러니까 기업에 대한 정보 같은 것을 알기 쉽게 되었다는

이런 환경 자체가 적어도 일본으로서 보면 적대적 M&A를 조금 증가시킬 그런 가능성은 있다는 것이 일본에서 방어수단이 도입되게 되는 그런 계기가 됩니다.

그런데 여기에서도 2페이지를 보시면, 그런데 이쪽에서 보면 회사법 쪽에서는 방어수단으로 이용될 수 있는 제도를 도입하지만, 동시에 아까도 말씀드렸지만 통상산업성과 법무부가 방어수단으로써 남용되는 것을 막을 수 있는 지침을 발표하고, 그리고 법원에서는 이와 같은 지침에 따른 판결이 사실은 굉장히 쏟아지고 있습니다.

Bulldog Sauce 사건도 사실은 큰 틀에서 보면 그것은 지침을 아주 충실하게 따르면서 거기에 생겼던 문제, 여러 가지 학설상의 다툼이 있고 이런 것들이 지침을 충실하게 따르다 보니까 반발이 세지는 그런 면이 있는 것 같고요.

그다음에는 주식공개매수제도하고 대량보고제도도 사실은 굉장히 주식공개매수제도 같은 경우에도 공격하는 측에서 굉장히, 그러니까 지금 제도하고 우리나라하고 똑같이 일단 공격을 할 때 조건으로 할 수 있지만 제시한 금액 이하로 떨어뜨릴 수가 없는데, 일본 여기 같은 경우에는 방어수단을 취해서 예를 들어 주식분할 같은 것을 하게 되면 공격 금액도 떨어뜨릴 수 있도록 해가지고 하여튼 굉장히 보면 공개매수제도도 굉장히 많이 바꾸었습니다.

그래서 공격하는 쪽에서도 굉장히 유연성을 가질 수 있도록 하고, 5% rule도 바꿨고, 그리고 뭐니 뭐니 해도 동경증권거래소가 갖고 있는 상장규정 개정이 굉장히 실질

적으로 기능 면에서 중요한 역할을 한다고 말씀을 드릴 수가 있고요.

그래서 여기에서 지금 보면 제가 보기에 는 일본에서 지금 우리가 계속 이야기하고 있는 것 중에 하나가 신주예약권 제도를 이용한 포이즌 필을 이야기하고 있는데 그에 못지않게 아주 중요한 방어수단으로써 기능 할 수 있는 제도가 바로 종류주식제도입니다.

그래서 그것을 말씀드리면 4페이지에 보시면 그 종류주식의 다양화하고, 하여튼 어떤 형태로든 저는 그런 생각을 합니다. 4페이지의 우리나라에서 종류주식의 다양화 쪽, 우리나라가 지금 종류주식으로 인정되고 있는 것이 주식이익배당하고 건설이자배당하고, 그다음에 잔여재산분배, 세 가지이지만 그 중에 실질적으로 종류주식으로서 기능하는 것은 이익배당 우선주 딱 하나 밖에 없는 것으로 그렇게 일반적으로 이야기를 합니다.

하여튼 종류주식에 보면 입법례를 보더라도 현행법이 무작위 종류주식이 인정되는 것이 일정한 것은 틀림이 없는 것이고, 그 다음에 종류주식은 늘 그런 이야기를 합니다. 다마는 종류주식의 다양화가 기본적으로 회사로 하여금 자금조달수단의 다양화를 의미한다고 하지만 그 투자자 입장에서 보면 투자상품이 다양하고 금융기관의 입장에서 보면 금융취급상품이 다양하다는 이런 측면에서 기본적으로 종류주식은 다양할 필요가 있다는 접근이 필요한 것이고, 그 상법개정 위원회에서도 기본적으로 그런 시각에서 접근을 하는데 그때에도 어떻든 이야기는 종류주식의 제도는 다양화를 하는데 그것은

기업의 자금조달수준의 다양화라는 측면에서 다양화를 하되, 그 결과로써 방어수단으로 이용되는 것에 대해서는 그것은 관여는 안 하지만 의도적으로 방어수단으로 이용될 수 있는 그런 제도는 도입하지 않는다는 것이 원칙이었습니다.

원칙이다 보니까 실제적으로 이번에 최종적으로 지금 나온 개정시안에 보면 새로 추가된 것은 딱 하나입니다. 의결권 제한주식이고, 나머지는 지금 하나도 도입이 안 되었습니다.

그러니까 결과적으로 지금 전환주식하고 상환주식은 기본적으로 이용되고 있던 제도가 그것이 종류주식으로 들어갔을 뿐이지, 그것을 빼버리면 지금 상법개정시안에 들어간 것은 의결권 제한주식 하나 밖에 없습니다.

그래서 이것과 관련해서 제가 하나 말씀을 드리면 우리나라가 지금 제 개인적으로 굉장히 아쉬운 것 중에 하나가 종류주식의 다양화는 기본적으로 여러 가지 기능이 있는데 아주 중요한 기능 중에 하나가 주주간 계약을 회사법적으로도 유효하게 하는 그런 기능이 있다고 일반적으로 이야기를 하는데, 그 중에 제가 전형적인 예를 들면 외부에서 자금을 조달한 외부자금투자를 유치한다든가, 벤처기업이나 새로운 기업을 창업하고 이럴 때 같은 경우에 지분비율은 6:4로 나누지만 의결권을 1:1로 행사하자든가, 아니면 창업자가 의결권을 더 많이 행사하자든가 이런 식으로 댔을 때의 경우 이제 주주 간 계약을 그런 식으로 하고, 그 다음 외화유치를 한다든가 자금유치를 할 때에는 대개가 주주 간 계약에서 주주를 팔

고 나갈 때에는 기존의 주주한테 판다든가 이런 옵션으로 하는 것으로 일반적으로 이야기하는데, 이것이 실제로 주주가 그런 계약을 하나도 안 채우고 나간다고 하더라도 결과적으로 그것이 문제되는 것은 주주가 계약위반으로써의 손해배상 책임 같은 경우 그런 것은 이야기가 되지만 회사법적으로 전혀 의미가 없는 이런 것을 회사법으로 집어넣는 방법은, 예를 들어서 첫 번째 예 같은 경우에는 의결권 제한주식을 쥐가지고 venture capital 같은 경우에는 의결권을 갖고 있는 일부에 대해서는 의결권을 제한하는 방법으로 의결권 제한주식을 발행하고, 또 하나 같은 경우는 상대방에 대해서 주식매수청구권이 있는 그와 같은 주식매수청구권이 붙은 그런 식으로 종류주식을 발행하게 되면 나가는 사람은 그 사람한테 매수청구권을 행사함으로 해가지고 상대방이 살 수 있도록 이렇게 해가지고 주주 간 계약이 회사법적으로 효용을 갖도록 하는 그런 효용이 있을 수가 있고...

또 하나가 예를 들어 우리가 지금 많이 이야기하는 출자전환 같은 경우에도 제가 알기로 지금 출자전환이 일반적으로 이용될 경우에 우선주식을 많이 사용한다고 그러는데, 보통주식을 출자하게 되면 금산분리정책이라든가 이런 여러 가지 문제가 있어가지고 우선주식을 사용하는데, 그 우선주식의 경우를 사용해도 문제가 되는 것이 배당을 하지 못하면 의결권이 살아나니까 그것이 굉장히 문제가 되는...

그런데 이와 같은 경우에도 배당 우선주를 발행하지만 의결권이 안 살아나면 무의

결권주식으로 그렇게 발행하게 되면 perfect 하게 문제를 해결할 수 있고, 이래서 사실은 그런 것을 염두에 두고 종류주식의 다양화가 이루어지고 있는데, 그런데 결과적으로 종류주식이 다양화되면 그것을 어떻게 조합하느냐에 따라서 방어수단으로 이용되게 되고, 그 결과로써 우리나라의 논의는 사실 종류주식의 다양화가 곧 방어수단의 다양화로 이야기가 되어서 모든 것이 방어수단하고 관계가 되어서 이야기하니까 결과적으로 참 아쉬운 것이 우리가 그 당시에 상법개정 위원회에서 이야기할 때 방어수단 절대 이야기하지 못하도록 하고 기업에서 쓸 수 있도록 한다는 제도가 거부권주식 같은 경우가...

시안상으로는 절대 방어수단은 못 씬에도 불구하고 완전히 없어져버리는 이런 것이 굉장히 아쉬웠다는 것을 말씀드릴 수가 있습니다.

그래서 기본적으로 종류주식의 다양화 이것도 상법에서는 본질적으로 이 제도가 갖는 고유의 기능을 보고 제도를 도입하게 되면 그 결과로서 제도에 따라서는 방어수단으로 이용될 수 있는 제도가 얼마든지 있을 수가 있는데, 그 결과를 봐가지고 문제가 되면 도입을 하지 말자는 것이 현명한 입법정책인지 이것은 앞으로 우리가 여기에서 논의가 되어야 될 것이 아닌가 생각되고요.

○ 송종준 위원장

그 부분은 나중에 논의를 하고, 현재 일본 회사법에서 갖지 않는 우리가 도입하지

않은 부분에 대해서 포커스를 맞춰가지고 그 내용을 일본 제도를 소개해 주세요.

○ 권종호 위원

그래서 5페이지를 보시면 그 의결권제한 종류주식은 이번에 우리가 기존 시안에 도입을 했습니다.

이것은 뭐냐 하면 주주총회 결의사항이나 이사회 결의사항 중에서 정관에서 정하는 사항에 관해서는 의결권을 제한을 할 수가, 예컨대 주주총회 같으면 주주총회에서 결의할 수 있는 사항은 여러 가지가 있습니다. 이사의 선임도 있고 재무제표의 승인도 있고 여러 가지가 있는데 그 중 특정사항에 관해서 의결권이 없게 하거나, 모든 것을 다 없게 하거나, 아니면 일부만 없게 할 수 있도록 이렇게 제한하는 것이 바로 의결권 제한주식이고, 양도제한 종류주식의 경우가 지난번에 이 교수님이 독일에서 이런 제도가 있다고 말씀을 했는데 양도제한 종류주식 같은 경우에는 현재 우리나라 상법에서 인정하고 있는 양도제한 주식은 모든 주식에 대해서 전부 다 양도를 할 때 이사회 승인을 얻도록 하거나 말거나 이런 식으로 일부의 종류주식에 대해서는 인정을 하지 않는데, 여기에서 말하는 양도제한 종류주식이라는 것은 다양한 종류주식 중에서 일부에 관해서만 이사의 승인을 얻도록 하는 그렇게 하는 것이 양도제한 종류주식입니다.

그다음에 취득청구권부 종류주식하고 취득조항부 종류주식인데, 이것은 회사가 강제적으로 주식을 취득할 수 있는 권한을 갖고 있는 것이 바로 취득조항부 종류주식이고,

그다음에 주주 측에서 자기 주식을 회사보고 사달라고 요구할 수 있는 것이 바로 취득청구권부 종류주식입니다.

그리고 전부취득조항부 종류주식 이것은 뭐냐 하면, 발행된 주식을 전부 다 몽땅 회사가 강제적으로 취득할 수 있는 주식이 바로 전부취득조항부 종류주식인데, 이것은 일본 같은 경우에는 단일종류만 주식이 발행될 때에는 전부취득조항부 종류주식은 발행할 수 없고 적어도 두 종류 이상임이 발행됐을 때 한 종류에 대해서는 전부 취득해서 할 수 있는 종류주식으로 발행하는 것이 바로 전부취득조항부 종류주식이고요.

그다음에 거부권주식은 말할 필요도 없이 방금 말씀드린 대로 결의사항 중에서 주주총회 결의사항이나 이사회 결의사항 중에서 정관에서 정한 사항에 대해서 특정 종류주주의 총회결의를 거치도록 하는 것이 바로 거부권주식이고요.

그다음에 임원선·해임권부 종류주식은 종류주식별로 이사회 감사와 같은 것을 선임할 수 있되, 수에 있어서 차등을 줄 수 있는 제도가 바로 임원 선·해임권부 종류주식입니다. 용도에 관해서 간단히 말씀드리면 예를 들어 임원선·해임권부 종류주식의 경우에는 벤처기업의 경우 회사의 창업자하고 venture capital하고 둘 중에 있어서 이사를 선임하는데 있어서 창업자는 이사를 3명 선임하고 venture capital은 2명을 선임하도록 그런 식으로 주주 간 계약을 했다고, 그러면 이것을 하는 방법으로써는 2가지가 있습니다. 의결권 제한주식을 사용하는 방법인데, 이랬을 때 창업자가 갖고 있는 주식에

대해서 무조건 5명의 이사 중에서 3명만의 결권을 행사하도록 그렇게 제한하고, 그다음에 venture capital에서는 2명에 대해서만 의결권을 행사하도록 제한할 수 있는데 이렇게 되면 뭐가 문제가 되느냐 하면, 지금 의결권 제한종류주식 같은 경우에는 발행주식의 1/2만 할 수 있도록 하기 때문에 이렇게 되면 모든 주식이 의결권 제한주식이 되어 버리니까 이 경우에는 A종류, B종류주식으로 나누어가지고 A종류주식을 갖고 있는 창업자의 경우에는 이사회 선임을 3명을 할 수 있도록 권한을 주고 B종류 주식은 2명만 선임할 수 있도록 권한을 주게 되면 실질적으로 지분비율은 어떻게, 이익이 어떻게 나오든지 간에 회사의 경영권은 두 사람이 원하는 대로 자유롭게 할 수 있는 제도가 바로 임원선·해임권부 종류주식입니다.

그런데 이것도 우리 상법개정시안에 도입되었다가 이 두 제도 거부권 주식은 방어수단으로 이용될 수 있다고 일부 빠졌는데, 적어도 임원선·해임권부 주식은 방어수단하고 전혀 관계가 없는 제도이고, 그런데 이것이 하여튼 빠졌습니다.

그리고 앞에 말씀드린 취득청구권부 종류주식하고 취득조항부 종류주식은 어떤 경우 방어수단으로 이용될 수 있느냐 하면, 취득조항부 종류주식 같은 경우에는 회사가 강제로 주식을 취득할 수 있는 권한을 갖고 있고 그 다음에 이번에 회사법 개정시안에서도 어떻게 되어 있느냐 하면 취득하는 대가를 다양화시키도록 그렇게 되어 있으면, 예를 들어서 적대적인 매수자가 갖고 있는 주식을 취득조항부 주식으로 발행했다면 그

것을 강제적으로 회사가 사들여서 대가로 현금을 주게 되면 주주를 그냥 squeeze-out 하는 것도 가능하고 이런 방법은 방어수단으로 이용이 될 수가 있습니다.

그래서 특히 양도제한 종류주식 같은 경우에는 방금 말씀드렸듯이 특정 주주에 대해서 이사의 선임에 관해서 거부권을 갖는 주식을 발행하고, 그 주식이 다른 사람에게 양도된 것을 막으려면 그렇게 거부권 주식으로 하고, 그것을 양도제한주식으로 걸어놓으면 그것은 perfect한 황금주가 되는 그런 시스템입니다.

그래서 지금 종류주식은 이것은 어떻게 조합하느냐에 따라서 방어수단으로 이용될 가능성이 굉장히 있는 제도이고요.

그다음에 우리가 많이 이야기하고 있는 8페이지의 신주예약권 제도입니다.

신주예약권은 이렇게 이해를 하시면 됩니다.

지금 현재 우리나라에서 신주예약권에서 인정되고 있는 것이 바로 스톡옵션하고 신주예약권부사채에서 인정되는 옵션, 이 두 가지가 있는데 그런데 신주예약권제도는 지금 우리나라에서 인정되고 있는 것은 신주예약권은 보수체계로서 스톡옵션으로 이용하든지, 아니면 사채하고 결합해서만 이용하도록 하고, 있었는데 일본도 옛날에 마찬가지로 지었는데 이것의 용도를 풀어놓은 것이죠.

그래서 신주예약권 자체를 사채하고 전혀 관계없이 신주예약권 자체만으로도 발행할 수 있도록 하고, 그렇게 하므로 결과적으로 어떤 효과를 애들이 노렸느냐 하면, 예를 들어서 이어나 종업원이나 이런 사람

들에 대해서 신주예약권을 주면서 아주 저가로 발행하게 되면 그것은 결과적으로 스톡옵션과 똑같은 효과를 갖게 되고, 그리고 그것을 예를 들어서 현재 주식을 발행하면서 주식에다가 신주예약권을 옵션으로 붙이면 이것은 새로운 금융상품이 되는 것이고, 그다음에 사채에다가 신주예약권을 붙이면 기존의 신주인수권부사채가 되는 방법이고, 그리고 또 하나가 예를 들어서 벤처기업 같은 경우에 변호사의 자문을 받거나 이러면서 돈이 없고 이랬을 때 신주예약권을 주는 방법으로 할 수 있고, 이러면서 용도를 넓힌 것이 바로 신주예약권제도입니다.

다만, 이 신주예약권제도가 용도 제한됐던 것을 넓히다 보니까 신주예약권 제도를 모든 주주를 상대로 주고 그것을 이제 어떻게 행사하도록 하느냐에 따라서 포이즌 필과 유사하게 기능을 하게 됩니다.

이것과 관련해서 또 하나 재미있는 것이 우리나라 복수의결권주식제도가 방어수단으로 이야기되고 있는데, 일본의 경우에는 복수의결권제도가 도입되는 것은 없고, 단원주제도가 도입되었는데 이 단원주제도라는 것은 1단원에 1의결권을 주는 것을 말하고 1단원은 정관에서 정하는 대로 묶을 수가 있습니다. 예를 들어서 100주를 1단원으로 묶으면 의결권 하나만 주어지는 이런 방법으로 해가지고 실질적으로 복수의결권주식과 같은 효과를 갖도록 하는 것인데, 그런데 여기에서 하나 말씀을 드리면 단원주제도를 이렇게 방어수단이라는 관점에서 보면 이런 면도 있지만 실질적으로 방어수단이 갖고 있는 중요한 기능 중에 하나가 주식병합 같

은 경우가 지금 우리나라에도 제도가 있고 일본도 주식병합제도가 있지만 사실은 주식병합제도가 거의 쓰이지 못하고 있는 이유는 주식병합을 지금 현행법으로 하게 되면 주식을 다 받아들여가지고 신주를 발행하는 이런 문제가 있기 때문에 그것을 아주 간단하게 하는 방법으로 단원주제도가 도입된 것이죠.

그래서 이 단원주제도는 원래가 일본에서 애들이 액면가 50엔, 5엔 이런 것을 액면 단위를 키우기 위해서 도입된 제도가 지금 실질적으로 단원주제도로 남았고 이것이 결과적으로 복수의결권주식으로 상용되는 그런 역할을 하게 됩니다.

그리고 일본의 신회사법상에서 도입이 가능한 방어수단으로 일반적으로 이야기되는 것이 바로 포이즌 필인데, 포이즌 필은 누차 말씀드리지만 일본에서는 어디 회사법에 봐도 포이즌 필이라는 것은 전혀 없고, 포이즌 필로 이용될 수 있는 것이 바로 신주예약권제도입니다.

그 신주예약권을 이용한 포이즌 필을 크게 나누면 2가지가 있습니다.

9페이지에 보면, 매수자 이외의 주주만이 행사할 수 있는 차별적 행사조건이 붙은 신주예약권을 발행하거나 일정비율 이상의 주식을 보유한 자 이외의 자에 대해서만 신주예약권을 배정한 것이 전형적인 방법인데, 이런 예로써 말씀드리는 것이 모든 주주에게 주고 그 다음에 일정비율의 주식을 취득하거나 공개매수한 경우에 그 시점에서 모든 주주에게 신주예약권을 부여하고, 이렇게 하고 난 뒤에 적대적인 매수자에 대해서는

애당초부터 차별적인 행사조건에 대해서 신주예약권은 적대적 매수자는 행사하지 못하도록 하는 것이 바로 이런 방법이고, 이외의 경우에는 적대적 매수자가 20%를 취득하게 되면 적대적 매수자만 빼버리고 다른 사람에게 대해서만 신주예약권을 배정하는 방식이 있습니다.

첫 번째, 이런 방식을 취하게 되면 기본적으로 모든 주주에게 신주예약권을 주기 때문에 이사회 결의만으로 할 수가 있고, 2의 경우에도 일본의 경우에는 기본적으로 저가발행의 경우에만 주주총회 특별결의로 할 수 있도록 하기 때문에 2의 경우에도 일본은 실질적으로 이사회 결의만으로 할 수가 있습니다. 이것은 우리나라가 앞으로 어떻게 짜느냐의 문제이고...

그런데 여기에서 문제가 되는 것이 1의 방법이나 2의 방법의 경우나 어떤 경우든 주주평등의 원칙이 문제가 되는데, 아까 말씀드린 대로 이와 같은 경우에는 특정 주주를 애당초 잡아서 그 주주만 목적으로 하는 것이 아니라 모든 주주가 이런 조건에 해당되면 다 걸려들기 때문에 그것은 주주평등의 원칙에 반하지 않는다는 것이 이 법을 만든 기본적인 입법자의 시각이고, 다만 이것이 그 이후에도 논란의 여지가 계속 있었는데, 최근에 Bulldog Sauce 사건에서는 이와 같은 경우에는 주주평등원칙에 위반이 되지만 그것이 회사의 직접 가치보다 더 클 경우에는 주주평등원칙은 전면에 나서지 않는다는 방법으로 주주평등의 원칙을 clear하는 그런 쪽입니다.

그다음에 포이즌 필의 유형은 여기에서

이제 중요한데, 실제적으로 일본에서 가장 많이 이용되고 있는 포이즌 필은 포이즌 필을 직접 발행해서 주주에게 나누어주는 방법이 아니라 포이즌 필은 절대 발행하지 않고 아까 이현철 변호사님도 말씀했지만 미국 같은 경우에는 포이즌 필을 발행을 하고 있지 않아도, 사건이 터져도 발행할 수 있다는데 일본도 제가 볼 때 기본적으로 그런 시스템입니다.

그러니까 사전에 신주예약권을 주주한테 깔아놓는 방법이 하나가 있고, 두 번째로는 깔아놓지 않고 일정 경고만 해 둡니다.

그러니까 예를 들어가지고 11페이지를 제일 밑에 줄에 보시면 사전경고형의 전형은 대규모로 주식을 취득하려고 하면 사전에, 이게 보통 한 20%의 기준을 두고 있습니다. 이사회에 대해서 충분한 정보를 제공하고, 그리고 이사회가 이 정보를 평가하는데 충분한 기간이 경과하기 전에는 더 이상 주식을 취득하지 못하도록 하는 옵션을 걸어놓습니다.

그래서 이것을 만약에 깨면 똑바로 신주예약권이 조건에 주어진 대로 주주한테 뿌려지는 것이고, 이것이 조건이 지켜지게 되면 이 기간 동안 평가해서 이것이 충분히 회사의 가치를 보호한다든가 이렇게 되면, 그 기준에 맞게 되면 그 신주예약권은 발동을 못하는 것이고, 그렇게 되는 시스템으로 되는 것이 바로 사전경고형이고.

그다음에 제가 하나 나누어준 것을 참고로 말씀을 드리면, 방어수단에 관한 기관투자자 입장이라고 해서 있습니다.

표 1번을 보시면 일본의 기업연금연합회

가 방어수단에서 의결권을 행사할 때 어떻게 행사하라는 지침도 내고 하는 쪽인데, 여기에서 보시면 2007년도 6월 달에 총사건 경고형이 주주총회에서 제안된 것이 136건입니다. 이 중에서 반대한 것이 2건입니다. 2건인데, 구체적인 내용을 보시면 사전 경고형 중에서 주주총회 결의로 도입하는 경우가 131건인데, 여기에 대해서 반대가 2건을 했고 나머지는 찬성을 한 것이고, 사전 경고형 중에서 이사회 결의로 도입하는 경우가 5건인데 이것은 전부다 찬성을 했습니다.

이처럼 일본에서 주로 도입되고 있는 것이 전부다 사전 경고형 시스템입니다.

그리고 일반적으로 사전에 깔아두고 있는 행위가 바로 주주배당행위인데, 이 주주배당행위가 뭐냐 하면 간단히 말씀드리면, 신주예약권을 기존에 주주한테 깔아놓습니다. 이것이 제일 문제가 되는 것이 그렇게 깔아놨는데 이 주식이 양도될 때 신주예약권도 붙어서 가질 않으면 기존의 주주는 갖고 있고, 다른 주주가 주식을 양도하고, 신주예약권은 다른 주주에 남아있는 상태에서 나중에 신주예약권이 행사가 되면 기존 주주의 이익에 침해되기 때문에 이것은 안 된다고 하는 것이 니레코판결인데, 이 판결을 계기로 등장하게 된 것이 방금 말씀드린 사전 경고형 방어수단이고요.

그 외로 신주예약권을 발행해서 이와 같이 소위 말하는 수반성의 문제를 해결하기 위해서 도입된 것이 바로 신탁형 포이즌 필 중에서 SPC를 이용하는 방식, 11페이지입니다.

그게 특별회사에게 일단 삼자 배정을 하고 특별회사가 신탁은행에다가 신탁을 해서 나중에 일이 터지면 그때 주주에게 무상으로 배부하는 방법인데, 그런데 이것은 사실은 제가 보기에는 신탁형 포이즌 필이 도입되고 한 것은 2002년에 신주예약권 제도가 도입되었을 때 주주를 대상으로 하는 무상배정제도라든가 신주예약권을 강제로 회사가 취득하는 그와 같은 조항이 없었을 때 현실적으로 이용할 수 있는 방법이 이것밖에 없었는데, 지금 2005년도에 신탁사법이 도입되면서 이사회 결의로 신주예약권을 무상으로 배정할 수 제도가 도입되었습니다.

그 말은 무슨 소리냐 하면, 원래 신주예약권도 일반적인 발행절차를 밟으려면 주주가 청약해야 되고 거기에서 회사가 배정을 해야 되는 이런 절차를 밟아야 되는데, 2005년도에 어떤 제도를 도입했느냐 하면 이사회가 결의하면 무조건 무상으로 배정이 그대로 가버리는 제도를 도입한 거거든요. 그러다 보니까 사실은 신탁형 포이즌 필 중 SPC형을 사용하지 않아도 쉽게 할 수 있는 제도가 도입되었습니다.

그 다음에 신탁형 포이즌 필 중에서 SPC를 빼고 direct로 신탁회사에 발행하는 방법이 있고, 그다음에 조건결의형 포이즌 필인데, 이것은 어떤 형태로든 사전에 신주예약권을 발행해 둔다는 것에 기본적인 특징이 있습니다. 그런데 사전 경고형 방어수단 같은 경우에는 전혀 신주예약권을 발행하지 않고 경고를 하고 경고가 무시됐을 때에만 신주예약권을 그 시점의 주주에게 발행하는 방법으로 이용되는 것이 바로 사전 경고형

방어수단이라고 말씀을 드릴 수가 있습니다.

그래서 이 제도가 일본에서 가장 많이 사용되고 있는 제도인데, 이와 같은 제도는 뒤쪽에 보시면 황금주와 복수의결권 주식은 방금 말씀드렸고요. 복수의결권주식이라는 것은 단원주제도를 이용하는 방법으로 하는 것이고, 한 예로 전부취득조항부 종류주식과 의결권제한 종류주식을 이용한 방어수단 같은 경우가 이제 모든 주식을 강제로 회사가 취득하면서 그것을 무의결권주식으로 쥐버리는 방법과 같은 경우가 바로 종류주식을 이용한 방어수단인데, 여기에 대해서는 지침을 만들고 했던 칸다 히데키 교수님한테 물어봐도 이 종류주식 같은 경우에는 자기도 그렇게 바람직한 방어수단은 아니라고 그런 이야기를 하더라고요.

그다음에 보면 14페이지 정관을 통한 방어수단, Shark Repellent 같은 경우가 이것도 보시면 사실은 지난번에 여 박사님이 우리나라에서 이용될 수 있는 방어수단 말씀하셨지만, 사실은 제가 보기에는 초특별 결의 조항 같은 경우에는 현행법상 그것을 도입하기에는 굉장히 어렵다는 생각이 듭니다. 그래서 일본도 우리나라와 똑같은 그런 해석이 있었는데, 이번에 법을 개정하면서 정관으로 결의요건을 강화할 수 있다는 그런 명령규정을 두었어요. 그러니까 이것도 가능하고, 아까 말씀하신 공정가결조항이라든가 사업결합제한조항이라든가 지배주식취득조항, 미국의 주회사법상에 규정이 일본에서 다 된다고 하는 것이 지침에서 하는 이야기입니다.

그래서 이것을 놓고 보면 결과적으로 일

본은 미국에 못지않게 그와 같은 방어수단을 다 도입할 수 있게 된 것입니다. 그러다 보니까 우려가 말할 필요도 없이 제일 먼저 우려한 것이 CalPERS 같은 외국기관투자가 제일 먼저 우려를 하고, 거기에도 보면 나온 글 중에 재미있는 글이 현실적으로는 일본 신회사법을 해설하는 책을 보면 위원장 이야기로는 방어수단을 염두에 두고 도입했다라고 그러는데, 그다음에 나온 이야기는 그 말은 빠지고 일본에 회사법 규정에서도 방어수단을 염두에 둔 규정은 하나도 없고, 다만 그것이 결과적으로 방어수단으로 이용될 뿐이라고 그렇게 이야기할 뿐인데, 분명한 것은 제가 들은 이야기로는 지침 만들었던 것은 이것은 외국자본에 대한 영향력을 고려하고 지침을 만든 것이고, 그리고 또 하나가 우려되는 것은 일본도 경영자는 본질적으로 적대적 M&A에서 자기를 방어하려는 본질을 갖고 있기 때문에 이것은 이와 같은 미국처럼 한 20년, 30년에 거친 판례의 기준이라든가 명확하게 기준이 없는 일본사회에서는 어떤 형태로든 기준의 제시가 필요하다는 것이 전제로 해서 만들어집니다.

그런데 재미있는 것이 기업가치보고서가 나온 날 그 날이 지침이 동시에 같은 날 나옵니다. 그래서 이것을 보면 참 기업가치보고서를 만든 위원장하고 지침을 실제적으로 작업한 사람하고 같은 사람인데, 그러니까 이 회사법 작업을 하면서 동시에 작업을 같이 해 나갔다는 것을 엿볼 수가 있는데...

그런데 이쪽은 없습니다마는, 지침내용을 보면 제가 상장협에서 옛날에 쓴 것이 있는데, 이쪽을 보면 우리가 생각한 것처럼

일본에 있어서 방어수단이 정당화되는 기준에 관해서는 정말로 엄격합니다. 한 예를 말씀드리면 지침에서 한 것이 방어수단이 정당화되는 세 가지 기본원칙을 갖고 이야기를 하는데, 그 정당화되기 위한 조건이 방어수단은 어떤 형태로든 기업가치와 주주의 공동이익을 향상시키는 것이 되어야 한다는 것이 원칙 하나이고, 두 번째가 반드시 사전공시가 되어야 하고, 주주의사원칙이 철저히 준수되어야 된다는데, 이것이 여기에서 이야기한 것 중에 하나는 사전공시가 이루어져야 된다는 원칙이 어떤 식으로 반영이 되어 있느냐 하면 지금 회사법에 반영이 되어 있습니다.

어떤 식으로 반영되어 있느냐 하면 신뢰사법에 보면 회사가 방어수단을 도입하게 되면 방어수단의 기본지침, 자기회사는 어떤 지침으로 방어수단을 도입한다는 지침 하나하고, 방어수단의 구체적인 내용, 그리고 거기에 대해서 CEO가 자기가 그 방어수단에 대해서 어떻게 평가하는 평가의견을 영업보고서에 쓰도록 되어 있습니다. 이 영업보고서에 대해서는 감사가 감사할 하고 감사보고서에 쓰도록 되어 있는데, 그래서 결과가 그런 방법으로 공개를 하고, 그다음에 영업보고서에서 쓴 내용이 허위기재가 되면 그것은 법령위반이 되어서 이사, 주주대표소송의 대상도 되고 이런 식으로 하고, 거기 내용 중에서 영업보고서나 CEO가 자기 회사가 취한 방어수단에 대한 평가에 대해서 그 중요한 내용은 증권거래법상의 사업보고서에서도 공시를 하도록 해가지고 시장이 disclosure하도록 하는 제도가 바로 사전공

시, 그러니까 방어수단을 반드시 철저하게 사전공시가 이루어지고, 그리고 어떠한 형태로든지 그 방어수단에 대해서는 총주주의 총의로써 그 방어수단을 깰 수 있는 그런 시스템이 갖추어져야 된다는 것이 바로 주주 의사의 원칙이고, 그다음에 필요성, 상당성의 원칙인데 이것이 아까 말하는 이현철 변호사님께서 말씀하신대로 미국의 Unocal 기준을 가지고 와가지고 방어수단 가해진 회사의 위협에 비해서 상응한 것으로 그런 쪽의 기준을 만든 것이 바로 이것입니다.

이 기준이 실제적으로 판례에서 기준이 되는 그런 시스템으로 취하고 있고, 그리고 아까 말씀드린 대로 동경증권거래소의 상장규정을 보시면, 그 동경증권거래소는 기본적으로 저런 생각을 하고 있습니다.

그러니까 적어도 동경증권거래소에서 거래되는 주식에 대해서는 경영권에 대해서 고착화가 된 것은 자기들은 용납할 수 없다는 것 하나하고, 그리고 방어수단이 기본적으로 아까 방금 말씀드렸던 지침이라든가 여기에서 부합되는 것이야말로 기업의 가치를 창출하고 그런 것이라는 입장을 보이게 됩니다.

그래서 이쪽에 보시면 중요한 것만 말씀을 드리면, 16페이지를 한번 보시면, 아라비아숫자 3에 보면 상장회사가 방어수단을 도입할 때에는 적법성, 그러니까 적어도 적법한 형태로 절차라든가 이런 것이 적법성이 이루어져야 되고, 그리고 방어수단은 기본적으로 기업가치를 고려하는 것이 되어야 된다고 하고, 이와 같은 조건을 충족하기 위해서는 적어도 이 4가지에 대해서는 항상

존중하는 형태로 방어수단이 도입이 되어야 된다는 것인데, 그것을 보면 공시의 충분성인데, 방어수단에 관한 공시는 적시에 필요하게 충분하게 이루어져야 된다는 것 하나하고, 방어수단의 발동 및 폐지의 조건이 경영자의 자의적인 판단에 의존해서는 절대 안 된다는 것 하나하고, 그다음에 방어수단에는 주식의 가격형성을 현저하게 불안하게 하는 요인, 기타 투자자의 불측의 손해를 주는 요인이 포함되어서는 안 된다는 것, 그리고 주주의 권리내용 및 그 행사에 관해서 충분히 배려한 방어수단이어야 한다는 4가지이고, 이 기준에 따라서 방어수단이 그렇게 도입되는지, 안 되는지에 대해서는 증권거래소에서 공표를 합니다. 공표를 하는 방법을 취하고 있고.

그다음에 18페이지를 보시면 이것은 방어수단이 4가지 기준에 의해서 도입을 하라고 하고, 여기에서 준수를 했는지 안 했는지는 공표를 하지만, 이것과 별도로 적어도 방어수단 이 자체가 경영권을 고착화시키고 이런 것이라고 생각이 될 경우에는 상장을 폐지하겠다는 것인데 그것이 바로 18페이지를 보시면, 그 상장 종목에 관해서 주주의 권리내용 및 그 행사가 부당히 제한하고 있다고 동경증권거래소가 판단한 경우에는 6개월 이내에 당해 상태가 해소되지 않을 때에는 상장을 폐지하겠다는 것인데, 바로 첫째가 수반성이 결여된 right plan, 이것이야까 말씀드린 포이즌 필인데, 이것이 결과적으로 기존주주의 이익을 침해하게 되는 19페이지입니다.

기본주주의 이익을 침해하게 되는 포이

즌 필은 상장폐지라는 것 하나하고, 두 번째가 dead hand형, 이것이 어떠한 형태로든 포이즌 필을 철회시킬 수 없는 그와 같은 포이즌 필은 안 된다.

세 번째가 거부권 종류주식은 안 된다, 이 세 가지입니다.

그래서 실제적으로 전체적인 내용을 보면 지난번에 M&A 영국에서 한번 발표했을 때 일본제도의 전체에서 이야기했던 ‘야, 그러면 방어수단 제도를 쓰지도 못하고 너무 하는 것 아니냐.’라고 그러는데, 사실은 이런 것이 갖추어지면 저는 남용은 굉장히 막을 수 있다는 그런 생각이 듭니다.

뒤 이 정도로 말씀을 드리겠습니다.

○ 송중준 위원장

아이고, 오랫동안 벌써 2시간이 경과했는데 한 15분 동안 좀 쉬고 재회를 해서 discussion에 들어가도록 하겠습니다. 궁금한 사항이 많을 것 같아요.

15분 정도 휴식을 갖도록 하겠습니다.

(정회 16시 57분)

(속개 17시 12분)

○ 송중준 위원장

다음 회의 원래 2주마다 하기로 되어 있는데, 오늘은 일본 것까지 주욱 봤고, 앞으로 저희들이 해야 될 일들이 일본 제도에 관한 질의를 하지만, 제가 편의상 아마 논의의 효율성이라든가 이런 것을 위해서 우리가 논의해야 될 법률적인 쟁점을 나름대

로 정리를 해서 메일로 보내드렸습니다. 사실 이런 부분이 저희들이 판단을 하고 결정해야 될 중요한 사항들이 되어서 이런 부분을 discussion을 하는 과정이 반드시 필요하다고 보거든요.

오늘도 일부 이 부분을 논의를 하겠지만 어떻습니까? 2주 후에 하는 게 좋을 것인지, 아니면 같은 문제들이기 때문에 연속성 때문에 다음 주에 한 번 일종의 조금 변칙적으로 회의를 당겨서 하면 어떨까 싶은데, 안 됩니까?

○ 권종호 위원

저는 서울에 없습니다.

○ 송종준 위원장

비행기 타고 어디 또 가세요?

○ 권종호 위원

제주도로 갑니다.

○ 송종준 위원장

제주도로 가서? 그러면 제주도로 회의장소를 한 번 옮겨가지고 끝까지 따라가는 방법도 있는데, 그러면 어쨌든 중요한 것이 그러면 사실 논의가 잘 되었으면 좋겠는데 충분히 생각을 하는 시간도 사실 필요할 것 같습니다. 그래서 원래 당초 예정했던 대로 7월 1일 날 쟁점토의 이것을 거의 다 들어가고, 그 사이에 몇 가지 테마를 가지고 여러 가지 테마들이 아마 다루어질 텐데, 그런 부분도 역할분담을 해서 어떤 다양한 입법례를 보고 여기에서 논의되는 큰 흐름에 맞

추어서 초안을 한 번 만들어보는 이런 역할 분담도 해야 될 필요가 있을 것 같습니다.

그래서 오늘 회의는 6시 30분까지 할 텐데, 일본제도에 대해서 질의사항도 있을 것 같고 해서 그래서 그런 것을 의견교환을 하고 말미에 그런 이야기를 간단히 언급하도록 하겠습니다.

그러면 권 교수님 발표한 내용에 대해서 일본 제도가, 일본 사람들은 방어수단을 도입한 일이 없다, 이런 이야기를 반드시 하거든요. 자기들은 “방어수단을 도입한 일이 하나도 없다.” 이런 이야기를 아주 모든 사람이 다 일관되게 한 가지 목소리로 이야기를 하는 것을 보고 제가 깜짝 놀랐거든요.

어쨌든 간에 권 교수님 발표해 주신 것 중에 방어수단으로 활용될 수 있는 것들이 우리 상법개정안에 일부 도입이 되었습니다.

그래서 의결권제한 종류주식, 양도제한 종류주식, 용어는 다르지만 취득청구권부 종류주식, 취득조항부 종류주식 이런 것이 도입이 되어 있고, 거부권부 주식과 임원선·해임 종류주식과 신주예약권, 단원주제도 이런 부분은 도입이 되지 않았습니다.

이 중에서 거부권부 주식과 임원선·해임 종류주식은 당초 상법개정안에서 원시정관에 규정을 둔 경우, 또는 총주주의 일치에 의한 변경정관에 규정을 둔 경우, 이는 도입을 할 수 있도록 되어 있던 것이 최종 입법예고안에서는 통째로 아예 다 빠져있는 이런 상태가 되어 있는데, 소위 황금주라는 부분이 여기에 해당될 것 같아요. 그래서 이것이 이제 저희들의 주된 관심사가 될 것이고...

또, 포이즌 필에 관한 문제를 꼭 다루었는데 그 부분에 해당되는 것이 결국 신주에 약권에 관련된 문제가 되지 않을까하고 일본제도로서는 소위 차등의결권주식과 관련되어서는 기능상으로는 단원주제도가 제 역할을 할 수 있다고 하나...

그 밖에 동경증권거래소 상장규정에서 그런 것을 중심으로 해서 궁금한 사항들을 말씀을 해 주시고 질문을 해 주시고 의견을 발표해 주셨으면 고맙겠습니다.

○ 노혁준 위원

노혁준입니다. 제가 궁금한 것을 여쭙어 보도록 하겠습니다.

여러 가지 수단이 이번에 도입이 되었는데, 그 중에 12페이지 이하에 있는 사전경고형 방어수단 이게 적절하게 활용이 된다고 하면 미리 깔아놓을 필요도 없으니까 미국식 포이즌 필에 가장 유사하게 shadow pill처럼 활용될 수 있고, 효율성 측면에서 본다면 가장 효율적인 방법이라고 할 수 있을 텐데요.

실제적으로 이게 발행되어 있는지에 대해서 아직 안 되어 있는 것 같은데 논의가 어떤 식으로 이루어지는지가 우선 궁금한데요, 12페이지 중간에 보면 신주예약권 무상배정이 주류를 이룰 것으로 전망되고 있다. 그러면 경고를 한 다음에 그런 식으로 경고를 하는데도 불구하고 공격이 들어오는 경우에는 신주예약권 무상배정이라는 것을 통해서 이사회에서 신주예약권을 배정하고, 그것은 저런 식의 조건이 부착되었어도 그냥 이사회가 할 수 있는 것으로 일단 해석이

되는지 그것을 확인차 여쭙어보고, 그다음에 두 번째 질문은 아까 이야기하셨지만 전체 주주한테 일관적으로 나누어 주는 것 같으면 이사회가 할 수 있을 텐데, 그런 것이 되지 않고 일부를 배제하고 하는 경우에는 주주총회 특별결의가 필요한 그런 경우가 있을 수 있다, 그래서 이것만 예를 들지 않고 여러 가지 신주예약권을 줄 때요, 배당 방식으로 줄 때.

그런데 이렇게 주주총회결의를 통하는 방식으로 하는 경우에 실제로 미국에서 그런 주주총회 결의를 하지 않고 이사회한테 주는 이유 중에 하나는 여러 가지 이야기가 나왔지만 ‘너무 시간이 많이 걸린다, 주총을 하면.’ 그래가지고 실질적으로 공개매수기간 같은 게 굉장히 한정되어 있고 빨리 방어수단을 취해야 되는데 주총결의까지 가면 그 실기를 할 가능성이 많기 때문에 그래서 이사회한테 주는 측면도 있는데, 그런 식의 주주총회 줬을 때, 주주총회 주는 식으로 그렇게 의무를 주어지는 경우도 있을 텐데, 그런 식으로 주주총회한테 이 발동 권한을 줬을 때 타이밍에 관한 그런 문제점에 대한 논의는 별로 없었는지가 두 번째 질문이고요.

세 번째로는 사전경고형 방어수단으로 돌아와서 뿌려진 다음에 나중에 협의를 해가지고 미국에서도 그렇지만 그게 만약에 좋은 deal로 났다, 그래서 이사회에서 가격 올려가지고 이것을 받아들이기로 했다고 그러면 소각을 시켜야 되는데, 그런 부분은 주주총회에서 하도록 되어 있는지, 아니면 이사회에서 하도록 되어 있는지 아니면, 그

게 이사회에서 한다고 그랬을 때 주주총회에서 해임을 할 수 있도록 되어 있는지, 나중에 그 마무리를 어떤 식으로 하게 되는지가 조금 궁금합니다.

○ 권종호 위원

사실 일본에서 도입되고 있는 사전경고형 같은 경우에 구체적으로 어떤 내용 같은 경우에는 회사의 정관별로 하는 게 있는데, 하나 말씀을 드리면, 먼저 첫 번째 질문이...

○ 노혁준 위원

그 표현을 어떻게...

○ 권종호 위원

그것을 보면 저렇습니다.

지침 같은데 보면 가장 바람직하게 일본에서 생각하는 방어수단은 사전에 도입하고 유사시에 발동시키는, 소위 말하는 사전유사시 발동이 가장 바람직하다고 보고, 그래서 포이즌 필도 일이 터지기 전에 사전에 도입해가지고 충분한 정보공시가 이루어지고 그런 방법으로 도입을 해라는 것이 하나가 있거든요.

그게 대원칙인데, 저런 경우가 있습니다. 여기 보면 경우에 따라서 이와 같은 사전에 따로 봤는데 일이 터졌잖아요. 터졌는데 봤을 때 이것이 빨리 발동을 시키냐, 마냐 이런 문제가 결정이 되는 것은, 그것은 어떤 식이나면 사전에 다 그런 기준을 정해 놓으라는 것이죠. 그래서 기준을 정해 놓은 것 중 나온 것을 보면, 예를 들어서 기업가치

를 주주이익을 제고하는 공개적인 방법이 제시가 됐을 때에는 예를 들어서 그것을 포이즌 필이 발동하지 못하도록 해야 되는데, 발동하지 못하도록 하는 방법은 사내이사만 결정할 수도 있을 수 있지 않습니까? 그렇죠? 이렇게 사내이사만 결정할 때에는 사전에 객관적인 기준을 마련해서 거기에 해당되면 자동적으로 신주예약권이 발동하지 못하도록 하는데, 그렇게 되면 신주예약권을 발동하지 못하도록 하려면 기존 주주가 갖고 있는 신주예약권을 회수해야 될 것 아닙니까? 그렇죠? 이와 같은 제도가 이번 2005년도에서...

그 전에 2003년도에 신주예약권 제도가 도입되기 전에는 그런 제도가 없었는데 어떤 제도냐 하면 회사가 강제적으로 신주예약권을 취득할 수 있는, 소위 말해서 강제 취득권부 신주예약권을 발행하면 회사가 발동해서는 안 되는 조건이 충족되면 그것은 회사 강제적으로 무상으로 취득할 수 있는 그런 규정을 집어넣어서 그런 것을 해결하죠.

○ 노혁준 위원

그러니까 신주예약권부주식을 발행할 때에는 그런 식으로 발행을 하지 않으면 사실은 그게 조건이 붙어있는 주식을 발행하면 사실은 그렇게 저희 원래 이야기하는 포이즌 필에 해당한다고 보기가 어렵고, 제한한 가지 여쭙보고 싶었던 것은 그 권한이 자동적으로 소각이 되도록 되어 있는지, 아니면 이사회가 소각시킬 수 있는지, 아니면 모든 것을 자유롭게...

○ 권종호 위원

그게 유형이 다양해서 일률적으로 말할 수가 없는데요.

○ 노혁준 위원

그냥 정하는 것인가요?

○ 권종호 위원

예, 정관으로 정하는데, 기본적으로 지침에 보면 그것이 정당화될 수 있게 하기 위해서는 적어도 이사회에서만 발동여부를 결정하게 됐던 객관적인 규제를 마련해라.

그다음에 사내이사만으로 결정할 때에는 객관적인 기준을 마련하고, 그렇지 않을 경우에는 독립된 제3자가 결정을 하도록 그렇게 하라는 쪽으로 그렇게 해 놓은 것이죠.

그러니까 회사가 정할 때 만약에 사내이사가 자의적으로 그 취소여부를 결정하게 되면 그것은 결과적으로 주주의사존중의 원칙이라든가 그것에 반하게 되니까 그것은 안 된다는 것이 기본 원칙입니다.

○ 노혁준 위원

그러면 그런 식으로 제 이야기로는 일정한 기준이 확실하게 정해져 있고, 그 기준에 따라서 규정이 되면 사내이사들이 그냥 소각시키는 것이 원칙적으로 지침에는 사내이사가 할 수 있도록 그렇게 되어 있다는 것이죠?

○ 권종호 위원

할 수 있죠, 그게 원칙은 되어 있는 것은 아니고...

○ 노혁준 위원

예, 그렇게 되어 있습니까?

그다음에 그런 경우에도 주주가 역시 타인 같은 것을 시켜가지고 미국에서 하는 식으로 이사가 그런 것을 거부할 때 사내에 그런 규정이 있는데도 불구하고 그런 것을 해임을 시켜가지고 자기네들이 원하는 사람을 이사로 해가지고 그런 우회로가 마련이 가능한 것이죠, 일본에서도?

그 이사가 거부를 하는 경우에 그런 식으로 되어 있어가지고 이사가 이것을 소각을 시켜야 되는데 소각을 시키지 않고 있다고 주주가 느끼는 경우에...

○ 권종호 위원

그게 바로 저렇게 보시면 되죠.

dead-hand 포이즌 필이 안 된다고 하는 게 상장폐지조건이라는 것이...

○ 노혁준 위원

dead-hand 포이즌 필까지 가지 않고 이사들이 그냥 거부...

○ 권종호 위원

기존의 이사가 그것을 기준이 됐음에도 폐지를 안 시키고 그대로 놔뒀을 때 그러면 주주는 일반적으로 주주를 해임하고 이런 것 같으면 제대로 주주해임절차를 밟고 그래야 할 것 아닙니까?

○ 노혁준 위원

미국에서처럼 제가 일본법에 대해서는 잘 모르니까, 정당한 사유가 있어야지만 해

임시킨다고 그래가지고 꼭 해임에 굉장한 제한을 두어서 문제가 생기지 않고 우리나라처럼 그냥 해임을 시킬 수 있도록 그렇게 되어 있어서.

○ 권종호 위원

저렇게 되어 있습니다.

이사 해임에 관한 규정은 일본규정을 우리나라가 그대로 갖고 온 거거든요.

○ 노혁준 위원

그러면 그 문제는 별로 없는 거죠? 예. 아까 이야기한 것처럼...

○ 권종호 위원

두 번째 이야기한 게 주주총회에서 폐지 여부를 결정하는 것이 어렵기 때문에 이사회에서 발동하라고 그렇게 봤습니다.

○ 노혁준 위원

제가 질문한 것은 권한을 누구한테 주는 지보다 어떻게 그 기준을 마련하는지 그게 굉장히 중요하다고 이야기를 하셨고, 굉장히 중요한 부분이긴 한데, 권한이 누구한테 있는지도 나름대로 의미가 있으니까 그쯤에는 볼 때, 주주총회할 때 이런 것을 발동할 수 있는 권한을 그게 사전경고형이다, 아니면 앞에 나와 있는 그런 권한을 주는 경우에 주주총회가 그런 식으로 결의를 뭔가 하도록 그렇게 되어 있다고 하면, 아까 말씀하신 것처럼 일부에 대해서만 신주예약권 안 주는 경우에는 이사회에서 결의를 못하고 주주총회에서 뭔가 결의를 해가지고 할 수

있다고 했잖아요. 그런 경우에는 사실 공개 매수 사항이면 굉장히 급박한 사항인데, 그 타임에 대해서 좀 문제가 생기지 않나...

○ 권종호 위원

저희가 포이즌 필이라는 게 기본적으로 봤을 때 사건이 터질 때 쓸 수 있는 방어수단이라는 것은 일본의 전술적으로 이야기하면 신주의 3자 배정이라든가 이런 것이 직방으로 쓰이는데, 포이즌 필 같은 경우에는 사전에 깔아놓고 거기에서 걸려들었을 때 발동한다, 이런 것이기 때문에 기본적으로 유사시에 발동하는 시스템이라고 보기에는 곤란하지 않겠습니까?

또 예를 들어서 주주총회에서 방금 말씀드린 것은 신주예약권을 발행하는 방법에 있어가지고 예를 들어서 사전에 깔아놓을 때 같은 경우에는 사전경고형 같은 경우에는 그런 조건이 충족되면 여기도 보면 20% 취득할 때 통지를 해라, 그래서 내가 검사하는 기간 동안에 내가 발동을 하겠다고 그래서 그런 조건이 되어서 그때 만약 그렇게 되면 회사가 똑바로 무상배정을 해 가지고 주주한테 나누어 줄 것 아닙니까? 이렇게 되면 그것은 주총의 결의를 하는 방법은 아니죠.

○ 노혁준 위원

그러니까 사전경고형 방어수단의 경우에는 거의 주주총회에서 관여할 여지가 없이 clear하게 법원에서 이런 것에 대해서 일부의 주주에 대해서만 조건부로 이렇게 주는 것에 대해서 주총결의가 필요하다, 이렇게

안 나오고 그냥 공시만 하면 특별히 문제 삼지 않는...

○ 권종호 위원

지금 그게 사건의 일본의 판례가 3개거든요. Livedoor 사건하고 니레꼬 사건하고 이번에 Bulldog Sauce 사건 그게 사실상 3개이고, 지금 일반적으로 이야기하는 것은 무상배정하고 있는 것은 문제가 되지 않을 것이라고 하는 그런 이야기이고 판례가 나온 것은 3개밖에 없죠.

없고 또 하나 말씀드릴 것은 사전에 깔아놓는다는 것은 사전 경고인 경우에는 신주예약권을 사전에 발행하는 것이 아니고 경고만, 사건이 터지면 발행하는 것이고, 지금 일반적으로 이야기하는 사전에 깔아놓는다는 것이 주주배정으로 해가지고 먼저 주주한테 주는 것은 니레꼬 판결에서 안 된다는 것이고, 그리고 줄 때에도 주주총회에서 결의를 해야 된다는 것은 발행하는 가격이 신주예약권 같은 경우가 굉장히 저가일 경우에만 일본의 상법규정에서 저가의 경우에만 주총의 특별결의를 거치도록 되어 있거든요. 저가가 아닐 경우에는 행사가격이 소위 말하는 신주예약권의 기업가치 해가지고 나름대로 가격이 얼마라고 이야기하지 않습니까? 그렇죠?

그런 저가의 경우에는 주주총회 특별결의를 거치고 그렇지 않을 경우에는 저가만 하는 경우에는 특정 3자에 배정해도 문제가 없기 때문에 깔아놓을 때에는 전부 다 이사회 결의로 깔아놓는 것이 일반적이죠.

이해 가십니까?

○ 노혁준 위원

예. 저가라든지 주총의 결의가 필요한 경우에는 사전에 다 까니까 임박한 경우는 별로 없다는 말씀이시죠?

○ 권종호 위원

제일 중요한 것은 일반 투자자한테 다 깔아놓든지, 모든 주주를, 아니면 일정 조건이 충족되었을 때 특정 주주한테 깔 때에도 그것을 보면 행사가격을 봐가지고 아주 저가로, 스톡옵션 주는 형태로 그렇게 저가로 주지만 않으면 일본의 현행법상에서 저가의 경우에는 주총의 특별결의를 거치도록 하고 있기 때문에 주총의 특별결의 필요 없이 이사회 결의를 할 수 있도록 그렇게 되어 있죠.

○ 노혁준 위원

저가로 까는 경우에도 사실은...

○ 권종호 위원

모든 주주를 대상으로 하면서...

○ 노혁준 위원

그러면서 공개매수상황이 임박해서 하는 게 아니라 훨씬 전에...

○ 권종호 위원

그렇죠. 그것은...

○ 노혁준 위원

원칙으로 하기 때문에 임박해 가지고 기간이 짧다, 타이밍의 문제도 별로 생기지 않을 거라는 말씀입니까?

○ 권종호 위원

그게 바로 direct로 터졌을 때 할 수 있는 것은 무상배정제도를 이용하면 그대로 터져도 할 수 있을 것 아닙니까? 그렇죠? 그러니까 일이 터지면 그래서 이사회 결의하고 똑바로 무상배정을 해 버리면 모든 주주가 그대로 받을 수가 있으니까, 그 경우에는 사전에 쓸 수 있는 것이죠. 지금 예를 들어가지고 사전경고형이라고 그래도 결과적으로 이것을 해서 그것을 위반하면 그 시점에서 무상배정을 해 버리면 그대로 쓸 수 있으니까 전혀 문제가 안 되고, 여기에서 보면 사전에 깔아놓은 시스템같은 경우에는 이것은 사전에 안 깔아놓으면 이 방법을 쓸 수가 없죠. 유사시에 쓸 수가 없게 되죠.

○ 송종준 위원장

그런데 사전경고라고 하는 의미가 법규 정상으로 어떻게 되어 있죠? 그러니까 경고의...

○ 권종호 위원

사전에 발행은 안 하고 이런 이런 조건을 충족하면 그럴 때 우리는 신주예약권을 주주에게 무상으로 배정하고, 다만...

○ 송종준 위원장

정관에 그 규정을 두라는 이야기죠?

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

정관에, 경고의 수단은 정관에 규정을 두는 거죠?

○ 권종호 위원

그렇죠. 그런데 그 하나 보면 일본 같은 경우에도 그런 것을 두려면 정관변경 결의를 해야 되니까 실제로 정관변경결의를 못하고 권고형 결의를 해가지고 도입하는 회사가 굉장히 많아요.

○ 송종준 위원장

권고형?

○ 권종호 위원

권고형 있잖아요. 우리는 보통결의로 권고형으로 해가지고 우리는 이 제도를 도입하는 것이 좋겠다고 근거로 해가지고 지금 도입하는 회사가 굉장히 많거든요. 그런데 거기에 대해서는 지금 판례가 이야기한 것은 지금 없어요.

우리나라도 아마 도입이 된다면 지금 상장회사 같은 경우가 만약에 한다면 정관변경을 해 가지고 도입을 하기가 굉장히 어려울 것이고, 권고형 결의 같은 경우에, 예를 들어 주주제한 같은 경우에도 권고형 주주가 있어가지고 하듯이 일본에서 그런 식으로 도입되어 있습니다.

○ 송종준 위원장

권고형 주주, 그 말이 좀 생소하지 않나요? 우리 법상으로, 권고형?

○ 권중호 위원

우리는 보통결의를 통해가지고 포이즌 필을 도입하는 것이 바람직하겠다고 그런 식으로 지금 현재 1/3을 모아놓은 경우에는 그런 식으로 도입하는 회사가 굉장히 많습니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 권고형은 단순 보통결의?

○ 권중호 위원

그렇죠. 그런데 그것이 법적으로도 법원에서 인용될지 안 될지는 논란의 여지가 굉장히 있고...

○ 송종준 위원장

그러니까 굉장히 불확실한 요소가 수단 측면에 있어서도 있는 것 같아요. 그러니까 정관규정에 경고수단이라는 게 어떤 정관에 근거규정을 두고 거기에 여러 가지 정보를 제공하도록 하고 등등 여러 가지가 있는데...

○ 권중호 위원

보시면 사전에 일단 취득하게 되면 '내가 왜 목적하는지 이야기를 해라', 거기에 대해서 우리가 이사회가 평가기관을 통해 취득하지 말라고 해놓고, 만약에 그것을 위반하면 당신을 제외하고 예약하는 모든 주주에게 무상으로 배정하는데 '당신은 제외하고 나머지 주주는 신주예약권을 행사한다.' 이런 식으로 되겠죠.

○ 송종준 위원장

그런데 그날 일본사람들 와서 물어봤을 때 신주예약권은 모든 주주에게 다 준다고 그런 식으로 이야기를 하거든요?

○ 권중호 위원

그게 가장 편한 게 신주예약권을 모든 주주에게 주게 되면 이사회가 아무리 낮은 가격을 줘도 문제가 될 소지가 없잖아요. 그렇죠?

○ 송종준 위원장

그러다가 예컨대 누군가 20% 매수가 있으면, 사유가 발생하면 옵션 행사를 배제하는 것인데, 그것이 아예 주지 않는 것과 똑같지 않습니까?

○ 권중호 위원

모든 주주에게 다 주면 지분가격이 싸도 지분비율하고 전혀 문제가 없지 않습니까? 그렇죠? 그런데 특정주주를, 개를 빼고 주게 되면 어떤 형태로든 개를 제외하고 개는 지분비율의 가치는 떨어질 수가 있죠. 그렇죠? 그런데 이론적으로는 그런데 모든 주주에게 다 주게 되면 주주에게 배당하는 게 주주에게 인수권을 줘서 하는 것과 똑같으니까 그것에 대해서는 전혀 문제가 없고, 그래놓고 거기에서 뺏을 때가 이제 주주평등원칙에 문제가 되죠. 그 이야기는 누구든지 거기에 해당되면 되니까 특별주주나 그런 것을 두어서는 안 된다고...

○ 송중준 위원장

그리고 또 한 가지 문제는 그런 1차적인 관문상의 문제도 있지만 예약권을 행사할 때 현재 시가가 있을 것 아닙니까?

○ 권종호 위원

예, 그렇죠.

○ 송중준 위원장

우리가 일반적으로 회사가 주식을 신주를 발행할 때에는 공정가액으로 발행을 해야 되는데 그래서 불공정하면 위법하고 무효 원인이 되고, 항상 모든 사건이 그렇게 되어 있는데, 그와 같은 신주예약권을 행사했을 때 회사로부터 신주를 인수받는다라는 말이죠. 그랬을 때 그 행사가격이 현재 지 금 어떻게 되어 있어요?

○ 권종호 위원

스톡옵션 그 기준을 기준으로 해가지고 그 기준보다 싸면 소위 말해서 저가발행, 유리발행이 되죠. 그래서 그 기준...

○ 송중준 위원장

그런데 스톡옵션 제도의 행사가격하고 일반적인 신주발행에 있어서의 인수가격, 거기는 조금 다르게 봐야 되지 않나요?

○ 권종호 위원

공정한 신주예약권을...

○ 송중준 위원장

그런데 스톡옵션은 나름대로 취지상 인

센티브를 줘서 보상시스템이죠?

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

그러니까 그 행사가격이 공정한...

○ 권종호 위원

스톡옵션도 제가 알기로는 공정가격은 있죠. 그보다 싼 것, 그게 바로 공정한 가격하고 차액이 바로 인센티브로...

○ 송중준 위원장

그랬을 때 공정한 가격으로 인수를 할 수 있는 옵션을 주었을 때 주주들이 과연 그 옵션을 행사할 수 있겠느냐...

○ 권종호 위원

안 하죠. 그러니까 대개 보면 다 따로 잡아놓고 Bulldog Sauce인가 그 사건에서 보면 다 쥐놓고 주주는 1엔인가가 그렇게 행사하도록 하고, 애 주식은 회사가 사도록 그렇게 되는 방법으로...

○ 연태훈 위원

그 스톡옵션의 행사가격하고 예를 들어서 행사기간의 차이가 있는 것 같아요. 행사기간은 신주인수권 같은 경우에는 행사기간이 아주 짧은 기일에 있기 때문에 상장된 회사 같으면 그 fair value가 결국은 시가가 되겠고, 그다음에 비상장회사 같은 경우에는 내재가치를 계산을 해가지고 그 가격을 가

지고 짧은 기간 동안에 나오는 것이고, 그 다음에 스톡옵션의 가격은 어차피 그 가격만 주더라도 굉장히 가치가 있는 거거든요. 왜냐하면 우리가 스톡옵션 가격할 때 black-scholes 모형에 의하면 항상 기간이 길수록 그것은 value가 더 크는 것이고, 왜냐하면 그다음에 변동성, 그 변동성이 어떻게 될지 모르기 때문에 기간이 또 굉장히 길단 말이에요, 그 스톡옵션 자체는. 그래서 그 행사기간을 고려해야 되기 때문에 그냥 스톡옵션상의 행사가격하고, 그다음에 신주인수권한테 행사계약 쓰는 것하고는 굉장히 다르다고요.

왜냐하면 같은 가격으로 했다고 그러더라도 굉장히 스톡옵션은 가치가 높다고요, 그 가치가 어떻게 될지 모르기 때문에 그 spike 상태로 가면 그 행사가격의 차액 자체가 전부 다 potential이 이득을 취할 수 있는 부분이기 때문에 그 문제는 좀 2개의 개념은 좀 틀린 것 같아요.

○ 권종호 위원

신주예약권하고 신주인수권은 완전히 다른데요.

○ 연태훈 위원

신주인수권하고 warrant하고, 주식매수청구, 스톡옵션하고는 틀린 개념이고...

○ 권종호 위원

신주인수권은 신주를 발행한다고 결의를 했을 때 생기는 신주인수권하고, 신주예약권은 기본적으로 계약에 의해서 주어지는 거

거든요. 그러니까 성격은 사실 다르죠.

○ 연태훈 위원

주식매수청구권하고는...

○ 권종호 위원

신주예약권하고 우리 스톡옵션은 같죠.

○ 연태훈 위원

저기는 행사기간 자체가...

○ 권종호 위원

저렇게 보시면 돼요. 스톡옵션은 신주에 약권을 회사에 기여하고 있는 이사한테 주면 그 기간을 3년 동안으로 해 가지고 계약 요건에 충족되면 행사할 수 있도록 하는...

○ 연태훈 위원

주식매수청구권이고...

○ 권종호 위원

스톡옵션이고, 방어수단으로 쓰이는 신주예약권도 그런 요건에 충족되면 얼마의 가격으로 행사하는 그런 사전에 계약 때부터 행사한다고 보면 됩니다.

○ 연태훈 위원

그런데 scheme은 같은데 행사기간 자체가 굉장히 short-term이기 때문에 그때의 행사가격을 동일하게 놓아두면 행사기간이 긴 스톡옵션의 가치가 훨씬 높다 이것이죠.

○ 권종호 위원

지금 말씀하신대로 스톡옵션을 바로 쓸 수가 없잖아요. 스톡옵션으로 발행된 것은...

○ 연태훈 위원

스톡옵션을 저런 식으로 하면 할 수 있겠네요. golden parachute 형태로 그렇게 되면 변칙적인 방어수단은 되겠죠.

○ 송종준 위원장

스톡옵션도 방어수단은 있죠. 우호주주군을 결국은 확보하는 수단이니깐 현금으로 주지 않고 자기 주식을 주거나 신주를 발행할 수 있는 경우에는 회사의, 그 회사 있는데 스톡옵션 뒤 행사가격이 예를 들어 1만원인데 시가가 행사할 때 5만 원이라고 그러면 얼마나 그 회사가 잘된 것 아니에요. 그런 회사를 다른 사람이 인수할 때 누가 그 사람한테 주식을 팔아요, 안 팔지. 그런 의미에서 그게 방어효과로서 굉장히 좋거든요.

○ 권종호 위원

일본하고 우리나라도 마찬가지로인데, 지금의 상태에서는 스톡옵션을 가지고 방어수단으로 이용하기에는 한계가 있지 않습니까? 그런 식으로 쓸 수는 있더라도, 그렇죠?

○ 송종준 위원장

그렇죠. 성질이 급하면 이용할 수 없는 것이죠. 그 몇 년이 지난 상태에서...

○ 권종호 위원

방어수단을 다양하게 하는 방법은 신주예약권에 스톡옵션이 붙었는데 예약권을 따로 떼어가지고 그것을 종업원한테 주고, 스톡옵션을 쓰게 하고 방어수단으로 하려면 일반투자자를 상대로 하는 조건으로 쓰도록...

○ 강희철 위원

신주예약권의 부여와 관련해서는 우선 예약권을 줄 때 그것은 무상으로 줄 것이냐, 그러면 예약권의 대가를 얼마로 할 거냐 하는 문제하고, 그 다음에 실제 예약권을 행사해서 신주를 받을 때 신주발행가격은 얼마로 할 거냐? 그러니까 신주발행가격을 얼마로 할 거냐 하는 문제가 있는데, 지금 교수님 말씀에 의하면 사전경고형 방어수단에 있어서 그렇게 신주예약권을 무상으로 배정하는, 그러니까 매수자만이 행사할 수 없는 차별적인 조건이 부여된 신주예약권, 그러니까 신주예약권을 모든 주주한테 주되, 단지 20% 넘는 매수자는 그것을 행사할 수 없는 그런 신주예약권 무상배정이 주를 이룰 것으로 전망되고 있다고 말씀하셨는데, 실제 이 경우에 행사가격들은...

○ 권종호 위원

무지하게 쌀 것입니다.

○ 강희철 위원

그런데 만약에 매수자가 행사할 수 없는 그런 경우라면 그것이 꼭 무지하게 싸다는 것이 어느 정도라는 것인지...

○ 권종호 위원

주주들이 행사할 때 적당한 가격은 되어야 할 것 아닙니까?

○ 강희철 위원

그러니까 통상적으로 보면 보통 이야기를 할 때 1원 이런 식으로 생각을 하는데 그것은 아닌 것 같아요. 실제…

○ 권종호 위원

일본에 보면 1엔 하는 데도 많더라고요.

○ 강희철 위원

행사가격이요?

○ 송종준 위원장

행사가격을요?

○ 권종호 위원

그러니까 1엔으로 행사가격이니까 좋지에 주식분할한 것처럼 확 늘어나는 것이죠.

○ 송종준 위원장

아니, 주가가 지금 현재 5만 엔인데, 1엔으로 그것을 인수한다는 말이에요?

○ 강희철 위원

당시의 절반가격으로 예를 들어서 할 수 있게 한다든가…

○ 권종호 위원

그게 바람직한 거예요.

○ 강희철 위원

그런 경우를 제가 많이 본 것 같은데 실제는 그런 경우에 1원으로 명목적인 가격으로 취득할 수 있는 사례가 있습니까?

○ 권종호 위원

그러면 결과적으로 공격하는 쪽에서 이르면 자기가 계속 유지하면 행사할 때 포기를 하겠죠.

○ 강희철 위원

그런데 실제 여러 가지 고려해서 제가 본 자료 같은 데에는, 그러니까 예를 들어서 1만 원짜리 주식을 1원으로 하지 않고 예를 들어서 5,000원으로 한다 하더라도 실제 원래 생각했던 것의 2배의 값을 줘야만, 돈을 내야만 주식을 취득할 수 있고, 따라서 행사가격이 그렇게 아주 명목적인 가격은 아닌 것처럼 제가 본 것 같은데…

○ 권종호 위원

그런데 구체적으로 확인은 안 했는데요. 지금 제가 본 바로는 비록 행사가격이 거의 그냥 zero에 가깝도록 해가지고 하면 모두가 100% 거의 행사를 하게 될 거예요. 만약 반절이면 적어도 돈이 안 되는 사람은 행사를 하지 않을 것이니까 회사로서는 모든 사람이 행사할 수 있도록 그런 방법으로 나가고 있는 것이 굉장히 많습니다.

○ 연태훈 위원

여기 이현철 변호사님이 발표한 자료에도 보면 굉장히 염가에 발행할 수 있다는 것을

염두에 두고 그렇기 때문에 triggering event 자체가 발생을 안는다고 보는 것이고, 보통 우리가 염가는 그냥 아까 말대로 저기...

○ 강희철 위원

명목적인 가격만을...

○ 연태훈 위원

보통 우리가 유상증자라 할 때에는 대개 통상적으로 시가의 한 80% 정도로 유상증자를 하고 거기에 실권주가 나오면, 그렇게 되면 이제 소위 말해서 자본조달 목적으로 개념이 많이 들어가는 것인데, 만약에 일본식으로 5만 엔짜리가 1엔이면 사실상 그것은 무상배정하고 똑같다는 이야기거든요.

○ 권종호 위원

결국은 못한다는 소리죠.

○ 강희철 위원

한번 확인을 해 보셨으면 좋겠네요.

○ 연태훈 위원

무상이 가능하면...

○ 송종준 위원장

무상도 가능하지 않죠.

○ 강희철 위원

그냥 명목적인...

○ 연태훈 위원

무상이 일본에서 가능한 것이죠?

○ 송종준 위원장

아니, 일본에서 가능한데, 우리 지금 현행 회사법의 시스템으로 보면 어쨌든 예약권을 행사하면 신주를 회사가 하여튼 자기 주식을 주든지 발행해야 될 것 아니에요, 그렇죠? 일단 그것은 맞죠?

○ 권종호 위원

그렇습니다. 우리가 적어도 제가 보기에 는 무상배정제도를 우리나라에 도입한다는 소리는 완전히 그야말로 미국식 포이즌 필을 도입하겠다는 것이고, 일본도 처음에는 무상배정제도를 처음에 도입을 안 했거든요. 그러다 보니까 어떻게 하느냐 하면 무상배정제도라 하면 쉽게 말해가지고 주식의 인수절차를 다 생략하고 이사회에서 결의만 하면 그 시점에서 주주한테 효력이 생긴다는 소리거든요. 3주를 무상으로, 한 주당 두 주를 준다...

○ 강희철 위원

무상배정이라는 것이 예약권을 무상으로 준다는 것이지 주식을...

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

행사가 아니에요. 예약권을 무상으로 줄 수 있다는 이야기죠.

○ 강희철 위원

그러니까 그 예약권 자체를 줄 때에도

그 값을 좀 받고...

○ 권종호 위원

주는 게 좋죠. 예, 그렇죠.

○ 강희철 위원

그런데 그것은 무상 내지 아주 명목적인 가격인 것은 틀림없는 것 같은데, 실제 행사가격도 그런 무상 내지 명목적인 가격에 불과한 것인가라는 부분에 관해서 제가 본 자료들은 ‘어? 그렇지 않는 것 같은데.’...

○ 송종준 위원장

글쎄, 저도 지금 그 부분은...

○ 권종호 위원

저도 다음 시간에 확인하겠습니다.

회사 입장에서는 완전히 이것을 그런 조건이 충족되면 저지하기 위해서 발행하는데요. 예를 들어서 반값 그러면 돈이 없어서 못하는 사람도 굉장히 있을 것이지 않겠습니까? 그러면 회사입장에서 가장 싸게 해가지고 인수를 행사할 수 있도록 하는 게 당연한 것이지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

아니, 그런데 그게요...

○ 이준식 검사

낮으면 낮을수록 powerful한 것이죠.

○ 송종준 위원장

아니, powerful한 것은 사실인데...

○ 강희철 위원

그러니까 실제 낮은 정도가 어떤 것이냐고 하는 것이 예를 들어서 50%, 10%, 20%로 하는 것하고, 1만원 투자를 1원에 하는 것은 다르지 않습니까?

○ 송종준 위원장

그 예약권을 행사해서 회사가 신주를 발행한다고 할 경우 우리 현행 시스템으로 액면이 있는데 액면미달발행이 불가능하거든요.

○ 권종호 위원

일본은 액면이 없어요.

○ 송종준 위원장

그러니까 일본은 지금 무액면이라고 하지만, 우리 회사법에서도 무액면제도를 도입하잖아요.

○ 권종호 위원

우리는 도입하죠, 예.

○ 송종준 위원장

도입하는데도 거기에서 자본으로 이 부분은 정하도록 되어 있단 말이에요. 그래서 무액면을 원칙으로 하나요, 일본이? 일본이 무액면이 원칙입니까?

○ 권종호 위원

예.

○ 송종준 위원장

무액면이 원칙이기 때문에 그런 것들이

이렇게 생각이 되지만, 이게 판이 다른 상황에서 그 문제를 아니, 법률적으로 해결을 해야죠. 간단히 해서 저리라고 하는 것, 엄가라고 하는 개념이 이래도 된다, 이것은...

○ 권종호 위원

저런 개념이라니까.

우리나라도 마찬가지로 모든 주주에 대해서 신주예약권을 줄 때는 절저리든 고리든 주주에게 피해가 가는 게 없잖아요. 그렇지 않습니까? 그렇잖아, 지금 신주예약권 주식 발행하는데, 신주를 발행하는데, 모든 주주에게 신주예약권을 쥐가지고 주식을 10원에 해도 회사가 내는 것은 전부 자기 비율대로 회사가 내니까 피해가 없잖아요.

○ 송종준 위원장

그러니까 물론 그것만 생각하면 그런데. 예컨대 회사가 신주를 발행하는데, 공정한 시세가 있어요. 공정한 시세가 있음에도 불구하고 그것까지 다 받고 주식을 발행할 수 있음에도 불구하고 현저히 저렴하게 발행했을 때 그것은 예컨대 경영진의 주의의무 위반 아니냐...

○ 권종호 위원

만약에 그렇게 한다면 실제로 주식분할은 비싸고 그런 것 아니겠습니까?

○ 강희철 위원

그런데 실제 지난번에 이철승 교수님하고 어느 교수님인가 사이에 논란이 붙은 게, 자본거래에 있어서 그게 과연 방금 말

씀하신 그런 문제가 있을 수 있는 것인가, 과연 이거에 관해서 사회에서 격론이 벌어지고, 이렇게 했는데, 지금 실무나 법원이 말하자면 주주 전원한테 동일한 실제 주식 가치가 액면의 10배라 하더라도 액면가로 발행하는 것이 가능하고, 그것은 아무 문제가 없다고 하는 것에 대해서 별로 의문은 없는 것 같은데, 그런데 실제 그게 회사와 주주를 분별하는 개념을 그대로 엄밀하게 적용을 하면 그것도 논리적으로 성립이 안 되거든요. 그런 문제는 있죠.

그렇게 하고 그다음에 위원장님이 말씀하신 은행제도와 관련해서는 우리가 기본적으로 포이즌 필을 제대로 한다고 그러면 현재 우리 법체제와는 안 맞는 것이 있으니까 그런 안 맞는 것은 입법적으로 해결하는 그런 제도적인 장치를 갖춰도 돼요.

○ 송종준 위원장

그러니까 자주 그런 부분이 충돌이 생길 수가 있으니까 그런 것을 점검을 할 필요가 있다는 것이죠.

○ 연태훈 위원

이런 측면도, 무상증자가 가능한데, 지금 무상증자가 가능한데 엄가발행이 예를 들어서 주주 간에 동일하게 간다고 그러면 엄가 발행 자체가 과연 똑같은 비율로 간다면 포이즌 필 아니고요, 나머지로 간다면 그것은 모르겠어요. 액면가가 5,000원이기 때문에 그게 안 되어서 들어갔는지는 모르겠지만, 회사의 대차대조표상 대변에 자본계정은 예를 들어 발행 그 당시에 몇 월 며칠 주식

사항에 이것은 얼마씩 발행되고 이것은 무상으로 배정됐다는 주기로 되어 있으면 회사의 크게 본질하고는 거의 상관없고, 그냥 대차대조표의 문제밖에 되지 않겠느냐? 이런 생각이 들어서 그것을 기술적으로 예를 들어서 30%다, 50%다, 만약에 도입을 한다고 그러면 그게 통제가 될 수 있겠느냐?

그래서 포이즌 필이 들어가면 어차피 혐가발행을 각오해야 되는데, 그렇게 됐을 때 그 문제를 과연 그 accept를, 그것을 염두를 해야 된다 이것이지요.

그래서 그것을 바탕으로 논의가 과연 포이즌 필 제도를 도입하고, 그다음에 우리 한국적 상황에서 이사회 결의만으로 그렇게 되겠느냐? 이런 제반 문제가 기본적인 바탕은 저는 미국이나 일본이나 다 혐가발행이 가능하다고, 소위 말해서 명목상 금액 1달러, 1엔 가능하다는 것을 염두에 두는 게 그런 인식이 있지 않느냐? 저는 기본적으로 그렇게는 생각하고 있습니다.

그러면 예를 들어서 유상증자 수순으로 80% 이 정도 된다고 그러면 과연 그게...

○ 강희철 위원

제가 그 문제를 이야기한 게 아니고요. 실제 fact가 어떤가라는 부분의 이야기를 드린 것이죠. 우리나라 법의 적용에 있어서의 문제는 그것은 완전히 다른 차원에서 논의할 문제이고, 단지 fact가 어떤 것인지 알고 싶었습니다.

○ 송종준 위원장

그리고 평가기간이라고 하는 부분이 있

잖아요? 발표하신 내용 중에 평가기간. 사전경고형 방어수단에 이것은 실제...

○ 권종호 위원

그것은 이사회에서 평가를 하죠.

○ 송종준 위원장

사례 case이지 법에 나와 있는 것은 아니죠?

○ 권종호 위원

예?

○ 송종준 위원장

법에...

○ 권종호 위원

그것은 지금 여기 사전경고형은 지금 여기에서 말하는 방어수단이라는 것은 상법에서 주어진 것은 신주예약권만 주어졌고, 이것은 그 신주예약권을 근거로 해가지고 회사가 정관으로 만든 거예요.

○ 송종준 위원장

아, 그 예를 설명을 하신 것이죠?

○ 권종호 위원

예. 이것은 지금 여기에서 상법, 그러니까 방금 이야기했듯이 일본은 우리나라하고 달리 3자 배정도 기본적으로 가격만 공정하면 이사회가 알아서 할 수 있도록 그러니까 거기에 법을 맞춰서 이렇게 시스템으로 만들어놓고, 상법은 오로지 신주예약권제도만

그렇게 규정만 되어 있고요. 그러니까 이것은 각 회사마다 방어수단도 사전경고형이라고 해가지고 전부 다 똑같은 게 아니고, 회사마다 방어수단은 다 그렇게...

○ 송종준 위원장

다를 수 있는데요. 여기 원고에 있는 것으로 보면 사전경고라고 하는 의미는 “니가 우리 공격하려면 너 정보를 내놓아라.” 이런 의미에서 진짜로 회사 기업가치를 향상시키는 효과가 있는지를 우리가 검토하겠다는 이런 취지죠, 그렇죠? 그런데 검토를 하는데 필요한 평가기간이 현금에 의한 주식 공개매수의 경우는 60일, 그 외의 경우에는 90일로 되어 있는데 이게 지금 공개매수, 그런데 지금 우리 일본도 그렇지만 금융상품거래법이나 우리 자통법에서도 마찬가지로 공개매수는 거의 100%가 다 20일이 거든요, 기간이. 그 관련되어서 이게 어떻게 되는 거예요?

○ 권종호 위원

아까 제가 잠깐 설명했는데, 지금 이런 식으로 해가지고 심사를 하다가 못하고 연기하고 이런 일이 벌어진다고 말을 했지 않습니까? 그것하고 관계가 어떻게 되느냐고 생각을 해 봤는데 모르겠습니다.

하여튼 이것은 확실합니다. 90일 동안 해 가지고 여기에서 검토하는 기간은 이보다 더 길게 잡으면 무조건 안 되니까 이런 방법으로 해가지고 이 기간 내에서 조건이 충족되면 그 다음부터는 바로 발동하나, 안 하나는 사전에 정해진 준비를 하든지, 아니

면 그냥 하도록 시스템이 정해져 있고, 지금 공개매수기간 같은 경우가 법정기일로 반드시 20일까지 이렇게 해야 되는 게 아니고 최소기간만 정해 놓는 것인가 하는 생각도 들고...

○ 송종준 위원장

아니, 일본도 20일에서 60일이죠, 일본이.

○ 권종호 위원

그렇죠. 그런데 그게 하여튼...

○ 송종준 위원장

maximum이 이렇게 되어 있는데, 그것은 바뀌지 않았을 거예요, 일본도. 그런데 이제 그 개별회사의 정관에 이렇게 규정을 두었을 때 이것이 과연 효력이 있을 수 없죠, 그 부분은.

○ 권종호 위원

그러니까 거기에 위반하면 이거는 당연히...

○ 송종준 위원장

연 박사님.

○ 연태훈 위원

저도 조금 의문이 나는 게 일단 아까 말씀하셨던 신주예약권이 실제로 실행가격이 문제가 되는 이유가 아까 말씀하신 게 인수 시도자에게 부여된 부분에 대해서 적정한 가격에 매수를 하도록 하셨잖아요.

○ 권종호 위원

Bulldog Sauce 사건에서는 샀다는 것이죠.

○ 연태훈 위원

그러니까 예를 들어서 그런 경우에 적정 가격, 그게 적정 가격에 사도록 되어 있다는 것은 아니라는 것인데, 그런 게 있을 때 그 가격에 대한 판단을 사실은 그 발행, 실행하는 가격에 따라서 다른 모든 조건들이 동일하다면 원래 지금 주가하고 이것을 합쳐가지고 반으로 나누면 되는 것 아니에요, 대략적으로 비율이. 그런 부분에 대한 판단을 가지고 매수가격을 해 주는 거예요?

○ 권종호 위원

지금까지는 예를 들어가지고 니레꼬 판결이라든가 이쪽의 시각이 뭐냐 하면 포이즌 필이 방어수단으로 쓰게 되면 매수자가 피해를 보는 것은 당연하다. 그것은 당연하고, 다만 방어를 수단으로, 기업을 방어하기 위해서 기존에 공격자가 아닌 매수자 아닌 이외의 주주까지 피해를 보는 것은 안 된다. 따라서 그러기 위해서는 신주예약권을 사전에 발행했으면 그 경우에는 반드시 주식양도가 같이 신주예약권이 가도록, 소위 말해서 수반성의 요건을 충족해야 된다고 하니까 그 판결을 보고 만들어지는 게 신탁형이거든요.

이것은 뭐냐 하면 그 당시에 무상배정제도가 없으니까 회사가 사전에 신주예약권을 발행해가지고 신탁을 다시 했다가, 그 신탁하기 위해서 사건이 딱 터지면 그 시점에서

주주한테 무상으로 그냥 주는 것이죠. 이것을 회사가 직접 주지는 못하니까.

이렇게 만들어놓은 게 바로 수반성 문제를 해결하기 위해서 그렇게 했는데, 지금 2006년도에는 이제 그런 무상배정제도가 도입되었으니까 수반성 문제는 근본적으로 해결할 수 있게 그렇게 된 것이죠.

그러니까 지금 그 문제는 Bulldog Sauce 사건에서만 처음으로 돈을 준 거예요, 공격자에 대해서도. 그러니까 그 판결이 이렇게 되는 것이 지금까지 매수자에게 피해를 주는 게 당연하다고 생각을 했는데, 이 판결이 혹시나 공격자에서도 경제적인 피해를 줘서는 안 되는 것이 아니냐, 그런 판결이 아니냐고 받아들여가지고, 그다음에 방어수단이 만들어지는 것이 공격자에 대해서도 신주예약권을 사들이는 방법으로 그렇게 새로 사전경고형이 생기니까 거기에 대해서 일본의 일부 교수들은 어떤 이야기를 하느냐 하면, 그것은 달리 보면 실질적으로 greenmail하고 비슷한 것도 있을 수 있지 않겠느냐? 이렇게 되면 공격자의 이익을 보호해야 되는 것이 다른 방향으로 가는 것이 아니냐? 이런 이야기도 나오고 그렇습니다.

그러니까 지금은 이 제도가 만들어져가지고 방금도 말씀드렸지만 실질적으로 이것을 해가지고 유일한 사건이 Bulldog Sauce 사건이거든요. 그러니까 이것은 자주 만들어지면서 미국처럼 세련화되어 나가겠죠.

○ 연태훈 위원

분명히 말씀하신 중에 일종의 배상이 이루어지지 않으면 사후적으로 계속 항소를

하면서 훨씬 더 일이 복잡해질 가능성을, 결국 그렇게 가긴 했지만 하여튼 사전적으로는 낮추고자 하는 의도가 분명히 있었다는 부분인 것 같고.

하여튼 여전히 참 이해가 안 가는 것은 말씀하신대로 사전적인 관점에서는 모두에게 동일하게 rule이 적용되는 관점에서 주주평등의 말이 맞는데, 여전히 사후적으로는 사실 평등하다는 것이 말이 안 되어서 이것에 대한 해석이 조금 낮은 측면이 있고요.

○ 권종호 위원

저는 그런 측면에서 Bulldog Sauce 저는 정말로 솔직하다고 생각을, 이것은 주주평등의 원칙 위반인데, 그래도 회사의 가치 보호가 여기에서 주주평등원칙의 위반보다는 여기에서는 모든 주주가 원했고, 막기를 원했고 이랬으니까 이때는 주주평등원칙은 후순으로 빠진다고 하는 게 그게 더 솔직한 표현인 것 같아요. 이것은 뭐 말장난이라고 저도 그렇게 생각하고 있어요.

○ 연태훈 위원

마지막이 말씀하신 권고형 어떤 그런 부분에 있어서의 주주총회 일반결의를 통해서 되어 있고, 실질적인 정관의 형태는 지금 ‘뒤희하는 것이 좋겠다.’라는 정도의 해석이란 말이에요. 그런데 그럼에도 불구하고 그러니까 그 자체가 일단은 법을 좀 우회하고 있는 느낌이 들고, 실질적으로 이것에 대한 판례가 발생한다면 어느 쪽으로 될지는 아직 모르는 것이죠?

○ 권종호 위원

예, 모르고 있습니다.

○ 연태훈 위원

그런 관점에서 보면 지금 일본에서 이런 포이즌 필을 도입한 통계, 숫자에 대한 통계는 상당부분 미확정인 거네요. 그러니까 실질적으로 이 도입한 기업의 수가 실제로 그것을 할 것이냐, 안 할 것이냐에 대해서는 아직 사전적으로 저희가 확정적인 판단을 내리기에는 조금 어려운 측면도 있다는 이야기가 되겠네요.

○ 권종호 위원

그런데 하나 참고로 말씀드리면, 이쪽의 방어수단이라는 기간투자자 입장인데, 그게 사실은 일본에 보면 매년 주주총회가 6월 달 끝나고 나면 통계를 매년 발표를 합니다. 제가 거기에서 본 것으로 기억이 나는데, 사전에 이 방어수단이 도입되고 한 것 같은 경우가 지금 이것이 쉽게 말해서 100% 유효하다는 이런 개념보다는 이런 제도가 도입되어가면서 앞으로 판례라든가 이렇게 쪽 나오면서 세련되어 나가는 그런 과정으로 보셔야 되지, ‘이것이 완전히 합법적이다.’ 이런 것 같은 것은 사실 아니지 않습니까?

그리고 예를 들어가지고 니레꼬 사건 같은 경우에는 사실 그게 웃기는 것이 옛날 일본에서 이야기된 것 중에 유사시에는 방어수단을 도입하면 그것은 경영자 지위유지 목적에 굉장히 우선한다는 식으로 이야기했다가 그것이 사전에 먼저 만들어놓은 것에

서도 수반성 문제라고 이것은 무효라고 판결이 이렇게 나왔었거든요. 그러니까 만들어지는 과정이라고 보시는 게 정확하고, 그리고 아까 권고형 결의라는 것이 제가 이해하기로 미국의 주주제한권 같은 경우를 보면 이번에 우리가 어떤 기부단체에서 사회적인 공헌을 어떻게 하자, 이런 것 같은 경우에는 권고형으로 결의를 하게 되면 이사회에서는 주주총회에서 비록 권고형 결의를 하더라도 주주 다수의 압도적인 지지를 받게 되면 그것을 하지 않을 수 없다, 이런 이야기를 내가 주주제안권 관련해서 들은 적이 있거든요.

그래서 일본도 사실은 주주분산도가 높고 이런 데에는 정관 변경해가지고 제도 도입하기에는 굉장히 어려우니까 현실적으로 권고형으로 도입되는 게 굉장히 많은데, 그것이 앞으로 어떻게 될 것이며 지켜봐야 된다는 그런 논문을 제가 본 적이 있습니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 효력문제와 관련해서 계속 문제는 남아 있겠네요.

○ 권중호 위원

남아 있겠죠.

○ 강희철 위원

그런데 정관에 그런 사전경고형 방어수단에 정관에 규정이 되어 있어야 한다고 하는 것은 법에는 없습니다. 그리고 그러면 그게 어디에...

○ 권중호 위원

그게 바로 주주총회에서 소위 말하는 주주의사를 확인하는 가장 전형적인 방법으로 보면, 정관규정을 통해서 하는 것이 주주의사를 확인하는 방법, 그쪽이 되는 것이죠.

여기 보면 주주총회 승인을 얻어서 도입하는 방어수단을 기본적으로 정관변경이나 이것인데, 이것이 바로 가장 주주의사를 존중하는 방법 중에 하나라는 이런 지침을 근거로 해 가지고 주총에서 이렇게 하는 것입니다.

그게 사실은 우리가 회사법의 규정을 보면 신주예약권 제도 하나뿐이죠. 이게 방어수단으로 해석이...

○ 안수현 위원

잠깐 저도 하나만 말씀 드릴게요. 제가 일본에 대해서는 많이 모르고, 권 교수님이 발표를 하셨기 때문에 제가 궁금한 것을 좀 여쭙보려고 하는데 너무 다른 분들 말씀을 제가 많이 배우느라고 질문을 못 드렸어요.

사실은 지금 권 교수님 말씀하신 것은 전부터 법무부에서 2005년 5월 27일 날 나온 '기업가치/주주공동이익의 확보 및 향상을 위한 매수방어에 관한 지침'을 다 소개를 해 주신 것이기 때문에 사실 이 안에 내용이 있습니다. 한 18페이지 내용이기 때문에 법무부에서 번역을 해 주신 다음에 저희 위원들이 다 보시면 충분히 오늘 논의한 내용들의 혼란이 있던 부분들이 조금 해소될 것 같습니다. 아마 이 지침을 읽지 않으신 상태에서 이야기를 하다 보니까 조금 오해가 있었던 것 같은 것으로 제가 보이고요.

다만 제가 짧은 지식으로는 저도 고민하고 있는 것 중에 하나가 일본이 기본적으로 신주인수권 제도가 폐지되어 있지만 기본적으로 주주평등 원칙에 관해서는 그래도 상당히 유지되는 국가 중에 하나였는데, Bulldog Sauce에서 어떻게 주주평등원칙을 벗어나느냐? 아까 말씀하신 많은 논의 중에서 이해가 안 된다고 했는데, 이 법무성에서 발표한 페이지에 보면 부여 자체보다 행사의 경우에는 그것은 행사의 조건으로 보고 있습니다.

이 조건은 주주 모두에게 줄 권리가 아니라는 거거든요. 그러니까 조건을 붙이는 것은 그런 부분들이 어떻게 보면 굉장히 수사적이긴 한데, 한편으로는 저희가 조건은 자격을 붙일 수가 있거든요. 회사의 이틀테면 그런 부분을 어떻게 보면 언뜻 극복할 수 있는 법리일 것 같은 생각이 들어요. 저희가 자격에 조건을 붙이는 경우가 있기 때문에 처음에 부여는 다 하지만 행사에 대한 자격을 조건이기 때문에 조건은 주주평등의 원칙이 적용되는 것은 아니다. 권리의 내용이지, 행사의 부분은 조건을 붙이는 자체가 주주평등원칙의 영역은 아니라고 표현을 하고 있는데, 법무성 지침 7페이지 맨 위에 있기 때문에 굉장히 일본의 어떤 많은 고민 끝에 나오는 것이지만, 한편으로는 이해가 안 가면서도 한편으로는 자격을 조건 붙이는 것은 충분히 차별적으로 가능하기 때문에 어떤 면에서는 조금 더 연구해야 될 필요가 있다고 생각이 들고요.

그래서 그런 부분들을 같이 고민을 하시면 다음에 저희 법제에서 혹 설계를 할 때

의의가 있을 것으로 생각이 들고요.

또 하나는...

○ 권종호 위원

그 이야기는 제가 먼저 할게요.

그게 이제 보면 그 이야기인데, 조건은 누구든지 그 조건에 해당되면 다 그렇게 되니까 이것은 평등의 원칙에 반하지 않는다는 것이 지침의 이야기인데, 그런데 최근에 주장한 것은 사실 굉장히 나누어져 있어요.

예를 들어서 어떤 종류주식 같은 경우에는 애당초 법률에 의해서 주주평등을 깬 것이니까 괜찮은데, 포이즌 필이 만든 것은 정관으로 차등을 하는 거거든요. 이것은 안 된다고 하는 견해가 상당히 유력합니다.

또 한 쪽에서는 거기에서 보면 그렇게 하더라도 아주 완벽하게 회사의 가치를 파괴하고 이런 경우가 아닌 한은 안 된다고 하는 견해가 있고 법률에 없으면 안 된다고 그렇게 나누어지니까 논리를 가만히 생각해 보면 이번에 Bulldog Sauce 사건은 솔직한 것이라는 그런 생각이 들고, ‘우리 어떻습니까?’ 하면 조건만 충족되면 누구나 적용되니까 그렇게 보면 가장 간단한데, 거기에 대해서는 의외로 굉장히 반발이 많습니다.

○ 안수현 위원

그다음에 제가 고민하는 것 중에는 아마 다다음에 저희 회의 때 같이 종합적으로 검토를 해야 될 것 같은데, 포이즌 필이라는 것 자체가 이름이 warrant가 아니지 않습니까? 그런데 저는 일본 교수님들의 말씀에서 이해가 안 되는 부분들이 경영권 방어장치

가 도입이 안 되었다, 신주예약권은 그 제도가 아니고 고유의 기능을 갖고 있는데 그렇게 써버린 것이라고 말씀하시는 것은 제가 이해를 할 수가 없는 게, 왜냐하면 제도적으로는 매수경영권 방어책을 도입하는 이유, 그다음에 효과, 이런 것을 다 공시하는 영업보고서하고 사업보고서하고 그런 시장의 상장된 회사의 공시제도하고 비상장회사는 영업보고서에도 반드시 경영권 방어를 위한 장치를 마련했고, 이유가 뭐고 앞으로 기대효과가 뭔지, 재산권에 얼마나 영향권을 미치는 것인지 공시하도록 되어 있거든요. 그것은 warrant하고는 다른 종류의 매수책으로써 발행되는 것을 전제로 한 규정들이기 때문에 교수님들이 말씀하시는 것은 warrant이지만 자금조달용 warrant하고는 완전히 별개로 제도를 설계하고 있는 것을 전제로 일본은 이야기하고 있기 때문에 저희가 조금 두 가지로 구분해 보았습니다.

warrant를 도입하니까 다 알아서 경영권 방어용으로 쓰는 그것이 아니고, 이것은 마치 그 제도를 활용한 것 같지만 서로 다른 유형의 증권을 발행한 것으로 이해를 하시는 게 조금 더 혼란을 막을 것 같고요.

그다음에 또 하나는 제가 볼 때는 이게 전 세계적으로 보면 경영권 방어에 관한 법제가 크게 미국, 유럽형, 어떻게 보면 EU가 될 수도 있고 영국으로 나누어지긴 합니다. 마는, 그다음에 일본형, 저희가 들여올 때에는 이 세 가지의 혼합형이 될 가능성이 굉장히 크다는 느낌이 굉장히 드는데요. 오히려 어떤 심플한 유형이 아니라 일본처럼, 일본은 지금 다른 데를 다 고려해서 자기네

만의 영국과 미국과 종합된 일본형인데, 저희가 들여올 때에는 사실 일본 것을 들여오기에는 아까 말씀하신 것처럼 많은 제도들의 저희하고 차이가 나고 있거든요.

그렇다면 우리나라에 만약 들여올 때에는 얼마나 다양한 변수들을 어디까지 고려해야 되는지가 앞으로 향후 과제일 것 같은데, 특히 어떤 면이 있느냐 하면 일본의 경우에는 이게 경영권 방어에서 포이즌 필만 이야기하는 게 아니라 공개매수규제까지 진입하고 공격을 둘 다 지금 건드리고 같이 들어온 것이기 때문에 영국형도 아니고 유럽형도 아닌 일본만의 형이거든요.

그렇다면 저희는 일본하고도 공개매수법제도 다른데, 이것을 저희가 변수를 따로 포이즌 필만 도입했을 때의 효과, 저희가 해야 될 것이 포이즌 필만 도입할 때에도 다른 poison 관련된 여러 가지 신주인수권 제도도 다르고요.

그다음에 두 번째 옆에 있는 진입규제, 공격자의 진입규제까지도 지금 일본은 다른데, 큰 그림을 보면 저희가 봐야 될 것이 상당히 많다. 그래서 지금 논의는 일본의 포이즌 필과 관련된 제도에만 저희가 시간을 많이 썼습니다. 그래서 많은 논의들을 해 주셨기 때문에 제가 굉장히 많은 것을 배웠고요.

다만, 다음에 과제는 위원장님이 주신 이 과제를 제가 나름대로 고민을 하면서 여기에서만 해도 너무나 생각할 게 많아서 지금 이 안에 모든 이슈가 다 담겨져 있어서 사실은 이런 부분들도 같이 먼저 과제를 주시면, 지금도 여기 물론 8페이지에 다 있습

니다마는 상당히 같이 고려할 과제들이 너무 많아서 그것을 조금 더 순차적으로 플랜을 주시면 조금 깊이 있게 검토하는데 도움이 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

아주 좋은 이야기셨고, 하여튼 법에 인프라의 차이가 분명히 있는데 만에 하나라도 이런 것을 우리가 discussion을 할 때 똑같은 것으로 생각하는 오류를 범해서는 안 된다는 생각을 항상 가지고 있거든요.

아까 미국법은 기본적으로 사적 자치가 존중이 되고 회사법이라는 것이 manual에 불과한 이런 정도의 상태이기 때문에 여러 가지가 가능하다고 하는 점은 우리가 동의할 수 있어요. 일본은 아니라는 것이죠, 제가 볼 때, 잘 모르지만. 일본은 아닌데 어떻게 그것이 내 생각을 노골적으로 표현하면 은근슬쩍 법으로 들어왔느냐? 그것이 아주 question mark 중에 하나이거든요.

그래서 일본 내 학자에서도 어떤 책을 봐도 비판하는 사람이 없어요. 뭐가 나오면. 그러다가 판례가 나오고 학설이 형성이 되는데 지금까지는 상당히 그냥 정부가 만든 것을 그렇게 지켜주는 그런 상태인 것 같아요, 아직은. 그런데 조금 더 많은 평가가 있어야 될 필요가 있고, 우리나라 같은 경우에는 판이 다른 상황에서 만약에 우리가 이런 것을 우려해서 어떤 방어책으로써 이것을 도입할 때 어떤 여러 가지 기술적인 이런 것을 고려해야 되기 때문에 더 피곤한 거예요, 더 어렵고. 그래서 지금 자주 fact 중심으로 외국 제도를 알 때 우리가 막연하

게 알아서 안 된다는 것이죠. 정확하게 그것을 확인하는 차원에서 자주 논의를 하는 것입니다. 그래서 그런 것들을 다 종합해서 제가 법률적인 쟁점 이런 것을 다시 한번 거기에서 discussion이 되어야 하는 것이고, 지금 안 교수님께서 말씀하신 이 내용들이 아주 좋은 말씀이신데, 여러 가지 테마들이 사실 매우 근본적인 문제이고, 사실 몇 년간 토론을 해도 해결되지 않은 사항들이 나와 있는 상황인데, 어떻겠습니까?

지금 여러 가지 쟁점들이 있는데, 제 생각은 다 위원들이 한번 쭉 다 나름대로 생각을 해 보시고 자유롭게 discussion을 하는 것이 좋겠다는 생각에는 이 단계에서는 특별히 어떤 역할분담을 하지 않고 한번 같이 생각을 해 보시는 게 좋지 않나? 이 생각을 하고 있어요.

그래서 의견이 좀 집중이 되면 결국은 우리 법학자들 중심으로 법안초안 이런 것들 여기에서 제시된 방향기준에 따라서 어떤 입법 기술을 발의를 해 주셨으면 하는 그런 생각이거든요.

그래서 우리 안 교수님이 굉장히 열심히 지적하시는데, 조금 그런 방향으로 하겠습니까. 그런 방향으로 할 계획입니다.

○ 여은정 위원

궁금한 게 있어서 제가 질문을 드리겠습니다.

아까 Bulldog Sauce의 경우 이야기하시면서 주주평등의 원칙이 행사시에서는 조건으로 차별화하는 것은 가능하다는 말씀을 하셨는데, 저는 아직도 그게 주주평등의 원

칙에 배제되어야 할 그런 논리라고는 충분하지 않은 것 같은데요. 사실 생각을 해 보면 회사의 이익이나 가치가 어떤 특정주주의 이익하고 반대될 경우에 회사의 이익이나 그 주주의 이익을 어떤 식으로 평가를 하는가에 따라 달려있는 것 같은데요. 사실 그 평가를 하는 어떤 기준이나 그 시스템을 만들지 않고서는 인수 이후에 회사가 더 나아질 수도 있고, 그런 기회를 가질 수 있는 것을 손실되는 그런 기회비용이나, 아니면 M&A 과정에서 주가가 상승했다가 M&A가 막아짐으로써 주가가 하락해서 오는 그런 주주의 손실 같은 것을 다 고려를 한 회사 이익에 대한, 또는 주주이익에 대한 평가를 할 수 있는 어떤 기준이나 시스템이 있지 않고서는 이거 자체로 행사시에 조건적으로 배제하는 것은 가능하다는 것이 주주평등의 원칙에 배제되지 않는다고 하는 것은 저는 조금 약간 논리적으로 이해가 되지 않는 그런 측면이 있는 것 같고요.

그다음에 또 하나 궁금한 것이 지난번에 금감원 자료에서 일본의 경우에는 시가총액 10대 기업들, 대기업들의 경우에는 포이즌 필을 도입하는 기업이 하나도 없다고 이야기를 했는데 그 이유가 상시적으로 지금 당장 위협이 없기 때문에 위협 시에는 도입을 할 수 있다는 그런 것 때문인지, 아니면 어떤 외국인 주주의 반대나, 아니면 자기네들의 Reputation 유지 목적인지, 아니면 또 다르게 이미 다른 방법으로 경영권 보호수단을 확보했기 때문인지 그런 것에 대한 것이 궁금하고요.

그리고 만약에 우리나라의 경우에는 포이

즌 필을 도입한다면 기업규모별로 어떠한 현상이 나타날지에 대한 예측이나 그런 것에 대한 말씀을 해 주시면 좋을 것 같습니다.

○ 권종호 위원

두 번째 위원장님 질문을...

○ 이준식 검사

죄송한데요, 우리 회의장 사용하는 계법무부께 아니라가지고 6시가 넘어가면 굉장히 곤란합니다. 아까 이야기를 드렸는데...

○ 송종준 위원장

5분 내에 정리를 하시죠.

○ 권종호 위원

10대 기업까지는 모르겠고, 도요타, SONY 이런 쪽 같은 경우에는 동족기업이라 합니다. 그래서 방어수단이 전혀 필요없고, 저도 깜짝 놀랐는데 방어수단이 필요 없다. 그래서 그와 관련해가지고 제가 물어보기에는 10대 기업이 그 정도 동족기업이고 이런데 기업의 얼굴을 대표하는 기업이 그렇게 결과적으로는 그런 식으로 되어 있는데, 일본 전체사회에서 방어수단이 필요 없다고 주장하는 견해는 없냐고 물어봤더니 그냥 웃던데, 그게 하나가 있고.

두 번째가 주주평등원칙 맞습니다. 주주평등원칙을 철저히 그렇게 보면 사실은 같은 주주인데 공격한 놈이라고 무시하고 이것은 주주평등의 원칙에 반하죠. 그런데 Bulldog Sauce 사건은 제가 알기로 한 80% 주주가 찬성을 했습니다. 압도적인 다수로

찬성을 했기 때문에 같은 주주더라도 그때는 공격하는 사람보다 절대다수의 주주가 찬성하고 방어를 하는 것이 기업가치보다 이럴 때에는 주주평등의 원칙에는 위반하는 면은 있지만 그때에는 주주평등원칙으로 방어수단이 안 된다는 그런 식으로 판결이거든요. 나는 그와 같은 판결이 솔직한 판결이라고 생각을 하고, 아까 이야기한 것처럼 조건이 똑같으니까 주지 말자, 이것은 정말 웃기는 이야기이고, 또 하나가 안 교수님 말씀하신 것처럼 첫 번째 이야기, 우리나라 제도도 사실은 입체적으로 다 가야 된다고 생각하고, 공격하는 것까지 다 그렇게 하는 게 저는 맞다고 생각하고, 그런데 사실은 예를 들어가지고 공개매수제도 같은 경우에는 지금 법무부소관으로 하지 않습니까? 그런 것은 동시에 같이 하는 게 저는 맞다고 생각합니다.

○ 송종준 위원장

아니, 그런데 상장회사편이 들어오니까요, 그것도 불가능한 게 아니죠.

○ 권중호 위원

아, 그 부분에서?

○ 송종준 위원장

아, 그럼요. 상장회사편이 들어오는 걸요, 상법에 다 risk 같아요, 제가 볼 때에는. 그래서...

○ 강희철 위원

저희들은 미국에서 포이즌 필이라고 이

야기하지만, 위원장님도 말씀하셨지만 정식 명칭은 법정용어로 'shareholders rights plan'이라는 용어를 씁니다. 그냥 포이즌 필이라고 하는 이야기이고요. 그런데 일본의 제도도 신주예약권을 이용한 제도이고, 결국 같은 것 같은데 실제 배경도 다르고 여러 가지 다른 것도 많지만 국제적인 작동 메커니즘에 있어서 그것을 누가 승인하느냐 하는 여러 가지 경제적 작용들이 많이 있지만 구체적인 작동 메커니즘에 있어서 첫째 일본의 제도와 미국의 제도가 다른 게 있습니다.

○ 권중호 위원

제가 알기로는 없는 것으로 알고 있는데...

○ 송종준 위원장

예, 오늘은 시간이 다 됐습니다.

그러면 다음 회의는 7월 1일 날 오후 2시 반부터 하도록 하겠습니다, 2시 반. 그리고 다음 회의 때에는 제가 배포해 드린 쟁점으로 중심으로 토의를 시작할 것이고, 아무래도 계속 각국의 입법상황에 대해서 정확하게 인지하실 필요가 있다는 생각을 하고 있습니다, 항상. 그래서 조금 스터디를 한다고 생각을 하시고 한 번 더 읽어봐 주셨으면 하는 생각이구요. 기타 특별한 제도에 대해서 특별히 좀 저희들이 개별적으로 어느 위원님한테 간단한 페이지를 작성해 주실 것을 부탁할 수도 있을 것 같습니다. 그 경우에는 저희들이 개인적으로 이야기해서 다음 스케줄에 반영할 수 있도록 그렇게

하겠습니다.

오늘 장시간동안 너무 열정적으로 토론
해 주셔서 고맙고, 오늘 4차 회의는 이것으
로 마치도록 하겠습니다. 오늘 저녁식사는

여기 또 30년 역사와 전통을 자랑하는 설렁
탕집에 가서 먹도록 하죠.

(산회 18시 20분)

5. 제5차 전체회의

| | |
|--------------|--|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제5차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 6. 24.(화) 15:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울고검 13층 소회의실 |
| 참 석 자 | <ul style="list-style-type: none">○ 위원장 송종준○ 강희철, 이준섭, 노혁준, 여은정 위원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석) ○ 법무부 김 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 경영권방어법제 개편의 법률적 쟁점○ 위원회의 향후 논의 주제 확정 |
| 기타사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 논의의 대상을 황금주, 차등의결권주, 포이즌필, 주총특별결의요건가중으로 한정○ 황금주는 안수현 위원, 차등의결권주는 노혁준 위원, 포이즌필은 권종호 위원과 이현철 위원, 주총특별결의요건가중은 강희철 위원이 준비하여 이후 회의에서 각 발표하기로 함 |

(개회 15시 00분)

[경영권방어법제 개편의 법률적 쟁점]

○ 송중준 위원장

전체적으로 이제 전 세계의 경영권 방어 법제의 기본틀에 대해서는 위원님들께서 크게 윤곽을 잡으신 것으로 이해를 하고, 오늘 5차 회의에서부터는 우리의 문제로써 다른 외국의 입법상황에 비추어봤을 때 우리 법체계 하에서 이것을 어떻게 받아들일 것이냐, 여러 가지 또 받아들인다고 할 경우에 여러 가지 입법상의 기술, 이런 것들이 많이 남아있는 과제라고 생각이 됩니다.

그래서 오늘 회의가 사실상 굉장히 중요한 회의라고 생각을 하는데, 지금까지 여러 위원님들께서 발표하신 내용들과 관련해서 아마 전 위원들이 공통적으로 인식을 하고 있는 사항을 정리하게 되면 어떤 경영권에 대하여 공격을 하는 입장과 방어를 하는 입장이 있을 때 양자 간에 법제상의 균형을 유지해야 된다고 하는 그런 부분에 관해서는 특별히 다른 의견을 가지고 있는 분은 아니지 않겠는가라고 생각이 듭니다. 그래서 제가 전반적으로 논의의 편의를 위해서 만들어놓은 경영권방어법제개편의 법률적 쟁점이라고 하는 자료에 공통인식사항으로 해서 그것을 정리해 보았습니다.

그래서 이러한 정리된 의견에 대해서 언제든지 서로 다른 의견 있으시면 말씀을 해주셨으면 좋겠고, 첫 번째 전체적으로 보게 되면 역시 공격과 방어의 균형을 유지한다고 하는 의미는 실제로 우리가 증권거

래법상 과거의 대량주식소유금지규정, 상장 회사의 주식을 10% 이상 취득하지 못하는 것을 완전히 버린 이후에 우리 자본시장에서도 M&A가 활성화 되었다고 볼 수가 있고, 이것이 이제 98년 IMF 이후 현재까지 M&A 법제에 있어서 큰 법률·정책적 기준은 M&A를 활성화시키자는 것이 큰 틀이었고, 아울러서 방어에 관련된 부분도 종전에는 일부 제한적인 측면이 있었습니다마는 방어의 폭도 크게 확장을 시켜주는 쪽으로 가고 있는 것으로 봅니다.

그런데 대체로 공격과 방어의 균형을 유지한다고 했을 때 그것이 무엇을 의미할 것이냐고 하는 부분에 관해서는 서로 다른 의견을 가지고 있다고 생각이 되거든요. 우리가 수량적으로 균형을 일일이 균형적인가의 여부를 판단하는 것은 사실상 어려운 것이 아니겠느냐, 그랬을 때 우리가 공격과 방어의 균형을 유지한다고 하는 의미는 공격도 활성화시키고 방어의 재량도 유지한다는 관점에서 양자가 균형을 유지하면 되는 것이 아니냐? 이렇게 생각을 하고 있고, 공격을 활성화시키고 방어를 재량화 했을 때 항상 문제가 되는 것은 남용의 문제라고 생각합니다.

그래서 공격측면에 있어서는 M&A 남용, M&A가 활성화되는 것도 좋지만 그것이 남용되는 것도 바람직하지 않은 것이고, 또 방어권도 남용되는 것도 바람직하지 않다는 관점에서 공격과 방어의 균형을 기해야 된다는 생각을 하고 있습니다.

그래서 자료에 보시면 적대적 M&A의 활성화정책은 지금과 같은 정책기조를 그대

로 견지를 하면서 그 남용을 제한하는 법적 틀이 무엇이나, 그 남용을 제한한다고 하는 의미, 결국은 활성화를 한다고 하는 의미는 법정정책 목적으로서 결국 기업경영의 투명성이라든가 통제력을 확보하는 차원으로 볼 수가 있을 것이고, 남용적 M&A를 억제해야 된다고 하는 것은 결국 기업가치, 기업 이익을 보호하고 소수주주 등 이해관계자를 보호한다고 하는 회사법의 법 목적과도 일치되는 측면이 있다고 생각을 하고요. 또 방어관점에서 보게 되면 이사회에 의한 방어의 재량은 지금과 같은 정책기조를 그대로 견지를 해야 될 것이고, 그 남용을 제한한다고 하는 것인데, 결국 그 남용을 제한한다고 하는 것도 결국 방어를 너무 지나치게 허용할 경우에는 기존 지배주주의 지배권강화에 기여하는 것은 틀림없다, 극단적으로 이야기하게 되면 지배권이 영속화되는 문제가 될 수 있다, 그렇다고 볼 경우에 회사 내에 소수주주나 기타 이해관계자의 이익이 등한시될 수가 있다고 하는 관점에서 그 남용을 제한할 필요가 있다고 이렇게 생각을 합니다.

그래서 아마 이런 공격과 방어의 어떤 균형, 특히 일본사람들이 공격과 방어에 있어서 밸런스라는 표현을 쓰고 있는데 그것은 일본도 역시 마찬가지로인 것이고, 우리가 OECD국가들의 전반적인 입법 틀의 흐름을 봤을 때에도 이런 균형은 유지되고 있는 측면이 있고 다만 유럽연합의 법제는 미국이나 일본, 또 우리나라와는 상당히 다른 측면을 가지고 있다고 하는 것입니다. 그래서 유럽은 적어도 공개회사, 상장회사에 대한

30% 이상의 주식 취득과 관련된 부분에 있어서는 원칙적으로 전부 의무공개매수제도를 취하고 있기 때문에 사실상 적대적 M&A가 굉장히 쉽지 않은 이런 것이고, 또 통계상으로도 굉장히 소규모의 상장회사에 대하여 이와 같은 전부 의무공개매수제도를 적용해 전부 취득한 예가 많다는 것이 나타나고 있습니다.

그래서 공격이 어려운데 거기에 방어까지 허용한다고 하는 것 자체라고 본다면 경영권의 일종의 transaction이라고 하는 것은 불가능하다는 측면이 있습니다. 그래서 어찌 보면 유럽은 소극적으로 M&A를 활성화라기보다 M&A를 어렵게 하는 측면이 있는 반면 방어도 어렵게 한다는 그런 관점에서 입법적인 균형이 이루어졌다고 보는 시각이 많은 것 같습니다.

그럼에도 불구하고 유럽의 특이한 현상은 점차 그런 상황에서도 방어의 재량을 허용하려고 하는 시도, 각국 유럽 EU의 회원국마다 여러 가지 방어제도를 도입하고 있는 것은 아마 이런 균형적 시각으로 봤을 때에는 방어 쪽이 더 크게 부각되고 있는 측면이 있는 것이다. 어쨌든 객관적으로 보게 되면 EU의 법제에 있어서는 법제는 상당히 우리와 다른 부분이 있지 않겠느냐, 이렇게 생각을 합니다.

그래서 이 공통적으로 우리 위원님들이 생각하는 부분은 공격과 방어의 균형인데, 결국 그 내용은 지금까지 말씀드린 그런 내용이라고 볼 수가 있겠습니다. 이 부분에 대해서 위원님들의 특별한 의견이 있으시면 말씀을 해 주셨으면 좋겠습니다.

○ 강중석 기획재정부 기업환경과장

기획재정부의 기업환경과장입니다.

위원장님께서 공통인식 정도로 묶어서 M&A 법제 공수 균형을 가지고 각국하고 비교를 했는데요. 기본적으로 우리나라가 M&A 법제만 가지고 볼 때 공격과 방어가 좀 불균형적이다, 특히 방어수단이 다른 비교법적으로 유럽하고 일본하고 미국까지 이렇게 봤을 때 조금 불균형적이다는 것은 어느 정도 굉장히 일응 타당하다고 이렇게 저희는 생각을 하고 있거든요.

그런데 다른 측면으로 M&A 법제 이외까지 들여다보게 되면 지금 우리 같으면 피라미드구조라든지 출자구조에 있어서 이런 것까지 들여다볼 때 M&A 법제 이외의 파트까지 봤을 때 다른 나라에도 없는 사항이 조금 있기 때문에, 거기에다 공정위에서 자꾸 출총제폐지 이야기도 하고 그러는데 굉장히 자유로운 측면이 있단 말이에요.

이런 상황에서 M&A 법제 이외의 것까지 조금 들여다봐야 하지 않겠느냐, 그쪽 파트까지 봤을 때 공수간에 균형이 어떤 식으로 변화가 되는지, 또 그때의 변화를 갖다가 제도설계를 할 때 참작해야 하지 않겠느냐, 이런 생각이 기본적으로 좀 들고요.

그 다음에 유럽 EU 이야기를 하셨는데 EU가 기본적으로 정부의무공개매수제도를 기반으로 그쪽 전담부분은 상당히 일리가 있고 인식이 같다고 보고 있는데, 그 후단 부분에 있어서 EU측도 방어수단의 필요성에 대해서 조금 자각하고 있고, 이것을 더 생각하고 있다는 부분은 동의를 하지 못하겠어요.

왜냐하면 EU, dual class 쪽 가지고는 굉장히 축소지향적이고, 공기업분야에 한정적으로 도입하였던 황금주 분야도 EU 자체 재판소에 의해서 위헌판결 결정을 통해서 굉장히 축소경향에 있다. 이런 상황에서 과연 EU가 방어법제의 필요성에 대해서 더 느끼고 그것을 자각을 하고 있는지는 조금 의문스럽다는 생각이 들거든요.

○ 송중준 위원장

그것은 이제 우리가 흔히 이야기하는 차등의결권주식이라든가 포이즌 필이라든가 이런 개념, 전통적으로 유럽사회에 있었던 여러 가지 황금주, 이런 것에 관해서는 최근 유럽연합조약에 따라서 회원국 간의 자본이동자유를 해치는 요소라고 해서 계속 법원이 그것을 각 회원국에 법을 삭제하도록 요구하고 있죠. 그런데 그런 것은 여러 가지 방어수단 중에서 바로 지금 말씀드린 차등의결권주식이라든가 황금주, 이런 말을 하는 것이죠.

그런데 EU회사법에도 우리 회사법이 가지고 있는 모든 그 밖의 다른 방어수단, 이런 것들이 다 방어수단으로 활용할 수 있는 재료들이 다 있죠. 그런데 그런 부분에 관해서 종전에는 일체의 방어를 허용하지 않는 이런 회사법, 어떤 이론상의 그런 것이 있었지만 예컨대 독일 주식법과 같은 경우에 있어서도 차등의결권이라든가 이런 것들은 결국 없어질 가능성이 크긴 하지만 그밖에 다른 회사법상의 여러 가지 방어기제 또는 방어수단들은 사용할 여지를 터놓고 있다는 것이죠. 그게 사실상 우리가 사실 대

륙법에 근거해서 우리 회사법도 사실 만들어진 것이긴 합니다마는 굉장히 논란사항 중에 하나인 것은 분명합니다.

물론 절차상으로 독일의 일반 회사법상의 법률로 따지면 회사의 경영권 향방에 대해서 어떻게 이사회가 결정하느냐, 이런 것이 사실상 근본적인 question mark였는데 그것이 또 독일의 통설이었던 것이고, 그러나 전반적으로 crossboard나 국내에서 적대적 M&A가 나타나면서 독일사회에서 그 부분에 관련된 시각이 굉장히 바뀌었다고 하는 측면입니다.

그래서 그것은 이미 독일 주식법에서 두었죠. 그래서 감사회 동의를 얻어서 이사회가 경영권을 방어할 수 있도록 하는 시스템을 사실 도입했거든요. 그래서 굉장히 독일이 확실히 안 된다고 하는 것은 절대 아니라는 이야기죠. 지금 말씀해 주신 것은 황금주라든가 이런 것들은 지난번에 입법례를 살펴보았던 것처럼 부분적으로 맞다고 말씀을 드립니다.

그래서 지금 여기에서 어떤 공통인식사항으로서 공격과 방어의 입법적인 균형이라고 하는 부분은 어떤 개개의 하나를 말하는 것이 아니라, 전체적인 큰 틀로 봤을 때 이런 시각에서 우리가 입법을 할 때에 접근할 수 있는 바탕이 되어야 되는 것 아니냐, 어떤 입법정책의 기초가 되어야하지 않겠느냐? 그런 의미를 가지고 있는 것입니다. 세부적으로는 여러 가지 개별방어수단별로의 특성에 따라서 굉장히 남용적인 수단이 있을 수 있는 것이고, 그런 것을 만나게 되는데 그런 것은 이 다음에 우리가 논의를 할

필요가 있을 것 같아요.

그리고 M&A 법제 이외의 다른 요소로서 우리나라의 상호 출자의 문제라든가 주식상호보유규제 이런 부분들에 관련된 부분은 실제로 우리 법의 한계라고 볼 수 있죠. 우리 같은 경우에 직접상호보유규제만 규제를 하고 있고 상호소유, 순환출자라고 하는 이런 부분은 규제를 못하고 있거든요. 그래서 이런 부분이 사실상 규제의 필요성이 있을 것인데, 지금 하고 있지 못하다고 하는 것인데, 우리가 어떤 이런 방어문제, 이런 것을 법제를 다룰 때 거기까지 전부 다 우리가 관여하기에는 굉장히 어려운 일이다, 이런 생각은 들거든요.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

거기까지 여기에서 제도개선사항을 지금 위원장님 말씀하신 대로 일부 대기업집단에 대해 직접 상호출자를 규제하고 있고, 그 다음에 기타 대기업집단 이외의 기업들 간에도 상법상에 의결권제한규정을 통해서 직접상호출자를 규제하고 있고, 그 다음에 간접적으로는 전체적으로는 없는 사항인데, 여기에서는 그런 상호출자규제를 논의하는 것이 아니라 그런 시스템, 특히 상호출자도 있지만 지금 원칙적으로 피라미드구조 체제에서 지주회사가 났든 비지주회사가 났든 출자하는 형식으로, 그러니까 환상형으로 안 돌아가는 상태에서 출자는 계속 다단계로 내려가는 이런 구조 하에서는 의결권하고 소유와 결국은 의결권, 지배 간의 괴리가 생기면서 굉장히 경영권 방어에 큰 역할을 사실상 하고 있는 상황을 다른 제도를

설계할 때 참작을 해 주라는 이야기입니다. 지금 거기에 대해서 제도개선을 논의하자는 것이 아니라...

○ 송종준 위원장

알겠습니다. 그래서 그 부분은 뒤에도 나옵니다마는, 제도 설계할 때 그런 요소를 고려할 필요가 있지 않겠느냐고 해서 그런 항목들이 들어가 있으니까요. 그때 해당되는 부분에 관해서 논의를 하도록 하고 어떻습니까?

그 다음에 일종 사실상 하나의 각론을 들어가게 되는데, 각론을 들어가기에 앞서서 어떤 큰, 우리가 이번 이 방어법제를 개편할 때에 개편을 위한 법 정책적 기초, 이것을 공격과 방어의 균형이라고 하는 시각을 이런 정도로 잡아서 접근하려고 하는 것에 대해서 그 밖의 다른 견해가 계십니까?

○ 노혁준 위원

저 서울대 노혁준입니다.

공통인식은 다 저희가 공유하고 있는 내용인 것 같고요. 약간 표현의 차이일 것 같은 생각이 들기도 하는데, 그 중에 두 번째로 적대적 M&A 활성화 정책을 견지하면서 그 남용을 제한한다, 이런 적대적 M&A 활성화한다, 공격도 활성화하고 방어도 활성화한다고 이런 뜻으로 해석이 될 수가 있는데요. 그러면 일단 공격을 막아놓고 방어를 제한하는 이런 식은 저희가 처음부터 여기에 맞지 않는 그런 제도가 되어버려서...

그러니까 이것은 말 자체가 어떻게 보면 미국식을 전제로 하고 있다는 생각을 가지

고 있는데 저희가 여러 가지 가능성을 놓고 생각을 하고 공격과 방어의 균형 측면이 합의가 된 부분이고, 이것은 아직 공통인식이라고 하기에는 더 많이 나간 게 아닌가 생각이 듭니다.

물론, EU Directive나 이런 것을 할 때에는 적대적 M&A 활성화 자체가 목적이 되어 있는데요. 저희는 적대적 M&A를 활성화시키겠다, 그것 자체가 목적이랑이보다는 균형을 맞추는 게 현재 단계가 아닌가 싶습니다.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 이미 활성화정책은 우리 법의 정책인 것이고, 그것을 견제하는 그런 차원입니다. 그 말씀은 유럽식으로 가게 되면 근본적인 틀을 바꾼다는 그런 관점이거든요. 그러니까 상당히 대단한 변화가 생기는 것인데 이 부분이 방어법제를 손댄다고 할 경우 시작하게 되면 판을 바꾸는 것이기 때문에 굉장히 복잡해지는 그런 측면이 있는 것은 사실입니다.

그 부분에 대해서 이야기를 해 주시죠.

○ 이준섭 위원

글쎄, 뭐 제도를 새로이 설계할 때 항상 느끼는 것이긴 한데, 기본적인 전제, fact가 사실과 다르다는 것이면 어찌하면 방향이 완전히 달라질 수도 있거든요. 그런데 유럽법제와 관련해서 계속 제가 이야기를 하는 바인데, 공격을 어렵게 하기 때문에 거기에 방어문제를 자유롭게 풀어놓을 이유가 없다는 이런 명제들도 사실은 동의하기 전혀 어

렵거든요.

그런데 그것은 유럽법제든 미국법제든 일본법제든 기본적인 회사법 또는 M&A제도의 기본적인 골격은 그게 다 똑같다고 나는 보거든요. 전혀 다른 게 아니라고 봐요. 다만 예를 들어서 지엽적이긴 한데, 계속해서 유럽법제가 M&A하는데 어렵다고 이야기를 하는데, 그것은 사실과 전혀 다르거든요. 물론 의무공개매수제도가 우리나라에 들어왔다가 폐지됐습니다마는, 일본도 그 의무공개매수제도의 기초를 기본적으로 가지고 있는 거거든요. 지배권, 경영권을 가져갈 수 있는 1/3 이상이면 공개매수를 하라는 것이죠. 그런데 공개매수 대상을 제한하지 않는다는 것뿐이죠. 유럽은 모든 주주에게 공평한 기회를 부여하기 위해서는 100%에게 공개매수를 제의하라는 뜻이고, 일본은 경영권에 이르는 1/3을 취득할 거면 그냥 주주들을 상대로 공개매수를 하라는 뜻인데, 다만 100%를 상대로 해서 제의할 필요는 없는 것이죠.

그런 점에서는 유럽법제든 일본법제든 미국법제든 차이가 없다고 보는데, 다만 차이가 나는 것은 그런 거거든요. 방어를 하는데 이게 M&A라는 게 결국 경영권 취득이 목적인데, 경영권의 핵심은 결국 주주와 주주간의 싸움 아니면 합의거든요. 내가 이렇게 이런 가격을 가지고 주식을 사겠다고 제의를 했는데 대응하는 주주들이 응할 것이냐, 안 응할 것이냐, 그래서 결국 M&A 당사자는 주주와 주주간의 싸움이거나 아니면 합의인데, friendly하는 경우에는 합의인 것이고, hostile한 경우에는 적대적인 것인

데, 그러면 과연 이사회는 주주들이 아니잖아요. 당사자가 아닌 이사회, 경영진이 그 싸움 또는 그 합의에 개입할 수 있느냐, 그런 것이거든요.

그런데 개입의 문제를 우리도 저는 똑같다고 봐요. 이 M&A제도를 설계할 때 방어 기제가 어떠한 것이든 간에 그게 과연 그 M&A과정에서 경영진이 거기에 개입할 수 있느냐, 경영진이 개입한다는 말은요, 만약 주주의 의사와 전혀 동떨어진 것일 경우에는 얼마든지 남용가능성이 있고, 얼마든지 무한대하게 엉뚱한 방향으로 달라질 가능성이 있거든요. 그렇기 때문에 다만 유럽법제와 미국법제가 다른 점이 바로 그것일 뿐이라는 것이죠, 저의 생각은.

그래서 미국법제는 여러 가지 배경, 이유 때문에 경영진이 마음껏 경영권 싸움 또는 합의에 마음껏 개입하고 마음껏 할 수 있는데, 다만 사후적으로 실질적으로 통제받을 가능성이 있다는 것이죠. 경영판단의 원칙이든 법원에 의해서.

그런데 유럽법제의 경우에는 만약 그 싸움에 이사회, 경영진이 개입하게 되는 경우에는 어차피 남용가능성이 훨씬 더 큰 것이고, 그것을 제도적으로 막아냈다는 것뿐이죠. 합당하지 않다고 보는 것이죠. 그 합당하지 않다고 하는 것은 그냥 사실적인 판단이 아니고 그게 결국은 회사법제 전체의 기본적인 구조를 완전히 왜곡시키거나 허물어뜨릴 가능성 때문이라는 것이죠. 그래서 이 문제는 조금 더 확실하게 문제를 같이 인식하고 가는 것이 필요하다는 생각이 들거든요.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그 부분이 실제적으로는 이 방어법제에 접근할 때 가장 초입부분이고, 굉장히 이론적인 부분입니다. 회사지배권의 향방을 결정하는 것을 어떻게 이사회가 결정하느냐, 이사회가 과연 할 수 있느냐라고 하는 매우 근본적인 question이거든요. 이런 부분에 관해서 그동안 우리 학회에서 수많은 논문들이 발표가 됐는데, 제가 책을 쓰면서 그 발표된 모든 논문을 전부 다 구분을 해 보았습니다.

해 보았는데 우리나라에서 논문으로서 발표된 내용을 보면 3, 4편 정도가 독일식으로 이야기를 하고 있고, 그러니까 중립의 무이죠. 이사회에서 결정하면 안 된다, 주주총회가 모든 것을 결정하라는 이런 입장이고, 나머지 퍼센트로 따지면 95%의 이상의 절대적인 다수의 학자들이 실무에 계신 분들도 이사회에 방어 여부를 판단할 수 있는 권한이 있다, 어떤 경우에는 의무사항일 수도 있다고까지 이야기를 하는 것이예요.

그래서 제 개인적으로 학설의 분류를 해 보면 거의 통설의 단계에 와 있는 것이 아니겠느냐 이런 생각을 하고 있습니다. 참고로 이 부분에 관련되어서는 일본은 어정쩡한 상태에 있습니다. 결국 일본이 여러 가지 방어수단들을 도입했지만 실제적으로 일본이 그 부분에 관해서 뚜렷한 입장을 취하지 않고 있는 것인데, 그것은 해석론에 맡기고 있는 것인데, 실제 법의 적용에 있어서 결과론적으로 보게 되면 다 이사회에 그와 같은 판단권한을 인정하고 있는 것이 아니겠느냐, 결국 이것은 순전히 경영권만을

방어할 목적으로 한 것이냐, 아니냐의 여부가 따지는 것이 결국 판단의 궁극적인 쟁점이 되고 있다는 것이죠.

그래서 아마 우리나라에서도 유럽식의 중립의무론을 주장하는 입장에서는 일체 방어를 허용할 수 없다는 측면인데, 예외적으로 회사의 이익을 지킨다는 이런 관점에서 허용해야 된다는 단서를 붙이는 이런 학자들도 있거든요. 결국 그렇다고 본다면 중립의무를 지향하고 있는 유럽회사법과 같은 입장에서 본다고 하더라도 회사의 이익을 지킨다고 할 경우 이사회에게 재량을 줄 수 있다는 예외를 또 다시 생각하고 있는 것은 결국 완전히 모든 것을 주주가 결정해야 된다는 것과는 맞지 않는다는 것이죠.

실제 기업에 대한 운영시스템, 기반, 이런 것을 고려할 요소가 있지 않겠느냐고 생각이 드는데, 어쨌든 그래서 유럽식으로 가게 되면 사실상 저희도 완전히 100% 의무공개매수제로 가야한다는 측면이 있어서 아주 거의 우리 법제현상으로 보면 거의 혁명입니다, 그런 부분에 관해서는.

우리 강희철 변호사님 그 부분에 대해서 어떻게...

○ 강희철 위원

저는 중간에 와서...

○ 송중준 위원장

우리 이준섭 교수님께서 지금 총론이 공통인식사항으로 패이퍼해서 했습니다마는, 공격과 방어에 있어서 입법적인 균형을 기해야 된다고 하는 것, 그래서 M&A 활성화

정책이 우리 법 정책에 기초로서 살아있는 것이고 그것을 견지하되 남용을 막자, 또 방어도 재량으로 허용하되 남용을 막자, 이런 것으로 우리가 균형의 의미를 파악을 대체로 위원들이 그렇게 생각하고 있는 것이 아니냐고 해서 정리를 해 본 거거든요.

그렇다면 이런 시스템이 실제적으로는 미국회사법의 입법시스템이라고 볼 수가 있는 것이죠. 이런 부분과 관련해서 이준섭 위원께서 말씀하신 것이 경영권의 향방을 어떻게 이사회가 결정하느냐, 이런 의문입니다. 그래서 주주가 결정해야지, 이런 말씀을 하신 부분인데, 그런 부분에 관해서 지금까지 발표된 여러 가지 논문이나 판례 이런 것들을 종합해 보면 실제로 이사회에 재량을 허용하고 있다는 측면이 있다, 우리 법에서도.

그래서 이런 부분에서 독일식으로 가게 되면 완전히 M&A법제 자체를 전면적으로 고쳐야 되는 측면이 있는데, 이런 부분에 관해서 일단 정리를 우리가 해야 되기 때문에 평소 생각이 있으시면 말씀해 주시죠.

○ 강희철 위원

저는 이 문제를 보면서 우리나라에서 적대적 M&A 방어제도에 대한 방어제도를 새로이 더 손을 보자, 개선하자라고 하는 그런 논의가 나오는 것이 기본적으로 외국의 단기투기자본 공격으로부터 보호하자라는 논의, 또 하나가 어쨌건 최대주주가 경영권을 현저히 빼앗기지 않을 수 있도록 해야 되는 것 아니냐는 그런 sentiment 같은 것들도 있는 것 아닌가 싶은 생각이 들고요.

그런데 실제 미국에서의 경영권 적대적 M&A의 논거는 기본적으로 최대주주, 공격자 측에서 주주 다수를 설득해서 그들의 찬성을 어떤 방법으로든 얻고, 또 굉장히 많은 돈을 써서라도 회사를 인수하겠다고 그렇게 하는 경우에 그것까지 막을 수 있는 제도는 아니지 않느냐라는 것입니다.

기본적으로 회사를 bust-up하기 위해서 정말 회사를 망가뜨리기 위한 그런 M&A라면 그것은 문제가 다를 수 있겠습니다마는, 사실 적대적 M&A를 하는 단계에서 그게 표면에 드러나는 경우는 그렇게 쉽지 않을 것이고요. 그러면 기본적으로 우리가 미국식, 최소한 일본은 조금 다른 것 같습니다만은. 왜냐하면 제가 지난번에 권 교수님한테도 여쭙어봤는데 실제 예약권이 발행되는 경우 예약권의 행사가격이 얼마냐고 했더니 예약권의 행사가격이 '1엔' 이런 명목적인 가격이다라고요. 그런데 미국에는 제가 아는 한은 그게 아니고 시가의 절반, 이런 식으로 해서 상당히 비싸게 만들기는 하지만 그것은 불가능하게 만드는 그런 정도는 아닌 것 같거든요. 그리고 적대적 M&A에 대한 방어법제가 인정되는 근거가 결국에는 그것이 회사로 하여금 지금 시도하고자 하는 M&A가 과연 회사에 도움이 되고 주주들에게 도움이 되는 것인가라는 부분에 관해 시간을 벌고, 그 다음에 보다 비싼 값으로 주주들에게 그 혜택이 돌아가도록 하기 위한 것이 미국에서의 적대적 M&A를 결국 정당화하는 논거이고, 그것이 적대적 M&A 방어수단이 인정되는 근거라고 그러거든요.

그러면 우리나라에서도 결국 approach를

그렇게 해야 되는 것 아니냐, 결국 어떤 일이 있다고 하더라도 현재 경영진이 그리고 또 현재의 최대주주가 자기 경영권을 그대로 끝까지 지배할 수 있도록 먼저 intrench라는 표현을 쓰고, 또 미국에서는 대개 적대적 M&A 상대방이 최대주주, controlling shareholder보다는 대개 current management, 현재의 이사회나 경영진이기 때문에 조금 다를 수는 있습니다마는, 그런 식으로 approach를 우리나라에서도 법제를 할 때, 지금 우리가 앞으로 제도를 어떻게 만들든 간에 결국 제대로 못하는 최대주주가, 혹은 경영진이 끝까지 방어할 수 있도록 그렇게 해서는 안 되는 것입니다.

그래서 그것은 말하자면 남용을 방지할 수 있는 제도이고, 그렇지 않고 경영권이 바뀔 수 있지만 실제 최대공격자 측에서 여러 가지 좋은 제안을 하고 비싼 값을 낼 용의가 있고, 그런 반면에 그것이 또 현재의 경영진이나 최대주주가 그대로 유지하는 것이 더 낫다는 식으로 현 주주를 설득시킬 수 있는 그런 장치를 만들고 한다면 기본적으로 그런 전제 하에서 적대적 M&A의 방어수단이 어느 정도 가능해야 되는 것 아닌가...

저도 기본적으로는 적대적 M&A의 방어수단이 가능해야 되는데, 아까 말씀드린 결국 남용을 제한하는 그런 제도적인 장치를 만들고, 그 제도적인 장치를 만들 수 있을 것이라고 저는 그렇게 생각을 합니다.

○ 이준섭 위원

제가 약간 보충을 해 드려야 될 것 같은

데, 물론 기본적으로 우리가 모인 목적이 방어수단을 어떻게 도입하고 도입을 최적화된 가능한 수단을 도입을 할 수 있느냐, 이런 것 때문에 모인 것 아니겠어요?

그런데 제가 드리는 말씀이 전 세계적인 자본시장법제 또는 회사법제가 자꾸 이분법적으로 무슨 독일식, 유럽식 또는 미국식 이렇게 볼 여지가 전혀 아니라는데 인식을 같이 했으면 좋겠고...

○ 송종준 위원장

그 부분은요...

○ 이준섭 위원

그게 굉장히 미묘한 문제거든요. 그런데 저는 그렇게 인식하는 것 자체를 굉장히 우리가 논의하는데 굉장히 방해가 된다고 생각을 해요.

그런데 제가 드리는 말씀은 뭐냐 하면, 물론 이사회가 완전히 방어를 하는 과정에 있을 수 없다는 것은 있을 수 없겠죠. 유럽도 원칙이 이사회가 중립을 지켜야 된다는 원칙을 가지고 있지만 엄연히 실제 행동하는 것은 이사회, 회사가 행동하는 것은 당연히 회사의 의사를 결정하고 집행하는 이사회가 있는 것이지요. 그런데 제가 아까 드린 말씀은 이사회가 어떻게 행동할 수 있도록 우리가 적절한 제도를 만들어줄 것이냐 하는데 논의가 맞추어져야 된다는 뜻이죠.

그래서 이게 만약 이사회가 방어를 할 수 없도록 하려면 M&A법제 자체를 유럽처럼 의무공개매수제도를 새로이 도입해야 된

다는 말씀에는 전혀 동의할 수가 없고, 그것은 전혀 별개의 것이고, 그래서 저는 결국 우리가 최종적으로 이 문제를 정착하는 목표는 뭐냐 하면 이사회가 방어할 수 있는 수단을 어느 정도까지 허용할 것이냐, 그것이라고 보거든요. 그래서 결국 그런 것 아니겠습니까?

예를 들어서 신주예약권 제도가 우리가 관심 있는 제도라면 신주예약권 제도를 이사회가 마음대로 조자롱 헌 칼 쓰게 하듯이 할 수 있는 것이냐? 그것은 아닐 것 아니에요? 모두 다 그것은 동의하는 것 아니에요?

그러면 결국 우리가 가질 수 있는 기본적인 공통적인 어떤 기본 기초, 인식은 결국 이사회가 방어할 수 있는 방어수단들을 어떻게 우리 회사법제의 통일성을 깨지 않고 유지하면서, 또 회사법이 가지고 있는 기본 원칙들, 주주평등의 원칙을 심하게 훼손하지 않고 이것을 잘 적절하게 설계할 수 있는 것이냐? 그런 것이거든요, 결국.

그렇다면 예컨대 우리 강 변호사님도 적절하게 지적을 하셨다시피 결국은 예컨대 신주예약권 제도를 우리가 들여온다면 저는 뭐 반대하지 않습니다. 신주예약권 회사법에 들여온다면 그것을 M&A 방어할 때 그것을 과연 어떻게 쓸 수 있냐, 저는 그 힌트가 많이 있다고 봐요. 지금 신주 제3자 배정이든 전환사채, 신주인수권사채, 제3자 배정할 때 우리가 제도를 한 3, 4년 전에 고친 게 하나 있거든요.

아까 신주예약권을 1원으로 발행할 수 있다면 M&A가 불가능하죠. 그거 M&A가 가능하겠습니까?

그래서 예컨대 신주예약권이 기존에 신주발행가액 또는 시세의 90%, 지금 전환사채 같은 게 그렇거든요. 전환사채가 기존 시세의 90% 이상일 것 또는 전체 물량이 몇 % 이내일 것, 이런 식으로 제한할 수 있는 가능성을 우리가 면밀히 검토하면 되겠죠. 그런데 우리 이사회가 기본적인 기초를 이사회가 마음대로 할 수 있다고 그러면 우리 M&A는 불가능합니다. 우리가 사례가 엄연하게 있잖아요.

예컨대 현대 엘리베이터, 그 현정은 여사가 KCC 측에서 보유하고 있던 30%의 주식을 한꺼번에 다 할 수 있을 만큼, 50% 우리 새로 발행해서 국민주 형태로 해서 발행하겠다, 또 하나종금 사례도 똑같거든요. M&A라는 것은 그때 이사회가 그렇게 마음대로 신주발행하든, 전환사채 발행해서 마음대로 배정해서 50% 발행하고 해서 할 수 있다면 M&A 법제가 왜 필요하겠습니까? 그 M&A라고 하는 것 자체가 불가능하거든요.

그래서 결국은 우리가 효율성 있는 논의를 하기 위해서는 결국은 종착점이 이것 아니겠느냐, 이사회가 M&A 방어수단을 활용할 수 있을 그 가능성을 우리가 어떻게 적절히 제어해 줄 수 있는 제도를 설계하느냐? 그런 것이라고 보기 때문에 그런 기본적인 인식에 있어서 조금 차이가 있기 때문에 그것을 정확하게...

○ 송종준 위원장

그게 접근방법이 근본적으로 다른 것이죠. 틀인데, 이준섭 위원께서 말씀하신 내용

은 원칙적으로 못한다, 다만 예외적으로 이러한 경우는 할 수 있다고 길을 터줄 수 있다는 의미이죠. 그러니까 결과적으로 보면 어느 쪽으로 하는 경우에도 큰 차이는 없을 겁니다. 예외적으로 길을 터준다고 볼 경우에 큰 차이는 없을 거예요. 그러나 기본적으로 이사회가 중립의무만 있다고 할 경우에는 일종의 한계 때문에 예외가 틀릴 수밖에 없는 것이죠, 한계 때문에...

그렇지만 예컨대 재량을 허용한다고 했을 경우에 그 남용을 또 제한하는 측면이 있기 때문에 남용되지 않는 방어만 허용된다고 하는 것이죠. 그러니까 결과적으로는 같은 결론이 나올 수가 있을 것 같은데 제 이야기는 어느 쪽이 좋다고 하는 것이 아니라 예컨대 유럽식과 같은 그런 틀을 간다고 볼 경우에는 근본적으로 이것을 손을 봐야 되는 가능성이 있지 않겠느냐는 관점에서 말씀드렸던 것이고, 우리 여은정 위원님께서 어떻게 생각하십니까? 이런 전반적인 큰...

○ 여은정 위원

저는 기본적으로 이사회에 의한 방어의 재량은 허용하되, 남용은 제한한다고 했는데, 그게 이사회에 의한 방어의 재량을 허용해서 기업가치를 위협하는 M&A에 대해서 기업 스스로 대처하도록 하겠다고 하는데 사실 그 기업가치라는 것을 굉장히 평가를 하기가 쉽지 않고, 이사회에 의한 방어의 입장에서는 주주하고 유인이 다르기 때문에 주주에 반하는 그런 행동을 할 우려도 굉장히 많은데요.

사실 기업가치라는 것은 제가 생각하기

로는 시장에서 가장 잘 평가를 한다고 보여지고요. 그래서 그런 측면에서 보면 외국 같은 경우에는 사실 이사회에 의한 그 방어 재량을 허용해서 어떻게 보면 M&A 위협이 왔을 때 협상능력을 확보함으로써, M&A의 방어수단을 통해서 협상능력을 확보해서 사실 주주에도 결과적으로는 가장 비싼 가격으로 팔 수 있기 때문에 주주에도 어떻게 보면 가장 일치하는 그런 방향으로 매수가 될 가능성이 있는데, 우리나라에서는 글썽요, 아직까지 어떤 식으로 이 재량권을 남용하는 것을 억제할 수 있을지에 대한 논의가 아직은 지역적으로밖에 논의가 되지 않는 것 같다는 것이 우려이고요.

그래서 아까 말씀하셨듯이 신주예약권 제도 같은 경우 신주를 저가로 발행해서 그것이 지난번에도 말씀하셨듯이 1원으로 해서 10원이라고 했을 때 이게 정말 과연 기업가치를 시장에서 평가하는 관점에서 봤을 때 이게 회사의 손실이 아니라고, 그 주식을 발행함으로써 결국 어느 정도의 주주한테는 다 공통적으로 기회를 주는 것이고, 자금조달을 할 수 있기 때문에 회사 손실이 아니라고 했는데, 그게 과연 다른 회사하고 시장에서 평가하는 그 기업가치에 정말 손실이 아닌지를 다시 한 번 생각해 보는 그런 것도 필요할 것 같고요.

제 생각에는 어떻게 이사회에 의한 방어의 재량, 그러니까 남용에 대한 것을 어떤 식으로 우리가 지금 그 남용을 억제할 수 있는지에 대한 이야기를 조금 더 많이 논의를 해야 될 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그 부분이 예컨대 이사회 중립 의무를 전제로 했을 때, 그러면 어떤 경우에 허용하느냐, 허용한다고 할 경우에 그것이 또 남용될 경우에 어떻게 할 거냐는 그런 문제가 있고요. 원칙적으로 허용을 하되 남용을 제한한다고 하는 경우에는 오히려 단순한 측면이 있죠.

그런 경우 그 남용을 제한하는 기준은 뭐냐, 예컨대 이것은 지구상에 누구도 그것을 대답할 수 없다고 한 것이고, 결국 그 부분은 궁극적으로 사법부의 판단에 맡길 수밖에 없는 것이다. 그것은 우리나라도 마찬가지이고 어떤 나라도 마찬가지일 것이라는 생각이 되거든요.

그런 경우인데, 문제는 제 생각은 그렇습니다. 이사회가 순전히 지배주주의 지배권을 영속화시킬, 또 변경되는 것을 방지하는 그것을 유일한 동기로 어떤 방어책을 쓴다고 하는 것은 대표적인 남용사례라고 볼 수가 있겠죠. 대표적인. 그런데 문제는, 이 일에 있어서 다루어지는 가장 큰 중요한 핵심적인 쟁점은 무엇이나 하면 그럼에도 불구하고 회사의 모든 장기, 중기정책적인 관점이라든가, 회사의 다양한 이해관계자라든가, 흔히 기업가치라고 할 때 기업가치라고 하는 개념이 도대체 무엇이나, 주가만 말하는 것이나 무엇이나, 여러 가지 근본적으로 따질 것들이 굉장히 많거든요.

그런 부분들을 종합적으로 판단할 수 있는 정보 하에서 종합적으로 판단할 수 있는 능력이 과연 누구한테 있겠느냐고 하는 그런 것이지 않겠어요? 그랬을 때 요즘에 최

근 말하는 bust-up M&A라고 하는 것이 전 세계 유행입니다. 지금.

초단기적 재무투자식의 M&A인데, 사실 겉으로 보면 그것이 나쁜 M&A라고 어떻게 말할 수 있느냐, 결국 다 허용해버린다는 그런 차원인데, 사실상 우리가 이런 방어책을 만들고 전적으로 이런 논의를 하는 것은 사실 그 이면에는 그게 깔려 있는 것입니다. 제가 보는 눈으로 따지면 유럽에서 엄격하게 이런 100% 공개매수시스템을 끝까지 견지하는 것은 결국 그와 같은 bust-up M&A가 사실상 염두에 두어진 것이라고 볼 수 있겠죠. 제 눈으로 본 결과는 그것이 굉장히 깔려있는 것입니다. 그래서 사실상 공격 자체를 어렵게 하고 있는 방법을 취하고 있는 것인데, 우리도 똑같은 상황에 처해 있는 것이고, 일본과 같은 경우에 Steel Partners가 Bulldog Sauce 이런 것을 공격하는 그런 경우가 대표적인 것이고, 우리나라에서 몇 가지 그런 공격적인 조짐이 사실상 있었던 것이죠.

그래서 오늘날 그 남용적 M&A가 뭐냐, 이런 부분을 따질 때 그런 것이 많이 생각이 되는 것 같아요. 소수주주를 쫓아내고 회사를 인수한 다음에 초단기매각해서 주가 많이 올라서 시세차익 노리고 도망가고, 이런 것을 많이 볼 수 있기 때문에 그것이 우리가 보는 남용적 M&A가 될 수 있지 않겠느냐고 했을 때 그것도 다 만들어 해라, 그리고 하라는 입장이 되겠죠. 회사는 어떻게 해야 되느냐?

주주한테 결정하라, 공격은 들어왔는데 주주총회 소집해서 결정해라라고 했을 때

그것을 방어하지 못하게 될 경우에 결국 멸절된 회사가 어떤 단계적인 매매대상으로 되어서 결국 한 번 지나가게 되면 단순한 투자혜택 도구로 전락하게 되는 것이고, 요즘에 가장 대표적인 것은 소규모회사들이 거대한 회사, 아주 우량이 양호한 회사들을 인수하는 것이 붙입니다. 옛날에는 대형사들이 조그마한 회사들을 막 사들여가지고 경영을 다각화시키는 것이 일반적인 현상이었는데 요즘에는 반대거든요.

그래서 과거의 복합적인 회사를 덩치 큰 우량회사를 사가지고 쪼개서 매각을 하고, 그야말로 재무적인 시너지가 크면 무조건 돈만 많이 생기면 이런 회사를 분할하고 하는 것이 너무나 많기 때문에, 이것을 전 세계가 보고 있다는 것이죠.

그러면 미국도 그것을 찬성하는가, 미국도 그것을 반대하기 때문에 온갖 주법에서 그것을 기업 스스로 알아서 하도록 이렇게 하는 시스템을 가지고 있다고 사실 볼 수가 있거든요, 우리가 지금까지 외국의 입법 예를 봤던 것처럼.

그렇기 때문에 가장 노골적으로 어떤 남용적 M&A도 허용하게 해라, 이런 차원이냐 이런 이야기죠. 기업 스스로 방어할 수 있는 어떤 tool은 줘야 되지 않겠나라는 사회적인 need라고 볼 수 있는데 그 부분을 입법으로 반영할 때 우리가 어떻게 접근하는 것이 좋으나, 사실 그 문제인 것 같습니다.

우리 노혁준 교수님은 의문이 나는 문제를 제기하셨는데 어떻게 생각하세요?

○ 노혁준 위원

벌써 결론을 내야 하나요?

○ 송종준 위원장

아니요, 아니요.

○ 노혁준 위원

가닥이 굉장히 여러 가지 엮여있고, 나중에 가서 저희가 정책적으로 어쨌든 판단을 해야 되고, 지금 이제 거대한 여러 가지 문제를 한꺼번에 제시를 하셔가지고 논의가 조금씩 엮여있는 듯한 느낌이 드는데요.

일단 아까 계속 나온 이야기이긴 하지만 입구에서 그것을 차단해서 의무공개매수제 도라든지 그것은 좀 별도로 논의를 하는 게, 그것을 도입하게 되면 사실 이것은 적대적 M&A에 대한 방어수단이라기보다는 다른 목적의 제도를 갖다가 적대적 M&A를 쓰는 느낌이 강하기 때문에 그것은 별도로 잠깐 차치해 놓고요.

기존 입장에서 저희가 뭔가 새로운 것을 도입한다고 할 때 포이즌 필하고 차등의결권 이것을 가장 손쉽게 할 수 있는 것이고 자기주식 가지고서 방어하는 부분은 사실 효율성 면에서 약간 떨어지는 부분이 있기 때문에 그런 여러 가지 수단 중에서 많은 이야기가 되는 그런 2, 3가지를 이야기한다면 나중에 가서는 결과적으로 이것을 지금의 우리 현상을 무엇으로 보는지에 대한 문제인 것 같습니다, 저희 현상이.

가야 하는 길은 3가지이죠. 지금이 굉장히 괜찮기 때문에 그냥 유지한다, 아니면 지금 굉장히 공격과 방어의 균형이 깨져있

기 때문에 오히려 그런 것을 많이 도입해서 방어를 잘할 수 있게 해 주어야 된다, 또 극단적으로는 지금 너무 적대적 M&A가 없다, 다 못하게 된다, 이런 식으로 더 활발하게 일어날 수 있도록 해야 한다.

그런데 제일 마지막 부분에 대해서 그렇게 주장하시는 분은 없을 것 같고, 현상유지나 아니면 조금 방어방법을 인정해 줄 것이냐, 그 문제에 대한 것은 사실 저희가 이야기를 아무리 많이 해 봤자 나중에는 판단의 문제인 것 같습니다, 이 현상을 어떻게 보는지에 대해서. 그런데 그것을 하면서 저희가 고민을 해야 될 부분은 이 적대적 M&A에 대해서 우리가 왜 이것을 그렇게 가능성을 열어놓으려고 하느냐, 활성화까지 안 되더라도 계속 가능성을 열어주고 방어수단을 갖다가 해서 가능성을 줄여주고 그런 것들이 전부 다 어떻게 보면 기업가치의 극대화라든지 아니면 어떤 회사에서 무능한 이사가 있는데, 그 사람을 갖다가 뭔가 갈아치울 수 있는 그런 기회를 법에서 보장을 해 주어야 되는 그런 측면이 분명히 있는데 그것을 우리가 현행법제가 그것을 해 줄 수가 있느냐, 그런 문제를 가지고 이 현상을 봐야 될 것 같고요.

미국 같은 경우에는 그런 무능한 이사가 있다고 했을 때 통상의 경우에는 지배주주가 없는 경우가 상당히 많다고 되어 있지 않습니까, 다른 나라보다. 그러니까 그런 경우에는 일반 소수주주한테 곧바로 가가지고 그것을 쉽게 갈아치울 수 있는 가능성이 있으니까 그렇게 되면 또 경영권에 문제가 생기니까 그런 포이즌 필이라든지 그것을 해

가지고 조금 균형을 맞춘다, 이렇게 이야기가 진행이 되는 것 같고.

반면에 우리나라는 무능한 이사라는 사람이 혹시 있다고 하면 무능한 지배주주랑 결탁이 되어서 거기에서 계속 현상을 유지를 하니까 그것을 어떻게 응징을 해야 되느냐, 만약에 지배주주가 자기가 굉장히 돈을 갖다 많이 투자해 가지고 거기에 대해서 무능한 경영에 대해서 자기가 책임을 진다, 자기가 재산적으로 손해를 본다, 그렇게 되면 거기에 대해서 솔직히 적대적 M&A를 우리가 허용을 안 할 수도 있습니다. 왜냐하면 자기가 거기에 대해서 굉장히 많이 투자했다는 것 자체가 회사가 부진하면 자기 손해로 다가오는 것이기 때문에, 그러면 우리가 포이즌 필을 도입하고 해서 대주주가 그렇게 경영권을 잃는 거 굉장히 싫어하고 이것은 별로 안 좋은 것이니까 자기가 자기 돈 가지고 많이 손해를 보게 되면 거기에 대해서는 적대적 M&A가 필요 없다고 이렇게 이야기를 할 수 있는 것인데, 그게 우리나라의 경우에는 꼭 그렇지 않다는 것이죠.

지금 이야기하신 것처럼 무능한 이사가 있고, 무능한 지배주주가 있는데 그 무능한 지배주주는 자기 돈을 많이 넣은 사람이 아니라 대리비용이 굉장히 많이 발생하는 경우이고, 그러기 때문에 지금 자기가 손해를 많이 안 보면서도 무능한 체제가 유지될 수 있는 가능성이 있다, 만약 그런 경우라고 하면, 그게 만약 우리나라의 현실이라고 하면 지금 현재 정도의 그런 공격의 허용을 해야 되고 여기에 나아가서 뭔가 더 붙여주는 것은 intrench를 시키는 것이다. 그런 정

도로 우리가 과약을 하게 되면 지금 여기에 뭔가 덧붙이는 것은 상당히 정책적으로 잘 못하는 것이고, 그런데 저는 거기에 대한 판단은 저희가 미국이 뭐 했으니까 우리가 해야 된다는 것보다는 우리의 구조 자체가 조금 다르다는 것을 인식하고 덧붙일지 말지에 대해서는 저희가 토론을 가지고서 해결, 뭐 이야기 다 알지 않습니까? 도대체 뭐가 문제고 미국에서 어떻게 하고 있는지를 알고 있는데 이것을 우리나라 시각을 어떻게 볼지에 대한 판단의 문제라고 생각을 합니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

위원장님 꼭지 앞에 2개만 해 가지고 세 번째까지, 위원장님이 처음에 말씀하실 때 이사진 이야기를 안 해 가지고 그걸 생략...

○ 송종준 위원장

어떤 것이요?

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

여기 공통인식 밑에 부분 있잖아요. 이사회에 대한 방어재량, 이 이야기는 제가 생략을 했었는데, 덧붙여서 말씀을 드리자면 우리나라 상황에서 과연 독립적인 기능을 지배주주의 의사에 반하여 행할 수 있는 이사회가 얼마나 있겠냐, 계량적으로. 그래서 기본적으로 이사회한테 재량 자체를 줄 것이냐 자체에서 의문을 가져야 된다고 그런 견해도 있는 것 같아요. 그래서 만약 포이즌 필 정도, 우리 식으로 하면 신주인수권이 되겠죠. 신주인수권을 도입한다고 그러면

그것을 판단할 수 있는 역량을 우리 현실에서 봤을 때 이사회한테 줘야 되냐, 아니면 주주총회한테 줘야 되냐? 그것부터 출발을 다시 해야 된다고 보거든요.

그래서 독립적인 기능을 경영과 소위 말해서 소유와 경영이 분리되지 않는 우리 경영현실, 지배구조 현실에서 과연 이사회한테 이 기능을 준다고 그러면 결국 이사회는 지배주주의 대표적인 대리인이거나 아니면 지배주주 그 자체인 경우가 우리의 경우 다반사인데, 그때의 소소주주 이익을 어떻게 보호할 것이냐, 어떤 게 비교형량해서 이사회한테 재량을 주는 것인지, 아니면 조금 시간이 더디더라도 물론 적시적인 탄력성이 없다고 하더라도 주주총회의 결의로서 그 방지장치를 강구할지는 조금 더 고민을 해야 된다고 생각하거든요.

○ 송종준 위원장

그 말씀은 뒤에도 나옵니다마는, 기술적인 문제라고 보여지고 있어요. 그러니까 공격이 있을 때 이사회를 소집해 가지고 어떤 방향을 결정하자는 방법도 있겠고, 일본 사람들이 이야기하는 사전경고적인 의미로 주주총회 정관에 규정을 두거나 또는 주주총회 특별결의로 이사회에 수권을 줘서 적절하게 대응할 수 있도록 한다든가 여러 가지 기술적인 문제인 것 같습니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

제가 생각할 때 이것은 technical한 문제가 아니라 우리 현실에서 지배주주 자체가 엄연히 대부분의 회사에서 존재하는 현실에

서 이사회 자체가 지배주주 그 자체이거나 지배주주의 일종의 이해를 대변해 주는 충실한 대리인으로서 기능하고 있는 이 현실에서 과연 이사회한테 그것을 맡겨야 될지는 technical한 문제는 아니라고 보거든요. 그것은 일종의 본질적인 문제가 아니겠느냐...

○ 송종준 위원장

그 부분은 여러 위원님들도 생각하시겠지만 현재 이사회가 그야말로 독립적이나, 이런 부분과 관련된 부분은 이 방어문제 뿐만 아니라 회사법 전체에서 똑같이 제기되는 문제가 아니겠느냐, 그런 문제는 여전히 있다고 하는 생각을 하고 있고, 또 그렇게 주식의 소유가 분산되어 있는 미국의 경우에도 과연 이사회 독립성이 어떻게 보장될 수 있느냐고 하는 문제가 항상 거론되는 문제인 것은 사실인 것 같아요.

다만 우리나라의 경우 정도가, 아무래도 소유집중도가 좀 크다고 하는 그런 것은 분명히 인정될 여지는 있다는 생각은 들죠.

○ 이준식 검사

이준식 검사입니다.

논의가 이렇게 길어질 줄은 몰랐는데 우리가 논의를 할 때 몇 가지 고려해야 할 부분이 있는데, 첫 번째 쪽지에 법제상 균형을 유지하느냐의 여부는 ‘법제상으로는 균형을 유지한다.’ 이것을 ‘법제상 공격과 방어의 균형을 유지시켜야 된다.’ 이런데 대한 인식이랑 그 인식을 넓히면 좀 다른 생각을 할 수 있겠지만요.

두 번째 쪽지에 보면 ‘적대적 M&A의 활성화 정책을 견지한다.’ 이것은 이 위원회가 바꿀만한 내용은 아닌 것 같습니다. ‘적대적 M&A 활성화 정책을 견지한다, 현재의 제도를. 다만 그 남용을 제한하겠다.’ 이 뒷부분이 우리 위원회가 담당하는 부분인 것 같고요.

‘이사회에 의한 방어의 재량을 허용한다, 다만 그 남용을 제한한다.’ 이것도 원론적인 이야기라고 이해를 한다면 어떤 방어수단을 도입하는 안건을 주총에 상정할 수 있다, 주주총회에서 그것을 결정해서 방어수단을 도입한다, 그리고 가령 포이즌 필을 해서 이 발동여부도 주주총회에서 결정한다고 하더라도 그 이면에는 이사회가 방어의 재량을 가지고 있다는 것입니다.

아마 위원장님이 극단적으로 포이즌 필을 할 때 이사회가 발동까지를 할 수 있게끔 한다는 이 취지로 이것을 쓰신 것은 아닌 것 같고, 세 번째 쪽지는 기본적으로 유럽적인 입장을 취할 것인가, 미국적인 입장을 취할 것인가 할 때 우리 사회에서는 미국적인 입장을 취하는 게 맞지 않겠느냐 하는 취지로 쓰는 것 같고, 우리 현실을 고려한다면 지금 적대적 M&A 활성화를 시키지 않은 정책을 만들겠다고 한다면 이것은 정부쪽에서 받아들일 수가 없을 것입니다.

두 번째로 ‘이사회에 의한 방어의 재량을 허용한다.’ 이것은 어떻게 보면 이미 국민들 사이에는 당연하게 이해되고 있는 것 같습니다. 최근에 제일화재 적대적 M&A가 들어왔을 때 경영진이 극단적으로 저항을 하지 않았습니까? 여기에 대해서 국민들이

왜 경영진이 중립을 지키지 않느냐고 이해하는 사람은 아무도 없었던 것 같아요. 국민들이 경영진이 경영권 방어를 하기 위해서 하나를 끌어들이고 하는 것에 대해서 그 하나가 개입을 하는 게 맞느냐 틀리냐를 떠나서 경영진이 경영권 방어를 하기 위한 노력을 하는 것, 여기에 대해서는 많은 사람들이 거부감은 없었던 것 같습니다. 왜 이사회가 양쪽에서 주주가 많이 다수과가 되는 사람이 회사를… (녹음 끊김) …M&A 선언했을 때에도 그 마르셀로 같은 회사는 3개국의 최강사가 결합해서 만들어진 세계 1, 2위를 다투던 회사였는데 여기도 이사진이 경영권 방어를 했습니다. 우리가 경영권을 방어하겠다고 선언했고, 그에 따라서 자기의 굉장히 소중한 자산 인수한 회사도 자선단체에 기부를 하고, 또 아니면 러시아계통의 회사를 끌어들여가지고 하고 이렇게 경영권 방어를 했습니다.

지금 우리가 경영권방어를 하지 못하게 중립의무를 부과한다고 하는 것은 사실 받아들여지기 쉽지 않을 겁니다.

○ 송중준 위원장

예, 말씀하세요.

○ 강희철 위원

기본적으로 우리나라의 이사회가 독립적이지 못하기 때문에 이사회가 경영권방어에 있어서 적절한 판단주체가 되지 못한다는 논거와 관련해서는요, 미국에는 이사회 독립성이 있다는 전제 하에서 그런 이야기가 되는데 미국에 독립성이 있다고 합시다.

그러면 구체적으로 경영권방어라는 것이 누군가가 방어하고자 하는 주체가 있고 방어하고자 하는 주체는 미국에서는 이사회, 기본적으로 지배주주가 없는 회사가 대부분이기 때문이에요. 이사회 겸 management, management는 것은 결국 CEO 이야기거든요. CEO가 이사회 의장을 겸하는 경우도 있고 겸하지 않는 경우도 있지만, 굉장히 많은 경우에는 결국 CEO하고 이사회는 같은 편이라고 할 수 있거든요. 그 경우에 있어서 그러면 어쨌든 방어주체가 이사회가 있고 거기에서 언제나 논의되는 것이 그 이사회가 주주나 회사의 이익이 아니고 이사회나 management가 자기들의 이익을 위해서 방어하느냐, 마느냐 하는 그것을 막아야 되는 것이 아니냐 하는 문제가 되는 거거든요.

그러면 한국에서 외롭시다. 한국의 최대주주가 없으면 똑같은 문제이고요. 그 다음에 한국에 있어서 지배주주가 있고 그 지배주주의 대리인으로서 사실상 이사회가 있다고 했을 때 그러면 문제를 크게 봤을 때 이사회 구성원들, 혹은 현재의 경영진들이 자기들의 이익을 위해서 경영권 방어제도를 남용하는 것과 관련해서 생기는 문제나 최대주주가 자기의 경영권을 방어하기 위해서 다른 주주 이익을 무시하고 경영권을 방어하고자 하는 문제는 똑같은 문제라고요.

실제 제 생각에는 거기에 있어서 말하자면 제대로 하느냐, 마느냐의 문제는 미국에서도 아까 이야기했던 것과 마찬가지로 실제 이 문제의 논의가 되는 것이 자기들의 이익을 위해서 논의하는 것이냐, 아니면 주주이익을 위해서 하는 것이냐인 것이고, 그

논리는 최대주주가 직접이든 지배주주가 직접 하든 아니면 이사회를 통해서 하든 전체 주주가 아니고 특정집단의 이익을 위해서 하는 것이 문제가 된다는 점은 미국과 우리나라가 똑같은 게 아닌가 전 그런 생각이 듭니다.

○ 이준섭 위원

저도 우리 강 위원님 말씀에 동의합니다. 동의하는데, 다만 미국에서 이사회에서 경영권방어가 일어나는 것이 의미 있는 것은 그야말로 지배주주가 우리나라보다 지배주주에 지배되는 회사가 적기 때문에 큰 의미가 있는 것이죠. 경영진이 자기의 이익을 위해서 방어를 해 버린다, 그런 점에서 의미가 있는 것인데 그런 점에서 미국에서 그런 논의가 크다는 의미가 있다고 하는 그런 정도인 것이죠. 그러니까 논거가 미국하고 달라서 이것을 우리 기획재정부에서 말씀하신 것처럼 그런 논거는 되지 않는다고 보거든요.

지금 강 변호사님 말씀대로 그 논거에 있어서는 큰 차이가 없는데, 다만 의미가 있는 것은 개네들은 자기들 경영권을, 그러니까 지배주주가 없는 경우에 회사 경영진들이 자기의 경영권을 사수하기 위해서 실제로 행동하는 것을 어떻게 바라볼 거냐, 그런데 의미가 있는 것이죠. 우리나라와 달리. 우리나라의 현상에서와는 달리.

그런데 이준식 검사님 말씀을 들어보면 “어느 회사에서 제일화재 건 같은 경우에 이사회에서 방어를 했는데 국민들이 별다른 저항을 했거나 한 적이 별로 없다” 이렇게

말씀하셨는데 별로 없죠. 일반 국민들이 경영권 싸움 하는데 큰 관심을 가질 이유가 뭐가 있겠습니까?

그런데 경영진이 어떤 적대적 M&A가 들어왔을 때 ‘방어할 의사가 있다, 방어를 해야 되겠다.’ 이런 게 문제가 아니고, 과연 어떤 사람이 공격자가 와서 이것을 사려고 하는데, 보세요. 신주를 발행해서 새로, 하 루아침에, 아니면 전환사채 발행해서 제3자, 지금 우리 현재는 마음대로 할 수 있거든요. 또 여지까지 그래 왔단 말이에요. 그러면 그것을 했을 때 그것을 국민들이 가만히 보고만 앉아있을 텐데, 그게 과연 그것을 누가 하느냐 하면 주주총회에 붙이면 논란이 있겠죠. 반대하는 주주들도 있을 것이고, 그런데 이사회가 간단하게 이사회를 열어 신주 발행합니다. “CB 발행해 버려, BW 발행해 버려” 그러고 끝이에요. 그러면 싸움은 끝입니다. 그런데 이것을 우리 제도가 허용을 하자는 말씀인데, 그것은 안 되죠. 그것은 있을 수가 있는 이야기입니까, 그게?

○ 이준식 검사

말씀을 좀 오해하신 것 같은데 제 말씀은 ‘이사회에게 지키기 어려운 의무를 부과해서 적대적 M&A 앞에서 중립의 의무를 지켜라’ 이런 방식으로 접근해서는 안 되고요. 이사들이 적절한 자기들의 판단 하에서 방어를 할 수 있지만 남용되는 것은 방지하는 방식으로 가는 게 우리 감정에 더 맞지 않느냐 하는 이야기를 드린 것입니다.

이사들이 적대적 M&A가 성공했을 경우에는 대부분 다 나가게 되겠죠. 그 사람들

이 나가게 될 텐데, 자기들 일자리 잃게 될 사람들이 본능적으로 방어를 하고자 하는 마음이 생길 것 아닙니까? 그런 사람들에게 ‘너희들은 원칙적으로 중립을 지켜라’ 이런 식의 의무를 법적으로 부과한다는 것은 조금 본능에도 안 맞는 것 같고 우리 국민들이 생각하기에도 저 사람들이 방어행위를 하는 것 자체에 대해서 자기들 자리를 지키기 위한 것 자체는 그렇게 나쁘게 보는 것은 아니지 않느냐 이런 이야기를 드린 것입니다.

어디까지를 할 것인가는 물론 제도를 만들어가고 법 규정을 만들어가는 과정에서 논의되어야 할 내용이고요, 전체적으로 처음에 접근하는 방향을 원칙적으로 중립을 지키되 예외적으로 이러한 경우에 할 수 있다는 방식보다는 방어수단을 자기들 판단 하에 할 수 있지만 이런 것은 하지 마라, 남용되는 것은 하지 마라, 이런 쪽으로 가는 게 맞지 않겠느냐 하는 의견을 드린 것입니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

우리가 나중에 만약에 신주인수권을 염두에 두고 최종적인 의사결정을 할 때 이사회에서 우선 발동을 하고 사후 주주총회 결의를 만나, 아니면 단순히 이사회가 주총의 회의록을 작성하는 사무국 기능을 해 주고 그 다음에 주총에서 최종적인 의사결정을 하게 되냐? 등 여러 가지 제도를 선택할 수 있을 때 미국이나 일본이나 우리 간의 경영 현실의 차이를 반영해서 choice를 가질 수 있는 여지를 가질 수 있지 않겠냐, 이런 의도에서 한 것으로 이해를 하면 되겠습니다.

저희들 입장에서 조금 더 뒤쪽에서 technical하게 가게 되면.

그래서 기본적으로 저희들 지배구조 현실, 지배주주가 엄연히 몇 개 회사 빼놓고 대부분의 회사, 예를 들어서 일부 국책은행, 그 다음에 민영화된 제조업체, 포스코 같은. 이런 데 빼고는 거의 모든 기업에서 엄연한 지배주주가 있고, 그 지배주주가 이사회를 장악하거나 직접 장악하거나 아니면 대리인이 장악한 현실에서 결국 소유와 경영 자체가 분리가 안 된 현실에서 과연 이사회한테 모든 최종적인 결정권한을 맡긴다면 우리 제도가 둘 중에 선택할 수 있을 때 그때의 선택단계에서는 그런 현실을 조금 고려할 필요가 있지 않느냐라는 측면에서 문제 제기를 한 것으로 조금 이해를 해 주시기 바랍니다.

○ 송종준 위원장

그래서 결론은 근본적인 문제인데요. 입법 틀에 관한 문제에 대해서 만약에 이런 질문을 드리고 싶으면 예컨대 원칙적으로 방어 금지, 예외적으로 허용, 이사회에 대해서. 그런 어떤 입법 틀을 생각한다고 했을 때 어떤 경우에 방어를 허용할 수 있는가 그것을 일일이 다 열거할 수 있겠어요?

물론 규제, 규율의 어떤 효율성 문제인데, 원칙적으로 허용인데, 남용된 것은 가려내는 방법이 있겠고, 안 되고 허용되는 경우만 인정하는 경우가 있겠고, 이 방식인데요. 그러니까 어떤 포지티브, 네거티브 싸움입니다, 그게. 결국 어떤 것이 좋을 것이냐는 그런 부분인데...

○ 이준섭 위원

기술적으로 보면 이게 저희가 96년에 증권거래법상 M&A제도를 만들었잖아요. 그때 만들 때 솔직히 말씀을 드리자면 유럽법제를 들여온 것은 사실이에요. 그래서 그 당시에는 명백하게 이사회의 중립의무를 규정하면서 거기에 몇 가지를 넣었죠. ‘신주발행 마음대로 못하는 것하고, 재산을 마음대로 팔지 못한다’ 이 두 가지 정도를 원래 유럽법제에서는 열거하고 있습니다, 그것을. 그러니까 중립의무를 규정하면서도 무엇을 못한다는 것을 열거하고 있었거든요.

그런데 우리는 96년도 증권거래법에 그것을 들여오는 과정에서는 반대가 있었어요. 반대가 있어서 살아남은 게 하나가 ‘공개매수기간 중에는 신주발행을 이사회가 하지 못한다’하는 규정만 남았었는데 그게 작년에 없어졌죠. 작년에 자본시장통합법 넘어가면서...

○ 송종준 위원장

아니, 그 이전에 2005년도에 없어졌어요.

○ 이준섭 위원

2005년도에 자본시장통합법 넘어오기 전에.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이준섭 위원

그런데 만약 우리가 신주예약권제도에 관심을 가지고 본다면 이것을 입법기술상으

로 보면 어떻게 하는 게 입법기술적으로 보면 신주예약권제도 하나를 상법에, 증권거래법 이런 데에는 못 넣을 것 아니에요? 그것은 못 넣고 상법에 일본과 같이 신주예약권 기본적인 제도를 넣는다는 말이에요. 넣으면 이것을 신주예약권제도를 활용할 수 있는 것을 상법상으로도 넣을 수 있을 거란 말이에요. 어차피 제3자에게 주는 것이니까 제3자에게 주는 조건, 신주예약권제도를 상법 회사법에 넣을 것인데 그렇게 되면 만약에 소위 포지티브의 형식을 취하는 경우에는 그러니까 중립의무가 아니라 그냥 이사회가 마음대로 다 할 수 있는 것인데 신주예약권제도만 달랑 하나가 들어가 있는 상황이 될 것이고, 그런데 그렇지 않고 일반적으로 이사회 경영진은 중립의무가 있는데, 다른 것은 현재는 황금낙하산이니 이런 것이 일반적으로 안 된다는 판단이고 해석이잖아요, 경영판단의 원칙 이런 것을 통해서.

그러면 결국은 중립의무가 있는데 회사법에는 그것과 전혀 달리, M&A 방어법제와는 전혀 달리 일본과 같이 회사법에 신주예약권 제도가 있다, 있는데 그것을 발행할 때에는 너무 싸게 발행하면 안 되고 한 70, 80, 90% 이상 예컨대 발행할 수 있다고 그렇게 회사법에 해 놓는다면, 그 대신에 증권법이든 각 회사 정관에서는 그것 상장해서 그냥 활용하면 되는 것 아니겠느냐, 그런 측면이라면 결국 말하자면 ‘일반적으로는 경영진이 개입할 수 없는데 회사법의 신주예약권 제도를 활용할 수는 있다’ 이렇게 하는 게 자연스러운 것 아니에요?

○ 송중준 위원장

그러니까 메뉴를 새로 수단을 이제 없는 것 도입하는 거예요. 그러니까 어느 쪽으로 보든 간에 지금 독일식 회사법이 기본으로 있는데도 그것 사용할 수 있다고 생각하는 것 아니겠어요, 그렇죠? 원칙적으로는 안 되는 것인데. 왜냐하면 회사라고 하는 것은 그만큼 복합적인 것이다. 회사에 물론 구성원 중에 중심이 되는 것은 주주인 것은 분명하죠. 그러나 과연 회사 이사는 도대체 누구를 위해서 경영판단을 해야 되느냐 하는 근본적인 의문은 이미 수십 년 전부터 다 논란이 되었던 것이고, 회사가 단순히 대주주와 소주주 간에 두 이해관계의 집합체로만 보는 것은 아니지 않느냐고 하는 것이죠. 매우 종합적인 것이고, 또 회사라고 하는 것은 항상 유동적인 것이고 중기적이고 장기적인 플랜을 가지고 경영을 하는 시스템 속에서 돌아가고 있는 조직체인 것이고, 이런 매우 다양한 요소를 커뮤니티나 국가의 정책이라든가 모든 것을 종합해서 다양한 요소를 고려해서 어떤 플랜 하에서 돌아가고 이런 상황이라고 하는 그런 관점을 생각한다면 단순히 경영자의 경영권 문제는 주주들이 다 알아서 해야 된다고 보는 것은 굉장히 오래된 시각 중에 하나인 것이 아니냐? 난 그 부분에 관해서 그렇게 확신하고 있어요.

그래서 일본 사람들도 결국은 우리와 똑같은 고민을 했을 텐데, 기업매수방어체계에 관한 지침에서도 간단한 설명이 있습니다마는, 그 사람들이 이야기하는 기업가치라고 하는 개념이 주주의 이익만을 말하는 것은

절대 아닌 것으로 되어 있더라고요. 그러니까 stakeholder의 interest까지 모두 고려한 그런 개념으로 보고 있는데, 그것이 유럽에서는 아니냐? 그 부분에 관해서는 제가 정확하게 답을 못하겠지만 주주만의 이익 극대화냐, 결국 경영자들이 추진해야 될 목표라고 하는 것이. 그것은 아니지 않겠냐고 생각을 하고 있거든요.

그렇다고 볼 경우에는 매우 복합적이고 종합적인 예술이라고 볼 수 있는 그런 판단 사항에 관해서 어느 한 구성요소의 이것만 가지고 모든 것을 판단하기에는 너무 좁게 보는 것이 아니겠느냐? 그렇다고 볼 경우 이사회 자체가 어떤 독립적인 의사결정을 할 수 능력이 있느냐고 하는 그런 근본적인 문제를 물으면 할 말이 없는 것입니다.

우리 사외이사제도도 있고 여러 가지 이런 것을 도입하는 것은 누구도 사실 사외이사제도를 도입을 해도 믿을 수 없다고 하는 것이고, 미국의 사외이사는 그렇다면 굉장히 공정하고 객관적으로 하는 사람인 줄 아세요? 그리고 ‘stamp’라고 하는 낙인이 찍혀 있잖아요. 전직 경영자들이 할 일도 없는데 집에서 놀고 앉아있는데 와서 사외이사 돼 달라, 예를 들어서 3만 불, 5만 불씩 주는데 하라는 대로 다 하거든요.

결국은 하라는 대로 했을 때 결국 뭐가 그 사람들의 행동을 억제할 수 있느냐? 마음대로 할 수 없도록 할 수 있느냐라고 하는 것은 결국 책임의 문제다, 사외이사든 이사든 결국 우리 상법에 다 책임구조가 뒤에 다 따르고 있거든요. 그래서 어느 하나를 가지고 이것을 예컨대 마음대로 재량대

로 하도록 원칙적으로 하되 남용을 여기에 서 금지한다, 원칙적으로 금지하되 할 수 있는 것은 터준다고 했을 때, 터졌을 때에도 어떤 한계를 벗어나게 되면 결국 책임주공을 할 수 밖에 없는데 그것은 이미 우리 상법에 틀이 되어 있다고 하는 것이거든요.

그래서 그런 부분으로 마음대로 비독립적이고 불공정하게 할 수 있는 행동을 억제하는 효과가 상법이 사실 틀을 가지고 있기 때문에 그런 부분을 복합적으로 생각을 하면 크게 우려할 것은 아니지 않느냐, 매우 근본적인 문제에서 어떻게 다 동창, 뭐 어찌고저찌고 하는데 사외이사로 볼 수 있느냐 이렇게 말한다면 할 말이 없는 것입니다, 그것은.

그래서 사실상 어떻게 보면 이런 모든 사회의 이런 제도부분에서 사실 명확한 답은 있을 수 없는 것이고 결국 선택의 문제인데, 거기에는 하나의 부작용도 있을 수 있는 것이고, 부작용과 근본적인 효과가 서로 대립될 때 어떤 것이 그나마 크냐고 하는 것을 가지고 우리가 선택을 하게 되는데, 어떤 제도 개편과 관련해서는 결국 큰 기본적인 인프라의 틀은 분명히 있어야 된다고 보거든요, 틀은. 그래서 우리가 지금 하는 것이 그 틀에 관한 문제예요.

결국 첫 번째 의문사항에 관련된 문제와 관련이 된 것인데, 그 부분은 기존의 우리 시스템, 일본 학자들도 자기들이 예컨대 이사회에 경영중립의무가 있는지 경영판단의 권한이 있다고 볼 수 있는 것인지, 다시 말해서 방어재량이 있다고 볼 수 있는 것인지에 대해서는 누구도 확실하게 답을 안 하고

있어요, 일본도. 그런데 일본도 종전에는 철저한 중립입장에서, 그러니까 지배권이라고 하는 것은 주식회사의 지배권한의 분배질서 상 주주한테만 있다고 보는 그런 입장에서 지금은 경영판단 쪽으로 많이 와있는 입장인데, 일본의 회사법에서는 이사회가 방어할 수 있다고 하는 그런 것은 사실 없죠.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

이런 것은 어떨까요? 기왕 논의가 조금 범위가 넓어졌으니까요.

제가 생각건대 지금 우리가 경영권 방어법제를 도입하자라고 하는 근거에 깔리는 것은 아까 이 검사님도 말씀을 하셨지만 기본적으로 ‘너 죽어라’ 그러는데 두 손 묶고 죽을 그런 주체는 아무도 없다 이것이에요. 어떤 식으로든 본능적으로는 방어를 하려고 들 거거든요. 그게 생명체이든 조직체이든 당연한 논리이고, 그러면 어느 정도는 그것이 있을 수밖에 없다는 것을 일단 fact로 받아들여야 되고요.

그런 다음에 현재 그렇기 때문에 우리나라에 방어법제가 없으니까 간접적인 방법으로도 방어권을 하기 위해서 돈 비싸게 치는 비효율적인 방법을 도입하고 가장 현재 그나마 효과가 있다고 하는 것이 자기주식 취득에서 미리 자기주식 취득했다면 안 좋은 문제가 생겼을 때 제3자 배정하는 것이란 말이에요. 그런데 그것은 상당히 문제가 있어요. 비효율적일 뿐만 아니라 실제 아무런 통제 없이 제3자에게 다시 처분할 수 있도록 하는 그것, 예를 들면 이런 것이죠. 이번에 상법개정안에서 자기주식취득은 규제

를 하고 범위를 조금 풀었습니다마는, 자기 주식 처분에 관해서 신주발행에 관한 규제를 초안해서 만들었다가 그게 없어졌지 않습니까? 없어진 이유가 그나마 이게 효율적인 경영권인 방어방법인데 이것까지 없애면 어떻게 하냐는 논의가 있었거든요.

그런데 예를 들어서 효율적인 경영권 방어방법을 만들어놓으면 그 부분은 이제 규제할 수 있다는 것이예요. 예를 들면 비효율적인 경영권방어방법을 우리가 없애거나 이것을 더 효율적으로 만들 수 있다는 그런 측면이 있거든요. 그리고 또 그 다음에 우리가 야까 교수님 말씀하셨고 현대엘리베이터 건 말씀하셨지만 중간에 법원에서 제동을 걸었지 않습니까? 국민주 발행도 못하게 되었거든요. 그래서 어떤 제도든 그 남용과 관련해서 하루아침에 다 끝나지만 못하게 만들어놓으면 그것을 행사하는데 기간이 걸리게 된다고 그러면은 우리나라에서 그것을 남용하기 위한 기존의 제도가 있고, 그 다음에 조금 더 보완을 한다고 그러면 결국은 미국에서도 전부 가처분에 의해서 걸러지지 않습니까? 우리나라에서 결국은 가처분에 의해서 걸러질 것이거든요.

그래서 가처분에 의해서 중간에 걸러질 수 있다는 전제 하에서는 그러면 조금 더 효율적인 제도를 도입하고 비효율적으로 운영되는 것은 더 효율적으로 만들고 제대로 없애고 하는 것이 맞지 않느냐라는 측면도 충분히 생각할 수 있겠습니다.

○ 송종준 위원장

참고로 말씀을 드리면 사실 저희가 지금

공통인식 결론이 아니라 이렇게 이 부분을 정리해야 여러 가지 기술적인 문제가 해결될 수가 있기 때문에 시간을 할애하는데요. 예컨대 자기주식을 처분하는 방법에 관해서 규제를 하고 있지 않다는 이야기예요. 상장 회사의 경우 자기주식을 마음대로 취득할 수 있고, 또 처분에 관해서는 제한을 두고 있지 않아서 공격자가 왔을 때 우호적인 제3자한테 주식을 처분해서 경영권을 방어하는 이런 것을 생각해 볼 수가 있고, 또 일본처럼 신주예약권이나 이런 것을 도입했다고 가정을 해보자 이거예요. 그런데 누군가 공격이 왔어요. 그런데 그것을 발행해서 주주들로 하여금 행사하게 해서 경영권을 방어했다라고 하는 그런 가정을 생각해 보자 이것이에요.

그럴 경우 제가 이 부분은 확실한데 그런 제도를 도입했다고 해서 아무 때나 경영권을 방어하기 위해서 그것을 사용할 수 없다고 하는 것이죠. 이것은 반드시 인용해야 될 사항이라고 생각합니다. 자기주식 처분에 관한 제한이 없다, 그러면 경영권을 방어하기 위해서 완전히 경영권을 지키기 위한 목적으로만 자기주식을 제3자에게 주어서 막았다고 하는 것이 적법합니까? 이 부분은 전혀 다른 문제예요. 그것이 바로 방어권 남용에 문제가 있는 것이기 때문예요.

○ 강희철 위원

그렇습니다. 기본적으로 그렇게 하려면 자기주식을 사야 됩니다. 자기회사의 자본을 굉장히 비효율적으로 써야 된다는 이야기죠.

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 강희철 위원

그 반면에 신주예약권제도라고 하면 그런 비효율적인 투자가 없다는 것이죠.

○ 송중준 위원장

그런데 예컨대 신주예약권 돈 안 들이고 쉽게 쓸 수 있도록 상법에 두었다고 가정을 해 보세요. 그랬을 때 ‘아, 이제는 공격만 와라. 무조건 이것 쓰면 다 막을 수 있다’ 이것이 법원에서 허용이 되겠습니까?

○ 강희철 위원

그렇죠, 예.

○ 송중준 위원장

이것은 전혀 다른 문제라는 이야기죠. 그러나 그 신주예약권이나 자기주식의 처분이 진짜 유용하게 써먹을 상황이 있다고 하는 것이죠. 그때 써먹으라는 것이죠. 이런 점에 관해서 그러니까 대부분의 사람들이 이런 제도를 도입하면 ‘그냥 아무 때나 공격만 와라. 다 써먹겠다. 다 막겠다’ 이것은 절대 아니라는 것이죠. 그 부분은 결국 사법부가 판단해야 될 사항일 수밖에 없다.

그리고 실제로 자기주식 처분에 관련된 부분에서 법원에서 계속 판결이 나오고 있을 뿐만 아니라 일본에서도 최근 신주예약권 굉장히 관심이 많습시다마는 법원에서 번번이 다 위법한 것으로 판결이 나지 않습니까? 그래서 그것을 위법하지 않도록 다른

대응책을 구하고 이런 절차를 거치고 하는 이유는 일본 사법부나 우리 사법부나 마찬가지로 입장이 아니겠느냐 이런 생각입니다.

그래서 그런 점을 전제로 해서 생각할 필요가 있고 너무 그렇게 우회할 필요는 없지 않겠느냐 싶은 생각이 들어요.

○ 여은정 위원

저는 아까 적대적 M&A 시도에 대한 시각에서 조금 다르게 생각을 하는데요. 그러니까 적대적 M&A 시도가 왔을 때 경영진이 또는 그 이사회가 당연히 자기들의 보상이나 이런 것이나 지배영속성 때문에 당연히 방어를 해야 된다고 하는 것은 어느 정도 이해가 되지만 그게 당연하다는 것에서 저는 조금 반대를 하는데요.

왜냐하면 적대적 M&A 시도가 왔다는 것은 어떻게 보면 이 기업가치가 저평가되어 있고 이 이사회라는 데는 기업가치 제고의 의무를 제대로 하지 못했다는 그런 의미가 있기 때문에 이사회에 대한 어떤 처벌적인 의미도 같이 있어서 비로소 이 지배권 시장이 계속 발달하는 것인데, 사실 이런 시도가 왔을 때 이들이 주어진 경영권방어 수단으로 방어를 하고 이사회는 그대로 유지가 되고 경영진도 그대로 유지가 된다면 사실 이것은 주주의 피해로 연결이 되는 거거든요.

그러니까 무능한 이사회가 영속적인 지배를 하므로 인해서 사실 기업가치가 더 제고될 수 있는 기회가 있음에도 불구하고 그 기대이익을 손실하는 그런 결과가 될 수 있다고 생각을 하고요. 그래서 사실 방어수단

의 도입을 결정하는 것은 이사회가 하든, 아니면 주주총회가 하든 그것은 별로 중요할 것 같진 않은데요. 적대적 M&A 시도가 왔을 때 도입된 방어수단, 왜냐하면 도입을 할 때에는 사실 경영진이나 이사회에 대해서 특별하게 어떤 평가나 그런 것보다는 ‘미래에 이런 우리 기업의 가치를 저하시킬 만한 이런 우려에 대해서 우리가 도입을 해 놓자’ 이런 것에 대해서는 굳이 누가 반대를 하지는 않을 것이라고 생각을 하는데, 실제로 적대적 M&A 시도가 왔을 때 이 방어권을 재량적으로 사용을 하는 이사회가 그것을 판단할 때에는 사실 그 당시 그 현재 상황에서의 이사회나 경영진에 대한 평가가 뒤따라야 된다고 생각을 하거든요.

그런 수단이 있어야 되고 아니면 그것의 한 예로는 실제로 도입은 이사회를 통해서 한다고 하더라도 실제 적대적 M&A 시도가 왔을 때 수단을 활용하는 것은 주주총회가 한다든지 이런 식으로 해서 그 당시 왜 적대적 M&A 시도가 왔으며 우리 이사회와 경영진이 그동안 기업가치 제고를 위해서 어떤 일을 해 왔는지 이사회에 대한 평가가 뒤따라야 된다는 그런 생각을 합니다.

○ 송종준 위원장

자꾸 논의가 구체적인 fact가 정해져 있지 않기 때문에 그런데, 일단 이사회 권한 범위요, 법률이나 정관에서 정하지 않은 사항은 다 할 수 있어요. 그렇죠? 그런데 상법상 우리가 도입을 검토하는 이런 것 말고도 그 밖에 방어수단이 많이 있어요. 그런 것을 주주총회 결의를 거쳐서 할 수 있

는 것도 있지만 이사회가 결정해서 할 수 있는 수단들이 많죠.

그럴 경우 똑같이 이사회가 신주를 발행하는 것을 예정해 본다면 평상시에 신주를 발행하는 것도 있을 수 있겠고, 마침 적대적 공격이 왔을 때 누가 신주를 발행하는 것도 있는 것 아닙니까? 그럴 경우 적대적 M&A 왔을 때 신주발행하면 주주총회를 거치라고 하는 것은 년센스죠, 우리 상법의 기본적인 틀로 보면.

그런 것들이 혼동이 되기 때문에 상당히 심각한 것이고, 지금 가장 염려하는 것들이 다 자기 경영권만 지키기 위해 지배권을 영속화시키기 위해서 방어하는 것 아니냐? 저는 그 부분에 있어서 전적으로 사실상 본능적으로 동의해요. 경영진이 결국은 M&A 빼앗기면 자기가 결국 쫓겨나게 되는데 그것은 누구든지 본능적으로 자리를 지켜서 방어할 소지를 찾으려고 하는 것은 본능일 것이다.

그래서 저는 기본적으로 공격 상황에서 어떤 방어책을 쓴다고 하는 것은 적어도 위법성으로 추정될 수 있다고 생각을 하는 거예요. 위법성이 추정된다고 볼 수 있어요. 추정된다고 봐두면 되요. 절대 이것은. 왜냐하면 그래서 ‘너희들이 정당하다면 너희들이 증명을 하라’ 이렇게 제 입장을 가지고 있는데, 왜냐하면 단지 신주발행이 어떤 공격자에 대한 방어효과도 있지만 회사에 여러 가지 재무구조문제라든가 여러 가지 경제적인 문제를 함께 가지고 있기 때문에 그것을 반드시 경영자의 지배권을 영속화시키려고 하는 목적으로만 보면 그렇게 볼 수

있겠지만, 굉장히 miss된 요소를 가지고 있기 때문에 그것을 구분해 내기가 그래서 어렵다는 것이죠.

그래서 순전히 경영권만 지키려고 그런 수단을 썼다라고 하면 그것이 바로 경영권 방어에의 남용이라고 하는 것이죠. 그 부분을 바로 법원이 판결해 준다는 것이죠, 어떤 입법 시스템을 간다고 하더라도.

그러니까 원칙적으로 허용하고 남용을 제한하는 시스템에서는 그것을 사실상 강조하기 때문에 결국에 있어서는 유럽식의 틀이나 미국식의 틀이나 큰 대차는 없지 않겠느냐 이런 생각을 한단 말이에요. 다만 규제의 효과를 봤을 때에는 원칙적으로 금지해 버리니까 매우 신속 간편하죠. 그러나 그렇게 간편하게 이것을 처리할 만큼 기업 세계라고 하는 것이 그렇게 간단한 것이냐고 하는 그런 부분에 가서는 저 개인적으로는 상당히 의문입니다.

조금 쉬었다고 합시다. 한 10분 정도.

(정회 16시 33분)

(속개 16시 50분)

[위원회의 향후 논의 주제 확정]

○ 송종준 위원장

그러면 다시 회의를 시작하도록 하겠습니다.

어쨌든 지금까지 논의된 부분은 사실 굉장히 근본적인 문제라서 단순히 하루 이틀 논의해가지고 결론을 낸다는 것이 무리인

요소가 충분히 있습니다. 그래서 이 부분은 이렇게 정리하도록 하겠습니다. 현행법제가 무엇이든지 간에 현행법제의 틀에는 손대지 않고 다툼이 있는 부분은 결국 해석론에 맡길 수밖에 없을 것이고, 그것이 무엇이든 간에 현행 법제를 그대로 존중하는 상태로 정리를 하는 것이 옳다고 보여집니다. 여기에서 어떻게 방향을 설정하자라는 완벽한 그것이 부담이 된다면 저는 현행법제가 이런 법제 틀 속에서 움직이고 있지 않느냐고 정리를 해 본 것인데 또 반대의견도 있을 수 있는 것이니까 그 부분을 해석론에 맡기자 이런 이야기입니다. 관촬겠습니까? 현행 법제에 그대로 두고 각론으로 나가는 것입니다.

○ 강희철 위원

구체적으로 어떤...

○ 송종준 위원장

그러니까 이사회에 방어할 권한이 있느냐 없느냐의 다툼이죠. 그 부분에 관해서 어떤 사항은 제가 처음에 이야기했던 것처럼 논문 발표된 기준으로 따지면 90% 이상은 찬성입니다. 그런데 소수견해가 반대의견이 있는데 어쨌든 그 부분은 해석론에 맡겨두자는 것이죠, 일본처럼 관여하지 말고. 그래서 현행 법제를 그대로 전제로 해서 그 다음 문제를 그렇다면 어떤 방어수단을 도입하고 어떻게 남용을 막는 것이 좋겠느냐, 이 부분만 논의를 하면 되지 않겠습니까?

예컨대 전체적인 위원님들의 발표라든가 의견을 종합해 보면 M&A를 활성화시키는

부분에 관해서 우리가 정책을 바꿔야 된다, 어떻게 해야 된다는 견해가 있을 수 있지만 어쨌든 간에 그것은 놔두자 이것이죠. 방어가 허용되든 안 되든, 허용된 것인가 안 되는 것인가를 불문하고 그대로 놔두고 그 다음 일을 진행시키자는 이런 이야기입니다.

그래서 첫 번째 보면 과연 이사회가 적대적 M&A에 대해서 방어할 권한을 가지는 것이냐고 하는 부분이 실제상으로 지금까지 이야기했던 것들을 다시 종합하는 것이거든요. 크게 보면 원칙적으로 안 된다는 입장이 있는 것이고, 이 입장에서 결국 주총 결의에서 주주들이 알아서 결정하라고 하는 부분은 허용한다는 취지를 가지고 있는 것이 되겠죠.

반면에 여기에서 한계라고 하는 것은 예외적으로 방어를 허용한다고 했을 경우에 그 기준, 이런 것들이 굉장히 사실상 어려운 딜레마가 있는 요소가 있고, 반면에 '방어의 문제도 일반적인, 일상적인 회사경영 의사결정과 마찬가지로 경영판단 속에 권한 범위에 속하는 것 중에 하나다'라고 보는 것이 경영판단원칙설 또는 재량론인데 여기에서 방어를 원칙적으로 허용하지만 여기에서는 또 남용을 제한하고 있거든요. 그래서 여기에서 또 남용을 제한할 수 있는 기준이 무엇이나? 이것은 여전히 다툼이 생길 수 있는 것이 되겠습니다.

그래서 실질적으로는 양설이 같은 데에서 만나게 되어 있다는 그런 측면인데, 참고로 미국 법률협회죠. American Law Institute에서 94년도에 모범기준으로 발표했던 'Principles of Corporate Governance :

Analysis and Recommendations'에 보면 여기에는 이것이 미국의 주회사법에서 얼마나 반영될지는 모르겠습니다마는, 명백하게 6-02조에서 'unsolicited tender offer'에 대해서 '예견 가능한 방어조치를 취할 수 있다. 그 조치가 상당성이 있다면' 이런 규정을 사실 두고 있고, 구체적인 고려요소, 조치를 취할 때 고려해야 될 요소, 이 부분을 꼭 명시하고 있는데 이것이 일종의 남용될 것을 고려해서 이런 기준을 둔 것 같거든요.

그래서 이런 것이 있어서 한 번 더 우리도 명시해 볼 수 있지 않겠느냐? 이런 생각에서 한번 해 봤는데, 어쨌든 이 부분은 찬반의 견해가 대립되기 때문에 현행 상법의 입장을 그대로 그것이 무엇이든지 간에 그것을 그대로 놔둔 상태로 하고, 그 다음 문제로 들어가면 되지 않을까 싶은 생각이 듭니다.

어떻습니까?

○ 강희철 위원

이 부분은 구체적인 남용방어수단을 논의할 때 다시 한 번 되돌아 보면 어떻겠습니까?

○ 송종준 위원장

아, 이 부분이요?

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그러니까 사실 총론분야인데 각론을 하면서...

○ 강희철 위원

구체적인 남용방어수단을 어떻게 만들 것이냐, 필요한 경우에는 그 부분에 관해서 다시 보충해서...

○ 송종준 위원장

언제든지 아마 그것 피드백해서 검토해 볼 수 있는 것이고, 한 가지 분명한 것은, 아마 반대 있으면 이야기를 하세요, 적대적 M&A가 남용되는 부분을 허용하자라고 하는 것에 대해서 찬성하십니까? 방어가 남용되는 것에 대해서 허용하자는 것에 찬성하십니까? 한번 이야기들 해 보시죠. 그러니까 실제로 남용이 무엇이나, 이것은 지구상에서 누가 알겠습니까? 아무도 모르죠. 그러나 전 세계 모든 입법 틀에서 가장 규율의 대상으로서의 쟁점은 남용을 막는 것이거든요.

그래서 그렇기 때문에 그 남용이라는 표현을 쓰는 것이지, 남용이 무엇이나, 남용을 누가 알 수 있느냐는 사실상 어려운 것이죠. 결국은 최종적으로 사법부의 판단에 맡길 수밖에 없다, ‘그것은 우리가 할 수 있는 대상이 아니다’라고 하는 그런 거거든요. 그래서 남용이 된다고 해서 그것을 무조건 금지하는 게 아니라 남용이 되지 않도록 여러 가지 세부적인 공정한 합리적인 기준을 설정하고 하는 것들이 결국 입법에 있어서는 중요한 검토 작업의 대상이 아닌가 어느 나라나 이렇게 보는 것이죠.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

최종결정을 이사회에서 할지 아까 법원

이 할지는 나중에 한 번 다시 생각을 해 보시고요. 이 정도해서 다음 넘어가시죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 제 말씀을 다시 하는데, 그 부분에 관해서도 찬성을 안 하시면 이것은 못하는 거예요.

○ 강희철 위원

이런 것이죠. 기본적으로 이사회가 방어를 전혀 할 수 없다, 그럴 때에는 구체적으로 상당히 많은 다른 방어법제에 관한 제도가 결국 이사회가 하는 것으로 되는 거나, 간접적으로 이사회가 할 수 있다는 이야기가 되는 것이죠.

그런데 단지 남용과 관련해서 남용을 막자는 주장도 여러 가지 주주총회를 관여시킬 수도 있을 테고,

○ 송종준 위원장

그렇죠. 예.

○ 강희철 위원

구체적인 개별수단과 관련해서 이사회에서 임의로 정할 수 있을 테고, 그것은 의결로 신주예약권제도를 도입한다면 신주예약권제도 그 자체에 뭐라고, 단지 신주예약권 도입할 수 있다는 게 아니고 거기에 남용과 관련해서 무엇인가 검토를 할 수 있을 것이고, 이렇게 하다보면 경우에 따라서는 혹시 그러면 상징적으로 또 이 부분에 관해 우리가 논쟁이 많으니까 ‘상징적으로라도 이사회회의 포괄적인 권한에 관해서 하나 넣을 수

있는 것 아니냐'라는 식의 논의가 될 수 있다는...

○ 송중준 위원장

그런 여지를 놔두고 우리 노혁준 위원이 양쪽의 공격과 방어의 남용 이 부분에 관해서도 분명한 말씀을 안 하시는데, 저는 그 부분에 관해서는 그것은 바람직하지 않다고 하는 것은 '추상적이지만 이야기할 수 있지 않겠느냐'라는 생각이 드는데요. 그러니까 남용이라는 것은 결국 우리가 일상적으로 이야기하는 회사이익, 기업이익 또는 기업가치 이런 것의 훼손을 가져올 수 있는, 소수 주주들의 이익이라든가 이해관계자들에게 해를 기치는 현상을 초래할 수 있는 이런 상황을 말하는 것이거든요.

'그것도 내버려두자' 이것은 제가 볼 때 아니지 않느냐, 이런 생각이 드는데 어떻게 아직도 그 부분에 대해서 어떻게 그렇습니까?

○ 노혁준 위원

제가 뭐 이의를 제기하거나 그런 것은 아니고...

○ 송중준 위원장

아니, question mark를 제기하시니까...

○ 노혁준 위원

그러니까 제가 오히려 여쭙고 싶었던 것은 앞으로의 진행이 공통인식에 대해서 많은 시간을 할애한 것이 정리가 안 되면 못나가서 그런 것인지, 그렇게 되어서 이게

세팅이 되어버리면 거기를 벗어나는 논의를 할 수 없는 것인지, 그것은 글썽요.

○ 송중준 위원장

그것은 아닙니다.

○ 노혁준 위원

최대공약수를 그냥 모아보는 과정에서 저희가 처음에 논의한 것으로 생각이 되고, 다들 위원장님 생각이랑 저희가 어느 정도 생각하고 있는 틀은 비슷하고 그것을 표현을 어떻게 하는지에 대한 약간의 차이인 것 같고요.

구체적인 이 진행과정이 앞으로 네모로 표시되어 있는 이런 여러 가지 것들을 하나 하나 보시면서 진행을 하실 것인지 그것에 대해서 얼마나 시간을 쓰실 것인지, 다음 주에도 그것을 계속...

○ 송중준 위원장

대화가 진행되는 시간, 제가 그것을 가늠할 수가 없죠. 이게 하나하나가 사실상 중요한 것인데.

○ 노혁준 위원

그 틀을 갖다가 잡아가지고 어느 정도까지 하고 그 다음에는...

○ 송중준 위원장

앞으로 큰 스케줄로 보면 이 부분에 관한 예컨대 초안을 만든다고 할 경우 위원회에서 우리가 적대적 공격이 남용되는 경우도 좋지 않다, 방어가 남용되는 것도 좋지

않다는 원칙을 정해 주면 그와 같은 남용을 하지 못하게 하는 틀이 무엇이나, 여기에서 큰 틀을 정해줬느냐는 이야기죠. 이사회 결정으로 넘길 것이냐, 주주총회 동의를 받도록 할 것이냐? 이런 부분들이 되겠죠. 또 소수주주를 보호하는 공정요건이 필요한 것이냐? 그것을 생각해서 초안을 만드시고, 이렇게 결정이 되어야만 앞으로 법률가들이 그 부분에 관한 틀을 만들 수 있다는 것이죠.

그리고 한 가지 우리가 ‘이사회에 방어 권한이 있느냐’라고 했을 때 한 가지 오해가 있으면 안 되는 분야가 예컨대 ‘현행법상 주주총회 권한사항으로 되어 있는 것을 이사회가 마음대로 한다’라고 하는 것은 전혀 아닙니다. 상법상 합법적으로 이사회 권한범위에 속하는 여러 가지 상법상의 수단들이 있는데 그것을 방어수단으로 쓴다고 할 때 ‘그것도 못 쓰느냐’라고 하는 것이거든요, 지금까지 논의했던 것들이. 그래서 ‘그 권한범위에 있는 것만 가능하다’라고 하는 것을 말씀드리고, 오해가 없었으면 하는 생각입니다.

그래서 하여튼 대체로 남용 규제하는 쪽에 대해서는 위원님들의 의견이 있는 것으로 일단 정리를 하겠습니다. 그리고 언제든지 이 총론적인 문제는 언제든지 검토를 할 수 있는 것이기 때문에 여지를 남겨놓도록 하겠습니다.

그래서 오늘 6시까지 해야죠? 우리가 흔히 그렇다면 ‘적대적 M&A가 남용된다’ 이런 이야기를 많이 하는데, 도대체 남용되는 경우가 어떤 경우냐? 이게 사실 궁금할 수가 있는 것이고, 남용됐을 경우에 도대체

어떤 피해를 주는 것이냐? 만약에 그런 것이 좋지 않다면 규제를 해야 될 텐데 어떤 방식으로 규제를 해야 될 것이냐? 이런 문제가 논의가 대두될 것 같거든요.

그래서 일반적으로 편의상 제가 아마 정리를 해 본 것입니다. 해본 것인데, 일반적으로 요즘에 들어서 적대적 기업인수가 남용되는 경우라고 하는 것은 우리 이준섭 위원이 항상 논문에서 공격을 하지만 partial bid가 허용되어 있기 때문에 이런 남용의 문제가 사실상 생기는 거거든요. 부분매수를 우리 법이 근간으로 하고 있다 이 말이죠, 적어도 상장회사 공개매수라고 하는 것이.

그래서 그 부분매수를 기조로 하기 때문에 1차적으로 공격매수에서 경영권을 취득한 다음에 2단계로 매수회사가 대상회사를 흡수·합병하는 그런 과정에서 2단계 공개매수 또는 2단계 합병이라고 하는데 그 대상회사의 응하지 않았던 소수주주도 있었죠, 공개매수 단계에서. 그 사람들은 사실 굉장히 불리하게 쫓겨난다고 하는 불리한 처우를 받는다는 관점 때문에 적어도 일본의 경우나 유럽의 경우나 아주 이것을 경계하고 있는 상황이고, 미국에서도 이것을 절대로 자유롭게 놔두지 않는다. 주 회사법이 만들어진 배경도 결국은 2단계 합병... (녹음 끊김) ...삼다스포츠죠, 나이키가. 삼다스포츠를 공개매수해서 결국은 상장폐지시킨 이런 과정인데, 그 과정에서 공개매수과정에서 주식을 팔지 못한, 비응모 주주들은 결국 인수자의 처분에 맡겨지도록 되어 있는데 그 부분에 관해서 공정한 보상을 정하는 틀이 사실 없어서 이런 것들이 소수주주의 이익

을 해칠 수 있는 소지가 있어서 남용적인 요소가 있는 것이다, 그리고 그야말로 뜨거운 감자라고 볼 수 있는 LBO 이런 것들이 최근에 우리나라에서도 몇 개 케이스가 있었습니다마는, 법원에서 배임죄로 일단 처벌하는 것이 되어서 활성화는 되지 못하고 있습니다마는, 요즘에 말하는 일종의 bust-up M&A나 going private같은 것들의 대부분이 결국 LBO의 방법에 의해서 M&A를 하는 경우가 대부분인 것 같아요, 요즘에는요. 그래서 대체로 이런 부분들이 경계의 대상이다, 적대적 M&A를 활성화하는 바탕에서 마음대로 할 수 있다고 했을 때 이런 것으로 남용되는 결과를 가져올 수 있다는 것으로 정리를 해 볼 수 있고요. 그럴 경우 남용적 M&A가 왔을 때 나타나는 피해는, 이것도 단정적으로 말하기는 어렵습니다. 결국 기업가치를 훼손하는 우려가 사실 있을 것이고, 예컨대 대표적으로 bust-up M&A에서 잘 나가는 우량회사를 인수해서 자기들의 재테크전략에 부합하는 목적으로 쪼갬든가, 그 회사의 원래 중장기 경영방침이라고 있는데 그것과 전혀 상관없이 이런 것들이 사실 많이 있거든요. 그럴 경우 그런 회사 쪽에서는 종래에 자기들이 만들어놓은 기업의 전체 틀이라고 하는 그런 속에서 상당히 걱정을 하겠죠.

이런 것들이 문제가 되고, 그 과정에서 소수주주나 그 회사에 이해관계를 갖는 자들이 어떤 불이익을 받을 수가 있는 소지가 있기 때문에 이것이 남용된다, 그러니까 이런 결과를 가져오는 M&A는 적어도 막을 수 있어야 되지 않느냐는 부분에 관해서는

consensus가 거의 국제적으로 이루어지고 있지 않느냐, 저는 그렇게 아주 믿고 있습니다.

○ 여은정 위원

그런데 마지막에 말씀하셨던 차익매수 부분은 적대적 M&A의 남용이라고 보기에 어려운 구석이 있을 것 같거든요. 그러니까 지난번에 제가 발표했던 세계의 M&A 추세에 보면 세계적인 M&A를 주도하는 대부분의 케이스를 봤을 때 차익매수가 아닌 경우가 굉장히 드물게 나타나고, 이게 굉장히 주류를 이루고 있는 그런 거거든요.

이렇게 된다면 사실은 외국자본에 의해서 외국에 사모투자 전문회사나 헤지펀드에 의한 국내기업의 M&A는 전보다 지금 남용으로 잡히게 되는 그런 상황이 될 수...

○ 송종준 위원장

그러니까 제 말씀을 잘 들으셔야 되는데, 인수하는 자체가 다른 사람의 돈을 빌려서 사고 하는 것에 대해서 탓할 이유가 하나도 없죠. 그 부분에 관해서 반대하는 입장이 아니고, 결국 LBO을 하게 되면 target company를 흡수·합병하게 되어 있어요.

결국은 뭐냐 하면 인수를 할 때에는 공개매수수단을 쓰는데 항상 법이 보호해야 될 대상이 뭐냐 하면 그때 응하지 않은 주주들이 끝까지 남아 있는 것 아닙니까? 이 사람들이 그 합병단계에서 속칭 말해서 비참하게 쫓겨나는 수가 많다는 거예요, 제대로 돈도 못 받고. 그래서 그 부분이 남용적

인 요소가 있다는 것이죠. 그러니까 사실상 2단계 합병과 같은 것입니다.

○ 여은정 위원

그 부분은 공개매수에서 처리가 된 부분 아닌가요?

○ 송종준 위원장

어디요?

○ 여은정 위원

two-step merger에서 이미 소수주주의 문제는...

○ 송종준 위원장

예, 그것입니다. 그렇습니다.

○ 여은정 위원

그러니까 우리나라에서는 LBO로 해서 M&A하는 게 금지되어 있다고 들었는데요. 외국 투자전문회사나 외국계는 대부분이 이런 방식을 써서 여기다가 이 부분을 넣는 것은 조금 무리가 있지 않은가 그런 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 결국은 2단계 합병, two-step merger의 문제입니다. 그렇습니다. 맞습니다. 좋은 지적이십니다.

○ 강희철 위원

LBO의 경우에 크게 두 가지 형태가 있

습니다. 합병을 하는 형태도 있고, 합병을 하지 않은 형태도 있거든요. 그런데 문제였던 신한은행 건은 합병을 하지 않은 형태였고, 많은 경우에는 합병을 하죠. 합병을 하는데, 그리고 또 말씀하신대로 큰 규모의 M&A에 있어서 규칙을 주는 경우도 상당히 많이 있습니다마는, 굉장히 많은 경우에 PF가 들어가는 경우에는 거의 예외 없이 LBO 그런 방식으로 하고 있는 것도 사실이고. 그래서 일반적으로 LBO방식이 어떻게 보면 남용되는 것으로 보기 어려운 것 아닌가? 신한은 경우는 추정이 대법원 판결이 일관적으로 썼기 때문에 문제가 되는데, 그 건에 관여하셨던 재판장님이 말씀하셨고, 신한은 경우에는 인수자가 결국 자기 돈을 한 푼도 안 들이고 순수하게 target company의 예금을 대물로 변제를 하거나 아니면 그것을 담보로 완전히 갈아 끼고 해서 자기의 재정적 부담이 한 푼도 없는 케이스였거든요.

그런데 실제 많은 경우 LBO의 경우에는 인수자가 globalized ratio가 문제가 되긴 하지만 인수대금의 상당부분을 자기가 부담을 하거든요. 그래서 그런 경우를 일반적으로 과연 그런 실제 우리나라에도 여러 건의 큰 deal에 있어서 LBO가 있었고 그냥 형사 문제가 안 되어서 문제가 안 된 것인지, 아니면 문제가 없는 것인지에 대한 판단이 남아 있긴 합니다마는, 어쨌든 차입매수를 일반적으로 적대적 M&A가 남용되는 경우로 일반화하기에는 어려울 것 같고요.

그 다음에 상장 폐지목적의 M&A도 going private 과정에서 주주가 충분한 보상을 못 받는 가능성, 그것이 문제가 된다면

모르겠는데, 이것 역시 마찬가지로 상장폐지를 하기 위한 M&A 자체가 적대적 M&A 남용사례로 보기에에는 힘들지 않느냐, 굉장히 많은 경우에는 실제 M&A를 한 다음에 지분율이 굉장히 높는데 상장 상태를 유지하는 것이 굉장히 비효율적이지 않습니까, 비용도 많이 들고. 이런 경우에 실제 going private 되면서 소수주주를 보호하기 위한 어떤 제도적인 장치가 있어야 되느냐, 그것이 적절히 있느냐 하는 그런 것과 관련해서는 문제의 소지가 될 수 있겠지만, 상장폐지 목적의 M&A 자체를 역시 적대적 M&A 남용사례로 열거하는 것도 조금은 무리가 있는 것 아닌가 싶은 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

하여튼 올바른 지적이십니다. 여기서 이런 경우에 남용될 우려가 있다고 해서 이런 수단을 사용할 때, 그러니까 2단계 합병도 정식으로 하면 전혀 그게 아니죠. warrant도 마찬가지입니다.

그래서 결국은 그렇다면 남용되는 부분이라고 하는 것은 어떻게 볼 때 기업 망하게 만드는 것 아니냐? 이런 관점도 있을 수도 있는 것이고, 또 소수주주들이 공정한 보상을 받지 못한 이런 측면도 있기 때문에 그런 해를 끼치면 그게 남용적 요소가 있는 것이 아니냐고 봐야지, 그 밖에 아니면 뭐가 있겠느냐는 생각이 들어서요.

그래서 그 자체가 절대 남용될 M&A는 아닙니다. 그것은 확실히 하겠습니다. 그래서 이런 것을 할 때 그런 폐해가 초래될 수 있는 여지가 굉장히 크다. 그래서 소수주주

를 보호하기 위한 여러 가지 입법들이 외국에서는 많이 나오고 있는데 우리가 사실상 이런 부분이 없는 것이거든요. 그래서 그런 말씀을 했고, 그랬을 때...

○ 이수영 금융위원회 사무관

위원장님 한 말씀만 드리겠습니다.

저 금융위원회 이수영 사무관입니다. 저는 과장님 대리로 참석했습니다. 오늘 이 자리가...

○ 이준식 검사

회의 모니터링만 하시고요.

○ 이수영 금융위원회 사무관

그런데 위원장님 공식임장이셨고, 왜냐하면 저번에도 다른 부처에서 사무관 발언을 했고요. 저희 같은 경우에는 오늘 갑자기 통보가 되어서 올 수가 없는 상황인데요.

○ 이준식 검사

진행에 좀 따라주세요. 강 과장님도 일부로 오셔서 하신 것이고요, 사무관님 같이 온 건데.

○ 이수영 금융위원회 사무관

그렇게 되면 오늘 이 회의를 다시 다음에 할 수 있는 건가요?

○ 이준식 검사

다음번에 와서 이야기할 기회를 드릴 테니까 그렇게 좀 해 주십시오.

- 이수영 금융위원회 사무관
위원장님 말씀에 따르겠습니다.
- 송종준 위원장
그동안에 계속 나오셨죠?
- 이수영 금융위원회 사무관
예, 그렇습니다.
- 송종준 위원장
그래서 사실 위원님이 정해져 있고, 위원님들이 불가피할 경우에 과장님들이 오셔서 이렇게 사전에 이야기를 하시거든요.
- 이수영 금융위원회 사무관
저희가 이번 같은 경우에 예정된 회의가 아니다 보니까...
- 송종준 위원장
전체적인 회의를 진행하는 과정에서 예컨대 읍저버 자격으로 모니터링하고 이런 부분을 하시면 지금 우리 검사님께서 이야기하신 것처럼 거기에 좀 따라주시죠.
- 이수영 금융위원회 사무관
예, 위원장님 말씀에 따르겠습니다.
- 송종준 위원장
그래서 이런 적대적 M&A 부분을 나쁘다고 볼 때 이것을 규율한다고 할까요, 규제한다고 할까요? 그럴 경우 ‘규제하는 방법 모든 것을 다 사법판단에 맡기자’라고 하는 방법이 있을 수 있지 않겠느냐 그런

것이고, 아니면 이런 상황에 대해서 기업이 자체적으로 적절하게 방어 또는 대응을 할 수 있도록 하는 방안이 있지 않겠느냐는 생각이 드는 것이죠. 모든 것을 사법판단에 맡긴다고 한다면 여기에서 일체 다른 것을 고려할 필요가 없는 것이고, 기업에게 이런 부분에 관련되어서 자체적으로 방어든 대응할 수 있는 방식을 우리가 선택해야 된다면 여러 가지 tool을 생각해 볼 수 있다는 것이죠. 그래서 우리 상법이 기본적으로 기업 들한테 사적자치원칙이 상당히 portion이 작다는 이런 말씀을 많이 하셨기 때문에 이 부분을 조금 터주는 방법, 또 사전에 예방하기 위해서 하는 방법이 있겠고, 사적자치의 대표적인 수단으로서 정관에 주총 특별결의요건을 손대는 방법, 이런 것들이 있을 수 있다고 봅니다.

그런데 바로 이런 부분과 관련해서 일본이 신회사법을 제정하면서 명시적으로 두었습니다. 미국의 주회사법은 대부분이 다 이것이 있고요. 그래서 일본의 신회사법의 예를 보게 되면 이것은 간단하죠. 방어와 관련해서 이런 부분을 정한 것이 아니라 주주총회 특별결의요건을 가중하는 것을 명시적으로 허용했다는 그런 점이 특이한 점입니다. 우리 상법상으로도, 해석론상으로는 주총 만장일치로도 이것을 할 수 있다는 것이 사실상 통설이라고 봐야 되거든요. 그런데 과연 그것이 정당한가, 최근 예컨대 미국과 같은 경우에는 2단계 합병으로서 단기간에 회사를 흡수·합병 이런 것을 기업결합을 막기 위해서 기간을 정해 놓고 그때에는 75% 이상의 동의를 얻어야 된다, 이런 규정들이

사실 여기에 해당이 되는 것이거든요. 그런 것들이 특별결의요건을 가중할 수 있다고 했을 때 만장일치로 할 수 있는가, 70% 할 수 있는가, 50% 할 수 있는가, 여러 가지 해석론을 검토할 수 있는데 그 부분도 남용될 소지가 있기 때문에 여기에서 함께 검토할 여지가 있다, 구체적인 문제는 다음에 따로 하겠습니다마는 이 남용규제 문제와 관련해서 대체로 이런 범주가 중요한 쟁점이 아니겠느냐고 생각을 하는데 위원님들께서 좋은 의견 있으시면 말씀해 주시죠.

○ 강희철 위원

참고로 주총 특별결의 이것과 직접 관계가 있는 것은 아닌 것 같은데 주총 특별결의 가중에 관해서는 주총에서 결의해서 가중할 수 있다는 게 통설이라고 말씀하셨는데 학설은 대립이 있는 것 같고요, 가중하는데 한계가 있다, 혹은 ‘단지 가중할 수 없다’라고 하는 경우, ‘가중하는데 한도가 있다’라고 하는 경우가 있고, 제가 가장 최근 6월 달에 서울중앙지법에서 주총 특별결의는 이사해임에 관한 특별결의요건을 가중한 것은 무효다…

○ 송종준 위원장

무효라고 나왔습니까?

○ 강희철 위원

무효라고 하는 가처분 사건인데요.

○ 송종준 위원장

아, 특별결의틀요?

○ 강희철 위원

예. ‘이사해임과 관련한 주총 특별결의요건을 가중하는 정관규정은 무효다’라는 취지의 결정이 최근 6월 달에 서울중앙지법에서…

○ 송종준 위원장

아, 그렇습니까?

이게 그러면 완전히 일반적인 해석론하고는 다르네?

○ 강희철 위원

그러니까 그게 완전히 통설이라면 그럴 텐데 학설에 보면 그런 것도 있더라고요. 예를 들어 이철승 교수님 같은 경우에는…

○ 송종준 위원장

이철승 교수가 그 부분에 관해서 문제를 가장 먼저 제기하셨죠.

○ 강희철 위원

아무튼 그렇더라고요. 합작 계약 같은 경우에, 특히 합작회사의 경우 주총 특별결의요건을 가중하는 경우가 상당히 많이 있는데, 상대방의 소수주주에게 비토권을 주기 위해서 그렇게 가중하는 조항들을 두는 경우들이 많이 있는데, 그런 데서는 아무튼 그런 중요한 사항에 대해서 소수주주에게 비토권을 주는 것 자체에 문제를 제기하고…

그것은 입법적으로 해결하면 전혀 문제가 없을 것이니까…

○ 송중준 위원장

그러니까 일본, 사실은 이렇게 남용되는 부분에 관해서 규제를 한다고 할 경우에 규제방법은 결국 no규제를 하고 법원에 맡기는, 지금처럼 그렇게 하는 방법이 있을 것이고, 예컨대 ‘특별결의요건을 가중하면 모두 다 무효다’라고 법원에 계속 판결을 한다면 실제로는 이런 것이죠. 앞에 남용되는 여러 가지 two-step merger라든가 bust-up M&A 이런 것들이 있을 수 있는데 합병, 너무 초단기로 기업결합을 하고 이런 부분에 관련되어서 주주들이 자체적으로 규율할 수 있는 여지가 없어지는 것이죠, 법원에만 맡긴다고 할 경우. 일본의 회사법을 보게 되면 그것이 다툼의 여지가 있기 때문에 가중할 수 있다고 하는 것을 명시한 것으로 알고 있거든요.

그런 상황에서 주주총회 특별결의요건을 가중하는 이런 부분이 예컨대 일상적인 경영에서도 사실 있을 수가 있을 것이고, 이런 남용적인 M&A가 있을 때에 이것을 회사 스스로 자체적으로 정관의 주주들이 알아서 결정해 가지고 가중을 시킬 수도 있는 여지가 있는데, 예컨대 지금 판례에, 하급심 판례이지만 이 입장에 따른다고 하면 불가능하다는 이야기가 되거든요. 그래서 그럴 경우에 사실은 입법적인 tool이 필요하지 않겠느냐는 생각이 드는데 이런 부분에 관해서 이야기를 좀 해 주시지요.

○ 이준섭 위원

아까 위원장님께서 여러 가지 형태의 적대적 M&A의 남용유형들을 말씀하셨는데,

이제 우리가 이 회의가 방어법제와 관련된 것인데, 그 말씀을 꺼내시는 이유가 이게 남용이 되는 경우에 방어법제가 조금 달라질 수 있다고 생각을 하시는 것인가요? 아니면 방어법제와 관련 없이 이런 M&A 남용사례를 규제할 필요성이 있어서 어떤 법제들을 신설할 필요성이 있으셔서 말씀을 꺼내신 것인가...

○ 송중준 위원장

그런 상황, 남용적인 M&A 상황이 나타날 수도 있죠. 일상적인 경영도 있지만 누군가가 원치 않는 자가 공격을 해 오는 상황도 있을 수 있어요. 그런데 그게 쉽게 이야기해서 나쁜 M&A라고 가정을 해 보자는 것이죠. 그럴 경우 기업들이 뭔가 대응할 수 있는 수단이 사실 필요할 텐데, 그때 주총 특별결의요건을 정관에 가중할 수 있는 규정을 자기 주주들 스스로 합의에 의해서 결정할 수 있는 기반을 만들어줄 필요는 없겠느냐고 하는 것이죠.

○ 이준섭 위원

그러니까 예컨대...

○ 송중준 위원장

그러니까 방어 이런 것을 전제로 하지 않고 그냥 단순히 이 규정만 두면 되는 것이죠. 가중할 수 있다 이런 개념으로. 그리고 가중한다고 했을 때 개인적인 견해로서는 아까 말씀드렸던 것처럼 만약 가중을 허용한다고 하더라도 예컨대 이것이 또 남용될 여지가 있을 수 있다, 그렇다면 그 남용

을 막기 위해서 어느 정도까지 한도를 정할 수 있는 여지도 있지 않겠느냐 이런 것도 우리가 함께 생각해 볼 수 있다는 이야기죠.

○ 이준섭 위원

그런데 제 생각으로는 적대적 M&A가 남용이 되는 경우에 그것을 들은 유형들이 회사법 안에 들어올 성질의 것이 아닌 경우도 상당히 많다는 생각이...

○ 송중준 위원장

남용적 M&A에 해당되는 것이요?

○ 이준섭 위원

예.

○ 송중준 위원장

합병이 회사법제 아닙니까?

○ 이준섭 위원

예, 뭐 그렇긴 한데...

○ 송중준 위원장

다 합병이에요.

○ 이준섭 위원

그런데 M&A를 했다고 해서 합병을 하는 사례는 상당히 우리의 경우에는 극히 드물죠.

○ 송중준 위원장

만약에 하면 어떻게 합니까?

○ 이준섭 위원

하면 이제 달라질 수 있는데, 그래서 합병하는 경우에 예컨대 아까 정관에 그렇게 M&A를 해서 예컨대 합병의 경우에는 주주총회 특별결의인데 특별결의를 가중할 수 있는 정관규정을 두는 것에 대해서 지금 말씀을 하는 것이죠?

○ 송중준 위원장

그렇죠. 합병이든 무엇이든 주총 특별결의요건이 필요한 여러 가지 사항들이 있죠, 상법상. 그런 것을 종류별로 개별적으로 열거하는 것이 아니라 예컨대 374조가 나왔다면 이것을 단서에다가 정관규정에서 가중할 수 있다는 표현만 넣으면 회사가 알아서 쓰라는 이야기죠, 다른 부분에 관해서는 관여하지 않고. 그 대신 단서규정을 둘 때 그것이 또 남용될 여지가 있기 때문에 몇 분의 1까지는 안 된다, 1/3까지는 안 된다, 1/2까지는 안 된다는 여러 학설이 있거든요. 그런 부분이 남용제한요소로서 우리 입법기술상으로는 검토해볼 여지가 있지 않겠느냐 이런 것이죠. 그래서 일본사람들이 이 규정을 둠으로서 사실상 미국사람들이 많이 남용했던 2단계 합병 이런 것들을 사실상 자체적으로 보호할 수 있도록 신회사법을 이렇게 했거든요.

○ 이준섭 위원

그것은 새로운 차원이어서 굉장히 많은 논의가 필요하고, 또 이게 예컨대 아까 소수주주의 경우에 예를 들어서 M&A를 통해서 90% 정도를 확보를 했다면 squeeze-out

같은 경우에도 필요성이 있을 수 있죠. 그렇기 때문에 회사법에서 논의, 이 기회에 논의를 해 볼 수는 있는데, 이것은 완전히 새로운 차원, 우리가 여태까지 다룬 이야기하고 새로운 차원이어서 그것을 굉장히 많은 논의를 해야 될 것 같은데 그런 것은 우리가 조금 더 우선 그런 것까지 다룰 것이냐 말 것이냐부터 이야기를 해 봐야...

○ 송중준 위원장

그러니까 여기에서 지금 차등을, 무슨 신주예약권만 하자고 하는 게 아니에요. 여러 가지 가능한 수단이 있으면 한번 검토를 해 보자는 이야기죠. 주총 특별결의요건을 거칠 사항이 있지 않습니까? 합병, 영업양도 등등 이런 것이 있지 않습니까? 그러면 정관 374조가 있는데 지금 말한 것처럼 학설은 가중할 수 있다, 100%까지. 어떤 데는 지금 안 된다, 이게 지금 혼란스러운 상황인데, 외국은 이런 결의요건을 가중하는 소위 super-majority rule을 만들어서 스스로 상황에 따라서 방어제도로 사용할 수 있다는 것이죠. 그렇다면 우리가 외국에서 사용하고 있으니까 우리도 한번 사용할 수 있게 그 메뉴를 제공할 필요는 있지 않겠느냐, 그것을 순전히 주주총회에서 알아서 결정하는 것이죠, 이것은. 이사회에서 하는 것도 아닙니다.

○ 이준식 검사

위원장님 여기 있는 것들을 다 결론을 내리고 의견일치를 보고 법안을 만들 수가 있겠어요?

○ 송중준 위원장

큰 흐름상으로 예컨대 이런 것을 도입할 여지가 있다면 검토를 하는 것이고, 그래야죠. 아니면 포이즌 필만 한다고 그러면 포이즌 필만 하는 것인데 어떻게 해야 되겠습니까?

○ 이준식 위원

여기 논점 하나하나가 유념해야 될 부분인 것은 맞는데 위원회에서 결론을 다 내리고 여기에 따라서 입각해서 한다고 하는 게 가능할지 모르겠습니다.

○ 노혁준 위원

지금 전체적으로 페이지를, 쪽지를 만든 것을 쭉 보면, 지금 나와 있는 쪽지가 뒤의 논의의 거의 전제가 되는 것 같은 게 제일 마지막에는 전부다 방어수단을 추가로 도입하는 경우에 어떠한 것들을 어느 정도까지 할지, 그리고 앞에 있는 것은 방어도 마찬가지로 방어수단을 도입한다고 하면 회사별로 차등을 둘지, 그 위의 것은 조금 의무공개매수니까 약간 다르다고 하고, 그 앞의 것의 주제도 방어가 도입되는 경우에 그 방어를 제한할 수 있는 특별한 몇 가지, 전부 다 방어기제를 갖다 도입하는 것을 전제 하에서 뒤에 서너 가지 주제가 나오는 것이고요.

그런 의미에서 이게 굉장히 중요한 위치라는 생각이 저는 들고 있는데, 여기에서 비교대상이 되는 것은 이 제목을 보면 지금 이것은 나쁜 M&A가 있을 것에 대비해가고 거기에 대한 어떤 대비책, 방어적 수단

을 도입할 필요가 있는 것인지 거기에 대해서 묻고 있는 것인데, 그 비교의 대상은 지금 이야기하신 것처럼 어설폰데 말기는 방식, 이런 것이 아니라 기존에 있는 그 방식 이랑 새로 도입하는 그것을 갖다가 비교해서 기존의 것이 남용되는 것을 막기에 충분한지 거기에 이 논의가 집중이 되고, 그 다음에 부족하다는 결론이 나가지고 그렇게 났으면 다음에 나가야죠. 허용할 때 제한할 것인지 어떤 식으로 할지, 지금 이야기를 해야 되는 것은 적대적 M&A가 남용될 수 있는 가능성이 있다는 데 대해서는 다들 아마 어느 정도 동의를 하실 거예요. 그 남용을 막는 어떤 제도가 현행법상에 전혀 없는 게 아니라는 것에는 동의를 하실 것입니다.

예컨대 지금 기존의 제도에서 가장 대표적인 bust-up M&A가 나머지 4개가 사실은 적대적 M&A가 남용되는 것의 문제라고 보기에는 저는 조금 보기 어려운 부분들이 있고, 예컨대 2단계 공개매수 문제점이다, 그것은 축출할 때 정당한 대가를 지급하도록 하고 그런 식으로 보안을 하면 되는 것이기 때문에 그것은 방어수단하고 직접적으로 관계되는 것이 아니라, 예컨대 가장 대표적이라고 하는 적대적으로 인수를 한 다음에 다 쪼개 팔고 이런 식으로 해서 근로자라든지, 아니면 다른 회사관련자에게 피해를 입히는 그런 적대적 M&A가 생겼다, 그런 경우에 거기에 참조를 한 대상회사의 임원이라든지 아니면 적대적 M&A를 해가지고 그런 개인적인 이득을 취했다라고 하면 기존의 법제를 가지고 손해배상책임라든지 배임이라든지, 그런 식으로 구성하는 방법이 분명히

존재하는 것이고 그것이 충분한지, 아니면 그런 것으로 하기에 너무 구멍이 많기 때문에 우리가 무엇인가 포이즌 필이라든지 그런 것으로 해가지고 해야 된다, 또 다른 대안이 자기주식은 너무나 비용이 많이 드는 방식이기 때문에 기존에 있는 방식이 너무 적절하지 않다, 이렇게 되어가지고 새로운 제도를 갖다가 도입해야 된다, 거기에 대해서 집중을 해 가지고 여기에서 그 결론이 대강 이것은 정답이 있는 것은 아니라고 생각을 하고 결론이 나면 앞에 나아가지고 그 균형이 지금 현재 상태로서는 기존 제도로 막을 수 없을 정도로 무너져 있는데 그것을 도입해야 되겠다고 저희가 결론을 내리면 앞으로 나갈 수가 있는 것이죠.

제 안은 그런 식으로 도입할 때 어떤 식으로 도입을 하고, 어떤 내용을 도입할지, 그런데 이 부분에 대해서 한번 오늘이든 아니면 다음이든 한번 저희가 할지 안 할지를 결정을 해야 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그러면요. 뒤에 전체적인 제가 만든 폐이퍼의 내용을 제가 그냥 설명만 하는 것으로 오늘 그것으로 하겠습니다. 그래서 더 조금 충분히 검토를 하셔서 우리가 과연 여기에서 선택할 수 있는 것이 무엇인가 그것을 하도록 하죠.

그래서 하여튼 그런 문제를 생각해 볼 수 있습니다. 적대적 M&A가 남용되는 경우에 대비해서 그런 부분을 검토해 볼 수 있다고 하는 쟁점이 그것이라고 볼 수 있겠고, 두 번째 경영권 방어가 남용된다, 방어

수단을 많이 주면, 이렇게 이야기하지 않습니까? 그럴 경우 남용되는 것도 바람직하지 않기 때문에 일정한 제안을 가해야 된다고 볼 경우 그 필요성이 있는가 그 문제인데, 이런 모든 남용에 관한 책임문제를 현·전 이사회에 대한 책임문제, 제삼자에 대한 책임문제, 이걸로 사실 규정이 있습니다. 이것으로 뇌물 것이냐 아니면 경영권 방어를 결국 지배주주는 지배권이 강화되는 것은 분명한 것이기 때문에 거기에 방금 말한 어떤 충실의무, 지배주주의 충실의무를 균형적으로 도입하는 것도 우리가 검토할 여지가 있지 않겠느냐고 보고 있고요. 또 특히 경영권 방어했을 때 남용에 사실 포인트가 주어진다면 그 방어가 합리적이고 상당하고 해야 되는데 그에 관련된 입증책임의 문제로 결국 재판에서는 중요한 쟁점이 되지 않겠느냐, 그럴 경우 직무책임을 전환할 필요는 오히려 이사회에 전환해 줄 필요가 있지 않겠느냐가 사실상 있는 것이죠.

또 하나는 네 번째로 모든 적대적 M&A라고 해서 다 방어를 그러면 이사회가 할 수 있도록 허용할 수 있겠느냐, 그렇지 않은 경우도 있을 수 있지 않겠냐, 그것이 지난번에 이현철 변호사님께서 발표했던 Revlon case에서 나왔던 것처럼 기업이 해체상황에 있는 그런 특별한 경우이죠. 그런 경우, 또 경쟁적인 M&A가 서로 경합하고 있는 경우는 역시 이사회가 방어책을 쓸 수 있느냐, 이럴 경우에는 미국식으로 따지면 가치극대화기준 rule이라고 해서 방어할 수 없다고 이렇게 판결이 나와 있는데 만약 그런 상황에서 일반론적으로 방어할 수 있다

고 볼 수 있겠느냐 하는 문제를 검토할 여지가 있다고 보는 것이고요. 그 밖에는 남용여부를 판단할 수 있는 남용이 무엇이나, 판단기준이 뭐냐, 항상 다투어지는데 이게 가장 어려운 부분이라고 보여집니다.

이 부분이 80년대 미국에서 판례상 기준이 나와 있는 것이고 일본이 이제 2005년도에 법무성에서 방어지침 제정을 사실 했죠. 그래서 사법부가 이것까지 고려하고 있는 그런 상황까지 왔습니다마는, 이런 것도 우리가 여기에서는 할 필요가 없지만 어쨌든 차후의 과제로서 검토할 여지가 있지 않겠느냐 생각을 했고요.

또 하나의 문제는 일반적인 지배권 거래시에 지배권 프리미엄이 붙어서 거래되는 경우가 맞는데, 현행의 거래법으로 보면 공개매수강제 규정에 의해서 사실상 control premium이 모든 주주에게 분배되는 효과를 기대할 수 있고 이것이 아마 유럽에 있어서 의무공개매수제도의 근간이라고 보여 지거든요, 주주평등 이런 개념 관련해서. 그런데 아까 이준섭 위원께서 말씀을 하셨지만 이 공개매수가 강제되는 5% 이상 6개월 내 10인 이 요건을 피할 경우 사실상 공개매수를 하지 않을 수 있는 여지가 있고, 또 발행주식 총수의 1/3이상 취득할 경우에 공개매수 강제하는 부분과 관련해서 얼마든지 이런 공개매수를 거치지 않고 할 수 있거든요. 그렇잖아요. 일반 사적 매수해서 요건이나 어느 하나를 비껴나가지 않게 되어 있는데 이럴 경우에 소위 1/3 의무공개매수제도를 도입할 여지는 없는 것이냐? 이게 일본에서 종전부터 가지고 있었던 제도입니다.

그래서 30%에서 50%까지 주식을 취득할 경우, 지배권 취득할 경우 그 프리미엄을 일반적인 공개매수, 현행법상의 공개매수와 마찬가지로 많은 주주에게 분배시킨다는 관점을 우리가 정책적으로 도입할 필요가 있지 않겠느냐는 관점에서 이것도 검토를 한번 생각해 볼 수 있는 여지는 있는 것인데 이것이 예컨대 상법에 담아야 되는 내용인가, 그것은 별개의 문제입니다. 그밖에 경영권 방어수단을 도입하는 경우 회사의 종류별로 차별적으로 적용할 필요가 있느냐고 하는 부분인데요, 대부분이 경영권 방어문제를 다룰 때 우려하는 것이 상장회사가 아닌가 생각을 하고 있거든요. 그래서 상장회사, 폐쇄회사 모든 것을 하나로 보고 이야기를 하기 때문에 어떻게 보면 논의가 상당히 초점이 잘 안 맞는 수가 있는 것 같았어요.

그런데 일단 상장회사와 비상장회사, 그밖에 특별한 것으로서 공공적 법인의 개념 이런 정도로 나누어서 차별적으로 방어문제를 접근해 볼 수도 있지 않겠는가 이런 생각을 하고 있거든요. 그래서 폐쇄회사에서는 아무래도 사적 자치 이런 부분들이 존중될 필요가 있지 않겠냐 싶은 생각을 가지고 있고 상장회사의 경우에는 아까 말씀드렸던 것처럼 방어수단을 만약 도입한다고 할 경우에 그 수단을 어떻게 할 것이냐, 이런 것이죠. 그런데 정관에 근거를 둔다고 한다면 주총 특별결의를 거쳐야 되는 것이거든요. 그런 방법도 있고 이사회가 마음대로 할 수 있고 여러 가지 방법이 있는데 그런 것을 생각해 볼 수가 있을 것이고, 또 우리나라 상장회사의 경우가 예컨대 소유지배구조가

사실 지배주주가 있다, 또 이사회에서는 사외이사가 있어도 있으나마나하는 것이다, 독립성이 없다. 여러 가지 비판적 요소가 있는데 이런 것들도 여기에서 규제, 고려할 필요가 있느냐 여기에서도 이제 생각해 볼 수 있을 것 같고, 과연 외국의 경우 상장거래소에서는 외국에 다 방어수단을 도입을 허용할 수 있도록 되어 있는데 과연 다른 나라에서는 거래소가 상장을 어떤 기준에 의해서 하고 있는가? 이런 요구도 한번 함께 보는 것이 옳다고 생각해서 봤고요.

또 공공적 법인의 개념은 현재 거래법에 있는 개념인데 실제 한전 하나밖에 없다고 그래요. 그런데 공공적 법인 한전 하나만을 위해서 규정을 둔다는 것 자체가 사실 의문인데, 이 공공적 법인 또는 더 넓게 보면 기간산업, 이런 부분과 관련해서는 일반 회사와 마찬가지로 방어문제를 접근하는 것이 옳은 것인지, 특별히 경영권을 안정화시킬 어떤 법적 쟁점 수요는 있는 것인지 이런 구분 방법의 여지도 있다고 생각을 하고요.

그 밖에 방어수단을 추가로 도입하는 경우에 그 범위는 어느 정도로 할 것이냐의 부분은 아까 말씀드렸던 것처럼 주총 특별결의요건 가중하는 문제를 검토해 볼 수 있고요.

그 다음에 두 번째로는 상당히 어려운 다툼이 생길 수가 있는 것인데 우리 상법상 신주인수, 자본조달 시스템이 주주에게 우선적 신주인수권을 주는 것이 원칙이 되어 있는 상황에서 이원적 시스템으로 되어 있는데 자본조달의 편의를 위해서 이런 시스템을 그대로 고수할 필요가 있겠느냐, 이런

것이 방어와 관련해서 생각해 볼 수 있지 않겠냐 생각을 하고 있고요.

그 다음에 세 번째는 차등의결권주식을 도입했을 때 프랑스의 경우에는 본 기관에 따라서 의결권을 차등하는 방법을 둔다고 그러거든요. 그런 것이 있을 수가 있는 것이고, 또 차등의결권주식을 했을 때 예컨대 우리 현행개정안에는 의결권제한주식이라고 해서 의결권이 없는 보통주도 발행할 수 있도록 하는 것으로 허용을 하고 있습니다.

그런데 어떤 다양한 종류주식의 일환으로서 의결권이 1/2인 새로운 종류의 주식을 발행한다고 볼 경우에는 이것도 차등의결권인 것은 마찬가지인데 그런 것은 생각해 볼 수 있지 않겠느냐, 이런 생각을 하고 있고.

그렇지만 일반적으로 차등의결권이라고 한다면 기존 지배주주가 갖고 있는 주식의 의결권이 훨씬 많고, 나머지 소수주주는 의결권이 적고 하는 것을 생각하는 것 같아요. 그런 부분의 도입문제도 과연 검토할 필요가 있겠느냐? 만약에 차등의결권주식제도를 그런 관점에서 생각할 경우 지난번 상법 개정안에서 들어왔던 것처럼 원시정관이나 총주주동의에 의한 정관변경으로 도입할 수 있도록 했던 것을 한번 여기에서 생각할 여지는 있지 않겠느냐? 예컨대 이것이 상장되지 않은 폐쇄회사에 적용된다고 볼 경우에는 그것도 우리가 적극적으로 반드시 부인할 필요가 있겠느냐 그런 생각도 사실 들었습니다.

그 다음에 거부권부주식 도입할 경우도 마찬가지로 똑같은 문제가 있고, 이것도 폐쇄회사문제라든가 상장회사라든가 공공적 법

인 등등 이런 것을 조금 차별해서 생각을 해 보면 조금 거기에 적합한 대안을 마련할 수 있게 않겠느냐 이런 생각을 정리해 본 것이고요.

그 다음에 포이즌 필을 도입할 경우 모든 논의초점이 여기 있는 것인데 포이즌 필 제도의 핵심은 이사회 결의를 신속하게 할 수 있다고 하는 것인데 과연 그렇게 도입한다고 할 경우에 그렇게 해야 될 것이냐, 아니면 주총결의를 도입하도록 해야 될 것이냐, 남용이 크기 때문에 이것을 위원회에서 검토할 필요가 있는 것이거든요.

또 하나 근본적인 문제는 이 문제가 해결되지 않게 되면 절대 도입할 수 없게 될 것 같습니다. 예컨대 공격자가 20%, 일정주주 이상을 취득할 때 포이즌 필에 들어가 있는 신주인수선택권이 되겠죠. 그것을 그 사람한테는 안 주고 다른 주주한테만 행사할 수 있도록 하는 것 자체가 우리 법체계 상으로 허용될 수 있느냐? 이 문제가 검토되어야만 이 제도를 도입할 수 있는 것이고, 심지어는 위헌문제도 다뤄질 여지가 있기 때문에 이런 것도 논의를 해야 될 것 같습니다.

이게 가장 중요한 문제인데, 일본에 법무성 지침에 보게 되면 신주예약권이라고 하는 것은 전혀 주주평등의 원칙과 아무 관련도 없다, 이렇게 되어 있더라고요. 그래서 이것은 권리가 아니기 때문에 이런 식으로써 나가지고 저도 그 부분을 차후에 검토를 해야 될 필요가 있다고 생각을 하는데, 그런 고비를 넘어야만 실제적으로 입법을 자연스럽게 할 수 있지 않겠느냐 생각을 하고

있거든요. 그래서 만약에 만에 하나라도 그런 입법의 요소가 있는 포이즌 필을 도입할 수가 없다. 그렇다면 그 대안적인 다른 도입수단은 없는 것이냐? 그럴 경우 현행 전환주식이나 상환주식제도도 사실상 여러 가지 방법을 감안하면 적절하게 예컨대 방어 수단으로 쓸 때 쓸 수 있도록 할 수 있는 시스템도 있지 않겠느냐 이런 것으로 볼 수 있겠고요. 또 제3자 신주배정과 관련해서 지금 엄격하게 되어 있는데 이것도 아까 말했던 것처럼 주주에게 우선적 신주인수권을 주는 시스템을 버리고 예컨대 회사가 언제든지 필요에 따라서 자유롭게 자본 조달할 수 있는 시스템으로 만약 간다면 그런 시스템 하에서는 다른 경우에 비해서 훨씬 예컨대 방어의 수단으로서 사용될 수도 있다, 이런 것을 여러 가지 생각을 해 본 것입니다.

그래서 이런 것들이 주로 전반적으로 큰 논의가 될 것이고 일반적으로 맨 처음에 법무부 측에서 향후 계획에 관련된 이런 부분을 다룬 부분들은 주로 차등의결권주식과 황금주, 그렇죠? 그리고 신주예약권 이 세 가지였거든요. 제가 정리를 해본 것은 광범위하게 이런 것들을 위원회에서 논의해야 된다는 생각을 하는 거거든요. 그래서 아마 다음 회의 때에는 어떤 회의에서 앞으로 어떻게 이것을 꾸려나갈지가 쉽지 않은 문제인데, 하나하나가 사실 굉장히 중요한 문제이고 해서 어떻게 하면 혹시 좋을지 좋은 의견을 가지고 있으면 한번 말씀해 주시죠, 강 변호사님 혹시...

○ 강희철 위원

현실적으로 상법의 틀을 만든다는 것이 어떠냐? 만들더라도 굉장히 많은 조항을 고치려는 식으로 하는 것은 현실성이 별로 없는 게 아니냐...

○ 송종준 위원장

없는 게 아니냐, 예.

○ 강희철 위원

효율적인 운영을 위해서는 대표적인 경영권 방어제도로 몇 가지로 한정을 해서 이런 것을 결정하고, 그렇게 간다고 그러면 가능한 것인가 하는 쪽으로 논의의 폭을 좁히는 것이, 비상설위원회에서 현실적인 단계에서 하기에는...

○ 송종준 위원장

그래서 처음에 법무부가 포이즌 필, dual-class stock, golden shares 이 세 가지를 도입논의를 검토해야 될 대상으로 처음에 계획 세워둔 것이 잡혀져 있습니다. 이 세 부분에 포커스를 맞춰서 이것만을 논의 대상으로 하는 것이 좋을지, 아니면 전반적으로 한번 스크린을 해 보는 것이 좋을 것인지 이런 것이 사실 되는데, 실제로 이 제도들을 도입했을 때 실질적으로 예컨대 차등의결권제도나 황금주를 도입한다고 했을 경우에 도입을 반대할 수도 있고, 도입에 필요성이 있는 부분도 있다고 생각하는 견해가 있을 수 있거든요. 그럴 경우 그 내용은 그러면 폐쇄회사는 어떻게 할 것이냐, 상장회사는 어떻게 할 것이냐? 이런 문제가

사실 구체적으로 들어갈 수가 있거든요.

포이즌 필의 문제도 사실은 아까 말한 것처럼 위법성 문제가 저는 관건이라고 보여지거든요. 우리가 주주평등의 원칙만 이야기하는데 다른 매수자의 재산권 침해하는 문제가 분명히 있지 않겠느냐, 그 부분이 예컨대 우리 위원회에서 충분히 논의가 되어야 재산권보장 이걸 벗어나서 아무리 법률을 만들어봐도 위헌문제가 다투어지면 안 되지 않겠습니까?

○ 이준섭 위원

기본적으로는 지금 강 위원님이 말씀하신 바와 같이 이 문제를 처음부터 끌고 가서 논의하기에는 이 위원회가 적절치 않은 것 같다는 생각이 드는데, 그런데 위원장님 적절하게 지적을 하셨다시피, 예컨대 아까 이야기한 방어기제로서 3가지 문제를 실제로 입법으로 하려고 하다 보면 이게 결코 간단치가 않습니다. 그것을 도입한다고 해서 해결될 것이 전혀 아니거든요. 이게 이제 분류를 해야 돼요. 바구니를 어디에 담을 것인가? 이게 소위 말해서 증권거래법적, 시장법적으로 갈 것인지 규율되는 사항이, 회사법 안으로 들어갈 사항인지 전부 바구니를 구별해서 그쪽에 넣는 작업이 되어야 하는데, 기본적으로 보면 요새 최근에 세계 각국의 입법추세를 보면 시장법과 단체법으로써의 회사법의 구분이 상당히 애매해진 정도로 혼재를 하는 양상을 보이거든요. 예를 들어서 지금 지적하신 독일법 같은 경우에는 그것을 엄격하게 지키려고 안간힘을 쓰는데, 영국법 같은 경우에 애당초부터 회

사법 안에 이게 다 들어와 있었던 것입니다, M&A라고 하는 게. 프랑스법도 새로이 보니까 회사법에 M&A제도가 들어온다고요, 시장법 규율들이. 스위스 채무법 같은 것은 아예 합쳐놨어요, 그냥. 원래 스위스 채무법이라는 게 민법하고 회사법 다 들어가 있는데 거기다가 시장법, M&A 같은 것을 모두 규율화 해 버리거든요.

그런 정도로 상당히 혼재되는 양상을 보이고 있는데, 그런 것 하고는 달리 우리가 회사법에 이런 방어법제를 들여오면서 실제로 운용을 하기 위해서 필요한 시장법적인 규율사항들이 반드시 규율되어야 합니다. 예를 들어서 포이즌 필을 정관에 도입했어요. 그래서 실제로 이사회가 그것을 쓸려고 할 때 예컨대 경쟁공개매수가 있을 때에는 유럽 법제의 경우에는 주주총회에 관한 사항으로 하지 않고 이사회가 하도록 했거든요. 그 이유는 이사회가 그냥 포이즌 필이든 무엇이든 간에 경쟁공개매수의 경우에 바로 경쟁공개매수를 이사회권한으로 할 수 있도록 풀어놨단 말이에요, 주주총회 개입하지 않고.

○ 송종준 위원장

경쟁이 생길 때 이사회가 뭘 한다고요? 방어를 한다고요?

○ 이준섭 위원

방어로서 공개매수를 하는 것이죠. 회사에...

○ 송종준 위원장

대항공개매수를 한다고요?

○ 이준섭 위원

예. 그런 것은 당연히 이사회 권한으로 되어 있기 때문에 이게 원래는 회사법의 규율이 아니죠. 회사법상의 규율사항이 아니지만 이게 만약 이와 같은 시장법적인 성질의 것을 회사법에 들여오는 규율해야 될 필요성이 있는 사항들이겠지요. 그래서 그런 것들이 처음에는 우리가 방어규제를 아까 세 가지 정도로 좁히고 그것을 실제 입법을 할 때 파생되는 사항으로 이런 것들이 부수적으로 아까 위원장님도 말씀하셨듯이 그런 사항들이 부수적으로 이 상장회사들은 그러면 어떻게 할 것이냐, 이런 것들이 부수적으로 논의가 되고 이게 회사법에서 들어올 성질의 것이라면 회사법에서 한번 논의해서 넣고, 아니면 그렇게 하고 그렇게 논의해 가는 것이 적절하지 않을까 하는 생각을 합니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

저는 기본적으로 강 위원님 생각에 기본적인 방향성이 그런 쪽으로 가는 게 맞지 않느냐 그런 생각이 드는 전제 하에서 말씀을 드리면요, 우선 크게 사전적으로 차등의 결권하고 거부권부주식은 사전적인 적대적 M&A 남용상황이라든지 이런 것을 예단한다고 할까, 아무튼 과거에 어떻게 될지는 모르는데 그 단계가 사전적으로 미리 규율하는 것이기 때문에 별도로 갈 수 있다고 보거든요.

그래서 일단 논의의 초점을 줄이는 차원에서 방어수단별로 보되, 일단 차등하고 황금주 정도를 결론을 내리면 좋고, 결론을 못

내리더라도 잠정적으로 어느 정도 수준으로 논의를 좁혀가고, 그 다음에 포이즌 필과 관련하여 앞 쪽에서 남용이라든지, 경영권 방어기가 남용되는 경우라든지, 아니면 경영권 M&A가 남용되는 것인데 어차피 포이즌 필을 예단하고 실제로 벌어진 상황을 염두에 두고 이게 갈 수 있는 것이기 때문에 포이즌 필을 논의할 때 이런 것을 함께 보면서 만약 위원장님이 염려하신 위헌문제라든지, 그래서 추가적으로 그때 대안으로서 주총 특별결의요건 가중 명시방안도 보충적으로 그것하고 3자 배정 문제도 보충적으로 갈 수 있지 않나, 이런 생각이 조금 들거든요.

그래서 일단은 사전적으로 M&A 상황, 그것을 발생한다고 봤을 때 포이즌 필은 그 상황이 됐을 때 미리 준비를 하고 있다가 발동요건을 적용하고 그런 상황이 됐을 때 실제로 발동하는 여부까지 전체적인 맥락에서 그 흐름이 있는데 이 두 개는 dual-class 하고 거부권부주식 자체는 그냥 일반적 상황에서 이것 같은 상황이 벌어질 것 같으니까 사전적으로 상법상에 근거규정을 둘 수 있냐, 이런 사항이랑 두 개를 치고 나머지 포이즌 필을 논의하면서 앞의 제한요건을 보고, 그 다음에 대항적인 수단, 지배권 프리미엄 분배도 마찬가지로이거든요. 이것도 공개매수라든지 강제라든지 이것도 같이 그때 볼 수 있는 것이니까 그렇게 하는 게 조금 어떤가...

○ 송종준 위원장

결국은 다 포함되네요.

○ 강중석 기획재정부 기업환경과장

앞을 좀 치면서...

○ 송중준 위원장

하여튼 대부분 위원님들이 주로 3가지 중심된 것으로 포커스를 맞추어서 하되 관련되는 부분은 총론적인 것이든 그 밖에 다른 관련되는 것이든 함께 다룰 수 있으면 다루는 것으로 그렇게 정리를 하겠습니다.

○ 노혁준 위원

지금 말씀하신대로 하는 게 아마 폐이퍼 자체는 이렇게 쪽 논거가 되면 논리적으로 좋겠죠. ‘이게 필요하다, 남용을 제한해야 된다’

그런데 민총 공부부터 시작하면 좀 복잡하니까 일단 각론부터 보다 보면 이게 도입할 필요성이 있는지 하고 도입방법이랑은 굉장히 연관되어 있는 부분이 분명히 있고, 그래서 몇 가지를 골라가지고 저희가 거기에서 출발을 해서 나중에 최종적으로 이런 식의 제도가 도입이 우리 법상 가능하다고 할 때 이런 것을 도입할 필요가 있는지에 대해서 최종적으로 하는 식으로 하는 게 나을 것 같고, 맨 처음부터 이것을 도입할지 말지보다는 일단 무엇인가 방어수단을 도입한다는 전제 하에서 방어수단 도입을 하면 이러이러한 문제가 있고 이것을 극복하기 위해서 어떻게 될 것이다, 그런 정도로 접근하는 것이 오히려 바람직하고, 저도 그런 점에서 다 동의를 하고요. 문제는 이제 몇 가지를 저희가 집중적인 타겟으로 봐야 되는데 그 몇 가지를 저희가 어떻게 할지, 3

가지만 딱 할지 아니면 몇 가지를 더 해서 5가지 정도로 할지 그것은 위원장님께서 결정을 하시든 저희가 앞으로 논의를 할 때 무엇을 집중적으로 저희가 방어수단의 하나로써 도입할지 그것을 생각...

○ 송중준 위원장

그러면 여러 가지 사정상 포이즌 필, 차등의결권주식, 황금주는 논의의 본연으로 하고요. 이번 판결로 나온 것 같은 주총 특별결의요건 그 부분에 관한 규정은 논의해 보는 것이 필요하다고 생각해요.

일본 회사법도 있고 외국도 다 있는 상황이고 하기 때문에 주주의 사적자치의 원칙에도 맞는 것 같고, 그런 정도 검토하고, 나머지 사항들은 예컨대 포이즌 필과 관련해서는 기타 여러 가지 단순한 warrant 이런 개념도 생각해 볼 수 있는 것이고, 전환주식이나 상환주식 문제도 함께 검토해 볼 수가 있을 것 같아요, 관련되는 문제로서.

그렇게 전반적으로 보게 되면 크게 한 4가지 정도로 크게 검토하면 되지 않을까 싶은 생각인데요.

○ 이준섭 위원

제가 한번 제안을 드리자면, 지금 사실 논의되는 것들 중에 황금주하고 차등의결권주식은 하나의 법제도로 되어 있는 것이고, 또 하나는 전 세계적으로 확실히 글로벌 스탠더드에 확실히 맞지 않는 것이기 때문에 논란이 상당히 있고 이것을 옛날에 보면 외국으로부터의 압박이라고 하는 것은 실제로 상당했거든요, 이런 글로벌 스탠더드와 관련

된 것들이.

그런데 포이즌 필 같은 경우에는 사실 우리 방어법제로서 이사회가 할 수 있느냐 없느냐에 경영판단의 원칙의 한 대상으로 삼았던 것이잖아요. 그것을 법제도로 들여온다는 것인데 그렇기 때문에 당연히 논란이 상당히 많을 거란 말이에요. 그래서 제가 생각을 하기로는 이게 일본의 경우에 권중호 교수님 생각이 뭐냐 하면 ‘아니, 그것을 상법, 회사법에 일반적으로 넣어놓고 폐쇄회사가 쓰려면 폐쇄회사가 쓰고, 상장회사가 쓰려면 상장회사가 써라.’고 하는 것인데 실질적으로 제가 보면 이게 상당히 제약이 많을 것이라고 보거든요, 실제 운영이 될 때.

차라리 제가 몇 번 제안을 드린 적이 있는데 우리가 소위 양도제한주식규정이 있단 말이에요, 우리 회사법에. 그런데 그 주식양도제한제도를 외국의 많은 입법 예에서 보면 우리는 지금 상장금지를 하고 있는데, 거래소상장규정에서. 이게 M&A 방어수단으로 아주 잘 활용이 되고 있는 수단이거든요, 이게. 여러 번 이야기를 했는데...

○ 송중준 위원장

아니, 그 부분은 제가 지금 처음 듣는 이야기거든요, 실제적으로. 양도제한주식이 있는데 그것이 상당히 잘 되어서 외국에 들인다는 이야기는 처음 듣는 이야기인데, 우리나라는 지금 상장은 금지되어 있죠. 폐쇄회사는 이용한다는데 폐쇄회사에서 하나도 이용 안 해요. 실제로 이용하고 있는 예를 보고받은 바가 없거든요, 거의.

○ 강희철 위원

합작회사...

○ 송중준 위원장

그것은 극히 그런 경우만 하지, 그렇거든요. 그런 경우들이 이용할 수 있는 방어수단이 일상적인 경영 상태에서 사용하든, 일단 맥을 주니까 그 시스템을 이용할 수 있게 되지 않습니까? 그러니까 하나의 제도가 여러 가지 다양한 기능을 중복적으로 갖게 되는 그런 의미 내에서 보는 것이기 때문에 주식양도제한 부분은 이번 상법개정안에도 전부 또는 일부 양도제한을 다 하도록 되어 있어요.

○ 이준섭 위원

아니, 그런데 이게 우리가 이 제도를 들여올 때 원래의 취지가 폐쇄회사를 기준으로 해서 들어왔거든요. 폐쇄회사를 상정해서 들여온 것인데 사실은 폐쇄회사에서 양도제한제도를 이용할 필요가 사실은 없는 거거든요. 그러니까 애당초 태어날 때부터 잘못 생각하고 들여온 제도인데, 이왕에 이렇게 된 마당에 그렇게 상정되어 있기 때문에 원래 상장규정에서 거래소상장을 못하도록 되어 있는 것이고, 그래서 우리 상법에서 이것을 훌륭한 방어수단으로 활용될 수 있도록 현재 양도제한규정이 상당히 좀 아주 비현실적으로 되어 있거든요.

이왕이면 방어법제를 논의하는데 방어제도로서 훌륭하게 기능하고 있는 것을 잘 활용이 될 수 있도록 이것도 보완을 할 필요가 있다는 말씀을 드리는 거예요. 왜냐하면

만약에 지금 방어수단을 잘 발굴해서 제도로 만들어달라고 하는 마당인데, 지금 어쩌면 사실 무산될 수도 있고 상당히 반대에 부딪힐 수도 있는 것만 논의하다가 아무 것도 없이 성과가 없이 끝날 가능성도 사실은 있는 것 아니에요. 우리는 여기에서 논의하지만 실제로 이게 오픈이 됐을 때 그럴 가능성도 없지 않아 있기 때문에 그렇게 같이 포함해서 논의를 하면 어떨까하고 제안을 드린 것입니다.

○ 송종준 위원장

그러면 실제로 양도제한주식에 관련된 실제 상장회사가 이것을 이용해서 유통되는 예를 설명할 수 있어요?

○ 이준섭 위원

예, 있어요.

○ 송종준 위원장

그래서 이 부분이 사실 상장규정에서 상장회사가 거래소가 선택하지 않는 것이죠. 그러니까 이론상으로는 상장회사도 양도제한을 할 수 있다고 하는 것은 인정되는 것이고, 상장회사가 선택하지 않는 것입니다. 여기에서 여러 가지 방어수단을 도입했을 때 그런 수단을 도입한 회사는 상장을 허용하지 않는다고 정하면 방법이 없는 것이죠. 똑같은 문제는 안고 있어요, 저희가. 그것은 그 문제이고, 상법상에 메뉴를 넣는다고 하는 관점에서만 보는 것이죠, 이 부분은.

○ 노혁준 위원

의사진행발언 비슷한 발언을 하자면 지금 말씀하신 것도 지금 계속 이 교수님께서 계속 주장을 해 오시는 부분이고, 아마 오늘 참석하지 못한 그런 위원 중에서도 자기가 꼭 필요한 방어방법이 있다고 생각하시는 분이 분명히 있을지도 모르고, 해서 제가 아까 듣기로는 현재 저희끼리 실효성 있는 방어수단으로서 특별결의를 가중하는 방식, 거부권부주식이랑 차등의결권주식, 포이즌 필도 아마 이야기를 하신 것이죠.

그 4가지에 대해서는 모든 사람이 아마 이 4가지는 우리가 적어도 방어법제를 연구한다고 모인 위원회라고 하면 그 4가지를 다루는 것에 대해서는 아무도 이의를 제기하지 않을 것이니까, 일단 그 4가지로 시작을 하고 그 이야기하신 부분 같은 것이나, 아니면 다음 위원회를 할 때에는 더 많은 분들이 오셔가지고 4가지 말고 또 다른 이야기를 하시면 그것을 위원장님께서 직권으로 결정해 가지고 ‘이것도 같이 하자’ 그것은 이제 선택이죠. 저희가 선택과 집중을 해 가지고 4가지를 집중적으로 볼 것인지 추가해서 몇 개를 더 보면서 나중에 ‘너희가 왜 이것도 검토 안 했냐?’ 이런 식으로 비판 같은 것을 막을 수 있는... 그것은 이제 다음에 일단 4가지로 시작한 다음에 추가할 수가 있을 것 같거든요.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

위원장님, 마지막으로 한 가지만 말씀드리겠습니다.

지금 이야기하는 것이 적절할지 나중에

하는 것이 적절할지는 모르겠는데, 만약 추가적인 수단을 강구한다고 할 때 아까 강 위원님이 말씀하신 과거에 자기주식 3자 배정 제한 문제 같은 것도...

○ 송중준 위원장

신주의 제3자 배정이요? 아니면 자기주식의 처분...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

자기주식. 예를 들면 그런 것이든지 보완적으로 패키지로 갈 수 있는 것도 말미에 할 수 있는 게 아닌가, 왜냐하면 한쪽만 하고 다른 수단으로 이렇게 패키지 형태로...

○ 송중준 위원장

그러니까 구체적으로 말하면 자기주식의 처분규제가 없는데 규제를 하라 이런 이야기죠?

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

그런 것까지도 검토를 마지막에는 필요 하다면요.

○ 송중준 위원장

전 상법규정위원회에서 채택을 해가지고 그게 다 빠졌거든요. 그런데 그 부분이 참 이론적으로 일단 법리검토를 해야 되는데 그게 간단치가 않습니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

그러니까 예를 들면 보완할 수 있는...

○ 송중준 위원장

법리상으로 안 되는 것을 위법으로 억지 준향이라고 할 경우 그것은 문제가 있을 수가 있죠.

○ 강희철 위원

할 수 있을 것 같습니다.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

보완적으로 꼭 그게 아니더라도요.

○ 강희철 위원

룰을 만들어주는 만큼 경영권 방어가 제대로 된 새로운 틀이 없었다는 것을 전제하한 기존제도와 관련해서 혹시 손볼 곳이 없느냐라는 정도하나 꼭지 정도는 생각해 볼 수 있을 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

그리고 혹시 여기에서도 아까 말씀드렸지만, 지배주주한테 이런 방어수단을 뒀을 때 충실의무를 인정하는 부분은 사실 이론적으로 공감은 하는데 그걸 규정하기가 사실 만만치는 않은 부분 같은데요. 이게 권한만 주고 책임 안 주는 이런 부분이 항상 우리가 책을 보면 나오는데 이런 부분에 대해서 어떻게 생각하세요?

그냥 다루지 말까요? 거기까지는...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

다음에 논의를 하시죠.

○ 송중준 위원장

그렇습니다. 그러면...

○ 강희철 위원

그것도 하다 보면 또 이럴 것 같습니다. 우리가 웬만큼 방어법제 새로운 제도를 만들고 보면 이게 너무 방어 쪽에 너무 치중한 것 같다, 정도가 너무 심하다고 하면, 균형을 잡기 위해서 그러면 이런 제도를 뒤서 손을 본다든가 하는 필요성이 높아질 것이고, 그렇지 않고 그 정도가 완만하다고 하면 손볼 필요성이 없는 것이고, 그러니까 마지막으로 우리가 마무리하는 과정에서 잊지 않고 짚어봐야 될 점은 있습니다.

○ 송중준 위원장

그러면 하여튼 4가지를 중심으로 하고 그밖에 관련되는 부분들을 다루는 것으로 포이즌 필, 차등의결권...

○ 강희철 위원

첫 머리에 혹시 우리가 더 추가할 것, 더 검토할 것이 뭐가 있느냐? 그것을 첫 안건으로 해서 그렇게 범위를 4개로 확정할 것인가, 아니면 조금 더 정할 건가를 정해서...

○ 송중준 위원장

그래서 일단 최소한 4개는 확보된 것이고, 그래서 일정상으로 우리가 무한정으로 시간이 있는 것은 아닌 것 같아요. 스케줄이 있는데, 굉장히 교수님들은 휴가인데, 여름방학 이용하지 못하고 바쁘시고 한데, 대

단히 죄송스럽습니다마는... (녹음 끊김) ... 우리 위원님들에게 조금 역할분담을 해서 제도의 취지라든가 장단점이라든가 입법례라든가, 아니면 법을 만들 때 어떻게 해야겠다, 이런 부분들은 천상 역할분담을 해서 부탁을 드릴 수밖에 없을 것 같습니다.

그래서 그 부분을 범무부하고 상의를 해서 연락을 드리고, 다음 이런 것을 전체적으로 논의할 때에는 우리가 이야기했지만 주로 방어수단이기에 때문에, 그 방어수단을 주는 대신에 남용을 제한할 필요가 있다고 하는 대전제 속에서 한번 검토를 해 주시는 것이 좋지 않겠는가, 그래서 남용수단만 막 주고 아무런 장치가 없다면 그것도 문제가 될 수 있기 때문에 그런 관점에서 검토를 해주셨으면 하는 생각이 듭니다.

그래서 전체적으로 각 쪽지별로 어느 분이 이것을 하셨으면 좋을지 이 부분은 범무부하고 상의를 해서 따로 연락을 드리도록 하고, 어떻게 다음 모임은 언제쯤...

그러면 7월, 논의해 보고요? 어떻게 할까요?

○ 이준식 검사

생각을 달리할 수 있는데 우리가 만약 포이즌 필을 하나 만들어온다면 그것에 의해서 여기 맹점들을 한 번 확인해가지고 '아, 이거는 소수주주 보호에 무슨 문제가 있는 거 아닌가' 이런 규정을 다루고 나갈 수 있는 거니까요. 지금 우리 논의가 자꾸만 늘어지니까 구체적인 안을 만들어서 와서 '이거 황금주 같은 거는 되지 않겠다' 하시는 것도 한 방법이 될 수 있으니까...

(녹음상태 불량)**○ 강종석 기획재정부 기업환경과장**

시간을 예를 들어서 지금 notice를 예를 들어서 두 번째 내지 미리 notice를 해 주고, 앞으로 두 번째 회의, 세 번째 회의에서는 안으로 한다는 그 정도로 시간이 촉박하다면 그렇게 해 놓고, 미리 그 다음에 다음 번에는 한번 오늘 많은 위원님들이 불참했기 때문에 한 번 더 한 상태에서 했으면 좋겠습니다.

(녹음상태 불량)**○ 송종준 위원장**

그러니까 지금 예컨대 외국의 제도 이런 것만 쭉 봤지 않습니까? 그렇죠? 포이즌 필이면 포이즌 필, 신주예약권이면 신주예약권, 그랬는데 어쨌든 최종적으로 여기에서 어떤 가부를 선택을 하고 여러 가지 세부적인 규정들을 뒤야 되는데 그것을 종합한 간단한 페이퍼가 사실상 하나 씩 나와야 무엇인가 주제발표가 된 상태에서 그런 것을 가지고 이야기를 해야 논의의 효율성도 있지 않겠느냐, 이런 생각이 되고. 그냥 포이즌 필만 하게 되면 전부 다 추상적인 이야기를 하고 정해진 것이 없기 때문에.

그래서 일단 맡은 분야를 조금 예컨대 입법이 된다고 가정을 했을 때 남용이 제한되는 측면을 특별히 배려를 해서 큰 초안이 가야 될 방향, 윤곽을 잡아오시는 차원에서 한번 검토페이퍼 나오고 간단하게, 아주 간단하게 페이퍼가 나오고 그것을 가지고 논

의를 하는 것이 효과적이라고 보거든요. 아무 것도 없는 상태에서 그냥 이야기하는 것보다. 그래서 그것을 조금 생각하는 시간을 다음 모임에서는 들을 수 있는데, 어떻게 할까요? 다음 모임은 지금 2가지 방법이 있습니다. 이런 여러 가지를 도입할 것인가 말 것인가의 여부를 결정하고 도입된다고 결정되면 이것으로 갈 것이냐? 이 문제하고, 일단 도입하는 것을 전제로 해서 한번 우리가 주의해야 될 그런 사항에 따라서 안을 마련하고 하나하나씩 검토하는 과정에서 ‘이것은 안 되니까 이것은 버리자’ 이런 식으로 갈 것인지, 어느 쪽이 좋을 것인지 사실은 조금 헷갈리는 부분이기도 하거든요. 시간상 타임스케줄도 있고 해서 효과적인 방법을 찾고 싶긴 한데…

어쨌든 그렇게 하시죠. 그러면 도입하는 것을 전제로 해서 한번 초안을 마련해 보는 것으로 틀을 정하고 그 구체적인 선택의 가부는 다음 회의에서 한번 논의를 직접 하는 것으로 하면 어떻겠습니까? 예컨대 미국의 포이즌 필은 이렇게 되어 있고 일본은 이렇게 되어 있는데 우리가 만약 이것을 도입한다면 남용의 소지가 굉장히 크기 때문에 외국과는 달리 우리는 이렇게 해야 된다는 큰 방향만 제시를 하게 되면 그것을 가지고 논의를 하면 ‘그래도 안 되겠다’ 그러면 버릴 수밖에 없는 것이고 이렇게 되는 것이죠.

그래서 그런 방식으로 진행하도록 하겠습니다. 뭐 딱히 방법이 없으니까요. 그렇죠? 그러면 다음 회의는 한 3주 드려요?

○ 이준식 검사

그때 안 나와야 되니까...

○ 송종준 위원장

뭐 일단 지금 말씀드렸던 것처럼 안이 나와야죠.

그러면 어느 정도 시간을 생각하세요?

○ 이준식 검사

법안을 아예 만들어놓고...

○ 송종준 위원장

아니, 법안까지, 그러니까 결국은 법안을 만들어야 되는 것인데, 우리가 법안을 만든다고 할 경우에 제1조 무엇을 쓰고 무엇을 쓰고 이렇게 하는 방식은 중국적인 것이죠. 파이널인데, 그 전 단계에서 법안을 만들 때 예컨대 포이즌 필 도입할 때 주주총회 정관에 규정을 뒤야할 것이냐, 이사회 결의를 할 것이냐? 이런 부분에 관해서 몇 가지 핵심적인 사항들이 있잖아요. 그런 부분들의 큰 흐름만 정리를 해보면 나중에 그것을 조문화하면 되기 때문에, 조문화까지 하면 더 더욱 좋고요.

○ 강희철 위원

예를 들어서 포이즌 필 (녹음상태 불량) ‘발행은 누가 처리할 수 있다, 이런 규정들을 정관에 그것을 두어야 된다’ (녹음상태 불량) 이런 식으로 법안에 들어갈 주요한 내용을 그런 형태로 하면...

○ 송종준 위원장

예, 맞습니다. 그런 윤곽만 잡아주시면 방향설정이 중요한 것이기 때문이에요. 그러면 7월 21일이네요... 3주면 7월 15일인가요? 그러면 7월 15일 날 하시죠, 그러면. 3주가 7월 15일인가요? 그러네요. 15일 날 6차 회의를 하는 것으로 그렇게 하고...

○ 이준섭 위원

여기에서 아예 정하시죠. 3주 후면 시간이 얼마 안 남았는데.

○ 송종준 위원장

그러면 이 포이즌 필 부분은 아무래도 이 부분을 발표하셨던 부분이 이현철 변호사이기 때문에 이 부분은 이현철 변호사한테 부탁을 했으면 하고요. 차등의결권주식은...

한 분은 포이즌 필이 굉장히 분량이 많겠네.

○ 노혁준 위원

제가 차등의결권...

○ 송종준 위원장

그러세요? 그러면 차등의결권, 예.

우리 주총 특별결의 관계는 간단한 규정으로 될 것 같은데, 그래서 포이즌 필을 이현철 변호사하고 권종호 위원 두 분이 많이 하셨기 때문에 두 분한테 함께 부탁을 하는 것으로 이렇게 하겠습니다.

그러면 차등의결권 주식은 노혁준 위원님이 해 주시고, 황금주 규정은 이준섭 교

수가 완전히 반대하는 입장인데, 이거. 그래도 이번 주총 특별의 관계는...

○ 이준섭 위원

아니, 아까 제가 제안했던 것을 한번...

○ 송종준 위원장

양도제한주식?

○ 이준섭 위원

예.

○ 송종준 위원장

그러면 양도제한주식 관련된 것을 한번 준비해 주십시오. 주총 특별결의요건은 강변호사님께서 해 주십시오.

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

황금주까지 같이요.

○ 이준섭 위원

그러면 기획재정부에서 조금 안을 반대 하든 찬성하든 안을 한번 만들어...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

어떤 거 말이에요? 황금주요? 제가 만들죠, 뭐. 반대하는 것으로.

○ 이준섭 위원

아니, 반대하는 것이 타당성이 있으면...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

예, 제가 만들어오겠습니다, 황금주는. 반대하는 것으로...

○ 노혁준 위원

이야기하는 게 찬성하는 전제 하에서 해야 되는 것 아닌가요?

○ 이준섭 위원

아마 기획재정부 입장은 특별한 법이 있는 경우에는 가능할 수도 있는데, 아까 그렇게 말씀하신 것 같아요. 특별한 공공적 법인, 그런데 그 공공적 법인이 그것을 도입을 하려고 해도 회사법상 근거가 있을 때...

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

특별법에 해도 돼요.

○ 송종준 위원장

자통법에 사실 있어서 그 부분은 조금 자통법을 손대야 할 문제가 있죠.

○ 강종석 기획재정부 기업환경과장

그런데 뭐가 있느냐 하면 꼭 주식이라고 유럽 같은 데에는 꼭 주식을 증권화된, securitized된, 종지로 된, 뭐 증권을 의미하는 게 아니고, 어떤 close, 조항 자체도 그것도 황금주 성격이다, 그게 또 오히려 일반적인 것 같아요. 그런데 굳이 일본만 종류주식의 하나로서 집어넣은 그 상태이거든요.

○ 송중준 위원장

황금주는 제한적으로 갈 수밖에 없을 것 같아요. 그래서 안수현 교수한테 황금주, 그래서 포이즌 필은 이현철 변호사님, 권종호 교수님, 차등의결권은 노혁준 교수님, 황금주는 안수현 교수님, 주총 특별결의는 강희철 변호사님, 추가로 양도제한주식 문제는 이준섭 교수님이 한번 준비를 하는 것으로 4개의 중심으로 그렇게 하도록 하고, 그 이후에 6차 회의는 15일로 하고 7차 회의는 언제로 할까요? 날짜를 한번...

○ 노혁준 위원

7월 15일로 잡으면 토요일 날인데 워낙 휴가철이라, 그래서 안 됩니다.

○ 송중준 위원장

그렇죠? 휴가철 사실...

○ 이준식 검사

8월 12일이나...

○ 송중준 위원장

8월 19일?

○ 이준식 검사

그런데 8월 19일이면 9월, 10월까지 해야 되는데, 그 다음 주부터 매주하면 될 수는 있는데...

○ 강희철 위원

그리고 사실 또 7월 15일 그 날 모여서 내용에 관해 바로 결론을 못 낼 것 아니에요.

○ 노혁준 위원

일단 그렇게 하시고, 그것을 다 하루에 못할 것이니까...

○ 송중준 위원장

그러면 7차 회의는 8월 12일로 하겠습니다.

○ 이준식 위원

6차 회의를 하고, 그날 회의가 결론이 다 안 나면 그 다음 주에 한 번 더 할까요?

○ 송중준 위원장

그래야 되겠네요. 이 부분은 빨리 결론을 내려야 할 것 같아서, 안 되면 다음 주, 7월 15일에 한 다음에 7월 22일 바로 하면 어떨까요? 그 다음에 조금 틈을 들어서 8월 12일 날하고.

○ 노혁준 위원

7월 15일, 22일 날하고요. 7월 15일 날 끝나면 더 이상 회의 안 하고, 만약에 안 되면 22일 날 한 번 더 회의하고, 그 다음에 법안을 만들어 와서 거기에 대해서 논의하는 것은 8월 19일 날...

○ 송중준 위원장

8월 19일이요?

○ 노혁준 위원

예, 그날...

○ 송중준 위원장

그렇게 하고, 그 이후에는 아무래도 일주일 단위로 해야 될 것 같아요. 8월 19일, 8월 26일. 어휴, 벌써 또 개학이네, 그렇게 되네.

○ 이준식 검사

8월 19일 이후부터는 매주 화요일 날하고...

○ 송중준 위원장

예, 그렇게 하도록 하겠습니다.

오늘 어쨌든 또 장시간 토론을 했는데 논의가 자꾸 초점이 모아지는 것 같아서 다행스럽고요. 다음 미팅 때에는 충분한 논의

가 이루어질 수 있도록 위원님들이 충분히 생각을 해 주셨으면 좋겠습니다.

○ 이준섭 위원

화요일은 계속 유지할 것입니까?

○ 송중준 위원장

대체로 화요일에 별일이 없는 것 같은데요. 어때요? 날짜 바꾸면 지금 아주 혼란스러운가, 아주 안 좋아요?

○ 이준섭 위원

아닙니다.

(산회 18시 30분)

6. 제7차 전체회의

| | |
|--------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제7차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 7. 22.(화) 15:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | <ul style="list-style-type: none">○ 위원장 송중준○ 권중호, 연태훈, 이현철, 안수현, 여은정 위원, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 이명호 금융위원회 자본시장과장(대리참석) ○ 법무부 검 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 일본식 포이즌필의 특징○ 포이즌필의 국내 도입시 예상되는 쟁점 |
| 기타사항 | <ul style="list-style-type: none">○ 차회 회의부터는 위원들이 성안한 구체적인 안을 가지고 검토를 하기로 함 |

(전략, 16시 50분)

[일본식 포이즌필의 특징]

○ 송중준 위원장

그러면 포이즌 필에 대해서 권중호 위원님께서 설명을 해주시는데 한 15분 정도로 해서 특징과 뒤에 도입한다고 했을 때 검토할 사항들을 중심으로 요약 좀 해 주십시오.

○ 권중호 위원

네. 오늘 시사점과 관련해서 검토사항을 새로 만들었습니다.

그 전에 포이즌 필은 지난번에 일본 신주예약권제도를 이야기하면서 그것과 거의 같아서 간단히 말씀드리도록 하겠습니다.

우리가 이야기하고 있는 포이즌 필은 실질적으로 일본에서 신주예약권제도를 이용해서 만드는 포이즌 필을 가지고 이야기를 하는 것 같습니다. 그리고 일본에서 포이즌 필이 이야기된 게 2001년도에 신주예약권제도가 도입되면서 일본에서도 미국형의 포이즌 필을 만들 수 있는가가 논의가 되고, 그리고 일본에서 포이즌 필이 가능하게 된 것이 바로 2페이지를 보시면, 2001년도에 상법 개정을 통해서 신주예약권을 도입하고 이것을 기본적으로 이사회결의로 발행할 수 있도록 함으로써 이야기가 됩니다.

2001년도에 도입된 신주예약권제도를 가지고 만들 수 있는 방어수단이라는 것은 사실 그 당시에 보면 신주예약권제도가 도입되고 일본에서 로펌에서 어떠한 형태로 만

들 수 있는지 굉장히 연구가 많았습니다. 그런데 이때는 만드는 게 굉장히 cost가 드는 형태로 발행이 됩니다. 그래서 이 당시에 2001년도에 신주예약권제도가 도입되면서 일본에서 만들 수 있다고 한 것이 신탁형의 경우이고, 신탁형의 경우는 기본적으로 발행할 때 보면 주총의 특별결의를 요하는 형태로 이루어지는 경우도 꽤 있습니다.

기본적으로 신주예약권 발행은 공개회사의 경우에는, 일본에는 제도가 굉장히 복잡해서 이사회 설치 회사가 있고, 이사회가 없는 회사도 있고, 여러 가지 있는데, 이사회가 설치된 회사의 경우에는 발행에 관해서는 이사가 결정을 하고, 그 이외의 회사, 이사회가 설치 안 된 경우에는 주주총회가 발행을 하게 됩니다.

그리고 공개회사에서 발행하더라도 발행가격이 공정가격에 비해서 현저하게 싼 경우, 유리발행인 경우에는 주주총회 특별결의를 하도록 그렇게 이야기가 됩니다. 그런데 방금 말씀드린 신탁형의 경우에 왜 주주총회에서 결의를 하느냐 하면, 사전에 신주예약권을 발행해서 그것을 신탁회사에 맡겨둘 때 그때 발행가격이 굉장히 싸게 맡겨두기 때문에 그래서 유리발행 형태가 되기 때문에 주주총회 특별결의를 거치는 경우가 많다고 이야기합니다.

그리고 신주예약권제도의 개념에 관해서는 굉장히 많이 이야기가 됐는데, 일반적으로 신주인수권, 현재 이사회에서 신주를 발행한다고 결의를 했을 때 생기는 신주인수권과 신주예약권은 성격이 완전히 다른 것이라고 하는 것, 신주예약권은 계약에 의해

서 주어지는 것이고, 신주인수권은 이사회에서 결의가 있어야만 그때 비로써 주는 것이 신주인수권이라는 그런 식입니다.

그 다음에 3페이지를 보시면 신주예약권이 도입이 되는데 있어서 최대의 목적이라고 할 수 있는 것이 바로 지금까지 종래의 신주예약권이 있었다고 한다면 스톡옵션과 사채부관 형태의 것만 인정을 했는데, 신회사법에서는 발행목적에 제한을 두지 않고 그 결과로써 누구에 대해서도 발행을 할 수가 있고, 권리 자체만 부여하는 것도 가능하게 되고, 그 다음에 발행가격이 공정가격에 비해서 싼 경우만 아니면 이사회결의로 발행할 수 있도록 해서 용도를 굉장히 다양화시키고, 그 다음에 기동적으로 발행할 수 있도록 했다는 말씀을 드릴 수가 있습니다.

그래서 무상으로 신주예약권을 이어나 사용인에게 주게 되면 이것은 전형적인 스톡옵션이 되고, 자금력이 부족한 벤처기업의 경우에는 현금에 대신해서 신주예약권을 부여할 수 있고, 그 다음에 이야기가 되고 있는 방어수단으로도 이용이 될 수가 있습니다.

그런데 사실은 2001년도에 신주예약권제도가 도입이 되고, 그것이 여러 가지로 신주예약권의 권리를 행사하는 내용에 관해서 정하는 방법으로 미국형의 포이즌 필을 만들고, 그래서 했는데 그것이 사실은 되느냐, 안 되느냐 논란이 굉장히 있었습니다. 있었는데 이와 같은 법률상의 논란을 일거에 제거하기 위해서 2005년도에 신회사법을 만들면서 도입이 된 게 바로 신주예약권무상배정제도와 취득조항부신주예약권입니다. 그래서

그 신주예약권무상배정제도는 4페이지를 보시면, 그 전에 신주예약권무상배정제도가 도입되기 전에는 회사도 무상으로 배정을 할 수 있는데, 그때는 주주가 청약을 해야 되고, 거기에 대해서 배정을 하면 process를 다 밟아야 되는데, 2005년도에 신주예약권 무상배정제도는 이사회에서 결의하면 그런 절차는 하나도 없어도 효력이 발생하는 날에 배정이 이루어져 버리는 방법으로 됩니다.

따라서 신주예약권 무상배정제도가 도입됨으로써 소위 말하는 사전경고형 포이즌 필을 발행하는 것이 가능합니다. 사전경고형이라는 것은 실제로 신주예약권을 발행하지 않고 정관에다가 이러이러한 사건이 있으면 거기에 대해서 그때 신주예약권을 발행한다는 경고만 해 주는데, 막상 그와 같은 사건이 터지면 이사회결의를 해서 배정을 결의하는 순간에 짝 뿌려져야만 사전경고형이 가능하기 때문에, 그래서 신주예약권 무상배정제도는 이것으로 인해서 사전경고형이 사실상 가능하게 한다는 측면이 하나가 있습니다.

그 다음에 취득조항부신주예약권의 경우에는 일단 주주에게 뿌려 놓았던 신주예약권을 회사가 일정한 조건이 충족되면 강제적으로 회수할 수 있는 그와 같은 권리가 부착된 신주예약권인데, 이것이 결과적으로 방어수단을 발동하지 않게 될 때 주주로부터 견어드리고, 발동을 하게 될 때도 그러면 적대적 매수자가 갖고 있는 것에 대해서만 회수를 하든지, 하여튼 이런 형태로 사용함으로써 결과적으로 신주예약권을 아주 다양한 형태로 포이즌 필을 만들 수 있도록

하는 효과를 가져오게 됩니다. 그래서 이 두 제도가 사실은 방어수단으로라는 측면에서 보면 아주 굉장히 중요한 제도라고 말씀을 드릴 수가 있습니다.

그 다음에 5페이지를 보시면, 일본판 포이즌 필의 유형이라고 이야기하면 크게 두 가지 유형이 있는데, 사전에 신주예약권을 직접 발행해서 이것을 신탁을 해 두고 일이 터지면 막상 신탁회사가 주주에게 신주예약권을 주는 방법인데, 이것은 신탁형에 도입된 게 소위 말하는 니레코 판결에 의해서 수반성이 결여하면, 그러니까 신주예약권을 주었는데 그것이 주식을 양도할 때 같이 따라가지 않으면 그것은 무효라고 하는 것, 그것을 해결하기 위해서 한 것이 바로 신탁형이고, 그 다음에 사전경고형이 바로 신주예약권 자체는 발행해 두지 않고 유사시에 발행한다는 경고만 해 두고 구체적으로 trigger event가 발생을 하면 그때 신주예약권을 발행해서 주주에게 교부하는 방식입니다. 이것은 사실 cost가 전혀 들지 않는 장점이 있습니다.

그리고 기본적으로 지금 현재 일본에서 주로 이용되고 있는 사전경고형이 압도적으로 많고, 조금 이따 말씀을 드리겠습니다만, 그 다음에 대개 초점은 협상을 할 수 있는 시간을 합하는 쪽으로 초점을 맞추고 있습니다. 그래서 사전에 적대적 매수자가 경고한 내용을 준수하게 되면 그때는 포이즌 필이 발동은 되지는 않는데, 그러면 그것으로 끝나느냐 하면은 그래놓고는 그때 다시 process에 따라서 이것을 막을 것이냐, 말 것이냐를 결정해서 그때 막아야 된다고 하

면 포이즌 필이 발동되는 형태로 이용이 되고 있습니다.

그리고 포이즌 필은 미국과 마찬가지로 신주예약권을 이용한 포이즌 필은 약한 것에서부터 강한 것까지 아주 다양하게 만들 수 있는 것은 다 만들 수가 있습니다. 그런데 현재 소위 말하는 경영권의 변동을 고착화 시키는 dead hand와 수반성을 결여한 포이즌 필의 경우에는 무효라고 보는 게 판례와 동경증권거래소 상장규정의 입장입니다.

6페이지를 보시면, 포이즌 필에 대한 평가에 있어서 기업가치보고서, 이것은 너무 비판도 많은데, 주주평등의 원칙의 관계에 있어서는 특별히 이것은 문제가 되지 않는다고 자기들도 이야기를 하고, 그 다음에 효과라는 측면에서 첫째, 포이즌 필이 평상시에 도입이 되어서 매수자가 나타날 때까지, 그때는 그 순간까지에서 봤을 때는 기업가치나 주가에 아무런 영향을 미치지 않는다는 점이 하나가 있고, 두 번째, 이 제도가 있음으로 해서 매수자와 경영자가 교섭할 시간과 기회를 확보한다는 것이고, 그리고 그것을 해서 공격자를 수없이 경영상태에서 그것을 이기기 위해서는 서로가 더 좋은 조건을 제시하고 그러다 보면 결과적으로 프리미엄을 증가시키고 기업가치를 보다 향상시키는 제안을 실현할 수 있다는 이야기로 적어도 일본 쪽에서는 이 제도가 나름대로 굉장히 좀 순화된 형태로만 이용이 되면 좋은 것이 아닌가라는 시각이 많은 것 같습니다.

그 다음에 종전에도 말씀드렸지만, 동경증권거래소의 경우에는 dead hand 포이즌

필과 수반성을 결여한 포이즌 필에 대해서는 상장폐지요건으로 하고 있습니다.

그 정도 말씀드리고, 오늘 제가 다시 드린 ‘시사점 및 신주예약권제도의 도입 시 검토사항’에 관해서 그쪽으로 말씀을 드리도록 하겠습니다.

기본적으로 신주예약권 자체가 갖고 있는, 그러니까 방어수단이라는 측면도 있지만 제도 자체가 용도가 다양하다는 점, 일반적으로 이야기한 것 중에, 2001년도에 도입하면서 그 중에 이야기한 것 중에 하나가 주식을 발행하면서도 주식에다가 신주예약권을 얹어줌으로 해서 새로운 금융상품을 만들 수 있다, 사채에다 얹으면 기존에 전환사채와 신주인수권부사채를 합친 것과 똑같은 효과가 있게 되고, 그 다음에 최근에 제가 본 자료 중에서는 첫 번째, 중소 규모의 회사가 나중에 IPO 같은 것을 할 때 지분비율이 떨어졌을 때 기존주주에 대해서 신주예약권을 주는 방법으로 지분비율도 확보하는, 여러 가지로 요즘 이용방법이 굉장히 많더라고요. 그런 이야기들을 하고, 그 다음에 방어수단으로서 남용의 가능성도 있지만, 규제를 어떻게 하느냐에 따라서는 굉장히 순화된 형태로도 이용될 수 있고, 그런 측면에서 보면 기본적으로 도입하는 것이 타당하다고 저는 생각을 합니다.

그리고 하나 참고로 더 말씀을 드리면, 2006년도에 회사법개정위원회에서도 신규예약권제도 도입 자체에 대해서는 도입한다고 이야기했고, 그 다음에 최종 법안에서는 왜 빠졌는지 위원들 중에 1명도 모르고 얼떨결에 빠졌다면서 빠진 것이 있습니다.

그런데 다만 그때는 전체적으로 하여튼 방어수단으로 이용될 수 있는 제도에 대해서는 의도적인 입법은 하지 않는다고 되었기 때문에 그 당시에 아마 입법이 이루어졌다고 하면 제 개인적인 생각은 신주예약권 무상배정제도 같은 경우는 도입되기 힘들었지 않을까라는 그런 생각이 듭니다.

그 다음에 방어수단으로서 활용하는 것을 허용한다고 하면 기본적으로 신주예약권의 내용을 어떻게 정하느냐에 따라서 다양한 형태의 방어수단으로 이용하는 것이 가능하다는 것이고, 저 개인적인 생각에 지난 번에 강희철 변호사님이 말씀하신 초특별결 의조항이라든가, 방금 이야기한 복수의결권 주식과 같이 정관이나 종류주식의 형태로 도입되는 방어수단에 비해서 상대적으로 순화된 형태로 방어수단으로 이용하는 것이 가능하다는 것 하나하고, 그 다음에 신주의 제3자 배정, 유승민 국회의원이 제안한 것이 신주 제3자 배정 도입인데, 신주의 3자 배정이나 자사주 3자 배정 방식에 비해서 적어도 기존주주의 이익을 침해하지는 않는다, 적어도 신주의 3자 배정이 이루어지면 그것은 특정인에게 우호적인 세력을 몰아주니까 적대적 매수자도 피해를 보지만 멀쩡한 일반주주도 지분비율이 저하되는 피해를 입게 되고, 경우에 따라서 금액까지 싸게 되는, 지분가치까지 저하되는 그런 의미에서 굉장히 기존주주의 이익에 대해서는 침해를 하지 않는다, 이것이 아마 높이 평가가 되고 있는 것 중에 하나인 것 같습니다.

그러면 방어수단으로서 활용을 인정한다면 어느 범위까지 인정을 할 것인가인데,

방금 말씀드렸지만 사전예방형 포이즌 필을 만드는 것은 허용할 필요가 있다고 한다면 적어도 신주예약권 무상배정제도는 도입이 되어야 하는 것이 아닌가 생각이 듭니다.

그러면 신주무상배정제도를 도입하지 않으면 신주예약권을 방어수단으로 쓰지 못하느냐, 그렇지 않고, 이때는 신탁형으로, 유사시에는 여차했을 때 그때 바로 이사회결의로 뿌리지를 못하니까 사전에 뿌려주는 수밖에 없습니다. 그것은 신탁형을 쓸 수밖에 없는데, 그런데 신탁형의 경우에는 지난번에 일본에서 일본 교수들도 그런 이야기를 하는데, 그 밑에 보시면 2007년 6월 현재 신주예약권을 이용한 방어수단을 도입한 회사가 총 381개 회사가 있습니다. 그 중에서 사전경고형은 371개 회사이고, 신탁은 한 10개사에 불과한데, 왜 이렇게 적으냐고 하는 것에 대해서도 자기 개인적인 생각은 신탁형의 경우에는 첫 번째, 신주예약권을 현실적으로 발행해서 신탁에 뿌려주어야 되기 때문에 cost 면에서 비용이 많이 들어서 조금 적은 것이 아니냐라는 이야기를 합니다.

그래서 적어도 신주예약권을 방어수단으로 활용하는 것을 인정한다고 하면 그런 의미에서 적은 cost로 이용이 가능하도록 무상배정제도는 도입이 필요한 것이 아닌가라는 생각이 들구요, 그 다음에 또 하나가 취득조항부 신주예약권제도의 도입 여부인데, 이것은 신주예약권제도가 방어수단으로 이용되기 위해서 뿐만 아니라 통상적으로 일반적인 경영상 목적을 위해서도 취득조항부 신주예약권제도의 도입이 필요하다고 생각 됩니다.

예컨대 거래처에 조그만 벤처기업이나 이런 쪽에 신주예약권을 부여하고 그 예약권을 제3자에게 매각하려고 할 경우는 회사가 강제로 취득할 수 있는 옵션 같은 것을 얼마든지 붙일 수 있는데, 이런 것을 보더라도 취득조항부 신주예약권은 도입할 필요가 있고, 그 다음에 현재 회사법 개정 시안에서도 이와 같은 취지의 회사가 강제적으로 일정한 조건이 충족되면 주주의 의사와 관계없이 주식을 취득할 수 있는 제도 중에 하나가 지금 전환주식과 상환주식이 있는데, 그런 경우에도 그런 제도를 지금 도입하는 것으로 시안에는 그렇게 되어 있습니다. 그런 측면에서 보면 이 두 제도도 도입은 필요한 것이라는 생각이 듭니다.

그리고 도입회사의 범위는 어떻게 볼 것이냐인데, 신주예약권제도 자체가 갖는 효용을 다양한 것을 보면, 어떤 의미에서는 중소기업, 벤처기업 같은 데서 굉장히 용도도 굉장히 많고, 그런 측면에서 보면 회사의 규모는 구별할 필요가 없는 것이 아닌가라는 생각이 듭니다.

그런데 제일 중요한 것은 남용을 방지하는 문제인데, 신주예약권이 남용 쪽으로 이용될 수 있는 경우라는 것은 크게 보면 방어수단으로 이용되는 경우가 있을 수 있고, 또 하나는 신주예약권을 제3자 배정 형태로 부여하면서 행사가격이 현저하게 쌀 경우, 그러니까 신주예약권을 모든 주주에게 부여하면서 행사가격이 아무리 싸도 그것은 상관없는데, 3자 배정 형태로 하면서 쌀 경우에는 이것은 기존주주의 지분가치라든지, 지분비율에 문제가 생기기 때문에 이것

은 일본의 경우에도 주총의 특별결의가 있을 때만 할 수 있도록 하고 있습니다.

그 외에 방어수단으로 이용될 수 있는 경우에, 저는 기본적으로 방어수단이 남용되는 이유는 방어수단이 이사의 자의에 의해서 발동이 될 때, 그러니까 도입하는 것은 문제가 없는데, 발동이 이사의 자의에 의해서 이루어질 때만 남용의 문제, 그래서 그것을 막는 방법이 가장 중요하다는 생각을 합니다.

그래서 방어수단에 이용되는 경우를 막는 방법은 신주예약권을 발행하는 것과 발동에 관해서 모두 주총이 결정하는 방법이 있을 수 있고, 이것은 확실한 방법인데, 기동성이 굉장히 떨어지고, 그리고 일반적으로 통상적인 경영상의 목적으로 쓰는 것도 굉장히 제약할 가능성이 있다는 것을 말씀드릴 수가 있습니다.

그 다음에 신주예약권의 발행은 이사회가 하지만 발동 여부는 주주총회에서 결정하는 방법인데, 사실은 이것이 Bulldog Sauce 사건에서도 이야기됐는데, 이것이 정당화된다고 하면 어떤 일이 벌어질 수 있느냐 하면 주주총회가 특정주주에게 지배되는 회사는 경영자가 자기 책임을 면하는 방법으로 전부 다 이 방법을 쓸 가능성이 있습니다. 그래서 이것과 관련해서 최근에 기업가치보고서를 긴급하게 회의를 해서 다시 추가로 냈는데, 주주의사확인원칙에 의하니까 주주총회가 완전히 형해화된 회사에서는 경영자가 전부 다 그것을 주주총회 결의로 toss를 시키는데, 그것은 책임회피이고 그러니까 그럴 때는 경영자가 직접 검토를 해서

자기 의견을 개시해야 된다고 한 적이 있습니다.

그런 측면에서 이것이 악용될 가능성이 있고, 그래서 이것을 막는 방법은 독립의 제3자의 기관이 하는 방법이 있습니다. 그래서 일본의 대개의 경우에는 기업가치보고서 1쪽에도 보면 이야기가 ‘주주총회 또는 독립의 제3자의 기관에 의한다.’ 독립의 제3자의 기관도 또 마찬가지로 그럴 가능성이 있어서 그래서 경우에 따라서는 이사회가 발행하고 발동까지 다 결정하는데, 다만 발동에 대해서는 사전에 일정한 조건하에서 그런 것을 다 정해 놓도록 하는 방법까지 있는데, 이 네 가지 방법은 어떤 경우든지 다 문제점이 있습니다.

그래서 저 개인적인 생각으로는 유리발행의 경우에는 주주총회 특별결의로 발행여부를 결정하고, 그 외의 경우에는 이사회에서도 결정하도록 하고, 나머지 방법 중에서 회사가 알아서 선택을 하도록 할 수밖에 없을 것 같아요. 그리고 난 뒤에 이렇게 되면 이것을 회사가 어떻게 알아서 하는 방법으로 하게 되면 결과적으로 이게 또 문제가 될 수 있으니까 이 방법으로 공시제도를 강화하는 것인데, 이것은 일본제도를 그대로 제가 말씀을 드리는데, 일본 같은 경우는 회사법상에서도 방어수단에 관한 기본방침, 회사가 방어수단을 도입할 경우에는 방어수단에 관한 기본방침과 방어수단에 관한 구체적인 내용, 그리고 방어수단의 합리성에 관해서 경영자가 평가하고 그 의견을 영업보고서에 기재하도록 합니다. 그리고 이 영업보고서에 대해서는 감사가 감사를 하고

감사보고서에 기재하도록 하고, 그래서 경영자 의견이 영업보고서에 disclosure가 되고, 동시에 영업보고서에 대해서 허위 기재가 있으면 법령위반으로 상법 이사의 책임문제로 가는 방법으로 하고 있습니다.

그 다음에는 말할 필요도 없이 금융상품 거래법에서 또 규제가 이루어지는 형태로 되어 있습니다.

그래서 이런 방법으로 좀 생각을 해 볼 수 있지 않을까라고 생각을 하고 있습니다.

○ 송중준 위원장

네, 감사합니다.

일본판 포이즌 필을 중심으로 이야기를 하셨지요?

○ 권중호 위원

미국 쪽은 이 교수님이 하시니까...

○ 송중준 위원장

미국 쪽은 전에 발표하셨는데, 또 미국 쪽으로 해서 도입할 플랜을 한번 짜셨습니까?

○ 이현철 위원

별도로 마련은 하지 않았고, 지난번에 말씀드렸던 몇 가지 이슈들을 혹시 지금 말씀드려도 좋을지 모르겠습니다.

○ 송중준 위원장

네, 말씀해 주십시오.]

[포이즌필의 국내 도입시 예상되는 쟁점]

○ 이현철 위원

지금 권 교수님이 말씀하신 것 중에서 발행과 발동, 발행이라고 하시는 것을 그것을 도입하는 것, 그 다음에 발동은 실제로 신주예약권을 주주한테 나누어주는 것이지요?

○ 권중호 위원

네.

○ 이현철 위원

제가 알고 있기로는 일본에서 법에 정해진 것은 없기 때문에 많은 기업들이 도입은 주주총회에서 결정을 하고 있고, 물론 이사회에서 결정하는 경우도 있고, 그 다음에 실제로 발행할 때 발동이라고 표현하신 trigger하는 것은 이사회에서 하는 경우가 많은데, 다만 별도의 패널을 두어서 거기의 의견을 들어서 이사회에서 하는 것으로...

○ 송중준 위원장

독립이사회 개념으로.

○ 이현철 위원

네, 그러니까 주주총회 이사회. 그런데 Bulldog Sauce case에서는 미리 사전경고형이 도입이 안 되어 있었기 때문에 그냥 주주총회에서 했고, 법원의 판결에서는 결국 주주평등의 원칙이 제일 중점 이슈였는데, 그것을 극복하는 논리로 주주총회에서 확인했으니까 괜찮은 것 아니냐고 했던 것 같습니다.

니다.

지난번에 제가 미국 제도를 말씀드리면서 저희가 생각해 보아야 될 점이라고 해서 말씀드린 것을 중심으로 말씀을 드려 보겠습니다.

물론 지금 권 교수님이 말씀해 주신대로 이것을 도입한다면 첫 번째 first step은 신주예약권 조항이 우리법에 들어가야 될 것 같습니다. 그것은 가장 basic한 부분인 것 같고요.

○ 송종준 위원장

warrant라고 하는 부분이에요.

○ 이현철 위원

네, warrant. warrant가 들어가야 되고, call-option warrant는 반드시 들어가야 할 것 같습니다.

그러면 그 다음 단계로 어디까지, 일본에서는 사실 거기까지만 지금 법에 들어가 있는 것인데, 그 다음 단계로 어디까지 법에서 할 것이냐에 대해서 몇 가지 생각해 봐야 될 포인트가 있는 것 같습니다.

첫 번째로는 방금 말씀드린 이사회의 권한의 범위를 어디까지 할 것이냐, 결국 이것은 주주총회의 결의를 어디까지 받을 것이냐는 문제인 것 같습니다. 그런데 말씀드린 대로 미국에서는 이사회에서 하고 있습니다. 왜냐 하면 포이즌 필이 80년대 초반에 도입될 때 이 포이즌 필의 성격은 바로 적대적 M&A에 대한 방어 여부를 주주가 결정할 것이냐, 이사회가 결정할 것이냐의 문제로 보았습니다. 그래서 그냥 tender

offer 공개매수에 대해서 주주가 알아서 응할지, 말지를 하라, 그러면 그것은 주주가 결정하는 것이고, 이사회가 나서서 어떤 간섭을 할 수 있느냐, 그 간섭하는 형태는 바로 포이즌 필 형태로, 그러면 결국 포이즌 필의 원래본질은 주주를 대신해서 이사회가 그것을 방어할지, 말지를 결정하는 제도였습니다. 그래서 사실은 본질은 원래 이사회가 해야 되는 것인데, 우리법에서 도입할 때 이 도입 여부, 원래 제도 사전경고형 자체를 주주총회에서 도입하도록 할 것인지, 그 다음에 주주총회에서 도입한다고 할 때 보통결의로 그냥 가능하도록 할 것인지, 아니면 정관개정과 같은 특별결의로 하도록 할 것인지 그 부분을 생각해 봐야 될 것 같습니다.

그런데 일본에서는 지금 제가 알고 있기로 다수 기업들은 주주총회를 하기는 하지만 보통결의로 하는 것으로 알고 있습니다. 정관까지 개정하는 경우는 사례가 조금 적고, 왜냐 하면 원래 warrant를 발행할 때는 이사회가 할 수 있기 때문에, 제3자에 대한 유리발행이 아닌 이상은 이사회가 할 수 있기 때문에 별도로 주주총회가 할 수 있는 법상 근거는 원래 없습니다. 없는데 정확한 법상 근거는 없지만, 그래도 주주의 의사를 묻는다는 차원에서 주주총회 보통결의로 하는 경우가 제일 많은 것으로 알고 있는데, 그 부분에 대한 하나의 우리의 의사결정이 필요한 것 아닌가 싶습니다.

그 다음에 한 가지 문제가 이것을 결국 배임이라고 볼 가능성은 없겠느냐, 왜냐 하면 결국 회사의 입장에서 보면 회사의 1인

주주 배임도 지금 가능한 것이 우리나라 판례이기 때문에 결국 1인 주주가 회사의 이익과 맞지 않는 일을 하더라도, 1인 주주라는 것은 전원주주 아니겠습니까? 전원주주가 회사의 이익과 맞지 않는 일을 하더라도 배임이기 때문에 이 경우에 포이즌 필의 성격은 주식의 저가 발행입니다. 주식을 시가 보다는 낮은 가격으로 발행하는 것이고, 모든 주주에게 발행하는 것은 아닙니다. 왜냐하면 공격자는 빠지기 때문에. 그렇게 보면 결국 전부주주가 아닌 일부주주에 대한 주식의 저가발행이 포이즌 필의 기본성격이기 때문에 이것이 과연 회사에 대한 배임 아니냐, 지금 에버랜드 case에서 아주 첨예하게 이야기가 되고 있지요. 결국 고등법원 판결과 이번의 판결이 조금 다르다고 하고 있는데, 그러면 이게 과연 회사에 대한 배임이 되면 이것을 어떻게 극복할 것이냐, 결국 법으로 그러면 상법에서 이번에 개정을 할 때 ‘이러이러한 경우에는 가능하다’라고 명시적 조항을 넣을 것인지에 대해서 우리가 한번 고민을 해 봐야 될 것 같습니다.

사실 일본에서는 이 부분은 거의 논의가 안 된 것 같은데, 우리나라에서는 여기에 관해서 지금, 1인 주주 배임 등을 비롯해서 에버랜드에서 판례가 조금 나뉘고 있기 때문에 굉장히 고민이 되는 부분인 것 같습니다.

그 다음에 고민해야 되는 부분이 주주평등의 원칙, 이것이 지난번에 말씀드렸던 Unocal case, Unocal case에서도 미국에서조차도 어떤 주주의 equal treatment 문제가 나왔었습니다. 그러니까 공격자 쪽에서 이 포이즌 필의 유효성을 challenge할 때는 왜

주주평등원칙을 안 지키냐, 이게 첫 번째 challenge거든요. 왜 주주인데 똑같이 취급을 안 하느냐, 나는 주식을 안 주느냐, 이게 첫 번째 challenge이기 때문에 주주평등의 원칙 즉, 말을 바꿔 보면 공격자의 한 주주로서의 권리, 어떻게 보면 헌법상의 재산권, 이것을 어떻게 해결할 것이냐, 상법에 그냥 단순히 신주예약권조항을 만들어서는 우리 법원이 어떻게 할지는 아무도 모르는 일이 돼 버릴 것 같거든요.

그러면 그것을 역시 회사법에서, 우리 회사법은 사실 주주평등의 원칙이 명문이 없습니다. 일본의 신회사법은 109조인가에 명문으로 있는 것 같은데요. 우리는 없는데 그래도 아무튼 우리나라 법체계에서는 주주평등의 원칙이 굉장히 신성시되고 있기 때문에 이것을 어떻게 극복할 것이냐, 일본처럼 판례를 기다려 볼 것이냐, 일본의 판례에서 생각하는 기준은 공격자가 회사의, 일본 Bulldog Sauce에서 제시한 기준은 그겁니다. 공격자가 회사와 주주 공통의 이익을 해하는 것으로 판단이 되고, 그 다음에 방어수단이 어떤 합리성을 가진다, 공정하고 합리성을 가진다고 하는 두 가지 요건을 충족하면 주주평등의 원칙에도 불구하고 유효하다고 보는 것 같은데요, 그러면 우리가 그런 기준을 거기에 넣을 것이냐, 아니면 오픈으로 할 것이냐, 아니면 입법취지에 할 것이냐, 이런 여러 가지 포인트가 있는 것 같습니다.

그래서 그런 부분이 하나 있는 것 같아요, 그런데 주주평등의 원칙이 사실은 의외로 굉장히 어려운 이슈 아닌가 싶습니다.

어떻게 부과할 것이냐 문제가 굉장히 중요하고, 그 다음에 마지막으로 하나 말씀드리면, 아까 권 교수님이 말씀해 주신 취득조항부와 관련해서 적대적 매수자에 대해서 보상을 할 것이냐, 결국 fair value를 stock-option, 일종에 option을 공짜로 나누어주는 것이니까 value를 산정해 보면 상당히 높을 텐데, 그것을 금전으로 보상해 줄 것이냐, Bulldog Sauce에서는 보상을 해주었고, 말씀드린 대로 미국에서는 보상을 해주지 않습니다. 그리고 보상을 해주면 실제 방어효과는 굉장히 적습니다. 거의 없다고 볼 수도 있거든요. 그것이 위하력이 있으려면, deterrence effect가 있으려면 보상을 안 해 주어야 되는데 보상을 해 주었다는 사실이 일본 판례에서도 주주평등의 원칙을 지켰다는 중요한 근거의 하나로 보았기 때문에 우리법상으로는 보상을 해 주는 것으로 갈 것이냐, 안 해 주는 것으로 갈 것이냐, 아니면 법에서는 아무 말도 안 할 것이냐, 그래서 제가 말씀드린 것은 회사에 대한 배임, 주주평등의 원칙, 보상여부, 그 다음에 주주총회 결의사항으로 할 것이냐, 이런 것들에 대해서 조금 고민을 해 봐야 될 것 같습니다.

○ 권종호 위원

부연설명을 제가 하나 드릴게요.

방금 Bulldog Sauce 사건에서 적대적 매수자에게 갖고 있던 신주인수권을 사서 돈을 주었거든요. 그런데 그것이 안 된다고 하는 기업가치보고서가 얼마 전에 나왔거든요.

왜냐 하면 Bulldog Sauce 판례가 아주

중요한 의미 중에 하나가 주주총회에서 결의를 거치면 방어수단은 정당화된다는 것이고 그 다음에 공격자에 대해서도 피해를 주어서는 안 된다는 것 그 두 가지가 아주 중요한데, 이것이 시장에서 잘못 받아들여져서 그러면 주주총회만 거치면 다 되느냐고 됐을 때 그것은 아니라고 한 것이 바로 주주총회가 형해화되었을 때는 그것은 아니라는 것하고 그 다음에 두 번째, 방어수단이 정당화된다는 소리는 공격하는 사람이 문제가 있다는 소리인데, 개에 대해서는 패널티는 주는 것이 맞기 때문에 개한테 돈을 준다는 것은 회사가 써야 될 돈, 주주가 가져가야 될 돈을 준 것이기 때문에 이것은 안 된다고 하는 규정이 최근에 발표가 된 것입니다. 한 10장 정도로 된 것인데 이것은…

○ 송종준 위원장

참고로 다음에 신주예약권으로 해서 공격해 왔을 때 공격자의 신주예약권을 회사가 안 사줄 경우에는 주주평등의 원칙에 반한다고 판결이 날 것 같은데요. 하여튼 발표하신 내용에 대해서, 대체로 포이즌 필은 워낙 유명한 제도가 되어서 대체로 다 인식을 하실 텐데, 궁금한 사항이 있으면 잠깐 묻고 구체적인 내용에 대해서 들어가도록 하겠습니다.

○ 이준식 검사

이준식 검사입니다.

조금 근본적인 이야기인데, 미국의 경우에는 법률에서 별로 터치를 안 했던 부분이고, 일본의 경우에도 포이즌 필을 만든 것

보다 포이즌 필을 만들 수 있는 scheme을 도입한 것 정도거든요. 그런데 우리가 일본처럼 신주예약권을 일반적으로 도입해서 각 회사가 알아서 경영권 방어수단 포이즌 필을 설계할 수 있게끔 갈 것인가, 아니면 포이즌 필을 하나의 형태로 법률에서 규정을 해서 포이즌 필을 도입하고자 하는 회사는 주주총회에서 결의하고 이리이러한 사항을 정하고 이렇게 하라고 해서 warrant를 도입하되 지금 포이즌 필을 위한 용도로만 제한적으로 도입할 것인가 하는 문제가 결정이 우선 되어야 될 것 같고요, 그것이 결정이 된다면 만약에 후자로 법률에서 이리이러한 포이즌 필 하나를 설계해서 만약에 포이즌 필을 도입하려면 이 형태로만 도입하라고 규정을 한다고 하면 지금 이야기하신 주주평등의 원칙이라든가, 아니면 배임 가능성 등 문제들은 상당히 법률적으로 해결이 될 수 있는 문제이고, 일본의 경우에는 이게 법률에 그런 직접적인 규정이 없기 때문에 이것을 각 회사가 설계한 정관이 과연 주주평등의 원칙을 깬 것 아니냐는 것이 논의가 될 수 있겠지만, 이게 법률적으로 하나의 scheme을 만들어서 만약에 경영권 방어하려면 포이즌 필을 도입하고, 포이즌 필은 이런 식으로 해라, 절차를 하나하나 다 규정을 한다고 하고 내용을 다 규정한다고 하면 지금 우려하시는 문제들은 많이 해결이 될 수 있거든요.

그러니까 일반적으로 warrant를 도입해서 각 회사가 정관에서 설계할 수 있게끔 일본처럼 갈 것인가, 아니면 하나의 제도를 만들어 버려서 일본에서 많이 쓰는 제도나

합리적인 제도 하나를 선택해서 이것을 법률로서 규정을 할 것인가, 이것은 사전에 좀 결정이 되어야 될 부분이 아닌가 싶습니다.

○ 송종준 위원장

포이즌 필의 경우도 역시 다른 제도와 마찬가지로 법률적인 장애도 있지만, 남용의 여지가 굉장히 클 수 있다, 경제적으로는 가장 저(低) cost로 효과적으로 방어할 수 있다고 평가를 하는데, 실제로 미국의 재무학자들이 논한 바에 의하면, 이것이 방어효과가 반드시 크다, 예컨대 제가 본 논문에서는 50% 이상이 방어효과가 나타나지 못했더라고요. 그래서 반반 정도의 개념으로 이해를 하고 있는데, 그것은 미국적인 시장, 합리적인 판단 이런 것들이 깔려있기 때문에 아마 그렇게 나왔을 것이라고 생각하는 데, 그 통계를 보게 되면 포이즌 필이라고 전가의 보도처럼 완벽한 방어수단이라고 미국적 시각으로 보면 그렇게 이해될 수 있는 측면이 있는 것 같아요. 그런데 실제로 보면 이현철 위원님께서도 말씀하셨지만 포이즌 필을 언제든지 설계할 수 있도록 되어 있는 법적 환경이 되어 있을 뿐이지, 실제적으로 warrant가 행사되고 하는 예는 없다는 말씀을 하신 적도 있었는데, 하여튼 미국의 오리지널 제도나 일본의 소위 수정된, 변형된 포이즌 필이 다소 차이가 있습니다. 어떤 경우든지 간에 본질적으로 일본 것도 그렇지만 본질은 이사회결정으로 신속하게 방어할 수 있도록 하는 것이 핵심이고, 또 하나는 그 warrant를 행사해서 아주 저가로 대상회사의 주식을 취득할 수 있고, 더 나

아가서는 인수 공격자의 회사의 주식도 저가로 살 수 있는 조건을 다 허용하고 있습니다, 미국 같은 경우는. 그래서 저가로 인수할 수 있다고 하는 측면이 있고, 또 하나는 법률적인 장애로서 우리법상으로 해결해야 될 것이 바로 주주평등의 원칙, 또 주주평등의 원칙과 관련된 그것이 핵심적인 쟁점이 아닌가 생각이 되는데, 일단 논의의 편의를 위해서 주주평등의 원칙의 문제를 일단 한번 해결을 해야 그 나머지가 이야기가 될 수 있을 것 같습니다. 제가 알기로는 주주평등의 원칙이라고 하는 것이 우리 상법에는 어떤 명문의 규정이 있는 것은 아니지만 대법원의 입장으로 따지면 상법상의 강행규범으로 인식을 하고 있고, 그것을 무시한 정관규정이라든가, 주총결의라든가, 이사회결의는 모두 다 무효로 취급을 하고 있는 상황입니다. 그런데 결국 주주평등의 원칙이 문제가 되는 것은 공격자를 배제하고 warrant를 나머지 주주에게만 준다, 공격자를 배제는 다 하더라도 그 warrant를 행사할 때는 공격자만은 배제하고 나머지 주주한테만 행사할 수 있는 권리를 준다, 이것이 주주간의 차별, 주식의 차별로 쟁점이 되었는데, 예컨대 상법에 그것은 예외로 할 수 있다고 하는 규정을 넣었을 때 2단계로 헌법상의 문제까지도 거론될 수 있는 여지는 충분히 있다, 이런 생각을 하고 있는데, 그래서 아마 일본에서 Bulldog Sauce 판결에서도 일본이 주주평등의 원칙이 명문으로 되어 있으면서 일본의 해설론자들의 지침 등은 주주평등의 원칙의 위반문제는 없다고 되어 있는데, 제가 보는 견지에서는 이것이

일본학자들이나 일본의 시장에서 합의라고 저는 보거든요. 그래서 그 합의의 내용이 바로 뭐냐 하면, 정부가 운영하고 있는 산하의 기업가치연구소에서 연구한 결과가 기업가치보고서인데, 거기에서 소위 사회적 합의를 볼 수 있는 것이 주주의 이익 and 그 회사의 기업가치이지요. 그 개념을 도출해 낸 것 같습니다. 굉장히 폭넓은 개념이면서도 추상적이고, 그래서 지침에서는 구체적으로 그것을 지키기 위한 세부적인, 소위 decision 크라이어티를 딱 설정을 하고 있는데, 만약에 우리도 그런 개념을 채용했을 때 받아들일 수 있을 것이냐고 하는 문제가 있습니다.

○ 이현철 위원

한 말씀만 드리겠습니다.

먼저 저희가 주주평등의 원칙도 중요하고, 그것도 또 말씀드릴 텐데요, 그 전에 하나 생각해 봐야 될 것이 포이즌 필과 관련된 이사의 의무입니다. 이사의 fiduciary duty, 그것을 어떻게 정할 것이냐, 그런데 사실 미국에서는 그것을 가지고 통제를 하거든요. 아까 위원장님 말씀대로 실제로 방어효과가 크지 않다는 것은 뭐냐 하면, unsolicited bid가 왔을 때 당연히 포이즌 필을 가지고 막을 수 있을 것처럼 보입니다. 판례도 그렇고, 그런데 경영진으로서 강한 pressure를 느끼거든요. 왜냐 하면 굉장히 고가의 bid price가, 프리미엄이 예를 들어서 50%다, 그런데 자기가 무슨 논리로 주주의 이익을 대변한다고 방어를 할 것이냐, 그래서 alternative, 다른 대안을 찾는다는지

그렇게 노력하기 때문에 또는 그 bid에 응한다든지 그런 pressure를 강하게 느끼거든요. 그것을 느끼는 이유는 이사들이 주주에 대한 fiduciary duty가 있다고 느끼기 때문입니다. 그러면 자기가 일단 회사의 long-term value, 자기가 가지고 있는 어떤 management policy를 반영했을 때 회사의 long-term value가 지금 제시하는 가격보다 더 높다는 것을 주주들한테 합리적으로 설득시키지 않으면 자기는 fiduciary duty를 다 못한 것이거든요. 그런데 그것은 결국 기준이 뭐냐 하면, 현재주주입니다. 현재의 주주와 주주의 입장에서 어느 게 더 이익이 되느냐, 그게 미국식 fiduciary duty입니다.

그런데 일본에서 지금 기업가치보고서 등에 나오는 판단기준은 현재주주 입장보다는 취득자가 취득한 이후에 그 회사를 가지고 어떻게 할 것이냐, 예를 들어 LBO 같은 회사를 담보로 제공하고 또는 bust-up takeover 같은 회사를 나중에 쪼개서 팔아버리고 그런 것들을 하려는 계획을 가지고 있는 취득자는 남용적 매수자라고 해서 그런 사람에 대해서는 방어를 할 수 있다고 이야기를 많이 하거든요. 그런데 그것은 결국 현재주주의 입장이 전혀 아니고, 법인이라는 하나의 별도의 entity, 또는 법인에 대한 어떤 stakeholder, 거기에 있는 직원이라든지, 지역사회라든지 그런 데 대해서 오히려 더 중점을 가지고 있거든요. 그래서 그것이 사실은 cooperate value와 shareholder commom interest 2개를 병행적으로 하는 이유처럼 저한테는 보여지는데요, 그래서 우리도 방향을 정할 때는, 물론 이것을 범으

로 정할 수 있는지는 잘 모르겠습니다만, 과연 방어를 할 때 이사가 방어수단을 채택할 때 이사의 주의의무가 정확하게 뭐냐, 무엇을 위해서 방어를 할 수 있느냐, 기업 그 자체의 entity, 어떤 주주에 관한 조금 독립된, 기업이라는 것은 주주만 있는 것이 아니라 거기에 먹고 살고 있는 종업원도 있고, 채권자도 있고, 여러 가지 stakeholder가 있으니까 이 사람들의 이익을 종합적으로 고려해서 내가 방어한다고 할 수 있느냐, 아니면 순수하게 현재주주의 이익만을 위해서 내가 방어한다고 할 것이냐, 그런 방어의 수단을 채택할 때 이사의 기준, 주의의무 기준이 명확해야 될 것 같습니다. 그래야만 사실은 남용이 될 수 있는 여지가 그 제도를 만든다고 해서, 여러 가지 강제적인 제도를 만든다고 해서 그것은 빠져 나갈 수 있는 것이니까 어떤 기준이 명확해야 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

지금 그 문제와 관련해서 근본적인 문제인데, 이 부분은 아마 다른 분야에서도 더러 이야기가 된 부분인데, 이것은 확실히 구별을 해야 될 것 같습니다. 예컨대 방어, 우리는 지금 모든 것이 방어라는 초점을 가지고 이런 수단을 이사회에서 결정해서 막는다, 막도록 해 놓았으니까 아무나 쳐들어와라, 다 막겠다, 그러면 다 적법하다고 절대 생각할 수 없다고 하는 것이지요. 예컨대 자사주를 제3자한테 처분을 하는 방법에 의해서 경영권을 방어할 수가 있습니다. 자사주 처분은 자유롭지요. 그렇지 않습니까?

우리법상 다른 제한이 없어요. 자유롭지요.

그러면 누구든지 공격이 왔을 때 자사주를 자기에게 우호 있는 사람한테 매각을 해서 경영권을 방어할 수 있을 것처럼 생각을 하는데, 그것은 다르다는 것이지요. 저는 그 부분에 관해서 오랫동안 연구를 사실 했고, 그 이론이 저는 소위 방어권 남용제한 이론이라고 합니다. 사실상 지금 판례에서 그것이 채택이 되고 있고, 전 세계 모든 방어법리에서 핵심은 그겁니다. 미국은 이사회에서 다 할 수 있지요. 다 할 수 있는데, 왜 그것이 불가하다고 해서 Unocal 판결이 나고 뭐가 나오니까? 바로 경영판단원칙 권한을 주었다고 하더라도 거기에는 한계가 있다고 보는 거예요. 그 기준이 뭐냐고 하는 것을 거기에서 제시했다고 하는 의미가 있는 것이고, 일본의 방ерж침은 바로 그것을 참고해서 구체화하게 만든 것인데, 우리나라는 없다는 이야기지요. 그래서 대부분 분들하고 다 논의를 해 보면 이걸 트면 이제 쳐들어 오기만 해라, 다 막겠다, 절대 아니라고 하는 것이지요. 그것도 여러 가지 필요한 구체적이고 합리적인 상당한 요건이 충족되었을 때 이사회가 그 수단을 이용해서 막을 수 있는 것이지요. 그래야만 적법한 것이지 무턱대고 온다고 해서 그것은 절대 아니라고 하는 점을 꼭 구별을 했으면 합니다. 이미 이것은 우리 판례에서도 받아들이고 있다고 하는 것을 좀 이해를 해 주셨으면 좋겠고, 차라리 그런 부분에서 이사회 권한에 속하느냐 하는 문제와 관련해서는 warrant라고 하는 법적 성질이 뭐냐에 따라서 결정될 수 있겠지요.

그런데 그렇게 한다고 할 경우 그럼에도 불구하고 남용될 여지가 크다고 하는 점을 고려해 보면 그러면 남용을 막기 위한 수단은 뭐냐, 이사회결의로 줄 것이냐, 아니면 주총 결의로 넘길 것이냐고 하는 것이 결정될 수 있다고 보는데, 저는 그래서 그 부분은 남용제한을 하는 하나의 어떤 수단으로서 억제할 수 있는 측면이 있다고 보고, 오히려 중요한 것은 이 주주평등의 원칙 같아요.

이현철 위원님은 그 부분에 관해서 어떻게 생각하십니까?

○ 이현철 위원

아까 위원장님이 말씀하신 기업가치보고서에 주주평등의 원칙 부분을 읽어보면 굉장히 어떻게 보면 허탈하게 되어 있습니다.

왜냐 하면 각주로 주주평등의 원칙은 주주의 권리에 대해서만 적용이 되는데 신주예약권은 right가 아니고 privilege다, 그렇기 때문에 그것은 적용이 없다고 되어 있습니다, 지금 기업가치보고서에는. 그래서 아무 지침을 저희한테 안 주고 있는데 차라리 Bulldog Sauce case는 저희한테 지침을 주는 것 같아요.

왜냐 하면 지금까지 저희가 생각한 주주평등은 원칙은 그 사람의 고유권입니다. 재산권 같은 고유권이기 때문에 진짜 신성불가침이지 않습니까? 그런데 다수의 이익을 위해서는 그 사람의 고유권조차도 침해될 수 있다는 게 굉장히 중요한 하나의 진전인 것 같은데요, 결국은 기업 전체의 가치 또는 주주 전체의 이익을 위해서는 그 사람의

이익은 훼손될 수 있는 것이라는 게 Bulldog Sauce case인 것 같습니다. 그래서 저는 그것은 맞는 입장인 것 같아요.

그러니까 주주평등의 원칙이라는 것은 절대 신성불가침일 수는 없는 것 같습니다. 뭔가 그보다 더 상위의 주주 전체의 이익이나 기업가치를 보호할 필요가 있으면 그것은 특히 공격자니까, 선의의 주주도 아니고 공격자이기 때문에 그 부분은 극복해야 되고 우리가 깨야 되는 도그마 아닌가라는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

저도 그 부분과 관련되어서 많은 학회 법학자들과 논의를 많이 했는데, 의외로 지금 우리 이 위원님께서 이야기하신 취지, 주주평등의 원칙은 별로 중시되지 않은 것처럼 다 이야기를 해서 사실상 놀래기도 하거든요. 그래서 그렇게 된다면 이런 포이즌 필을 도입하는 것이 오히려 어려운 법적 장벽은 넘을 수 있는 것이라고 해서 의외로 놀라운 느낌을 사실 가졌습니다.

그래서 이 부분은 만약에 도입한다고 했을 때 그런 개념들이 아무래도 법규정에 들어가야 되겠지요. 그렇지 않게 되면, ‘무엇 무엇을 위해서’라는 말이 들어가지 않게 되면 어디에서도 그 근거를 찾을 수 없으니까, 따로 지침이 있는 것도 아니고, 어떻게 됩니까?

○ 이현철 위원

그 목적을 얻는다는 것 자체가 사실 또 입법적으로 굉장히 어려울 것 같고요, 그러

니까 예를 들어서 한 가지 방법으로는 일부 주주를 배제할 수 있다는 조항을 넣는, 목적인 언급하지 않더라도 일부 주주를 배제할 수 있다는 조항을 예외적으로 넣을 수 있는 것도 한번 생각을 해 볼 수 있을 것 같습니다.

○ 연태훈 위원

더 진도가 나가다 보면 너무 전문적으로 가실 것 같아서 문의한도 조금 말씀을 드리겠습니다.

말씀하신 것은 조금 이따 더 진행하신다고 전제하고, 저도 쪽 들으면서 느낀 것인데, 말씀하신대로 미국 같은 경우에 이사회가 여러 가지에 있어서 일종에 발동권한을 가지고 있고, 그 자체가 기반하고 있는 것은 말씀하셨듯이 주주들에 대한 일종의 충실의무, fiduciary duty를 가지고 있기 때문에 실질적으로 그것이 지켜진다는 관점에서 그것을 발동시킬 수 있는 권한이 주어져 있다고 생각하고요, 그때 주주는 기존의 주주일 수도 있고, 하여튼 그 부분은 저희가 따로 또 이야기를 하겠지만 어쨌거나 그 부분은 서로 보완적이고 필요로 하는 부분인 것 같습니다.

그런데 저희가 이런 논의를 하면서 앞서도 많이 말씀드렸지만, 한국에서의 이사회를 그런 식으로 사실 이해할 수 있겠느냐에 대해서 저항이 좀 있는 것이고, 그 부분에 대해서는 워낙 논의가 많이 되는 부분들이기 때문에 이사회 equal 소수지배주주와 철저히 이해관계를 같이 하는 조직으로 봤을 때도 우리가 예를 들어서 이사회에서 이런

결정을 할 수 있도록 인가해 줄 수 있으나, 물론 그것이 사후적으로 이러한 이사의 충실의무가 전체 주주의 입장에서, 그때 전체 주주는 개념 논의가 다시 되어야 되겠지만, 옳은 판단이나에 대해서 사후적으로 제재가 가능한 담보가 주어지고, 실제로 practice가 그렇다면 논의가 다시 또 미국 쪽으로 접근할 수 있는데, 통상적으로 저희 경영권 분쟁이나 여러 가지를 기존의 주주 간에서도 이해관계가 많이 달라지는 것으로 파악하는 상황에서 저희가 최초의 포이즌 필과 과를 같이 하는 차원에서 포이즌 필을 도입할 수 있겠느냐에 대해서 지속적으로 말씀드리는데, 하지만 근본적인 문제의식을 가지고는 있습니다.

그리고 사실 주주평등 같은 경우도 말씀하신 것을 보면 사전적으로 봤을 때 저는 시간적인 개념인 것 같아요. 그러니까 말씀하셨듯이 국가 헌법에서는 예를 들어서 국민의 권리를 다수 국민의 어떤 welfare를 위해서 소수 국민의 권리를 제한할 수 있도록 되어 있지만 과연 회사에서도 동일한 근거로서 예를 들어서 전체 welfare를 위해서 소수주주의 어떤 권한을 배제할 수 있느냐, 동일한 맥락에서, 제가 법리적으로 어떻게 이야기가 되고 있는지 잘 모르지만 조금은 과도한 해석이지 않겠느냐, 차라리 그 부분에 대해서는 어떤 시간적인 컨셉으로 이런 공격행위가 이루어지기 이전의 주주들에 대해서는 내가 fiduciary duty가 있고, 이 행위가 적법하게 이루어져야 어떻게 보면 실질적으로 새로운 주주가 되는 것이기 때문에, 공격자가 기존에 10% 지분을 가지고 있을

수는 있어요, 그러니까 10%로서는 주주로서의 요건을 부여해서 판단을 해야 되겠지만 취득을 원하는 50% 관점으로서의 주주로서 받아들여서 판단할 수는 없다, 저는 그렇게 본다면 사실 주주에 대한 판단 부분이 조금은 더 명확해지는 것 같은데, 이것 또 역시 비전문가적인 이야기일 수도 있겠습니다.

그래서 하여튼 크게는 도대체 우리나라에서 이사회를 어떻게 봐야 되겠느냐, 그리고 포이즌 필이라는 것이 결국은, 도입 자체가 이사회와 뗄 수 없는 관계라는 부분을 고려한다면 도입 여부, 혹은 도입의 형태에 있어서 저희가 그 부분을 명확히 좀 하고 넘어가야 되겠다는 것하고 그 다음에 주주평등에 대해서 나름대로 해석을 말씀드렸고, 그리고 이것은 사실 권 교수님한테 말씀을 한번 들은 것 같은데, 저희가 자사주에 제약이 진짜 없습니까? 적어도 아직까지는 상법상으로는 소각을 시키도록 되어 있는 것이 아닌가요?

○ 이현철 위원

상법에서는 그런데요, 증권거래법에서...

○ 연태훈 위원

증권거래법에서는 그게 특수법으로서 그냥 제한해 버리는 것이지요?

○ 이현철 위원

증권거래법은 상장법인에 대해서는...

○ 송종준 위원장

자사주는 취득하면 계속 보유해야지요.

증권거래법의 취지는요.

○ 이현철 위원

팔 수 있습니다.

○ 연태훈 위원

네, 그렇게 비슷하게 돼버리는 게 저는 되게 어색하거든요. 국제적으로도 case가 별로 없는 것 같은데.

○ 이현철 위원

자사주를 말씀드리면, 상장법인의 경우에는 취득은 제한이 있습니다. 시장에서 취득하거나 아니면 공개매수를 해서 취득할 수밖에 없습니다. 그런데 매각은 제한이 없습니다.

○ 연태훈 위원

네, 그래서 저는 왜 도입됐는지가 궁금한 것은 사실입니다.

○ 이현철 위원

그런데 미국에서도 제한이 없습니다. 미국식이라고 생각하시면 됩니다.

○ 송종준 위원장

미국 스타일을 도입한 것이지요. 독일이나 일본법에는 신주발행 절차처럼 주주평등의 원칙을 지키라고 명시되어 있어요. 되어 있는데, 저는 개인적으로 거기에 agree하지 않는데, 왜냐 하면 다른 법리가 없이 그것만 있으면 분명히 남용될 소지가 많은데, 자사주를 처분해서 경영권을 방어할 때

는 그 방어에 적용되는 남용문제를 이미 판례가 충분히 채택하고 있어요. 인식하고 있고요. 그래서 충분히 똑같은 결과를 가져올 수 있다, 그런데 자사주라고 하는 것 자체가 단순히 경영권 방어의 기능만 있는 것이 아니라 재무학을 하셨으니까 너무나 잘 아시겠지만 매우 다양한 기능을 사실 가지고 있다고 해요. 그래서 그런 것을 예컨대 신주발행절차로 청약받아서, 이게 년센스 중에 사실 년센스거든요. 그래서 그런 부분은 저는 개인적으로 동의하는데, 어쨌든 결국은 free하게 놓아두어도 방어 국면에서 사용하는 것은 또 다른 문제다, 여러 가지 엄격한 기준을 심사해서 위법성 여부를 판단할 수 있는 요소가 있기 때문에 결과에 있어서는 같은 결과가 가져올 수 있지 않겠나 하는 느낌을 가지고 있습니다. 아마 미국 법리도 그런 차원일 것입니다.

○ 이현철 위원

제가 그래서 우리나라 법상 지금까지 판례가 방어에 대해서 명확하게 명시적으로 한 것은 아니지만 경영권 방어에 대한 판례의 취지를 말씀드리면, 경영권 방어는 회사의 업무라고 보지 않습니다. 여태까지 우리나라 판례는. 그것은 주주의 문제다, 경영권을 방어하고 말고는 주주의 문제이기 때문에 경영권을 방어할 목적으로 회사에 어떤 부담을 준다든지 손해를 끼치는 행위를 하면 그것은 배임이다, 기본적으로 회사에 대한 임무위배라고 보는 것이 지금까지의 판례입니다.

예를 들면 기아그룹의 과거 김선홍 회장

의 case, 그 경우에도 판례가 회사의 종업원 들한테 돈을 빌려주어서 주식을 사게 했거든요. 나중에 주가가 떨어지니까 손해를 본 것인데, 그 경우에도 결국 배임이라고 했습니다. 결국 경영권 방어, 여태까지 저희들 논의는 결국은 경영권 방어도 기업가치나 주주에게 이익이 되기 때문에 그런 목적으로 하는 것은, 경영권 방어는 회사의 업무라는 것이 저희가 기본 컨셉으로 서로 이해가 되는데 그거는 미국에서는 당연히 그렇게 봅니다. 경영권 방어도 회사의 업무라고 보는데, 지금까지 우리나라 판례의 대체는 경영권 방어는 주주의 문제다, 주주 간에 싸움일 뿐이고, 거기다가 회사를 결부시켜서 회사가 주식을 저가로 발행한다든지, 아까 위원장님이 말씀하신 자사주를 경영권 방어를 위해서 특정한 주주에게 주는 것도, 판례가 조금 나뉘고 있습니다만, 그것의 효력을 인정하지 않은 예도 있기는 있거든요.

그러니까 기본적으로 판례의 취지는 경영권 방어는 기업의 어떤 문제는 아니다, 주주의 문제라고 지금 생각하고 있거든요. 그래서 포이즌 필을 도입해서 유효성을 인정받으려면 그것에 대한 법원의 시각도 완전히 고쳐야 되는, 그러니까 결국 이게 회사에 이익이 되고 주주에게 이익이 되기 때문에 회사주식을 저가로 발행하더라도 인정해 줘야 되는 제도라는 법원의 시각을 기본적으로 바뀌어야 되는 아주 큰 문제가 있습니다.

제가 배임이라고 말씀드린 것도 그런 면에서 말씀드린 것입니다.

○ 송중준 위원장

그런데 그 부분도 전통적으로 우리 대법원이 그런 입장을 취한 것은 사실이지요. 경영권 방어, 그러니까 지배권 유지를 유일한 목적으로 할 경우에는 무조건 다 위법하다고 판결이 났는데, 일단 결국은 방론이지만 현대 엘리베이트 case에서, 물론 하급심이지만 굉장히 중요한, 종전의 태도를 확장해 주는, 그런데 종전의 태도를 확장해 주는 법리라고 하는 것이 결국은 뭐냐 하면 Unocal 판결하고 일본의 동향이에요. 일본의 동향. 그래서 그것이 인식이 되고 있다고 하는 측면이 있어요. 그렇지 않고서는 지금 전 세계적인 입법례로서 회사법 전체가 이번 개정에도 미국법 요소가 다 들어와 있는 상황이 됐는데, 우리법은 거꾸로 옛날 구시대로 넘어가서 독일 주식법 형태로 가는 부분에 관해서는, 이렇게 되고 있는데 독일도 사실 방어재량을 제한적이지만 주고 있거든요, 다른 나라와 달리. 그러니까 몇십년 전 독일 주식법만 생각하고 모든 회사 경영권 방어 문제는 주주가 결정해야 된다고 하는 것은, 독일에서는 이미 그런 개념은 떠난 지 오래예요. 독일에서 공부한 사람도 그 부분을 옛날 시절만 생각을 하고 있어서 그 부분은 답답한 측면이 있어요. 그래서 어차피 이론이라고 하는 것은 계속 발전이 되는 것인데, 자사주 처분에서 아마 대표적인 case가 대림통상 case에서 이것은 신주 발행과 유사하라고 해서 저도 법률신문에 그 부분에 관해서 노골적으로, 형식적으로 관찰한 것은 너무 성급한 판단이라고 했는데, 그 이후에 동아제약 case에서 완전

히 바뀌었지요. 완전히 태도를 바꾸었습니다. 똑같은 하급심이지만, 그래서 판사들도 여러 가지 상황을 다 검토를 하는데, 우리가 우려하는 어떤 수단을 주었다고 해서 이것이 전가의 보도처럼 무조건 다 쉽게 할 수 있다고 하는 것은 결코 아니라고 하는 것, 그 국면에서는 따로 따져야 된다고 하는 것이 하나 남아있기 때문에 제가 볼 때는, 제가 예컨대 평석을 하더라도 딱 봐서 안 되면 안 되는 것이지요. 아무리 법상 허용되어 있다 하더라도, 그런 측면이 있기 때문에.

○ 연태훈 위원

위원장님, 그런데 여전히 제가 또 법의 history에 대해서 잘 모르기는 하는데, 저는 이런 겁니다. 독일도 다 바뀌었을 수도 있고 한데, 우리가 현 시점에서 경영권 관련된 분쟁은 주주가 결정해야 한다는, 주주가 결정해야 할 수도 있고, 누가 주주를 대신해서 결정을 해 줄 수도 있지만, 결국은 eventually 주주의 결정권에 속하는 부분이다, 그러니까 다시 말해서 이사회는 판단이 주주 전체의 판단과 다르다면 그 부분에 대해서 배임을 묻든, 하이트 문제가 총들의 소지가 있을 수 있다는 부분에 대해서 저희가 agree를 하냐는 부분인데, 저는 원론적인 입장에서 궁극적으로는 주주가 결정해야 될 사안이라는 자체를 저희가 과연 부인할 수 있겠느냐, 그리고 독일이 만약 거기에서 떨어져 나갔다고 해도 주주에게는 결정권한이 없다고 생각했기 때문에 떠났느냐에 대해서는 저희가 또 고민을 해 봐야 되는 부분이

아닌가 판단하거든요.

다시 말해서 미국에서 이사들이 주주를 대신해서 판단할 수 있게 한 것도 아까도 말씀드렸지만 이사회결정 equal 주주들의 대표적인 의사표시와 다르지 않다는 전제조건이 충족될 시에만 이 모든 게 가능했었던 것이 아니냐, 저는 그렇게 보고 있거든요.

○ 송종준 위원장

우리 법상으로도 이사한테는 선관주의 의무도 부과되어 있고, 충실의무도 다 부과가 되어 있기 때문에 이사들의 남용적 행위에 관해서는 우리 상법 401조인가요, 이런 부분에 관해서, 399조이죠, 회사에 대한 책임문제로 다 책임조항으로, 399조, 401조에 따라서 회사뿐만 아니라 제3자에 대해서 다 책임을 추궁할 수 있어요. 그게 없는 것이 아닙니다.

그래서 무방비적으로 아무런 책임도 없고 마음대로 악용할 수 있다고 생각할 필요는 없다는 것이지요. 충분히 소송 인프라가 다 되어 있다고 하는 것이 되고, 참고로 미국의 포이즌 필에 대해 최근 학자들의 견해는 포이즌 필을 발행할 때 주주들이 가급적 참여하는 쪽으로 하는 것이 좋다고 하는 것이 유력한 견해더라고요, 문헌을 보니까. 종전에는 모두가 이사회 전권사항으로 했었는데 주주들이 너무 소외되기 때문에, 그래서 이런 것들은 우리가 입안을 할 때는 상당히 시사적인 요소가 있는 것이 아니냐, 아울러서 미국도 너무나 남용되는 요소가 있기 때문에 그런 생각을 했을 것이고, 그런 현상이 우리가 이런 것을 입안할 때 충분히 고

려할 수 있는 요소가 아닌가 싶어요.

그래서 제가 볼 때는 포이즌 필을 도입한다고 할 경우 미국이나 일본처럼 이사회 결의만으로 모든 것을 도입하는 데에는 좀 무리가 따른다는 생각은 아마 대부분 학자들은 다 동의할 하는 것으로 알고 있습니다. 그 부분은. 그래서 그 부분이 첫째 관건인데, 최소한 주주총회 특별결의 정도로는 묶어놓을 필요가 있지 않겠느냐는 생각은 들고 있습니다.

○ 연태훈 위원

그런데 말씀하셨는데, 이사들의 선량한 관리로서의 의무나 이런 부분들에 대해서 우리나라에서 얼마나 책임을 져야 되느냐, 우리나라에서 이 사람들이 책임을 지는 수준이 그러면 미국에서 이사들이 잘못된 judgement나 혹은 경영상의 책임에 대해서 책임져야 되는 부분과 같다고 놓고 이야기 할 수 있는가에 대해서 제가 사실은 잘 모르거든요. 그런데 통상적으로 우리나라는 매우 소극적으로 그런 부분들을 판단한다고 제가 이해를 하고 있어서 그런 차이에 대한 고려도 있어야 되지 않느냐라는 느낌은 있습니다. 그러니까 무슨 말씀인지는 아시겠지요?

그 부분이 하나이고, 그 다음에 말씀하시면서 주주총회에서 모두 결정하는 방법이 다른 것은 다 좋는데 기동성이 떨어진다, 제가 몇 번 들었을 텐데 또 잊어버렸습니다. 이런 공격행위와 이에 대한 포이즌 필 신주예약권을 사용한 방어행위 간에 시간적인 관계상으로 기동성이 얼마나 중요한 요

소냐, 그것은 사실 한 번만, 이것은 순수한 질문입니다.

○ 권종호 위원

그게 어떤 경우냐 하면, 사실은 사전경고형이 일반적으로 이야기할 때 공격하는 사람에 대해서 과약을 하고 시간을 보고 이런 취지로서 좀 바람직하다고 이야기를 하면, 그런 사전경고형이 전제가 됐을 때는 봤을 때 이것이 사전에 정해 놓은 기준이라든가, 누가 봤을 때 판단해서 여기서는 빨리 스톱을 시켜야 되겠다고 판단이 되면 거기에서 발동을 시켜야 되는데, 만약에 그 판단은 사실은 이사회가 제멋대로 하는 것이 아니라 이사가 여러 가지 기준에 의해서 발동을 시켜야 된다고 하려면 반드시 그 시점에서 신주예약권을 발행해서 주주한테 뿌려줄 수 있어야 되는데 주주가 뿌리는 것으로 하려면, 주주총회를 하려면 최소한도 빨라도 2주 걸리고 하니까 그 자체가 안 되니까 사실은 주주총회에서 발동까지 결정하는 시스템을 취하게 되면 사전경고형은 사실 발행하기가 굉장히 힘들지요. 그리고 여기서 그게 가능하다고 되면 아까 이야기한 대로 이사회결의에 의한 무상배정제도는 도입할 수 없는 것이 되지요.

○ 연태훈 위원

반대로 공격기간을 대폭적으로 더 늘리면 되잖아요? 아시다시피...

○ 송종준 위원장

공개매수기간을요?

○ 연태훈 위원

공개매수기간 같은 것을 의무적으로 기간을 두게 있잖아요. 만약에 여기서 이야기 하는 기동성이 단지 그런...

○ 권종호 위원

아니, 제가 이야기하는 기동성은 그런 예이고, 그리고 만사가 사실은 아까도 이야기했지만 주주총회에서 모든 것을 결정하려고 만약 법으로 한다는 것이, 이것은 지금도 그 폐해가 나타나는 것처럼 그러면 안정 주주를 확보하기 위해서 그런 일이 사실은 또 벌어지는, 조작하는 측면이 자주 생길 수가 있거든요. 그래서 제가 보기에는 아까 우리 이 검사님도 이야기한 것처럼 법으로서 남용은 어느 정도 막아줄 수 있는, 그러니까 가장 좋은 것은 저는 기본적으로 연박사님과 생각이 같은 것은 방어수단은 어떤 형태로든, 이사가 자의적으로 행사될 수 있도록 하는 방어수단은 절대 안 된다는 것에는 완전히 공감을 합니다. 그런데 그런 시스템으로서 하는 게, 우리는 주주총회를 하면 좋겠다고 생각하는 게 일반적이잖아요. 그런데 저는 아까 이 검사님과 다르게 제도 자체를 신주예약권을 주고 거기서는 회사의 필요에 따라 방어수단 말고도 이용될 수 있고, 방어수단으로도 이용될 수 있다면 사실은 이사회가 결정할 수 있도록 해도 방어수단이 이용되지 않을 때는 이사회결정대로 해도 문제가 없잖아요. 그런데 만약에 주주총회 결의로만 하라고 하면 사실은 방어수단 이외로 쓰였을 때 제약이 되는 문제가 있을 수 있으니까 저는 기본적으로 신주예

약권은 이사회결의로 하는 것으로 풀어놓고 방어수단은 될 수 있으면, 제 생각은 다른 방법으로 막는 것이라고 생각했는데, 방금 말씀하신 것은 굉장히 좋은 아이디어라는 생각이 듭니다.

그러니까 법에서 적어도 방어수단으로 이용될 경우에 원칙적으로 신주예약권은 이사회결의로 할 수 있되, 그러니까 저가발행 같은 것은 주주총회를 해야 되지만, 원칙적으로 그 외에는 할 수 있지만 방어수단으로 이용될 때에는 주주총회를 하고 거기에서 방어수단으로 이용되는 것은 왜 그런 것을 이렇게 했고 이렇게 disclosure를 하는 것은 바람직하다고 생각하는데, 그런데 그것과 관련해서 제가 하나 생각을 해 보니까 저런 경우가 있습니다. 지금 우리가 일반적으로 우려하는 게 방어수단을 전제로 하지 않은 상태로 이야기된 것 중에 하나가 사채에다가 신주예약권을 붙이는 것도 있지만 주식에다가 신주예약권을 주는 경우도 있거든요. 그러니까 주주한테 주식을 팔면서 신주예약권도 붙여서 파는데, 이래서 주주한테 팔았습니다. 그런데 주주는 방어수단은 전혀 생각을 안 하고 했는데, 적대적 매수가 되어서 경영자가 그것을 뿌릴 때는 전혀 아니고 이사회결의로 뿌렸는데 경영자가 건의를 하든 어떤 형태로 해서든 방어수단으로 이용이 됐어요. 이렇게 되면 사실은 이게 어떻게 되느냐 하는 문제, 결과적으로 그 문제가 바로 일본처럼 마찬가지로 신주의 제3자 배정을 할 때 저가발행을 할 때 주총의 특별결의를 거치도록 하라니까 대부분 그것이 그냥 일반적으로 뿌려도, 방어수단 목적으로

뿌려도 다른 쪽에서는 방어수단이라고 해서, 주주총회 특별결의를 안 했다고 해서 소송도 벌어지고 그런 일이 굉장히 많을 수 있을 것 같습니다. 그래서 입법기술적으로 사실 그것은 타당한데, 방어수단으로 할 때는 주주총회 특별결의로 하고, 그 외에는 이사회로 하라고 해 놓아도, 법은 그렇게 하라고 해도 시장에서는 이해관계 있는 사람 같은 경우는 분명히 그것은 방어수단이 목적이야, 그런데 주주총회 특별결의로 안 했으니까 이것은 발행유지청구권을 행사한다든가 이런 식으로 되어서 하여튼 굉장히 복잡한 문제는 분명히 있을 것 같다는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

그런데 원칙으로 이사회를 하고 방어수단으로 할 때는 주총결의를 거치라고 하는 것은 조금 힘들 것 같고요, 내가 볼 때는 수권을 하는 방법이 가능하다, 그러니까 주주총회에서 아예 그 제도를 도입하는 절차 과정에서 주주들이 가급적 많이 참여해서 주주들의 의사에 기해서 도입을 하도록 하고, 어떤 구체적인 이벤트가 생길 때에 이것을 발행해서 배정하고 하는 이 부분에 관한 의사결정은 이사회가 하도록, 수권할 수 있도록 하는 시스템을 취하게 되면 이사회가 이사들의 상법상의 책임 하에 배정을 할 거라 이런 이야기지요. 이런 식으로 하면 주주들의 의사도 가급적 다 참여를 하게 되는 것이고, 이사들이 회사의 공동이익, 기업 가치를 고려해서 거기에 합당한 선에서 적정한 것을 할 테니까, 그것이 또 남용될 경

우는 그에 따른 책임을 또 지고, 그 자체가 또 효력이 다투어질 수가 있는 것이고, 그래서 사법판단에 맡길 수밖에 없겠지요. 그래서 그 부분은 일본처럼 매우 복잡하게 하면, 저는 일본법만 보면 머리가 아픈데 어쨌든 단순하게 할 필요가 있고, 제가 볼 때는 미국 시스템에서 이사회에 있는 것은 주주총회 특별결의로 가면 충분히 남용제한을 거친 것이고, 수권에 의해서 이사회결의를 할 수 있도록 해 주고, 제가 사실 가장 우려하는 것은 이벤트가 발생했을 때 warrant를 가진 주주들이 회사에 대해서 신주인수선택권을 행사할 수 있잖아요. 그럴 경우 그 행사가격을 시가보다 현저히 싼 가격으로 매수할 수 있다고 하는 특권이거든요. 저는 여기에 문제가 있고, 공격자가 성질난 것이 그것 때문에 성질이 난 것입니다. 자기는 한 푼도 특권을 행사하지 못하고 5만 원짜리를 2만 원에 살 수 있다는 것 아니겠습니까?

○ 이현철 위원

실제 매커니즘은 그것을 살 것이라고 생각하지 않습니다. 그렇게 이야기하는데 그게 deterrence effect만 생각하는 것이지, 그것을 실제로 누구도 도 5만 원짜리 2만 원에 사는 게 현실화될 것이라고는 아무도 생각하지 않습니다. 그게 유효한 이상은, 그것은 그냥 deterrence일 뿐입니다. 거기에 있을 뿐이지, 내가 공개매수에 성공하는 경우에는 저쪽에서 산다는 게 그냥 존재할 뿐이지, 그것을 실제로 2만 원에 사는 경우는 미국에서 한 번도 없었다는 것입니다.

○ 송중준 위원장

그런데 그건 왜 그렇습니까? 그게 자기 들한테 이익이 되는데요.

○ 이현철 위원

왜냐 하면 서로 조건을 걸기 때문에 그렇습니다. 그러니까 포이즌 필에도 조건이 누군가가 예를 들어서 주식을 공개매수를 통해서 20%를 취득한다는 것을 조건으로 포이즌 필을 발행하고, 이쪽에 tender offer 에도 조건이 포이즌 필 조항이 redemption 된다, 회수된다는 조건을 서로 조건을 걸기 때문에 이게 효력이 계속 유지되는 이상은 공개매수가 성공이 안 되는 것이지요. 공개매수 closing이 안 되니까 결국 이쪽도 안 되고 서로 그냥 이 상태에 있는 것입니다.

그래서 이게 효력을 다투어보거나 아니면 이사회와 협의를 해서 네고(negotiation)를 해서 이것을 redeem을 시키도록, redeem을 시키면 그래서 비로소 서로 friendly M&A로 가는 것이지요.

그런데 주총 특별결의에 관해서 제가 말씀을 좀 드리고 싶은 것이 있는데요, 첫째로는 일본의 Bulldog Sauce case 같은 경우에 공격자인 Steel Partners 이외에 거의 대부분의 주주가 다 동의하지 않았습니까?

그래서 제가 사실은 그것을 미국에서 이것을 소개하면서 이야기를 했더니 그것을 듣는 사람들의 첫째 반응이 그겁니다. 뭐냐 하면 그런 포이즌 필을 왜 도입했느냐, 도입할 필요가 없는 것 아니냐, 주주가 그렇게까지 거의 100% 반대를 하는데 포이즌 필이 없었다 하더라도 tender offer에 거의

응하지 않을 것 아니냐, 그러면 첫 번째부터 왜 포이즌 필이란 게 필요하냐는 게 그 반응이었습니다. 주총에서 대다수의 주주가 경영권 방어를 동의하는 마당에 굳이 공개매수를, 포이즌 필이라는 것은 공개매수를 못하게 하기 위해서 하는 것인데, 그것을 도입할, 그것은 주식에 싼값에 발행하기 위해서 한 것이 아니고, 그것이 거의 deterrence effect를 하기 위해서 하는 것인데, 그것이 왜 필요하냐는 게 첫 번째 의문이었습니다.

또 한 가지 제가 갖고 있는 생각은 주총 특별결의로 하면, 아까 권 교수님이 말씀을 주셨지만, 거기에 임원이 이후 이사들이 숨을 수 있다, 그러니까 자기의 어떤 fiduciary duty를 희석화시키고, 그냥 형식적인 주총 특별결의만 딱 받아서 형식요건을 충족했으니까 이제 유효한 것 아니냐, 자기의 이사로서의 fiduciary duty는 이제 이슈가 아니다, 왜냐 하면 자기가 결정한 것 아니니까, 보통 우리가 배임 같은 것 defence할 때 주총 결의가 있기 때문에 이것은 배임이 아니라는 defence를 많이 하지 않습니까? 그것과 비슷하게 우리는 그냥 발의만 했을 뿐이고, 이것에 대한 것은 다 주총에서 결의한 것이다, 받은 것이다, 주주가 결의했는데 우리가 fiduciary duty에 무슨 문제가 있느냐, 실제로 미국에서도 주주가 결정한 사안에 대해서는 이사의 어떤 fiduciary duty의 문제를 안 삼으니까요. 결국은 이사한테 보다 무거운 책임을 지우고 정확한 의사결정을 하기 위해서는 오히려 파워를 주는 게 맞는 것 아니냐, 예를 들어

서 도입 자체는 상법에서 신주예약권을 도입하되, 다만 그것을 개별회사에서 채택할지 말지는 예를 들어서 정관에서 채택하게 하고, 그 다음에 실제로 구체적인 발행여부는 이사회에서 결정하게 하고, 그래야만 이사회가 보다...

○ 송종준 위원장

그렇지요. 이 제도를 도입하는 것은 정관에 규정을 두어야 되는데 정관 또는 주총 특별결의란 이야기가 사실 같은 개념이지 않습니까, 우리 현행법으로는. 그러니까 이 제도의 도입 자체는 그것으로 하면 주주들이 하고, 구체적인 수권에 의해서 구체적인 이벤트가 생길 때 이것을 발행할 것인가, 말 것인가의 여부는 이사회에서 결정하도록 하면 그 단계에서 이사회 의사결정의무나 충실의무가 면제되는 것이 아니라고 하는 것이지요. 그러면 역시 책임에 대한 risky한 판단을 해야 되기 때문에 신중할 수밖에 없는 것이고, 잘못하면 형사상으로 사실 배임죄 처벌을 받을 수도 있겠지요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

발행조건이 주주 앞쪽에서 결정하나요, 뒤쪽에서 결정하나요?

○ 이현철 위원

발행조건은 사실 이렇게 하면 이사회가 정해야 되지요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

일본하고...

○ 이현철 위원

일본에서는 사실 아까 말씀드린 그런 방식으로 안 가고, shareholder rights plan이라는 것을 채택합니다. 그것을 제가 한번 읽어보았는데 이만큼 두껍거든요. 양이 굉장히 많은데 그것을 정관에 넣는 것이 아니고, 그런 몇 십 페이지짜리 plan을 변호사가 document를 해서 거기에 되어 있는 회사의 장래 사업계획, 그 다음에 포이즌 필을 발행한다면 그 발행에 대한 상세한 내용 등을 다 shareholder 주주한테 미리 offer를 받습니다. 받아놓고 그 다음에 실제로 그것을 발행할지 말지만 이사회가 결의하게 합니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아무튼 발행조건이라든지 상세한 사항을 주총의결사항으로 한다든지...

○ 이현철 위원

그게 일본에서 법에 있는 것은 아니고, 그냥 practice가 그렇게 하고 그것은 주총 보통결의로 하고 있습니다.

○ 권중호 위원

일본의 정관규정 같은 경우 책으로 나와 있거든요. 보면 한 10장 정도 되는데, 12포인트로 하면 20장 정도 됩니다. 그렇게 자세하게 써놓고 그것을 주총에서 승인을 받아서 합니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

기본적으로 저희들은 과거에 단기 시세 차익 목적의 M&A가 있어서 가장 저렴하고

그 다음에 좀 유연하고 이런 차원에서 포이즌 필 정도는 할 수 있지 않겠느냐, 기본적으로 그런 stance이고요, 거기에서 보았을 때 지금 주주평등의 원칙이 논란이 되고 있는데, 그것을 극복하려면 과거 일본의 통상성 지침이라든지, 미국에 있는 판례 등을 어렵지만 그런 사항을 법적으로 회사법에 담아서 사법부가 그것을 극복할 수 있는, 주주평등의, 여기에서는 예를 들어서 위협여부가 임박했다든지, 아니면 중대한 손해를 끼칠 수 있다든지, 그 다음에 아까 stakeholder와 관계가 있는데 아무튼 stakeholder를 고려한다 하더라도 중심이 되는 것은 현존주주의 이익이 아니겠느냐, 그래서 주주이익을 중심으로 하고 그 다음에 주주의사에, 일종에 소수주주, 남용적 M&A를 행하는 공격자를 차별하는 행위이기 때문에 이것을 극복할 수 있는 논리 여러 가지를 회사법에 가능하면 담아서 사법부에게 부담을 덜 주게 내지 지금 사법부의 판례라든지, 과거에 전통적으로 축적된 판례를 극복할 수 있는 요건을 회사법에 좀 담아줬으면 좋지 않겠느냐는 생각이 듭니다.

그 다음에 주총이나 이사회결의 여부는 일종에 요건을 정하는 문제하고 실제 발동 문제가 있는데, 그런 관계는 결국 입법정책의 문제인데, 우리나라와 미국의 이사회 의무 등이 조금 다를 수 있고, 미국 같은 데는 fiduciary duty 속에 duty of care하고 duty of loyalty가 2개가 다 들어가 있고, 우리는 그것보다 약한 형태로 규정되어 있고, 그 다음에 연 박사님이 이야기하신대로 과연 우리 현실에서 이사가 지배주주의 이

익을 대변하는 경향이 많은데, 그것은 입법정책의 문제인데, 일단 발동 자체, 요건을 정하고 어떤 plan으로 하겠다는 것은 주주의사에 반드시 기초를 해야 될 필요가 있고, 그 다음에 실제 발동할 때도, 우리가 진짜 지금도 이렇게 없는 상태로도 버티고 있는데 과연 시기의 임박성 자체가 그렇게 다급한 것이냐고 봤을 때 현실적 수요가 진짜 있다고 하면 실제 발동여부를 위원장님이 말씀하신 것처럼 이사회 의 수권 정도로, 그렇게까지 가더라도 좋겠는데 그 정도의 수요가 있겠느냐, 지금도 버티는데 이런 것, 그래서 이 문제는 결국은 입법정책의 문제가 아니겠느냐, 그 다음에 여러 가지 종류가 과거에 flip-in, flip-over도 있고, 사전경고형도 있고, 일본 같은 경우에 취득조항부 같은 것이 있는데, 단순하게 접근해서 그냥 미시적으로, 현재 결국은 일부 기업들이 단기시세차익 목적의 M&A자들한테 위협을 겪고 있다는 것을 애로를 해소하는 차원이려면 알기 쉽게, 그냥 사전경고형으로 싸게, 저가로 발행해서 그런 것을 할 수 있는 형태로 법률구성을 쉽고, 간략하게 해 주면 되지 않겠느냐는 하는 생각이 조금 들었습니다.

○ 송종중 위원장

굉장히 복잡하지요.

○ 강종석 재경부 기업환경과장

하나면 족한데 굳이 여러 가지 다른 목적, 예를 들어서 여러 가지 다양한 목적도 주식과 연계해서 신주예약권을 같이 할 수

있느냐, 과연 그게 현실적 수요가 얼마나 되겠느냐고 봤을 때 너무 많은 것을 생각하지 말고 그냥 쉽게 접근하는 것이 좋지 않나 하는 생각이 듭니다.

○ 송중중 위원장

그래야 될 것 같습니다.

○ 연태훈 위원

제가 사족을 달아도 괜찮을지 모르겠습니다.

소수 의견을 자주 내야지...

○ 송중중 위원장

벌써 끝날 시간이 벌써 오버돼 있으니까...

○ 연태훈 위원

그래도 소수의견은 저만 발표하고 있으니까 조금 말씀드리겠습니다.

지금 말씀하셨지만 과연 이사들이 배임에 대해서 형사처벌을 일부 받는다, 받고 있고요, 그런데 사실은 저는 형사처벌을 넘어서서 이 사람들이 실제로 피해액을 산정해서 보상해야 되는 것이 얼마나, 이것은 사실 중요한 의미가 있습니다. 그러니까 기본적으로 우리나라 사법부의 stance는 법적인 stance도 그렇고, 피해액이 발생한 부분까지 책임지면 되는 것 아니나이지 않습니까?

그런데 모든 위법행위나 배임도 마찬가지로, 모든 것들이 probability of detection이 있어요. 그러니까 이게 실제로

주주들에 의해서 문제가 제기될 확률, 실제로 사법당국에 의해서 catch될 확률, 이것이 사실은 매우 낮지 않습니까? 그래서 그렇게 보면 이런 피해액이나 형사처벌의 액수가 징벌적 손해배상 수준으로 확 올라가지 않는 한 실질적으로 제가 적어도 볼 때는 경제법에 있어서의 지금 우리나라에서 부과하고 있는 책임이나 처벌들은 전혀 낮은 수준이라고 저는 보고 있고, 그렇기 때문에 그것을 근거로 이사들이 충실한 선량한 관리자의 의무나 그런 부분들을 다하고 있다고 사전적으로 판단하고 있지는 않습니다. 적어도 그것을 내게 하고 있는 미국, 제가 지금 법칙은 조금 헛갈리고 있는지 모르겠는데 그 부분은 좀 양해를 해 주시고요, 두 번째는 이 변호사님이 말씀하시면서 미국 사람들한테 이야기를 했더니 이런 경우에 뭐 하러 포이즌 필이 있느냐고 말씀하셨는데, 그것을 반대로 뒤집어보면 포이즌 필이 유효한 유일한 경우는 실제로 경영권을 공격자 쪽에서 확보하는 정도 이상의 사람들이 팔의사가 있는 경우라는 것이거든요. 그러면 그 경우는 반대로 포이즌 필이 있어서는, 그러니까 주주가 의사결정권이 있다고 했을 때는 반하는 경우가 될 수 있습니다. 물론 회사가치 차원에서는 조금 다른 상이한 판단이 이루어질 수도 있겠으나, 주주에게 어떤 경영권에 대한 판단을 맡긴다는 관점에서 보면 제가 갑자기 또 생각해 보면 반대로 포이즌 필이 도대체 무슨 의미가 있느냐, 저는 그런 생각을 하나 했고요, 끝으로 는 사전적인 주주총회에서의 어떤 동의는 기동성이 떨어질 수 있지만, 저는 계속 이

부분을 잘 몰라서 그렇습니다. 주주총회에서 사후승인이라는 것이 우리나라에서 의미가 있는, 어떤 법적인 구속력이 있는 내용인가요?

○ 권종호 위원

아닙니다. 방어수단을 쓰고 난 뒤에 그 다음에...

○ 연태훈 위원

그러면 이제 방어수단이 없구나라고 판단하면 그 부분에 대해서는 주주총회 동의를 요구할 수도 있고, 물론 잘못된 일을 되돌릴 수는 없으나 어떤 책임을 묻고 실제로 nullify될 뻔한 것을 다시 살릴 수 있는 불씨가 될 수는 있기 때문에, 물론 사전적으로 그리고 구속력을 가질 수 있기 때문에, 연혁적으로, 그래서 그런 가능성까지 그 세 가지만 제가 한번 여쭙보겠습니다.

○ 이현철 위원

첫 번째로 우리나라가 punitive damages가 인정되지 않기 때문에 deterrence effect가 있느냐, fiduciary duty가 있다 하더라도, 그런데 저는 말씀드리고 싶은 것이 미국에는 배임이 형사처벌을 받지 않습니다. 민사상 처벌만 받기 때문에 금전적으로는, 그리고 금전적으로는 insurance를 다 가입해 두었고요, 회사가 indemnify를 하기 때문에 실제로 자기 out of packet compensation하는 경우는 거의 없습니다. 그것을 서로 bargaining을 해서 네고를 할 때 실제로 insurance로 하지 말고 이것은 out of

packet으로 해라라고 요구하는 경우는 있습니다, 그것은 deterrence를 위해서. 그런데 실제의 경우에는 director들이 잘못했다고 해서 자기 돈을 내서 배상하는 경우는 거의 없습니다. 다 insurance도 되어 있고, 있는 것을 받기 때문이에요. 그런데 우리나라는, 이 검사님도 계시지만 배임죄로 형사처벌이라는 것이 원래 일본과 독일에서 유래한 것인데, 제가 일본에 여쭙어 보니까 일본에서는 우리처럼 배임이 그렇게 넓지 않다고 하더라고요. 민사상의 임무 위배 문제, fiduciary duty 위배 문제하고 형사상 배임은 훨씬 좁다, 그런데 우리는 제가 practice를 해 본 경험으로는 차이가 없습니다. 민사상의 어떤 의무 위배와 형사상의 배임과는 실무상 저희가 client한테 comment할 때 차이를 찾지 못하겠어요. 그러니까 회사 임원들이 배임 이슈는 굉장히 민감하게 생각합니다, 지금 현재. 왜냐 하면 언제 어떻게 될지 모르기 때문에 배임 이슈는 굉장히...

○ 송종준 위원장

형사처벌이기 때문에.

○ 이현철 위원

그리고 항상 공시가 되기 때문에 detect는 거의 항상 된다고 보시면 됩니다.

○ 송종준 위원장

어제도 부산지검에서 LBO case로 자문이 왔는데 배임죄를 지금 적용할까 말까 하는 case거든요, LBO case에서. 고민하고 있는 분야입니다.

○ 이현철 위원

우리 검사님들이 굉장히 이 부분에 대해서 적극적으로 하시기 때문에 그렇고, 두 번째 말씀드리는 게 아까 제가 미국에서 학생들한테 질문을 받았다는 것에 대해서는 사실은 주주의 의사에 만약에 반한다면 어떻게 할 것이냐, 그것은 일종에 그것과 관계가 있는 것 같습니다. 그러니까 원래 이것을 이사회 의사결정으로 하게 한 이유는 주주의 의사하고는 안 맞을 수 있다는 것입니다. 그러니까 주주들은 다수가 tender offer에 응할 수 있지만, 그럼에도 불구하고 이사회한테 이 포이즌 필을 채택할 수 있는 과위를 주겠다는 게 미국의 취지입니다.

이유는 뭐냐 하면 주주들이 너무나 흩어져 있기 때문에, 그리고 소수이기 때문에 각 주주들이 합리적 의사결정을 못한다는 것입니다.

○ 연태훈 위원

그런 것도 있지만, 기본적으로는 이사회에게도 본인들의 포지션을 방어할 수 있는, 그러니까 거기서는 이사와 주주간의 갈등으로 보았기 때문에 이사회 입장에서도 어떤 장기적인 안목을 가지고 경영을 하게 하기 위해서는 그야말로 경영권에 대한 방어수단을 부여할 필요도 있었다고 인지가 된 것이 아니겠습니까? 그런 인식도 있는 것 같은데...

○ 이현철 위원

정확히 말씀드리면, Unocal case나 Revlon case에서 판례가 고민했던 것이 그

겁니다. 어떤 financial conflict of interest는 없다, 그래서 duty of loyalty가 적용된 내용은 아니다, 이것은 인정했습니다. 그렇지만 inherent한 conflict of interest가 있다, 왜냐 하면 자기 지위와 관련되어 있기 때문에, 그것은 봤습니다. 그렇지만 주주의 이익을 보호하기 위해서 경영진에게 이런 과위를 인정해야 된다고 본다, 이게 판례의 취지거든요. 그러니까 판례가 자기의 지위를 보전해 주기 위해서 이것을 인정해 주지는 않았습니다.

그렇기 때문에 자기 지위를 보전하려고 하는 인센티브가 naturally 존재하기 때문에 그래서 통상의 어떤 business judgment rule 보다는 조금 더 고도의, 그래서 그것을 intermediate standard라고 합니다, Unocal case가. 보통의 business judgment rule 보다는 조금 더 고도의 주의의무를 요구했지만 여전히 경영진에게 과위를 인정한 것입니다.

그런데 그 과위를 인정한 이유는 주주가 아니라 경영진만이 어느 것이 가장 주주에게 이익이 되는지를 판단할 수 있는 위치에 있기 때문에, 왜냐 하면 특히 중요한 것이 내부 정보를 갖고 있기 때문에, 어떤 long-term policy라든지 이런 내부 정보를 가지고 있고, 개별 주주 입장에서는 너무나 소액의 지분을 갖고 있기 때문에 collective action problem 때문에 자기가 어떤 information을 얻으려고 투자를 하지 않고 합리적인 내부 정보도 없기 때문에 개별주주가 적절한 의사결정을 못한다, 그렇기 때문에 경영진에게 이런 과위를 주는 것이 맞고, 그렇지만 경영진의 어떤 남용을 막기

위해서 그런 Unocal이나 Revlon 같은 standard를 제시한 것이다, 이게 판례의 취지입니다.

그래서 기본적으로는 주주의 의사하고는 다를 수 있다는 것을 기본적으로 생각하는 것이지요. 주주의 의사와...

○ 연태훈 위원

그것이 uninformed된 discussion...

○ 이현철 위원

그렇지요. uninformed 또는

○ 연태훈 위원

저희가 예를 들어서 우리나라 상황을 uninformed되어 있다고 보는 것이 맞느냐, 혹은 uninformed되어 있다는 사실 자체가 문제가 아니겠느냐 하는 점은 여전히 존재하는 것 아니냐...

○ 이현철 위원

그것은 소유구조에 따라서 물론 다를 수는 있겠지요. 다를 수 있는데, 일본 같은 경우에도 90%가 동의했다고 하지만 만약에 이것을 안 하고 tender offer 상태로 내버려 두었다, 그러면 저는 그 tender offer에 응한 주주가 더 많아질 수도 있다고 봅니다. tender offer에 응할지, 말지 의사결정과 주총에서 찬성할지, 말지는 의사결정이 조금 다른 것 아니냐는 생각을 하거든요.

○ 송종준 위원장

tender offer는 당연히 프리미엄에 따라

서 달라지는 것 아니겠어요? 내가 현 주가보다 프리미엄을 많이 주면 누구든지 쉽게 팔려고 하겠지요. 작으면 현재 안 팔려고 할 것이고, 그것은 돈을 주고 사는 것하고 단순히 주주총회에서 하는 것하고는 전혀 다른 관점이지요. 그것을 같이 비교한다고 하는 것 자체가 어떻게 보면 안 어울리는 측면이 있어요.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

다른 이야기 하나 좀 해 보겠습니다.

이것은 굉장히 좋은 이야기를 오늘 많이 들어서 저 개인적으로 엄청나게 지식이 불어난다는 느낌을 많이 받았는데, 우리가 현실을 좀 들여다보면 아까 이 변호사님께서 경영권 방어가 우리나라에서는 회사의 업무가 아니라 주주의 업무다, 이와 같은 판례가 계속 나오고 있는 배경 속에는 어떻게 보면 우리나라의 지배구조에 관한 법원의 나름대로의 어떤 선입관 내지는 판단이 있는 게 아니냐는 생각이 듭니다.

뭐냐 하면 이사라고 하는 사람들이 다수의 흠어져 있는, 소위 말하는 management capital이라고 하는 경영자본주의와 같은 상황 하에서 이사의 지위와 우리나라처럼 확고한 지배주주, 또는 순환출자라든가, 또는 상호출자를 통해서 그룹이라든가, 또는 뭔가를 확실하게 인식하고 파워를 행사하는 사람들이 명확하게 우리 일반인도 인식할 수 있는 상황 속에서의 어떤 이사라고 하는 것이 과연 미국에 있어서 이사와 같은 어떤 역할을 하느냐, 결국 어떻게 보면 그런 판례의 가장 기저 속에는 기존의 이사들이 이사

equal 지배주주가 사람은 동원하지 않는다 하더라도 이해관계가 똑같다고 보는 판단이 아마 가장 기저에 깔려있기 때문에 법원의 판단이 그렇게 되고, 또 그런 판단이 되어서 어떤 사회적인 지지도 나름대로 합리성을 얻는 배경이지 않나 하는 생각이 듭니다.

그래서 이 문제를 우리가 포이즌 필에 대입해서 생각을 해 보면, 미국이나 또는 다른 나라에서는 어떤지 잘 모르겠습니다만, 사실은 적대적 M&A가 어떤 측면에서는 소액주주들한테는 자기의 지분을 높은 가격에 팔아넘길 수 있는 좋은 기회이거든요. 그런데 이것이 너무 쉽게, 물론 나중에 법원에서 판결을 통해서 개별적으로 해결이 되겠습니다만, 그렇지 않고 사전적으로 예를 들자면 discourage시킬 수 있는 요소로 작용이 된다면 이것이 우리나라와 같은 지분구조 하에서는 소액주주 내지는 소수주주를 지나치게 불리한 입장으로 제도적으로 고착화시키는 것이 아니겠느냐, 그러면 현 단계에서도 소수주주들 같은 경우에는 싫으면 네가 팔고 나가라, 누가 우리 회사 주주로 있으라고 했느냐는 식의 배짱튀기기가 통하는데, 그래서 그런 문제 때문에 아직 여전히 우리가 법에서 소수주주권을 강화하고 하지만 실제 행사되는 경우는 거의 없지 않습니까? 분산되어 있는 소수주주들이 어떻게 결집하고 행동을 할 수 있겠어요. 그런데 상대적으로 지금도 소액주주들은 자기들이 손해를 보고 있고 피해를 보고 있다는 생각을 갖고 있는 마당에 거기에 포이즌 필까지도, 그러니까 소위 말하는 이사 equal 지배주주를 강화하는 쪽에 만약에 이것이 작용이 되

게 된다면 우리가 또 하나의 중요한 가치가 되는 소액주주들, 이 사람들의 보호를 우리가 어떻게 해 줄 것이냐 하는 부분에 대해서도 우리 현실과 결부시켜서 여기에서 방어수단을 남용할 수 있는, 제어할 수 있는 방안을 강구하는 또 다른 측면에서 소액주주에 대해서 보상이라든가, 또는 이와 같은 회사의 기회를 소액주주도 나누어 가질 수 있는 장치가 한꺼번에 같이 논의가 되었으면 하는 생각입니다.

○ 이현철 위원

관련해서 제 생각을 하나 말씀드리면, 지금 시장에서 적대적 M&A와 관련되어서 주가가 많이 오르지 않습니까? 그래서 보통 상황을 지켜보면 진지한 적대적 M&A 매수자가 있고, 진짜로 회사 경영권을 취득하려는 자가 있고, 또는 green-mailing을 하기 위한 경우도 있고 그런 것 같습니다. 그래서 아마 이런 포이즌 필 제도가 도입이 되면 단순히 green-mailing할 정도로 하려고 하는 사람들은 상당히 discourage시키지 않을까라는 생각이 들고요, 그런데 진지한 M&A를 하려고 하는 자다, 그러면 이게 법원의 심사가 언제 이루어지느냐가 문제일 텐데요, 즉각적으로 이루어집니다. 왜냐 하면 이것은 보통 가처분을 통해서 하기 때문에. 이것이 결국 신주예약권 발행 또는 효력정지가처분을 할 것입니다, 상대방이 제기하는 것은. 그것은 굉장히 신속히 결정이 이루어지거든요. 그렇게 멀리 이루어지는 것이 아니고, 아마 공개매수기한을 정해 놓으면 공개매수 시한 전에 그 가처분결정이 이

루어질 것입니다. 일본의 Bulldog Sauce case에서도 공개매수만료일 전에 다 법원의 결정이 나왔거든요. 그래서 그게 거의 실시간으로, 그러니까 이것은 일단 막아놓고, 포이즌 필로 막아놓고 나중에 법원의 판단이 이루어지는 것이 아니고, 거의 실시간으로 법원의 판단이 가처분 형태이긴 하지만, 주로 적대적 M&A 상황은 다 가처분으로 이루어지니까 가처분 상태로 실시간으로 법원의 판단이 이루어질 가능성이 많습니다. 그래서 그게 나중에 사후적으로 하는 것은 아닐 수 있습니다.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

가처분이 어떻게, 저희가 잘 모르겠습니다만, 가처분은 또 다른 사람들 이야기를 들어보면 대부분 법원에서 인용을 한다는 평가도 있지 않습니까? 그래서 가처분 때 얼마만큼 심도 있게 법원에서 판단하는가 하는 것이 문제가 되고 있습니다만, 글썽 그게 법원에서 가처분만으로 소액주주들의 이익이 침해되는 것이 방지될 수 있겠는가 하는 우려가 좀 들고요, 기관투자자들은 상당히 이쪽 부분에 대해서는 우려를 하고 있습니다. 현재 우리나라 기관투자자들을 보면 우리가 적립식펀드로 인해서 기관들이 가지고 있는 물량이 아주 많습니다. 때에 따라서는 우리나라에서 가장 큰 기업군이라고 하는데도 최대주주를 찾아보면 펀드가 갖고 있는 경우가 많거든요. 그만큼 성장을 했는데도 여전히 기존주주들에 대한 어떤 의구심을 떨치지 못하는 것입니다, 소액주주들이. 이사에 대한 임면권이 전혀 자기들 쪽에서

행사가 되지 않는 상황에서의 회사인데, 거기에다가 이와 같은 포이즌 필을 같은 것까지 주게 되면 시장적으로 봤을 때 자기들이 계속 투자하기가 어렵지 않겠느냐고 하는 판단도 일부 있습니다. 펀드들은 그래도 나름대로 자기들 지분이 있고 의결권이 있기 때문에 가서 소리라도 지를 수 있지만 코뮌은 돈들은 전혀 그게 안 되거든요.

포이즌 필 자체가 이상적으로 작동이 돼 주면 참 좋은 부분이고, 그렇다는 생각을 하는 것도 또 판단이 들지만 우리 현실을 항상 염두에 두고 생각을 하다 보면 아, 이게 이사회결의로 하면 낮고 주주총회로 하면 낮고 꼭 그런 것 같지는 않아요. 그러니까 우리가 이론적으로, 관념적으로 자주 접근하는 것이 아닌가라는 생각이 들어서 그런 부분은 조금 우려가 됩니다.

○ 이준식 검사

죄송합니다.

회의가 끝나기 전에 꼭 하나 결정이 되어야 될 것 같아서 이야기하는데, 아까 강종석 과장님 말씀대로 우리가 신주예약권제도를 일반적으로 도입할 것은 아닌 것 같고요, 지금 위원회도 경영권 방어와 관련해서 하는 것이니까 신주예약권을 도입해서 그것을 가지고 스톡옵션으로도 활용하고 이렇게 다양하게 또 새로운 유가증권이 만들어지고 이런 정도까지를 지금 생각하는 것은 아니었던 것 같고, 그렇다면 경영권 방어수단의 하나로써 포이즌 필을 도입할 때 그 안을 만드는 것이니까 일본의 법은 절대로 모델이 안 될 것 같습니다.

만약 모델이 안 된다고 하면, 일본 같은 면 한편으로는 장점도 있지요. 일본 같은 혼란도 안 가져오고, 법원에 가서 이 정관이 과연 유효하게 인정받을 것인가 하는 혼란도 안 가져올 수 있는데, 만약에 그렇지 않고 일반적인 신주예약권을 도입하고 일본 처럼 해서 각 회사들이 설계할 수 있게끔 한다고 한다면, 그런 방향으로 지금 법안을 만들 것이냐, 아니면 그게 아니고 포이즌 필의 가장 모델적인 형태를 만들어서 각 회사는 어느 범위까지 선택해서 자기들이 결정할 수 있게끔 해 주고 모델형식의 포이즌 필을 법안에서 규정할 것인가 이것은 어느 쪽이 되든 간에 하나 결정을 해야 될 것 같고, 강 과장님 말씀대로 가장 단순한 형태로 하자는 것도 그런 취지이신 것 같은데, 그것은 좀 결정이 되어 줘야지 어떤 방식의 조문이 나올지도 결정이 될 것 같습니다.

○ 권종호 위원

하나 말씀드리겠습니다.

예를 들어 신주예약권제도를 도입하면 일정한 기간 내에 사전에 정한 것은 행사할 수 있다는 것은 들어가야 될 것 아닙니까? 그것이 들어가면 사실 그게 하나 들어감으로 해서 당연히 발행하는 쪽에서 그것은 절대로 다른 사채나 주식과 섞어서는 못한다고 할 필요가 전혀 없잖아요. 그것이 들어가면 자동적으로 섞어 쓰게 되는 것이니까 그것은 우리가 신경을 안 써도 되고, 방금 말씀하신 것은 저는 말이, 아까 그런 문제가 있지만 사실은 지침이 일본에서 나왔을 때 제일 먼저 한 것이 CalPERS가, 그것은

법에 집어넣으라는 이야기를 했습니다.

그래도 안 했는데, 사실은 우리나라 같은 경우는 아까 이 과장님도 말씀하신 상장 규정도 못 믿고 그러면 사실 법으로 집어넣어서 방어수단으로 기본적으로 남용될 수 있는 것에 대해서 좀 제한을 할 수 있는 시스템, 적어도 그런 방법으로는 하여튼 주주의 공동이익이나 기업가치에 최고로 하는 방법으로 이렇게 하든지, 구체적 입법 구상은 조금 어렵지만 그렇게 만드는 것은 필요할 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

네, 포이즌 필도 어쨌든 명칭에서부터 신주예약권으로 할 것이냐고 하는 부분인데, 저는 신주예약권도 좀 그래서 우리가 지난 번에 warrant를 회사법 개정 논의할 때 신주매수선택권이라고 불렀었지요.

○ 권종호 위원

그래서 기존에 증권거래법에서도 그것하고 차이를 어떻게 바꿔야 되느냐...

○ 송종준 위원장

그것은 스톡옵션 주식매수선택권이고, 그냥 warrant라고 할 때 지난번 개정안 논의에서 신주매수선택권이라고 되어 있는데, 포이즌 필이란 말을 그대로 쓸 수는 없을 테니까 일본에서는 신주예약권이라는 말을 쓰지만 우리가 법을 도입하게 될 경우 그 명칭도 사실 논의를 해야 되는데, 참고로 제가 한번 제안을 한다면 두 가지지요. 저는 신주인수선택권, 신주매수선택권 둘 중에

하나 정도가 적합하지 않나 싶은 생각이 드는데, 그러면 우리 상법상 주식매수선택권, 신주인수권, 신주인수권증권, 신주인수권증서 이런 용어하고 구별될 수 있는지 하는 측면도 있어서, 어쨌든 포이즌 필을 가급적이면 오리지널로, 미국 스타일로 도입을 하되, 우리가 모두 다른 부분에서도 마찬가지로 우려했던 소위 남용을 최대한 규제할 필요가 있고, 여기에는 또 주주의 의사들이 처음에 도입한 회사에서는 충분히 반영되어야 된다는 필요, 그 원칙이 있으면 구체적으로 나머지 디테일한 내용들은 정해질 수 있지 않을까 싶습니다.

그래서 이것은 일본의 신주예약권 시스템보다는 제가 볼 때는 그런 취지를 고려한다면 주주총회 특별결의를 거쳐서 거기에서 수권해서 이사회가 구체적으로 발동할 수 있는 권한, 발행할 수 있는 권한을 이사회에 주는 방식으로 하고, 구체적으로 발행방법은 어떻게 할 것이냐, 행사요건이나 행사가격 같은 것은 어떻게 할 것이냐, 또 warrant의 양도제한의 문제는 어떻게 할 것이냐, 또 warrant를 언제든지 회사가 임의로 사들여서 소각시킬 수 있는 장치들은 많이 나와 있고, 또 하나 참고로 말씀을 드리면, 미국에서 최근에 나오는 새로운 rights plan 중에 chewable rights plan이라고 있습니다. 이것이 뭐냐 하면 공격자가 target company 주식 전체 100%에 대해서 공개매수를 하게 되는 경우지요. 이 경우에도 rights plan을, 포이즌 필을 행사하도록 허용하는 것이 좋겠느냐고 하는 부분이 논의가 되는데, 이것이야말로 전형적으로 예외적인 현상인데, 유

럽에 있어서 소위 전부공개매수신청을 하는 것과 똑같은 상황이 되기 때문에 이런 경우는 예외적으로 포이즌 필을 발동할 수 없도록 제한조치를 취할 필요가 있지 않겠나 싶은 생각이 들고, 미국에서는 그런 부분이 되어 있지요.

또 한편 전부공개매수를 할 경우 반드시 전제조건이 일정한 프리미엄을 붙일 것을 전제조건으로 하는 것이지요, 또 그것을 가지고 남용될 수가 있기 때문에. 그래서 그런 것도 더 나간다면 예외적으로 한번 생각해 볼 필요가 있지 않겠나 싶은 생각이 들어요.

○ 안수현 위원

이 검사님이 말씀하신 것과 위원장님이 조금 부언하신 것은 조금 다른 측면이 뭐냐 하면, 기본적으로 저희가 일반적인 warrant는 도입을 하지 않고, 이준식 검사님 말씀은 포이즌 필의 제한되는 내용이...

○ 이준식 검사

수반성이 있는...

○ 안수현 위원

그 부분만 도입하는 것으로 제한을 하고, 위원장님의 지금 말씀은 미국식의 포이즌 필이라고 할 때 미국은 그냥 warrant를 발행 가능하게 하되, 그게 자금 조달로서 스톡옵션으로 줄 수도 있고, 그 다음에 포이즌 필로 줄 수도 있는 것이거든요. 그래서 저희가 분명히 정리해야 될 것은 자금조달형 warrant는 전혀 도입을 안 하겠다고

의결을 하고, 이준식 검사님이 말씀하시는 그 부분에 가능한 형태로 들어오는 것을 전반적으로 준비를 하신다면 두 번째는 그렇다면 용어가 아까 말씀하신 신주인수권이나 신주매수선택권부는 조금 그렇다면 그 용어는 자금조달형 warrant가 만약에 나중에 도입됐을 때는 그 warrant를 포함하는 게 사실은 신주인수, 신주매수선택권부가 되지요.

○ 송종준 위원장

그렇지요.

○ 안수현 위원

일단은 일반적인 warrant 도입은 저희가 제외하고...

○ 송종준 위원장

포이즌 필과 관련해서만 용도를 제한한다는 이야기이지요.

○ 안수현 위원

용어가 그 부분을 커버할 수 있는 용어로 제한될 필요가 있지 않나 생각이 듭니다. 그래야만 저희가 원칙적으로 남용의 여지, 일반적으로 warrant 자금조달처럼 하다가 남용되는 것을 원칙적으로 우리는 배제했다, 다만 포이즌 필 쪽으로만 발행되는 warrant, 그 다음에 그 용어에서도 이미 주주들로 하여금 알 수 있게 하는 측면의, 그래서 표시를 붙여서 이것은 지배권 관련, 혹은 방어권 관련 무슨 유형의 특수한 형태의 증거라는 것을 조금 알려주는 것이 보수적인 효과도 줄 수 있다고 생각합니다. 그

래서 구분을 해야 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

네, 굉장히 중요한 지적인데 그것은...

○ 권종호 위원

신주예약권을 우리가 이번에 도입하면 완전히 방어수단으로만 warrant를 도입한다는 것 아닙니까. 그렇지요?

○ 송종준 위원장

포이즌 필을 도입하려면 warrant 발행이 허용이 안 되면 안 되지요. 법적근거가 없으면 도입할 수 없으니까요.

○ 권종호 위원

그렇지요, 당연히. 그런데 사실 warrant를 하면 용도가 그 많은 것 중에 사실은 남용될 가능성이 있는 것 딱 그것, 제가 보기에는 방어수단 그것인데 왜 다른 것...

○ 송종준 위원장

그런데 중요한 차이는, 제가 한 가지만 말씀드리겠습니다. 말씀 중에 죄송한데, warrant만 발행할 수 있는 근거가 있는 경우하고 포이즌 필을 발행하도록 해서 warrant를 발행하는 경우의 근본적인 차이가 뭐냐 하면, 구체적으로 그 권리를 행사할 때 행사가격의 문제예요. 일반적인 자금조달 수준에서 warrant를 발행한다고 할 경우에 1센트로, 현재의 싼 가격으로 살 수 있도록 우리법에서는 허용하지 않지요. 현재 불공정한 발행 자체가 금지가 되어 있기 때

문에 포이즌 필이라고 하는 특성 때문에 현재 싸게 살 수 있는 특권을 주는 것이지, 그러니까 그것은 구별이 되어야 돼요. 거기에서 근본적인 차이가 나는 것입니다.

○ 이현철 위원

warrant 자체는 neutral한 것이거든요. 발행가액은 예를 들어 option pricing을 해서 정확하게 발행을 하고...

○ 송종준 위원장

본인이 행사할 때 인수하는 가격, 그 자체가 실제 중요한 것이지요.

○ 이현철 위원

그렇지요. 인수가격을 싸게 하면 대신에 발행가를 비싸게 하면 되는 것이고, 2개가 관련이 있을 텐데요, 그런 warrant도 가능하고, 그것은 진짜자금조달 목적이 되겠지요. 지금 위원장님이 말씀하신 현저하게 낮은 가격으로, 싸값으로 하는 것도 가능하고, warrant만 발행할 수 있다고 하면 둘 다 회사가 적절히 발행할 수 있을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

가장 좋은 FM 방법은 warrant를 발행할 수 있는 근거규정, 또 다른 warrant에 관련된 아주 디테일한 조문이 또 들어가야 될 것 같고요, 그렇지요? 포이즌 필 관련해서 또 상세한 규정이 나와야 되고...

○ 권종호 위원

좋다, warrant를 도입하고 우리가 방어수

단을 쓰려면 저가로 발행할 것 아닙니까. 그렇지요? 저가로 발행할 때는 주주총회 특별결의를 하라, 그렇지 않습니까. 그렇지요?

○ 송종준 위원장

주주총회에서 발행할 때 저는 그런 절차가 필요 없다는 것이지요. 이미 이사회에서 수권을 했으니까 발행 같은 거야 주주총회에서 정할 때 발행하는 가격을 어느 정도라고 다 거기에서 구체적으로 하도록 명시를 해 놓으면 ...

○ 권종호 위원

좋습니다. 그런데 그것을 도입하면서 내가, 진짜 조그만 회사가 유능한 우리 이 변호사님한테 자문을 받으면서 내가 돈은 못 주어도 미래가치를 보고 신주예약권을 주겠다, 그게 무슨 남용이 있습니까, 뭐가 있습니까? 그리고 방어수단이라고 해서, 제일 남용이 되는 것은 방어수단일 텐데, 그것은 법으로 해서 제한으로 가면서 다양하게 좋게 쓰일 수 있는 것을 못 쓰게 하는 것은 나는 논리가...

○ 송종준 위원장

저도 그 부분에 관해서 회사법 개정에 찬성했던 사람인데, 일종에 감미료 효과지요. 자금조달이 어려울 때 그것을 하나 딱 끼워 줌으로써 조달이 안 될 때 쉽게 조달될 수 있는 측면이 굉장히 많기 때문에 그 제도를 도입하는 것에 대해서 저는 개인적으로는 찬성하는 입장입니다. 개인적으로는 찬성하는 입장인데, 너무 자꾸 넓어지기 때문에...

○ 강종석 재경부 기업환경과장
쉽게 갔으면 좋겠습니다.

○ 송종준 위원장
네, 이 목적에 맞게.

○ 이현철 위원
지금 스톡옵션 조항이 굉장히 제한적으로만 되어 있지 않습니까? warrant 발행을 일반화하면 다 풀어놓는 것이 되니까...

○ 송종준 위원장
사실 warrant 부분은 그것만 좀 손대도 사실 가능한 것 아니겠습니까?

○ 이현철 위원
네. 부담스러워 하시니까.

○ 이준식 검사
말씀하신대로 warrant 제도 자체를 도입하는 게 타당하냐, 안 하냐 그런 차원이 아니라, 지금 일반적인 warrant 제도를 도입할 것인가에 대한 논의는 여기 위원회에서 많이 이루어지지 않았으니까 제한된 범위 안에서만 일단 하고 다음 차제에 회사법 개정 기회가 있으면 일반적으로 warrant를 할 것인가 하는데, 지금 교수님이 말씀하신대로 그렇게 스톡옵션 비슷하게 준다고 하면 지금 증권거래법상에 또 스톡옵션 조항들이 그 제한규정들을 다 바꾸거나 검토를 다 해야 되는데 그게 범위가 너무 넓어지는 문제가 있습니다.

○ 송종준 위원장
굉장히 난해한 작업이 되어서...

○ 권종호 위원
입법개선 작업 등 여러 가지로 보아서...

○ 연태훈 위원
아까 저희가 다른 것을 논의할 때는 이것을 도입해야 되느냐, 말아야 되느냐를 논의하시다가 포이즌 필에 오니까 갑자기 다들 동의하시면서 기술적으로 법규정으로 어떻게 도입하느냐를 가지고 논의하시니까 제가 상당히 당황하는데...

○ 송종준 위원장
연 박사님, 그것은 다른 제도도 지금 도입하기로 결정한 것 하나도 없습니다. 이것도 마찬가지로요. 똑같은 차원에서 하는 것이니까.

그리고 우리 회의체에서 논의되고 있는 반대의 견해들이 다 정리가 될 겁니다. 그런 것들을 전부 다 부기할 거예요. 그래서 도입한다고 했을 때 예컨대 naive하게 도입하는 경우에 이것을 보고 난리날 수 있다이 말이지요. 거기에 대비해서 대안으로 우리가 alternative를 준다고 하는 차원에서 이해를 해 주시면 되는 겁니다.

그래서 최종적인 선택은 결국은 국가가 선택을 하라 이런 이야기지요.

그래서 일단 제가 시간도 지금 벌써 7시 이고...

○ 권중호 위원

안 교수님 안도 해야 되는데요.

○ 송중준 위원장

오늘 못할 것 같아요. 그래서 오늘도 한 두어 시간 더 해야 되는데, 계속할까요? 특별히 부탁을 해서.

그래서 포이즌 필을 발행한다고 도입할 경우는 그런 차원에서 접근을 해서 안을 마련하되, 일본의 신주예약권처럼 복잡한 스타일보다 미국처럼 심플한 방식으로 할 수 있도록 해서 하여튼 두 분이 잘 논의해서 한번 준비를 해 주십시오.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

저는 노파심에서 좀 말씀드리는 것인데, 간단하게 하는 것도 찬성이고 다 좋은데, 가급적이면 일본에서 주장하는 것이 나름대로 상당히 의미가 있다고 생각되는 게 자기들은 방어수단이 없다고 그러잖아요. 결국 통상 문제라든가 여러 가지 감안해서 하는 것인데, 그래서 가급적이면 간단하게 하는데 너무 간단하게 하다 보면 누구나 target 했다 이런 식으로, 왜냐 하면 시장이 주는 impact가 상당히 있을 겁니다. 저는 있다고 봅니다. 시장 impact가 있고요, 또 나아가서는 사실 우리 시장에 대한 외국인들의 평가라든가, 통상문제라든가 기타 여러 가지 대외적인 교섭 면에서 상당히 보수적이고 폐쇄적인 나라로 비쳐질 우려도 있기 때문에 가급적이면 축구에서 feint motion을 많이 쓰듯이 그런 것도 한번 생각을 해야 될 것 같습니다. 기술적으로 technical하게.

○ 송중준 위원장

제가 볼 때는 일본의 신주예약권제도는, 이사회결의로 발행할 수 있다고 하는 것은 이미 실패한 것이라고 보거든요. 자기들이 만들어 놓고 그것이 법원에서 깨지면 의미가 없어요. 그 전에 이사회결의로 신주예약권을 발동한 예가 있는데 다 깨졌거든요. 그래서 사실상 포기한 것이라고 보여져요. 오히려 일본 사람들은 별로 썩 그렇게 좋게 생각을 안 해요. 그냥 주주참여, 그것이 지금 최대의 관점이에요.

더 더욱이나 주주평등의 원칙의 문제로 사실상 희한한 방법으로 우회적으로 지금 대중 사회적 합의라고 해서 넘어가고 있는 상황이기 때문에 일본이 사실상 불안하다고 보면 되겠지요.

○ 이현철 위원

그런데 포이즌 필을 이렇게 명시적인 입법으로 구체적으로 정하는 것에 대해서는 일본도 그렇지 않고, 미국도 그런 것이 없지 않습니까?

○ 송중준 위원장

그렇지요.

○ 강종석 재경부 기업환경과장

불문법이라.

○ 이현철 위원

과장님이 불문법이라고 말씀하셨는데, 실제로 미국은 각 법에 statute이 많기는 많 습니다. 회사법도 Delaware 회사법이 자세

히 되어 있고요, 그런데도 포이즌 필에 관해서 법은 없습니다. 말씀드렸듯이 법은 없는 상황이고, 그런데 일본의 Bulldog Sauce case가 나왔을 ISS나 국제 주식 관련, 주주 관련 기고에서 굉장히 비판적인 코멘트들이 많이 나왔었습니다. 그래서 사실 우리가 이것을 입법으로 명확하게 warrant 조항만 넣는 것이 아니고 이렇게 명확한 규정을 넣으면 지금 과장님이 걱정하시는 대로 과연 대외적으로 어떻게 비쳐질지, 왜냐 하면 이게 선례가 있는지도 조금 보기는 봐야 될 것 같습니다.

지금 미국도 그렇지 않고, 일본도 그렇지 않은데 우리는 그냥 기본제도만 주는 것이 아니라 이렇게 해라라고...

○ 송중준 위원장

참고로 말씀드리면, 프랑스가 최근에 신공개매수법을 만들면서 거기에서 warrant 제도를 도입했어요. 구체적으로 이런 게 없어요.

그러니까 미국 스타일로 받아들인 거예요. 거기에서는 다 포이즌 필로 활용될 수 있는데 포이즌 필이라는 용어를 안 써요. 일본만 지금 노골적으로 신주예약권을 쓰고 있는 것이지요. 그것도 warrant지요.

○ 이현철 위원

자세히 경영권 방어를 위하여 warrant를 발행할 수 있다고 법에 넣게 되면 그것은 그야말로 포이즌 필이라고 조항이 들어간 것이지요. 그러니까 그 부분은 조금...

○ 송중준 위원장

참 근본적인 문제인데, 그러니까 오히려 말씀이 일반적인 warrant를 발행할 수 있는 근거만 두면 되는 것 아니겠느냐, 이런 것 아니겠습니까?

○ 이현철

네, 그게 사실 국제적 추세에 맞는...

○ 송중준 위원장

그럴 경우에 그 warrant 발행을 주총 특별결의로 해서 이런 식으로...

○ 이현철 위원

네, 특별한 경우에 주총 특별결의로 해라.

○ 송중준 위원장

예컨대 20% 이상 적대적 M&A, 주식 취득할 때 그런 소리도 써야 됩니까?

○ 이현철 위원

예를 들어서 그럴 수는 있겠지요. 특정 주주를 차별하는 조건의 warrant를 발행할 때는 주총 특별결의를 해라, 이렇게 하면 아마 금지장치가 될 것 같습니다.

○ 강종석 재경부 기업환경과장

그건 이런 것 같습니다. 시장은 밖에서 다 알고 있는데 그렇게까지 가야 되는지, 한번 프랑스 같은 경우 어떻게 하는지 좀 더 따져봐서 오히려 명확하게 박는 게 솔직하지 않나 하는 생각이 조금 듭니다.

그 다음에 일본 사람들이 항상 그렇게

이야기하더라도, 그 다음에 시장 관련해서는 과거에 적대적 M&A라고나 할까, 그 중에서도 greenmail적 성격의 적대적 M&A가 창궐하던 시기가 우리의 주식시장의 본질가치 대비해서 상당히 저평가된 시장인데, 타 이밍이 우리도 거품이 꺼지면서 본질가치 밑으로 가는 회사들이 나타나서 오히려 필요성 자체는 그런 측면으로 볼 때는 조금 있지 않냐는 생각이 들고요, 그 다음에 기술적으로 우선주 문제, 우선주주한테는 필요한 것 같아요. 거기에 대해서 저가로 발행해 주었을 때 반드시 우선주주는 어떻게 할 것인가, 그 사람들에게 우선주를 더 저가로 발행을 해 줄 것인가, 아니면 보통주주를 더 해 줄 것인지, 그냥 보통주주만 되어 있을 때는 그 친구들 괜히 받은 것 없이 희석되는 문제가 있거든요. 그래서 그 문제는 하나 나중에 technical하게 좀 집어줄 필요가 있지 않냐 하는 생각이 듭니다.

○ 권종호 위원

지금 말씀하시니까 법조문이 생각이 나는데 딱 조문 하나만 넣으면 될 것 같은데요. 주주에게 차별적인 행사조건을 붙여서 신주예약권을 발행하게 되면 주총의 특별결의를 거쳐라, 이렇게 조문을 하면 반대에서도 차별적으로 조건을 안 붙일 경우는 주총의 특별결의가 필요 없이 하게 될 가능성이 있습니다. 이러면 결국은 회사가 결국은 다 되는 형태가 될 수 있습니다.

○ 강종석 재경부 기업환경과장

수반성, 기존주주.

○ 권종호 위원

그러니까 차별적으로 수반성, 수반성을 결여하는 신주예약권은 발행할 수 없다고 해야 되나?

○ 강종석 재경부 기업환경과장

기존주주에게 발행할 수 있다.

○ 이현철 위원

신주예약권은 기존주주에게만 발행할 수 있다, 그런데 차별적 조건으로 하면...

○ 강종석 재경부 기업환경과장

기존주주 이외의 자에게는 발행할 수 없다.

○ 권종호 위원

그런데 예를 들어서 기존주주에게 신주예약권을 발행했잖아요. 신주예약권을 발행했으면 개가 주식을 양도할 때 이 주식이 따라가지 않으면 그것은 과연 어떻게 할지...

○ 송종준 위원장

그러니까 양도?

○ 이현철 위원

보통은 직접 수반성이 없어도 되긴 될 것 같습니다. 왜냐 하면 공격자만 희석시키면 되기 때문에 꼭 수반성이 없어도, 왜냐 하면 보통은 몇 일자 기준 주주에게 발행하거든요. 그러니까 꼭 수반성을 안 달더라도 그 날짜 기준일을 정해서 하면 되기 때문에...

○ 강종석 재경부 기업환경과장

어차피 발행이 되고 나면 시장에서는 기존주식 가치는 권리락이 생기는 효과가 생기니까요. 그냥 그 상태로 권리락이 생기는 것이고, 그 다음에 행사가격과 권리락된 가격과의 차액만큼의 가치가 그 속에, 소위 말해서 주식부든지, 경영권안정부든지, 주식매수선택권이라든지 이런 것이 되었으면 결국 그 차액, 권리락된 가격과 그 다음에 행사가격의 차액이 결국은 다 그 가치거든요. 소위 warrant의 가치이고, 나머지는 다 권리락된 상태로 거래가 될 테니까요.

○ 연태훈 위원

그 몇 일이라는 것은 몇 일자...

○ 이현철 위원

보통은 Bulldog Sauce 같으면 tender offer의 만료일이 되기 전이었습니다. 되기 전의 언제 시점을, 그러니까 주총결의를 하고, 주총이 6월 말이었었는데, 6월 말 주총을 하고 공개매수만료일이 8월 몇 일이었거든요. 그런데 '7월 몇 일자 현재 주주에게' 이렇게 되었습니다.

○ 연태훈 위원

기존에 가지고 있던 주식군에 대해서는 여전히 공격자의 주식이라고 하더라도 warrant가 발행되는 거예요?

○ 이현철 위원

발행은 됐습니다. 발행은 됐고, warrant는 모든 주주에게 똑같이 발행되고 행사만

못하고 아까 말씀하신 대로 취득조항부로...

○ 연태훈 위원

여전히 차별조건에 들어가지요?

○ 이현철 위원

네.

○ 권종호 위원

그런데 일본 시스템은 제가 발행하면 주총의 특별결의가 필요하잖아요. 그러니까 주총의 제3자 배정으로 제가 배정을 하면 주총의 특별결의를 해야 되고, 그것을 피하기 위해서는 모든 주주를 대상으로 무상으로 배정을 하면 이사회결의로 할 수 있지요. 그래 놓고 옵션에다가, 행사조건에다가 예를 들어서 차별적인 조항을 둔다거나 아니면 몇 % 이상 취득하면 행사를 못하도록 이런 식으로 해서 하는 방법이지요. 그러니까 3자 배정형태로 제가 발행하면 무조건 이사회 특별결의로 합니다.

○ 연태훈 위원

그런 조문을 넣는다고 했을 때 차별성이 없다는 이야기인가요? 말씀하신대로.

○ 권종호 위원

그렇지요. 옵션을 ...

○ 연태훈 위원

그것보다 더 나가는 경우에 그런 옵션이 붙을 수 없다는 이야기입니까?

○ 권종호 위원

그렇게 되면 결국 반대해석을 하면 그런 차별적인 조항이 안 붙고 한 것도 발행할 수 있다는 것이 되고, 그렇게 되면 결과적으로 옵션...

○ 송종준 위원장

네, 하여튼 이현철 위원과 권종호 교수님이 수고를 좀 해 주셔야 되는데, 지금 두 가지 warrant만 도입해서 모든 문제를 해결하는 방안, 그야말로 일본식으로 구체적인 규정을 두는 방안으로 나누어서 지금까지 논의된 남용제한의 문제라든가 이런 것들을 좀 반영해서 한번 법리를 검토를 쭉 해 보시지요. 그래서 그 2개를 놓고 어떤 것이 좋을지는 또 계속 논의할 찬스가 있으니까요.

그러면 오늘은 또 안수현 위원님께서 준비하셨던 황금주, 그 유명한 황금주에 대해서 논의를 사실 해야 되는데, 하실 말씀도 다 못하시는 것 같고, 참 여러 가지 난처한 상황이 많이 있는데, 타임스케줄상 어쩔 수가 없을 것 같습니다.

황금주 문제는 어떻게 할까요? 언제쯤 한번 하고 나서 전체 법안을 마련할 시간을 충분히 드리는 것이 좋겠지요? 또 날을 잡아서 한다는 게 어려운데...

○ 이준식 검사

지난번에 이야기가 19일로...

○ 송종준 위원장

그렇게 일정을 잡아놓았지요. 잡아놓았는데, 그러면 황금주 관련된 부분은...

○ 이준식 검사

19일 회의 시작할 때 하던될 것 같습니다. 다른 위원님들께서 다음 주부터는 이 위원회가 없다고 생각해서...

○ 송종준 위원장

네, 맞습니다.

이 황금주 문제는 결국 핵심이 거부권부 주식과 임원임면권부 주식 이 두 가지 도입 문제인데, 황금주의 취지라고 하는 것이 국가적으로 거의 다 뺀 상황이더라고요. 거의 민영화 단계에서 이런 경우만 인정하고 있는데, 더 확대해서 일반적인 비상장 폐쇄 회사들도 확대할 것이냐고 하는 문제가 중요한 관건인 것 같아요.

제가 볼 때는 그야말로 국영기업이라든가, 국가기간산업이라든가 그런 목적에서만 사용할 수 있도록 제한적으로 검토할 필요성이 있는 것이 아닌가 싶은 느낌이 들어서 더 이상 확대되는 것은, 아예 도입하지 않아도 좋지만, 않는 게 좋은데, 만약에 한다면 그런 목적으로 사용할 수 있다고 하는 취지에서 법안을 한번 어떻게 회사법에 넣을 수 있는지 여부도 사실 나중에 판단을 해 봐야겠지만, 그렇게 한번 준비를 하는 것으로 할까요? 그래서 나중에 또 법안을 놓고 충분히 토의를 할 수 있기 때문이에요. 그래서 황금주 때문에 또 일정을 잡아서 하는 것이 지금 다들 너무나 바쁘셔서 대단히 어려운 측면이 있습니다.

○ 강종석 재경부 기업환경과장

황금주는 공공기관 민영화 법률이 재정

부에 있으니까 그때 한번 보겠습니다. 여기 끝나고 판단을, 어차피 회사법에 넣는 것은 좀 아닌 것 같고요, 황금주가 들어간 것이 일본 빼고는 일반적으로 유럽이나, 미국은 원래 없는 것이고, 유럽 같은 곳도 전부 다 민영화와 관련된 이야기거든요. 그런데 지금 보면 민영화도 공공성이 강한 분야는 거의 안 팔았고, 그 다음에 계약조건 같은 데에 황금주 성격을 현투 같은 데 팔 때는 약간 넣고 합니다. 계약조건으로 들어가고 있기 때문에 현실적으로 굉장히 반응이 많이 된 상태이고, 필요하다면 공공기관 민영화법에 집어넣고, 아니면 현재 계약조항을 가지고도 되니까 충분히 될 것 같습니다.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

그러면 그렇게 하시지요. 안 교수님도 준비하신 것이 있으니까 다음에 논의할 때 시간을 정해서 한 30분이면 30분, 1시간이면 1시간...

○ 송종준 위원장

네, 그렇게 하도록 하겠습니다.

○ 안수현 위원

논의를 하다 보면 또 연관되면서 토론이 길어져서 늘어나기 때문에 오히려 법안으로 만들어진 부분들을 보면서 이것은 사실 supermajority의 다른 뒷면으로 볼 수도 있고, 어떻게 보면 포이즌 필보다는 조금 더 비용이 더 드는 제도이기 때문에 일단 포이

즌 필이라든가, 앞서 client가 있는 제도를 먼저 법안을 본 다음에 저는 검토해도 늦지 않을 것이라고 생각합니다.

○ 송종준 위원장

그러면 그렇게 합시다. 그 목적에 맞는 범위 내에서 법안을 한번 만들어 보시고 그렇게 해서 같이, 그때 토의를 하면, 저도 절대 황금주는... (녹음 끊어짐) ...종료를 해야 되는데 벌써 1시간이 오버됐습니다.

하여튼 장시간 동안 고맙습니다.

그러면 다음 모임은...

○ 이준식 검사

8월 19일부터 매주 화요일에 열립니다. 8월에는 매주 화요일에 해서 9월 말 정도까지 하면 끝날 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

네, 그래서 8월 19일 회의에서는 저희가 도입을 전제로 했을 때의 법안 초안을 만들어 오시는 것이고, 법무부에서는 아무래도 노혁준 교수님도 그렇고, 미리 바로 연락을 해서 이렇게, 이렇게 논의되어서 이런 조건으로 충분히 감안을 해서 법안을 구성해 달라고 말씀을 좀 드려 주십시오.

그러면 오늘 회의는 이것으로 마치겠습니다.

감사합니다.

(산회 18시 30분)

7. 제8차 전체회의

| | |
|----------------------|---|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제8차 전체회의 |
| 일 시 | 2008. 8. 19.(화) 15:00 ~ 18:00 |
| 장 소 | 법무부 4층 세미나실 |
| 참 석 자 명 단 | ○ 위원장 송중준 ○ 강희철, 권중호, 왕윤중, 이현철, 노혁준 위원, 강종석 기획재 정부 기업환경과장(대리참석) ○ 법무부 검 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 신주인수선택권 법안 논의 1 |
| 기타사항 | ○ 위원회의 원활한 진행을 위해 위원회 내에 법률가를 구성원 으로 하는 소위원회를 구성 ○ 소위원회를 매주 개최하여 개정안을 마련하고, 이를 추후 전 체회의에 부의하여 제안 설명과 동시에 토론을 하기로 함 |

제000조의2 [신주인수선택권] ① 회사는 정관이 정한 바에 따라 이사회결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라서 미리 정한 가액 (이하 “신주인수선택권 행사가액”이라 한다)으로 정해진 행사기간 (이하 “신주인수선택권 행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리 (이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.

② 제1항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에는 다음 각호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻
2. 신주인수선택권의 행사기간
3. 신주인수선택권의 양도에 관한 사항
4. 일정한 경우 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻
5. 일정한 경우 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 취지
6. 신주인수선택권을 부여받은 자의 청구가 있는 때에만 신주인수선택권증서를 발행한다는 것과 그 청구기간
7. 일정한 경우 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취소할 수 있다는 뜻
8. 일정한 경우 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 강제 매입하거나 주식으로 전환시킬 수 있다는 뜻

③ 제1항의 신주인수선택권에 관한 이사회결의에 있어서는 다음 각호의 사항을 정하여야 한다.

1. 신주인수선택권의 부여방법
2. 신주인수선택권을 부여받을 자에 대하여 신주인수선택권의 행사로 발행하거나 양도할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항
4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건
5. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지
6. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 기타 별도의 행사내용을 정한 때에는 그 취지

000조의3 [신주인수선택권의 양도] ① 신주인수선택권은 이를 양도할 수 있다. 다만, 정관의 규정에 의하여 신주인수선택권의 양도를 금지하거나 이의 양도에 이사의 승인을 얻도록 할 수 있다. 이 경우 양도승인의 청구에 대해서는 제335조의2 내지 제335조의7의 규정을 준용한다.

② 신주인수선택권증서가 발행된 경우 신주인수선택권의 양도는 신주인수선택권증서의 교부에 의하여서만 이를 행한다. 이 경우 제336조제2항, 제360조 및 수표법 제21조의 규정은 신주인수선택권증서에 관하여 이를 준용한다.

③ 신주인수선택권의 양도는 000조의5에 따른 회사의 신주인수선택권 원부에 취득자의 성명과 주소를 기재하지 아니하면 회사에 대항하지 못한다.

제000조의8 [준용규정] 제424조, 제429조의 규정은 신주인수선택권 부여의 경우에 이를 준용한다.

(개회 15시 00분)

[신주인수선택권 법안 논의 1]

○ 송종준 위원장

더위에 어떻게 지내셨습니까?

하여튼 3주 전 7차 회의에서, 우리 위원회에서 성안해야 될 법률안 초안을 좀 위원님들께 부탁을 했는데 그 안이 다 들어 온 것으로 알고 있습니다. 그래서 오늘은 4가지 종류의 그 법률안에 대해서 해당 안을 준비하신 위원님께서 전체적인 특징, 그 안에 대한 설명 이것을 좀 듣고 질의하고 토론하는 이런 시간으로 하고, 이것이 끝나면 시간이 될지는 모르겠습니다마는, 어떤 안을 개별적인 안을 가지고 좀 구체적으로 검토하는 이런 단계로 들어갈 수 있을지 모르겠습니다.

참고로 저희가 지금 위원이 총 16분인데, 이 법률안을 담을 때에 우리가 특히 인식을 해야 될 사항에 대해서 지금까지 7차에 걸친 회의에서 주로 논의가 되었던 것으로 알고 있습니다. 그래서 그런 어떤 일정

한 기준, 선에 부합하는 그 법률 개정안 초안이 마련된 것으로 이해하고 싶은데요. 아마 이 개별적인 법률안을 중심으로 앞으로 논의하는 과정이 상당히 전문적이고 또 다른 법조문, 다른 법률과의 관계 등등해서 많은 검토사항이 있지 않을까 싶은 생각이 듭니다.

그래서 저희가 위원이 총 16분이기는 하지만 법률안을 좀 면밀하게 검토하고 충분히 토론해서 보다 효율적인 어떤 종결 작업, 이것을 하기 위해서 운영방침을 아마 이 소위원회를 구성을 해서, 이 소위원회는 교수님과 변호사들이 중심이 되어서 소위원회에서 충분히 검토하고 거기에서 최종적으로 마련된 안을 전체 위원회에 회부해서 거기서 설명을 하고 의견을 듣는 것으로 이렇게 할까 생각을 하고 있습니다.

제한된 시간 내에 위원님들 의견 하나하나가 다 중요한데, 3분, 5분만 이야기해도 3시간, 4시간이 금방 후닥닥 지나가고 하는 이런 것이 있어서, 위원님들의 개별적인 의견은 아마 추후 소집될 전체회의에서 충분히 또 말씀을 하실 수 있는 기회가 있기 때

문에, 그 안에 한 3주 정도는 소위원회를 중심으로 해서 초안을 다듬는 작업을 하는 것으로 회의를 진행하도록 하겠습니다.

참고로 안수현 교수가 준비한 안건이 들어 왔습니까?

○ 이준식 검사

네.

○ 송종준 위원장

저는 그걸 못 받았는데, 어제 밤 현재로 써는 안 들어 온 것 같은데.

○ 이준식 검사

오늘 아침에 들어 왔습니다.

○ 송종준 위원장

아, 그랬어요? 그래서 일단, 우리 이현철 위원님이 좀 바쁘십니까?

아, 그러면 이현철 변호사님께서 준비해 오신 신주인수선택권, 이 초안을 만들게 된 어떤 기본적인 배경이라든가, 어떤 취지를 고려한 것인가 이런 법안 내용을 좀 간단하게 설명해 주십시오.

○ 이현철 위원

네, 이현철입니다.

지금 제가 준비한 초안은 아주 초보적인 상태라고 보시면 될 것 같은데요. 기본적으로 포이즌 필에 관해서 제가 만든 이 초안은 다음 사항을 좀 고려를 했습니다.

첫째로 지난번에 저희가 논의를 할 때 이것을 포이즌 필에만 쓸 수 있는 구체적인

형태로 초안을 할 것이냐, 아니면 조금 일반적인 어떤 신주인수선택권을 인정할 것이냐? 이 두 가지가 조금 논의가 됐었습니다.

그래서 이제 저희가 좀 고민을 해 보니까, 사실은 이제 구체적인 형태로만 하면 명확성이나 이런 추후의 어떤 법원의 판단 문제 이런 것들은 많이 도움이 될 것 같고, 그럼 또 시장에 확실한 명확성을 부여한다는 장점이 있는 것 같은데요.

사실은 저희가 초안하는 단계에서 굉장히 어려움이 있는 것 같습니다, 과연 목적을 어떻게 할 것인지, 이런 등등 굉장히 어려움이 있었고.

그래서 일단은 제가 초안한 부분은 포이즌 필의 몇 가지 징표만 조금 포함해서 일단은 ‘신주인수선택권’이라는 제목으로 해서 한번 규정을 만들어 봤습니다. 그래서 조금 일반적인 어떤 신주인수선택권에 가까운 형태로 사실은 초안이 되어 있습니다.

그래서 제가 첫 번째로 고려한 것은 이제 신주인수선택권을 정관의 규정에 의해서 부여할 수 있다, 정관에 일단 근거조항이 있어야 한다는 게 첫 번째 제가 포함한 내용이고요.

두 번째로 정관에 그런 근거규정을 두고서 실제로 부여하는 것은 이사회 결의로 부여를 하게 그렇게 구절을 만들었고, 그 다음으로 그 부여대상은 주주로 한정했습니다. 그래서 이걸 제3자 배정은 염두에 두지 않고, 왜냐 하면 원래 포이즌 필 자체가 기본적으로 공격 측을 제외한 모든 주주에게 부여하는 것이 포이즌 필의 특징이기 때문에 어떤 제3자 배정은 염두에 두지 않고 기존

주주한테만 부여하는 것으로 한정을 했습니다. 그래서 그런 점에서 일반적인 어떤 스톡옵션하고는 차이가 있는 것 같습니다. 스톡옵션은 오히려 주주 이외의 자에게 부여하는 것인 반면에 이 신주인수선택권은 주주에게만 부여하는 것으로 그렇게 한정을 했습니다.

그리고 일단은 정관의 규정 또는 이사회 결의에서 부여를 할 때 일부주주를 배제할 수 있다, 부여하는 당시에 그 부여대상으로 일부주주를 배제할 수 있다는 것을 정할 수 있는 근거를 하나 포함을 시키려고 했고요. 또는 그 대안으로써는 부여는 다 같이 하되, 행사에 있어서 다르게 정할 수 있다는 두 가지 방법을 일단 규정을 해 봤습니다.

그래서 부여를 할 때 공격자를 배제하거나, 아니면 부여는 다 같이 하되, 그 일본의 Bulldog Sauce case가 그렇게 한 것 같은데, 부여는 똑같이 신주인수선택권을 부여하되, 그 행사를 공격자에 대해서는 제한을 할 수 있는 형태로, 그래서 이것은 이제 주주평등의 원칙 때문에 이런 근거 자체를 상법에 포함을 시키면 결국은 상법에서 이 신주인수선택권을 부여할 때 일부주주를 차등할 수 있다는 근거를 상법에서 인정한 것이 아니겠느냐? 이런 취지로 이제 그런 근거조항을 한번 넣어봤습니다.

그리고 이제 제가 조금 고민을 해야 될 사항이 행사가격 부분입니다, 행사가격. 현재 초안에는 행사가격에 대해서는 별도 제한이 없습니다. 행사가격은 이사회결의로 정할 수 있게 그렇게 되어 있습니다. 그런데 잘 아시는 바와 같이 포이즌 필이라는 것은

행사가격에 사실은 굉장히 중요한 점이 있습니다. 행사가격을 현재 주식의 시가, 또는 현재 주식의 가치보다 현저히 낮은 가격으로 이제 발행을 함으로써 결국 인수공격자들의 어떤 취득비용을 굉장히 증가시키는 그런 면이 있는데, 그럼 행사가격의 어떤 하한이 어디냐? 이게 이제 우리 상법상에 어떤 자본충실의 원칙 문제하고 조금 충돌되는 면이 있는 것 같습니다. 액면미달로, 액면보다 더 낮은 가격으로 행사하는 것도 허용을 할 것이냐, 아니면 아주 극단적으로 1원으로 행사하는 것도 허용을 할 것이냐? 이제 이런 점이 조금 한번 고민을 해 봐야 될 사항 아닌가 싶습니다.

그래서 우리 자본충실의 원칙하고 이 신주인수선택권의 행사가격의 부분을 어떻게 양자의 충돌을 해결할 것인지, 그게 하나 조금 초안을 하면서 의문이 생긴 점입니다. 현재 초안에는 사실 반영은 안 되어 있습니다.

그 다음에 한 가지 좀 또 초안하다가 제가 고민이 되는 것이 이걸 신주에만 한정할 것이냐, 아니면 기존에 회사가 갖고 있는 자기주식을 부여하는 것도 허용할 것이냐? 그래서 신주인수만 허용할 것이냐, 아니면 구주를 그냥 매입하는 것도 회사의 선택에 의해서, 지금 우리 증권거래법에 따른 스톡옵션 같은 경우에는 신주도 가능하고 구주의 매입도 가능한, 자사주 매입도 가능한데, 그럼 이 경우에 자사주를 이렇게 부여하는 방식도 가능하도록 할 것이냐? 그게 하나 조금 이슈가 되는 것 같습니다.

그리고 지금 현재 이 초안에는 이제 부여를 정관에 규정하고 주주에게만 부여할

수 있다는 제한, 그 제한 이외에는 어떤 목적 하에서 부여할 수 있다, 어떤 상황 하에서 부여할 수 있다, 이런 것들에 대해서는 지금 아무 언급이 없습니다. 그게 이제 사실은 지난번에 논의된 것하고의 차이점인데, 경영권 안정을 위해서 등등 아니면 주주가 치 제고를 위해서, 회사 및 주주공통의 이익을 위해서 등등의 어떤 표현, 이런 표현들이 사실은 이제 들어가면 목적을 제한하고 그 이외의 경우에는 신주인수선택권을 못쓰게 하는 것인데, 과연 그 조항을 우리가 넣을 수 있을지 없을지 그게 이제 사실 좀 고려가 되어야 될 부분 아닌가 싶습니다.

그런데 그것을 넣는다는 것은 우리가 입법에 의해서 정면으로 이 포이즌 필을 인정한다는 것이 되기 때문에, 제가 아는 한은 다른 나라에 그런 입법례가 없는 것 같고, 입법자체로 이렇게 포이즌 필 자체를 허용한 예가 없는 것 같고, 또 그 자체를 시장에서 어떻게 받아들일지 그것에 대해서는 조금 논의가 필요한 것 아닌가 그렇게 생각이 됩니다.

그래서 제가 고민한 부분 몇 가지를 말씀드렸습니다.

○ 송종준 위원장

네, 고맙습니다. 지금 조문 수가...

○ 이현철 위원

현재 8개입니다.

○ 송종준 위원장

8개죠, 8개.

○ 이현철 위원

7개.

○ 송종준 위원장

7개입니까?

○ 이현철 위원

네, 네.

○ 송종준 위원장

지금 이현철 위원님께서도 말씀하셨던 것처럼 실제로 이제 까다로운 분야, 그 부분에 대한 것이 이 법안 초안에는 이제 아직은 반영이 잘 안 되셨다고 말씀을 하셨는데, 그 까다로운 분야 중의 하나가 아까 말한 것처럼 이 신주인수선택권의 용도를, 목적을 제한하느냐? 그런 문제, 제한하는 것이 좋으냐? 그런 문제가 하나가 있을 수 있을 것이고, 우리 현행법상으로 지금 이 초안에 따르면 이제 이사회에서 정관에 이런 규정만 있으면 이사회결의로 이리이러한 모든 사항을 정할 수 있다고 되어 있기 때문에 이제 회사가 사실은 자율적으로 정하게 되는 이런 것이죠.

그것과 관련 이제 근본적인 문제가 아까 말씀하셨던 것처럼 행사가격이 가장 급선무인 것 같아요, 중요한 문제인 것 같아요. 발행가격이야 무상으로 줘도 특별히 문제될 것이 없고, 명목상에 뭐, 1원씩 받아도 상관이 없겠지만, 어떤 유사이벤트가 발생했을 경우 그것을 행사해서 신주를 배정받을 때에 행사가격이 여기에서 이제 일부주주가 배제되어 있는 이런 상태라고 하는 점도 있

고, 일반적인 상법의 기본원칙에 따라서 이것도 하나의 신주발행인데 그 신주발행가액이 현저히 불공정할 경우에는 우리 상법상으로 이제 위법성 문제가 항상 있거든요. 그래서 이제 이런 부분이 해결해야 될 부분이 아닌가 싶은 생각은 역시 마찬가지로 있는데, 하여튼 위원님들 좀 필요하신 내용들 있으면 말씀을 하시고, 토론 좀 해 주십시오.

○ 강희철 위원

일본의 신주예약권 관련조항하고 비교하면 어떻습니까?

○ 권종호 위원

무지하게 많아요.

○ 강희철 위원

일본의 신주예약권제도가...

○ 권종호 위원

무지하게 복잡해요.

○ 이현철 위원

70-80조문이 됩니다.

○ 송종준 위원장

70-80조문이나 됩니까?

○ 권종호 위원

네, 그건 감당 못합니다, 도저히.

지금 일본의 신주예약권 자체는 염두에 둔 게 일반 주주를 상대로 공모까지 하는 것을 염두에 두고 이렇게 하기 때문에, 그

건 신주예약권 중에서 우리나라 스톡옵션까지 다 포함하는 방법으로 규정을 둔 것이기 때문에 굉장히 복잡합니다.

지금 방금 우리 이 변호사님 말씀하신 것처럼 이것을 대상을 주주로만 제한하면, 사실은 이제 신주예약권을 도입하면서 제일 먼저 고려해야 될 것 중의 하나가 주식매수선택권제도하고 관계를 어떻게 유지할 것이냐인데, 그런데 지금 우리 이번에 warrant를 도입하면서 대상을 주주로만 제한을 해 버리면 이것은 이제 기존의 제도를 그대로 놔두고 이것만 독자적으로 규정을 둘 수가 있어서 이게 좀 좋은 것 같은데, 그렇게 되면 결과적으로 warrant는 다양한 목적으로 사용되는 것은 완전히 제한이 되는 이런 것이 결정적인 것 같고.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 그 문제는, 스톡옵션은 따로 규정이 있고, 신주인수권부사채에 관한 규정도 따로 있고, 그렇잖아요.

○ 권종호 위원

네.

○ 송종준 위원장

이제 warrant만 우리가 없는 것 아닙니까, 지금. 그러니까 이것만 뺐다고 생각을 해야 되겠죠.

○ 권종호 위원

저도 사실은 우리 기본적 방침이, 이쪽에서 우리가 하는 것이 방어수단하고만 관

련한 제도를 전제로 하는 것이기 때문에 사실은 지금 warrant를 도입하면서 기존에 신주인수권부사채하고 스톡옵션까지 다 고려한 그런 규정을 만드는 것은 좀 무리인 것 같고, 그래서 여기서는 오히려 잠정적으로, 나중에 전체를 할 때 다시 손을 보더라도 지금은 대상은 오로지 주주만 대상으로 그렇게 하는 것이 입법하는데 아주 양을 굉장히 줄일 수 있다는 것이 하나고. 그리고 주주를 대상으로 할 때가 사실은 그것이 방어수단의 측면에서만 이용되는 것이고, 그것은 굉장히 타당하다는 생각이 듭니다.

그리고 여기서 이제 다만 목적을 제한하는 것, 이것은 지난번에 우리 금융위원회의 이 과장님도 이야기했지만 남들이 봐도 대놓고 이렇게 하는 것은 너무 좀 지나치지 않을까라는 생각이 하나가 들고, 좀 그것과 관련하다 보면 사실은 어떤 형태로든 주주한테 신주인수선택권을 주면 이게 회사가 조직재편 같은 것을 하게 되면, 사실은 그것의 처리문제 이런 것도 사실 좀 고려해야 되고, 그런 부수적인 문제는 사실 있는 것 같은데, 기본적으로 일본처럼 그런 입법은 현실적으로 불가능하고 할 수도 없을 것 같아요. 그런 느낌이 듭니다.

○ 송종준 위원장

우리는 기존에 다른 스톡옵션 이런 것을 그대로 존중을 하고 이것만 따로 만드는 것으로 범위를 좁혀서 하는 것으로 하죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

제가 몇 가지만 좀 의견을 말씀드리겠습니다.

니다.

저희들 뭐, 어차피 소위원회에서 좀 심도 있게 논의가 되겠지만 그 전에 ‘소위의 기초판단논거로서 이런 측면도 좀 고려해 주십사’ 해가지고 몇 가지만 좀 말씀드리겠습니다.

첫 번째로 지금 2항 5호에 나와 있는 것이 아마 목적조항하고 ‘일부주주에 대해서 허용하지 않거나 그 다음에 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 취지’ 이것을 좀 구체화시키는 차원에서 뭐, 예를 들어서 주주가치 증대라든지, 기업가치 증대라든지, 아니면 비례성이라든지 아무튼 남용의 가능성을 차단하는, 위원장님이 제시한 큰 원칙이 조건은 해 주되, 그 다음에 남용가능성을 차단해 주자는 그 취지인데, 그게 지금 근거조항만 있지 남용가능성을 차단할 수 있는 그런 것이 없기 때문에, 아무튼 너무 법원한테 부담을 주기보다는 좀 법적 명확성을 좀 표현하기 어렵지만, 입법 기술상으로는 추상적이지만 그런 쪽으로 별도 조항을 하나 1호하고 2호 사이에 하나를 넣어서 어떤 경우에 신주인수선택권을 부여할 수 있는 어떤 그 조건이라고나 할까, 이런 것을 적시해 주면 어떨까 하는 생각이 들고요.

그 다음에 지금 현재 여기 안에 나오는 3항과 관련해서 이게 지금 이사회결의로 되어 있는데, 이사회라는 것이 기본적으로 주주를 대리하는 대리인의 입장인데 지금 본인의 권리를, 약간 M&A공격자의 입장에서는 그 양반들의 권리를 침해하는 내용을 대리인들이 할 수 있느냐 그런 측면에서 주주

총회결의로 3항 조항을 돌리고, 실제 그 발동여부 그것만 이사회에서, 뭐, 크게 시차가 예를 들어서 급하게 필요하다는 이런 문제 때문에 꼭 이사회결의를, 그 다음에 유사입법례에서 이사회로 되어 있기 때문에 일본 같은 경우에는, 그 다음에 미국 같은 경우에도 그런 상황을 고려해서 이사회결의로 되어 있는데, 이것을 주총결의 사항으로 좀 전환을 하고 실제 발동만 이사회로 timely 하게 해 주면 어떠한 생각이 들고요.

그 다음에 이제 나머지 하나 궁금한 사항은 등기나 주식매수, 스톡옵션이 등기가 되어 있는지 한번, 그게 등기가 되어 있나요, 안 되어 있나요?

○ 강희철 위원

스톡옵션에 관한 사항은 등기를 했죠. 저는 그렇게 기억하는데, 스톡옵션이 몇 주 발행되어 있다는 것은 등기 안 한 것 같아요.

○ 이현철 위원

이사회 결의하고 주총 승인까지...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

여기는 지금, 이게 실익이, 신주인수선택권 등기까지 한 실익이 양도를 제한하기 위한 것인지 좀 굉장히, 명확성을 이제 좀 3자한테 해 주겠다는 건데, 그게 정관에 되어 있고, 그 다음에 비례적으로 어차피 나가면 그 자체로 충분히 시장이라든지 제3자한테 의사전달이 된 건데, 등기부를 별도로 만들 필요가 있는지, 좀 이걸 technical한

측면에서 좀, 이걸 뭐 minor한 것이니까, 앞에 이야기한 대로 두 가지 사항으로 저는 말씀을 가늠하겠습니다.

○ 이현철 위원

제가 먼저 말씀드리면요. 지금 사실 목적부분이 없는 것은 사실입니다. 그리고 제가 초안할 때 염두에 둔 것은 이제 000조의 2 2항 4호, 5호에 ‘일정한 경우’라고 했는데, 이것을 이제 한 가지 가능한 방법은 정관에서, 지금 이제 과장님 말씀하신 그런 예를 들어 기업가치 증대, 주주가치 증대 같은 것을 정관에서 넣을 수 있지 않겠느냐, ‘기업가치 증대나 주주가치 증대를 위해서 이러한 경우에는 이사회결의로 일부주주를 배제하는 그런 신주인수선택권을 발행할 수 있다’ 이런 조항을 정관에다가 조금 더 구체화할 수 있지 않겠느냐는 생각을 해 봤고요. 그리고...

○ 왕윤종 위원

그것을 정관에 적시할 때 일부주주 자체를 일부주주라고 하나요?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그건 추상적으로 해야겠죠.

○ 이현철 위원

사실은 정관을 만들 때는 아직 emerge하기 전이니까, 예.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그런 식으로 되면 일본 case로 다시 돌

아가서, 예를 들어서 우리 법무부가 지침을 만든다든지 뭐, 이렇게 일본 스타일로 지금 지침이 되어 있지 않습니까? 법무성, 경제 산업성 지침으로 되어 있는데, 그런 식으로 다시 좀 어느 정도 목적을, 남용제한을 하기 위해서 법이 아닌 어떤 그...

○ 왕윤종 위원

제 이야기는 그 이야기가 아니고요. 정관 자체에, 정관을 완전히 자치적으로 할 수 있도록 하는 것이...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아니, 저는 이제 답변이 아니고요, 별도의 다시 새로운 질문이고요.

그래서 만약에 그렇게 되면 이제 다시, 일본은 보통 지침이라든지 이런 식으로 많이 하더라고요. 그런데 지금 우리 행정법체계상, 예를 들어서 법에 규정되지 않은 사항을 갖다가 법무부에서 다시 지침을 만든다는 것 자체가 법에 위임 받지 않은 사항이라 그것을 할 수가 없을 것 같다는 생각이 들거든요. 그렇게 되면 시장에 그냥 백지상태로 놔두는 건데, 그게 과연 바람직하냐에 대해서 좀 소위 논의과정에서 한번 판단을 좀 해 주십사 하는 게...

○ 이현철 위원

지금 현재 조항을 과장님 말씀대로 조금 open-ended로 되어 있고요. 지금 초안에서 유일한 장치는 마지막 장 보시면 000조의8을 보시면 '준용규정'해서 424조를 준용하게 되어 있는데, 이 424조가 이제 신주발행

유지청구권입니다. 그래서 신주발행이 법령 또는 정관에 위반하거나 현저히 불공정한 경우에는 그 중단을 청구할 수 있고, 법원에, 이것의 가처분을 신청할 수 있고, 이런 조항이 이제 준용이 되어 있습니다.

그래서 이게 어떻게 보면 이제 불명확한 부분이기는 한데, 법원에서 이것을 가처분으로 스톱할 수 있게, 결국은 이 신주인수선택권 발행도 이사회의 선관의무, 충실의무에 다 귀속이 되는 것이기 때문에, 그거에 위배된다고 하면 이렇게 이제 중단을 할 수 있는, 가처분의 길은 이제 열어져 있고 그렇습니다.

○ 왕윤종 위원

그러니까 결국 최종적인 판단을 법원에 맡길 수밖에 없나? 그러니까 이사회가 충분히 충실의무를 다 선관의무를 했는데, 거기에 대한 판단을 했을 때 예를 들면 공격자 입장에서는 가처분신청을 할 수 있고, 그랬을 때 가처분신청을 법원에서 안 된다, 그렇게 판단이 되는 것인지 아니면 그거를 다 case by case로 보는 것인지, 그럴 수밖에 없는 법리적인 한계가 있다는 것인지 제 질문은 그거입니다.

결국 법리적으로는 이걸 확정할 수 없는 거기 때문에, 저희들도 그거 허용해 놨거든요. 없는 거보다 낫죠. 지금까지 우리가 그런 기능 자체가 없었는데 표현이겠지만 최종적인 판단은 할 수밖에 없는...

○ 이현철 위원

그렇습니다. 기본적으로는 지금은 아예

이런 게 안 되지 않습니까? warrant 발행이 안 되기 때문에 아예 불가능하다고 보는데, 이제는 가능성은 열어두되 여전히 이사회의 fiduciary duty에는 subject하는 것으로, 거기에 귀속되는 것으로 그렇게 이제 개념을 잡으시면 될 것 같습니다.

○ 강희철 위원

예, 그와 관련해서 한 말씀드리면요. 저도 그렇고 우리 이 변호사님 증언도 그렇고 모든 초안들이 일단은 경영권 방어 문안만 보면 경영권 방어만을 위한 제도가 아니고, 투명한 제도이고, 단지 경영권 방어를 위해서도 사용될 수 있는 그런 제도로 지금 만들어져 있는 것 같습니다.

그런데 지금 우리가 이런 제도를, 그리고 또 구체적으로 각 조항에서 그걸 남용하지 못하도록 하는 목적이라든가 이렇게 구체적인 조항을 두는 것도 어렵다는 데에 저도 동의하고요. 그런데 우리가 동시에 이 제도를 도입하면서 언제나 남용가능성에 대한 대책을 마련해야 된다는 점을 이야기해 왔고, 그렇다면 어떤 이사회의무에 관한 조항이든지 어떤 다른 하나의 조항으로써 비록 추상적이라도, 추상적이라도 법원이 나중에 그리고 이것을 실제 운영함에 있어서, 그리고 또 법원이 그 기준을 적용함에 있어서 이게 내재적인 그냥 이사회 선관의무라는 정말로 추상적인 것이 아니고, 미국이나 일본에서 제시된 그런 주주이익의 제고라든가 하는, 조금은 추상적이지만 그냥 선관의무라는 것보다는 조금 더 구체적인 그런 행위기준 같은 것을 선언적인 규정이라도 두

는 것을 한번 고려해 보면 어떨까 싶은 생각이 드네요.

○ 이현철 위원

그것과 관련해서는요. 사실은 이제 저도 강 변호사님 말씀에 동감인데, 그 두 개를 같이 고려해야 될 것 같습니다. 조금 더 구체화된 선관의무, 또는 충실의무하고, 또 한 가지 같이 결부해서 생각해 봐야 될 것이 ‘그 행사가격을 주식의 실질가치보다 낮게 발행할 수 있다’라는 조항을 저는 처음에 넣었다가 지금 좀 뺐는데, 그 말을 사실해 줘야 될 것 같기는 합니다. 왜냐 하면 그 말을 안 넣으면 우리 검사님들이 배임이라고 그러시니까, 그 말을 넣어줘야만, 그렇죠? ‘신주인수선택권의 발행가액은 주식의 실질가치보다 낮게 정할 수 있다’ 다만 이 경우에 있어서는 뭐, 이리이러한 경우에는 예를 들어서 지금 강 변호사님 말씀하신 것처럼 ‘주주가치의 보호라든지 기업가치 보호를 위한 필요가 있다고 판단되는 경우에는 그렇게 할 수 있다’라는 것을 합쳐서 넣을 수 있는 것은 한번, 적절한 wording이 나오면 그것은 한번 생각해 볼 수 있을 것 같습니다.

○ 왕종윤 위원

신주인수선택권 문제뿐만 아니라 맞춰가지고 예를 들어서 가치분신청을 얼마든지 제기할 수 있거든요. 그런데 미국 같은 경우 그게 실질적으로 이걸 가치분하는 것들이 있습니까?

○ 이현철 위원

네, 있습니다.

실제로 미국에서도, 지난번에 소개해 드렸듯이 포이즌 필이나 이런 방어수단에 대한 소송은 다 가처분 절차에서 주로 있습니다. preliminary injunction 단계에서 법원이 판단한 것들이 대부분입니다. 실제로 이 가처분에서 많이 다툼이 되는 거죠, 당장 급하니까 injunction을 하고...

○ 왕윤종 위원

거기서 다 판결이 나는 거다 이거죠?

○ 이현철 위원

그렇습니다. 그 경우에 기준은 fiduciary duty가 기준입니다.

○ 왕윤종 위원

어떤 경우에는 case에서는 허용이 된다고 판결이 나온 거고.

○ 이현철 위원

그렇죠. 맞습니다.

○ 왕윤종 위원

어떤 경우에 있어서는 주주가치를 전혀 침해하지 않았다는 것으로 보고 허용하는 것으로 되어 있고.

○ 이현철 위원

그러니까 그 전에 이제 법원에서 기준이 뭐냐?

○ 왕윤종 위원

기준이 뭐냐?

○ 이현철 위원

예, 이걸 이제 judicial review라고 그러는데 법원이 판단하는 기준이 뭐냐를 먼저 정하고, 그게 이제 Unocal Standard, Revlon Standard 이런 것들이 있고요.

그런 기준이 뭐냐는 것을 법원이 선언하고, ‘그 기준에 따르면 이 건은 어떻게 된다’ 이렇게 판단을 했죠.

그러니까 결국은 미국 같으면 그냥 미국 회사법에서는 ‘warrant를 이사회결의로 발행할 수 있다.’ 이 조항밖에 없습니다. 이게 있고, 이제 그것에 따른 여러 가지 기준은 법원에서 제시하는 것으로 그렇게 갔죠. 그런데 이제 그게 20년이 지난 이야기거든요. 그래서 그것대로 해서 다 정리가 됐기 때문에 이제 법적 불명확성이 없는 것은 많이 해소 됐는데...

○ 왕윤종 위원

그러니까 거기에 관례가 있기 때문에 관례에 기초해서 이것은 법적으로 문제가 없을 것이기 때문에 발행을 하고, 우리는 이제 그게 축적이 안 돼서...

○ 이현철 위원

예, 한꺼번에 이제 그 목적을 달성하려니까...

○ 왕윤종 위원

한꺼번에 그 목적을 달성할 수는 없을

테니까 일단은 허용해 주고 결국은 법원의 판결에 의해서 ‘이거 축적하자.’ 이런 취지로 말씀하신 거죠?

○ 이현철 위원

예, 그러니까 우리가 어디까지 그러면 미국이나 일본의 축적된 경험을 입법에 반영할 것이냐? 그것은 하나 좀 고민을 해 봐야 될 부분인 것 같습니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

이쪽이 예를 들어서 법체계의 구성상에 미국 같은 경우에는 어차피 불문법 국가이기 때문에 예를 들어서 주식의 종류를 뭐, 우리처럼 상법에 정해 놔가지고 ‘주식에 이런 종류를 정할 수 있다’ 이런 규정이 없을 것 아니에요. 왜냐 하면 미국 같은 경우에는 그냥, 우리는 예를 들어서 ‘의결권이 없는 주식이다, 무슨 주식이다, 양도제한이다’ 그 다음에 뭐, 배당의 이런 열거주의 형태로 이렇게 되어 있는데, 미국 같은 경우에는 어차피 그것도 blank 상태이기 때문에, 그게 이제 불문법체계의 어떤 고유의 특성인데, 일본 같은 경우에, 일본 하나가 지금 저렇게 되어 있는 상태라 어차피 성문법 국가에서 약간의 입법상의 불비일 수도 있고, 아니면 미국 거 그냥 imitation하다 보니까 이렇게 됐는데, 저희 같은 경우에는 바로 그냥 근거조항만 해 주고 이렇게 하는 것이 그게 과연 남용가능성을 억제한다는 그 대 원칙에 부합하는 것인지 항상 의문이 들어가지고 굉장히 부담스럽고, 이렇게 근거조항만 이 정도로 해 주면...

○ 왕윤종 위원

남용가능성은 가처분으로...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

가처분소송, 그러니까 그 예측 가능성을, 가처분소송을 굉장히 불명확하게 한 상태로 해서 기업이 선택권을 한 상태에서 그런 가처분소송이 어느 정도에, 굉장히 빈발해서 법원에 행정 부담이라든지 이런 것을 하는 것이 바람직한지, 그 다음에 현재 한 20년간 선진국이 어느 정도 체계된 판례법이라든지 이런 것이 있는 상태에서 그냥 그것을 다시 그걸 그대로 우리 법안한테 부담을 주는 것이 맞는 건지, 일단은 좀 해 주고 나중에 운용과정에서 항상 단계적 도입이 우선이라고 그러면 너무 radical하지 않나 이런 생각이 좀 들어요.

○ 왕윤종 위원

좋은 이야기신데요. 저는 입법기술상 그게 불가능할 것 같아요. 입법기술상 예를 들면 목적과 용도를 구체화시켰을 때도 결국은 이러한 경우에 주주가치를 절대로 해치지 않았다. 또는 이사회가 선관의무를 다했다는 것을 증명할 수 있는 것은 어떤 뭐, 대상 문제로 하는 게 아니니까.

그렇기 때문에 생겨날 수 있는 그런 문제는 입법으로 해결할 수 있는 사안이 아니지 않나?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

어차피 범조문에는, 회사법 조문에는 추상적 규정으로써 ‘주주가치의 이익을 현저

하게 침해하지 아니한다' 그 정도로 추상적 조항으로 넣을 수 있는 것이 아니겠냐. 그런 거죠. 뭐, 거기에서 구체적으로 들어갈 수는 없는 것이고, 공통된 사항을 좀 뽑아 내서 추상적 규정으로 법원이 선택할 수 있도록 구체적인 판단 준거를 표현을 해 주면 적절하지 않냐, 이런...

○ **왕윤종 위원**

법정까지 온 거는 추상적인...

○ **강종석 재정부 기업환경과장**

네, 추상적이죠, 다.

○ **송종준 위원장**

이것은 지금 사전경고형, 일본식으로 따지면 사전경고형을 의미하는 거죠. 이사회가 이걸 결정하고 나중에 사후에 승인 받는 것을 허용하지 않는 이런 취지를 반영한 것이죠, 그것을 반영한 것이고.

지금 우리 과장님 이야기하신 것처럼 좀 이런 형태로 예컨대 신주인수선택권이 도입이 되었을 때 이제 남용의 여지, 그 남용의 여지라고 하는 것을 걱정하는 이유는 선진 자본국가에 비해서 우리나라 상장기업도 소유가 상당히 집중되어 있는 상태라는 점 때문에 남용의 여지가 크다고 하는 이런 이야기들을 많이 하셨어요.

그런 어떤 외국에 제도가 있다고 했을 때 막바로 가져오지 못하는 이유가 그런 것들 때문에 그런 것인데, 그런 남용을 좀 억제할 수 있겠느냐고 하는 이런 차원이 충분히 좀 일리가 있다고 보여지거든요.

예컨대 여러 가지가 물론 여러 가지가 있겠지만 2조 3항에 이사회결의에 있어서도 예컨대 이사회구조가 과연 선진형이냐, 선진 국가 회사의 어떤 그런 시스템이냐고, 다시 말해서 공정성을 담보할 수 있는 그런 시스템이냐고 하는 보는 관점에서 이것도 상당히 이제 문제가 되었죠. 아까 주주총회결의라고 하는 말까지도 하셨는데, 이제 법의 체계상으로는 사실상 어려울 것 같고요. 주주총회나 정관에서 정하고 이사회결의로 가는 것은 맞는데, 그 이사회결의 자체가 하나마나라고 생각을 하기 때문에 이런 이야기를 하시는 것 아니겠어요?

그렇다면 이제 이사회결의에 절차상의 어떤 공정성을 확보할 수 있는 조치를 차제에 적어도 이런 warrant를 이용해서 포이즌 필이라고 하는 제도를 도입하려고 하는 회사라면 이사회구조가 이런 정도는 돼야지 않겠느냐고 하는 것을 이런 법을 도입하면서 한번 딱 엄격한 요건을 정하는 것도 하나의 방법이 되지 않을까 싶은 느낌이 드는데요.

○ **이준식 검사**

제가 하나 말씀드리고 싶은데, 우선 조문을 워낙에 늦게 부탁을 드려가지고 많이 다듬어져야 될 부분인 것 같은데, 주식이란 사채가 전자등록제가 도입이 되어 있거든요, 이번 개정안에.

그러면 지금 뭐, 순수하게 비분리형으로 해가지고 경영권 방어목적을 위해서만 사용하는 것이 아니라면 이제 이 신주인수선택권이라는 것도 전자등록제를 고려해야 될

것 같습니다. 기술적으로 항을 하나 넣거나 조문을 하나 넣으면 될 것 같고요.

그 다음에 지금 4호나 5호 이게 본격적으로 이제 경영권 방어에 사용될 여지가 있는 부분인데, 이것을 다른 방향으로 모든 목적을 위해서 사용할 수 있는 신주인수선택권과 달리 규정할 여지도 있을 수 있다고 생각되거든요. 그러니까 4호, 5호를 다음 항으로 만들거나 별개 조에서 언급하면서 이제 주주의 일부에 대해서만 신주인수선택권을 부여할 경우에는 어떠한 방식을 취해야 한다든가, 아니면 행사요건을 달리 정했을 때는 어떠한 요건을 정한다, 이것이 또 지나치게 디테일하다고 그러면 대강의 요건을 정해 놓고 대통령령으로 이제 구체적인 행사요건이라든가, ‘방식은 대통령령으로 위임한다’ 이런 방식을 취해서 이게 전반적으로 전체적인 흐름이 경영권 방어, 포이즌 필 이게 조문에 하나도 안 나오는 방식으로 가더라도 4호와 5호는 조금 더 디테일한 조문을, 별개의 조문을 둔다든가, 일정한 경우에 ‘주주의 일부에 대해서 신주인수권을 부여하는 것을 정했을 경우에는 어떠한 요건을 갖추어야 된다’ 내지는 이런 것들을 조금 더 디테일하게 하거나 대통령령으로 위임하는 것도 한번 생각해 볼 수 있을 것 같고요.

또 세 번째로 이렇게 되면 주주에게만 이제 부여하고 스톡옵션은 회사의 어떤 발전이라든가 이런 데에 기여한 이사, 감사, 피용자가 주주일 수 있으니까 주주들에게 부여하고 그러면 이제 목적이 정해진 것 같은데, 여기서는 스톡옵션에서는 이제 한

10%가 정도가 기준이 되고 증권거래법에서도 기준이 될 텐데, 이 신주인수선택권을 부여할 때 주주들의 구성비율에 따라서는 10% 이상이 있는 사람들이 있을 수 있잖아요. 주주들이 어떤 사람은 뭐, 현재 15%고 어떤 사람은 이럴 때 그럴 경우에는 어쩔 수 없이 스톡옵션과의 관계도 한번 어떻게 될 건지 고려를 해야 될 것이 아닌가 하는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

다른 제도와와의 관계…

○ 이현철 위원

스톡옵션 부분은 그런 이제 주요 주주는 못 받게 되어 있죠, 스톡옵션을. 그러니까 이것은 사실은 이제 증권거래법상의 스톡옵션하고는 완전히 별개로, 그건 관계는 한번 조금 더 따져봐야 될 것 같은데, 별개로 지금 생각하고 되어 있는 겁니다. 그 부분에서…

○ 강종석 재정부 기업환경과장

모든 주주에게 주는 것이니까 요건이 틀리기는 한데…

○ 이현철 위원

예, prorate하게 받는 거니까.

○ 송종준 위원장

실제로 만약에 이렇게 동시에 다 이 제도가 실행이 된다면 스톡옵션 제도가 이용이 될까요?

○ 이현철 위원

그건 그대로, 그건 주로 임원들한테 주는 거니까요. 임원들한테 주는 거고, 그건 이제…

○ 송종준 위원장

인센티브 주는 거니까…

○ 이현철 위원

주총 원칙대로 주총 승인이 필요한 상황이고, 그런…

○ 강종석 재정부 기업환경과장

주주들한테 어차피 뭐, 비례성 특별유지…

○ 권종호 위원

그건 아닐 수도 있고, 지금 여기 4호, 5호 이렇게, 5호는…

○ 송종준 위원장

그래서 2항 4호에서 있는 것처럼 사실 법률적으로 지금 이렇게 정관에 ‘다음의 사항을 기재하여야 된다’라고 하는 2항의 규정이 있을 때 이것이 곧 예컨대 2항 4호에서 일부주주를 배제할 수 있다는 것을 법적으로 허용한 것이냐? 5호에서 일부주주를 배제하고 행사하게 하는 것을 허용한 것이냐? 그렇게 봐야 되는 것입니까? 그럴 경우 예컨대 허용한다면, 허용한다고 볼 수 있을 까라고 하는 문제가 사실 근본적인 문제인 것 같은데요. 어때요?

○ 이현철 위원

회사가 이제 그렇게 하고 싶으면 정관에 넣고.

○ 송종준 위원장

‘그렇게 해라’ 이제 그걸 법이 용인한다, 이런 거 아니에요, 지금. 그러니까 그래서 그게 중요…

○ 왕윤종 위원

그거를 넣지 않았으면 발행할 수 없는 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠, 예.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

일정한 경우를 좀 별도로, 두 개 4호, 5호 다 ‘일정한 경우’ 이렇게 되어 있는데 이것을 좀 어느 정도 추상적 표현이라도 이렇게 해 주는 게 남용가능성을 억제할 수 있는 것 아니냐, 그냥 ‘일정한 경우’ 이렇게 되어 있는데…

○ 송종준 위원장

추상적으로 경영권 방어라는 그런 거죠. 기업가치라든가 이런 거.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

예. 그런 식으로 해서 미국이나 일본에 있는 그 지침, 법무성 지침 내지 그 판례에 나와 있는 공통적인 그 기준, 비슷비슷하더라고요. 보니까 뭐, 중복이 되고 이러니까

몇 개를 좀 핵심적인 것이라도 거기다 좀 집어 넣어가지고 최소한 이 정도는 지켜야 할 일정한 경우를 좀 구체화한다는 의미에서 2호 밑에다 좀 ‘일정한 경우’는 여기는 생략해 버리고 예를 들어 ‘할 수 있다는 뜻’, 그래서 4호하고 5호에 발행할 수 있는 여건, 무슨 무슨 그런 경우에 침해하지 않는 방향으로 한다든지 이런 남용가능성을 하나 별도의 항목으로 뽑아주는 것이, 과연 이 상태로 해서 상법개정안 내지 위원회에서 건의 내지 뭐, 열심히 해가지고 만들었다고 했을 때, 결국은 이거 하나 가지고 한 건데 아무것도 몇 개월 동안 한 게 없다는 것하고 똑같거든요.

○ 송종준 위원장

그러니까 그런 내용이 들어가야죠, 앞으로. 소위에서 좀 검토해야 되는데. 그러니까 이제 흔히 이제 이것을 응용해서 포이즌 필을 활용할 때 예컨대 dead-hand나 no-hand rights plan 같은 경우는 거래소가 상장규정에 따라서 상장을 거부하는 이런 문제로 되어 있죠, 상장을 폐지하는 이런 것으로 되어 있는데. 결국 그것은 이제 그런 제도를 도입하면 주주의 권익을 현저히 침해할 소지가 있다는 이야기 아니겠어요. ‘그런 것들은 상장으로 막아라’ 이런 이야기인데, 우리가 과연 그런 시스템을 채택하는 것이 좋을 것이냐, 아니면 상법에서 포괄적인 문헌으로 이런 것을 다 해서 다 좋은데, 주주의 이익을 현저히 침해하는 일은 할 수 없다는 제한 조항을 두어야 되지 않겠냐는 취지의 말씀인 것 같아요, 제가 볼 때는.

○ 이현철 위원

그것은 사실은 지금 현재, 그런 우려의 사실은 말씀이 맞는데, 사실은 제 생각에는 현재 지금 우리 선관의무나 판례에 그런 적대적 M&A에 관한 일련의 판례, 그것은 기본적으로 제가 말씀드린 대로 우리나라 적대적 M&A의 기본 판례는 적대적 M&A는 기본적으로 주주의 문제고 회사 업무는 아니다, 그것을 방어하는 것은. 지금까지의 논의는 그러했기 때문에 오히려 더 과도하게 제한할 수도 있다는 거죠, 이런 규정이 있다고 하더라도.

그래서 제 생각에 현재 법원의 그런 취지와 비취보면 그런 규정이 없더라도 그 정도의 보호는 될 것 같아요, 사실은. 그런데 이제 좀 더 구체화하는 것은 저는 괜찮은 생각이라고 보여지는데, 다만 이제 wording을 어떻게 할 것이냐? 그런 문제가 있는 것 같습니다.

○ 노혁준 위원

제가 한 말씀 잠깐만 드릴게요. 제가 약간 다른 각도에서 보면 이게 지금 틀을 짜 놓으신 것이 저도 그렇고 강 변호사님 주제도 그렇고 전부다 우리가 적대적 M&A에 대한 방어수단이라고 하는 거기에 포커스를 딱 맞추고 시작을 했지만 입법적인 기술 때문에 지금 사실상 이 신주인수선택권이라고 하는 좀 더 포괄적인 틀을 사용을 했고, 이제 회사 입장에서 이것을 사용하는 방법이 크게 한 가지는 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 활용할 수도 있겠고, 정말 순수한 의미에, 물론 주주한테 줘야 된다는 그런

의미가 있기는 하겠지만, finance라든지 warrant라든지 그런 식으로 쓸 수가 있는데, 지금 concern이 그렇게 하다보면 사실은 우리가 계속 걱정하고 있는 것은 적대적 M&A에 대한 남용 부분을 걱정하지만, 이 조문만 놓고 보면 사실은 오히려 이 뒤쪽 finance를 이용하는 적대적 M&A를 전혀 사용하지 않는데, 예컨대 여러 가지 차별이 가능하고 실질 가치를 저하하는 신주발행도 가능하고, 그런 식을 이쪽 측면을 갖다가 악용을 해가지고 뭔가 장난을 칠 수 있는, 지금은 스톱옵션이 굉장히 엄격하게 대주주에 대한 부분은 제한을 하고 있는데, 그 부분을 저희가 제한할 수가 없기 때문에 그런 technical한 문제가, 그러니까 제가 그 틀을 굉장히 포괄적으로 생각했기 때문에 이것을 지금 잡으려고 하다 보니까 이제 많이 풀어 줘야 되고, 그러면 이제 여기서 장난을 치는 경우가 생길 수도 있으니까 그건 항상 concern을 놓고 저희가 drafting을 해야 될 것 같다는 생각이 들고.

만약에 저희가 이제 앞에 것, 적대적 M&A에 대한 그 방어수단으로써 포이즌 필에 집중한다고 하면 일반적으로 이제 이야기하는 양도의 그런 것은 일반 신주인수권이나 warrant에서 양도 가서 허용을 해야 되겠지만, 이 적대적 M&A에 대한 warrant, 거기에 관련된 부분이라고 하면 오히려 양도를 허용하지 않는 것을 default로 해가지고 특별한 사유가 있을 때 양도를 하는 식으로 하는 것이 그게 더 포이즌 필의 성격하고 맞지 않나하는 생각이 좀 들거든요.

○ 권중호 위원
양도를 못하게...

○ 노혁준 위원
양도를 못하게 하고, 원칙적으로는 양도를 할 수 없게 하고, 그래야지 이제 warrant까지만 양도를 해 버리면 사실 그거 다 적대적 M&A 하는 사람이 다 모아가지고 다 써버리면 사실 이것은 그렇게 처음부터 이렇게 도입할 가치가 많은 건 아닌 게 되니까, 오히려 default는 양도를 못하게 하는 것이 맞지 않나 하는 생각이 제가 얼핏 들어가지고 그런 두 가지 concern으로 말씀을 제가 드렸습니다.

○ 이현철 위원
먼저 양도부터 말씀드리면요. 양도는 이런 것이 있습니다. 지금 신주인수선택권을 부여한다고 하면 기본적으로 이제 상장주식에 보면 기준이 있을 거거든요. 기준이 현재의 주주에게 일단 신주인수선택권이 부여가 될 테고요.

그 다음에는 그러면 그날 현재 주주가 신주인수선택권을 가지지 않겠습니까? 그러면 그 다음부터 주식에서 양도가 될 테니까, 시장에서 거래가 되면, 그러면 신주인수선택권 따라서 안 가면 결국 권리락이 생기거든요, 두 개를 떼버리면. 신주인수선택권은 실질가액보다 낮게 발행이 되면, 그러면 결국은 그거하고 같이 붙여서 가든지 그런 방법이 필요할 것 같아요.

○ 노혁준 위원

그러면 사실은 주식을 갖다 시장에서 매집을 하는 경우에는 그런 적대적 M&A에 대한 격차에 대해서는 뭐...

○ 이현철 위원

그건 보통 이렇게 하죠, 미국 같은 경우에는 매집을 하는 가능성, 그것은 이렇게 합니다. 신주인수선택권 행사를 그 후에, 처음에는 양도하기 전에 원래 부여했던 사람은 행사할 수 있었어요. 그런데 그 사람이 매집, 공격자가 매입을 하면, 공격자 또는 특수 관계인이 매입을 하면 그 사람 행사 못하게 하는 거죠, 조건을 정할 때. 그러니까 행사, 부여는 다 같이 받았는데, 그렇게 해석 할 수 있습니다.

○ 노혁준 위원

양도가능성이라기보다는 제 표현이 이제 그런 조건 부분을 갖다가 오히려 default로, 그러니까 그 두 가지 중에서 이제 적대적 M&A에 대한 그런 것으로 한다고 하면 그걸 default로 하는 것이 맞지 않나 하는 생각이 제가 technical한 부분에서 이야기를 한 거고요.

○ 이현철 위원

예, 그런데 양도를 못하게 하면 그래서 권리담보 부분이 좀 문제가 돼 가지고...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

어차피 뭐, 신주인수권이 발행되는 경우는 없을 테니까요, 사전경고형이라면.

○ 이현철 위원

그렇습니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

어차피 없을 테니까 양도도 뭐, 양도는 뭐, minor 한 건데 뒤쪽은 결부 돼가지고 같이 돌아다니는 쪽으로 그냥 보충적으로 그렇게 해 주면 크게 뭐, 여기는 이것만 가지고는 따로, 어차피 case는 신주인수권이 다 사전경고형이기 때문에 이거 들어오면 안 할 거 아니에요. 실제로 발동되는 case는 없다고 봤을 때...

○ 이현철 위원

이런 경우는 있을 수 있겠죠. 예를 들어 이제 신주인수선택권을 미리 사전경고형으로 부여를 하고요. 그 다음에 어떤 공격자가 나타났다면 그 공격자가 이 신주인수선택권에도 불구하고 성공을 할 것이냐, 말 것이냐는 것은 조금 당분간은 불명확할 수가 있잖아요, 그 사람이 계속 밀어붙일 거냐? 그러면 불명확한 동안 이 주식은 계속 거래가 되어야 되니까. 그럼 과연 이게 trigger가 될 거냐, 말 거냐가 불분명하기 때문에...

○ 노혁준 위원

같이 가라는 거죠.

○ 이현철 위원

같이 가는 게, 그렇죠? 같이 가야만 그래서 주식 가치가 그대로 가치가 되겠지만 따로 그냥 떼어버리면 이 주식의 가치가 조금

불분명하게 되는 점은 있는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그런데 지금 여기 규정으로 보면 신주인수선택권 증서의 교부에 의해서 양도가 되도록 이렇게 했죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

아, 그러니까 이 신주인수선택권을 어떻게 그 자체만 증서로써 자체만 발행하는 것을 지금 예상한 거예요, 이게 주식과는 상관없이?

그러면 지금 양도와 관련해서 예컨대 trigger event가 발생할 때 이사회에서 발행하기로 결정할 수가 있고, 그 전에 그냥 발행하기로 결정할 수도 있잖아요.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

언제 이런, 이런 사유가 발생하면 권리를 행사할 수 있다는 조건으로...

○ 이현철 위원

발행을 미리 하고.

○ 송종준 위원장

미리 발행할 수가 있고.

○ 이현철 위원

예, 그럴 수 있습니다.

○ 송종준 위원장

일이 터졌을 때, 공격자가 나타날 때 발행할 수 있으면서 곧 요건이 충족이 되면 행사할 수 있잖아요.

○ 이현철 위원

네, 네.

○ 송종준 위원장

그럴 때에 이제 양도 문제를, 행사요건 trigger event가 발생하기 전까지는 양도를 금지하는 것이 일반적인 것 같아요, 미국도, 그렇죠?

○ 권종호 위원

네, 그래야 되죠. 일단은...

○ 송종준 위원장

양도 금지.

○ 권종호 위원

그런데 신주인수 양도를 못하면 주식이 양도되고, 이게 양도가 안 되면...

○ 송종준 위원장

신주인수권증서.

○ 권종호 위원

증서를 양도 못하면 안 되지.

○ 이현철 위원

양도 못하면 권리락 부분 때문에.

○ 권종호 위원

그럴 때는 먼저 발행을 해 놓으면 같이 따라 움직이도록 해가지고 그걸 피하려면 수반성 문제를 피하는 방법이 사전경고형으로 한다는 게 결의만 딱 해주고 이런 일이 나타나면 우리가 신주인수권을 해갖고 뿌리겠다고 이런 식으로 해 갖고, 그러니까 사전으로 뿌려놓으면 항상 붙어가지고 해야 되고, 안 그러면 내가 먼저 줬다가 그 사람들, 현재의 주주는 주식만 양도되는 거 아니에요. 사는 사람 입장에서는 주식도 돈 주고 샀는데 행사를 이 사람이 하는 거기 때문에, 같이 붙어갖고 받는 사람이 현재에 행사를 해야 될 사람이 현재의 주주가 행사하도록 해야 문제가 없으니까. 떨어지면 현재의 주주인 사람하고 행사한 사람하고 달라져 버려요.

○ 강희철 위원

지금 2페이지에 정관의 규정에 의해서 양도를 금지하거나 default는 가능하고 정관 규정에서 금지하거나 양도에 이사회 승인을 얻도록 할 수 있다. 여기에서 아마 양도라는 것은 표현은 이렇게 되어 있지만 주식에 수반하지 않는 양도만 허용되는 거죠. 주식이 넘어가는 경우에 따라 넘어가는 것도 신주인수선택권이 양도되지 않습니까? 그러니까 주식을 수반하지 않는 양도를 금지하거나 그런 취지겠죠.

○ 이현철 위원

지금 저희는 원래는 수반성 이게 지금 언급이 안 되어 있기 때문에, 수반성은 지금 전혀 언급이 안 되어 있거든요. 그래서 사실은 제가 초안 할 때는 수반성을 자동으로 하지 않고 같이 양도하는 것을 전제로, 두 개를, 그러니까 주주가 이제 그 다음부터 주주가 선택을 할 수 있는 거죠. 자기가 같이 끼워 팔든지, 아니면 따로 팔든지 그렇게 해서 인정하는 거죠.

○ 강희철 위원

기본적으로 예를 들어서 ‘신주인수선택권의 양도를 금지한다’ 정관에 그렇게 적을 것 같으면 표현이 명확하지는 않겠지만, 주식에 따라서 넘어가는 것도 안 된다는 그런 취지가 될 수 있죠.

○ 이현철 위원

그렇습니다. 지금 수반성이 자동으로 안 되어 있기 때문에. 사실 한 가지 방법은 말씀하신 대로 수반성을 그냥 default로 하고, 수반성을 배제하고자 할 때는 또 별도로 정관에서 정하거나 그렇게 할 수 있겠습니다.

○ 강희철 위원

그리고 여기 신주인수선택권, 정관에 문항 정해야 될 사항 중에 이 신주인수선택권의 행사로 발행할 수 있는 주식의 총수 정도는 정하는 게 맞지 않을까?

○ 송종준 위원장

정해야 되겠죠. 발행할 주식의 총수.

○ 강희철 위원

그렇지 않으면 예를 들어서 현재 100주 밖에 발행되지 않은 회사에서 1000주를 발행할 수 있도록 그런 식으로 하는 것은 좀 무리인 것 같아요.

○ 송종준 위원장

아, 그건 당연히 수권주식 범위에서 해야 되고.

○ 강희철 위원

수권주식 범위에서 하는데, 수권주식은 지금 아무런 제한이 없으니까.

○ 송종준 위원장

제한이 없으니까, 그런데 그것도 있지만 이 warrant를 행사해서 발행할 수 있는 주식의 수가 있을 것 아닙니까? 그걸 미리 정하라는 거죠.

○ 강희철 위원

그걸 좀 뒤야 되는 거 아닌가 하는...

○ 송종준 위원장

그게 프랑스 상법에는 그게 명시가 되어 있더라고요, 그게 딱 명시가 되어 있고. 그리고 또 하나는 warrant 소각문제는 해당되는 규정은 없는데.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

여기 7호가 있어요.

○ 송종준 위원장

어디 있어요?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

2항 7호.

○ 송종준 위원장

아, '취소할 수 있다'

○ 강종석 재정부 기업환경과장

지금 여기가 이사회결의로 되어 있어가지고요. 다른 일본 같은 경우에는 지금 주총 결의로 소각하는 게, cancel하는 게 주총 결의로 되어 있는데, 여기도 좀 밑에가 이사회결의로 했다고 하더라도 취소는 주총으로 취소하도록 되어 있는데 여기 조항은 또 이사회 결의로 되어 있어 가지고. 자기가 내뱉은 금반언의 원칙에 조금 그게 법리상 그게 맞는 건지.

○ 이현철 위원

그건 이제 그걸 염두에 둔 겁니다.

이 길이 막히면, 포이즌 필 때문에 막히면 결국 할 수 있는 방법이 proxy fighting, 그것을 통해서 이사진을 바꾸고, 그래서 그 바뀐 이사진이 취소하는 것을 염두에 두고 사실 한 거죠.

그래서 주총에서 그러면 주주제안권 행사를 통해서 그럼 취소할 수 있는 길을 별도로 명시를 할 것이냐, 그것은 한번...

○ 송종준 위원장

취소는 인수선택권이 양도된 이후에도

다 가능하다는 이야기죠?

○ 이현철 위원

그렇습니다. 양도하고는 별로 관계없
이...

○ 송종준 위원장

별로 연관이 없이 언제나.

○ 이현철 위원

그렇습니다. 언제나 할 수 있는 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇게 정할 수도 있다는 이야기죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

대가를 지급을 하고 당초에 뭐, 예를 들
어서 1원 주고 했으면 1원 주고 그냥 취소
하면 되겠죠, 뭐 정당한 대가를 치르고.

○ 이현철 위원

예, 그런 것 같아요. 기본적으로 주식하
고 수반해서 다니면 이게 신주인수선택권이
취소되면 원래 주식의 가치는 똑같거든요.
어차피 이게 뭐, 일부를 그냥 잡아먹고 있
는 것이니까. 사실은 같이 다니면 문제는
없을 것 같습니다. 취소랑 같이 다니면.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그 다음에 이걸 좀 technical한 문제인데
요. 정관의 규정에는 행사기간을 정하도록
되어 있고, 그 다음에 이사회결의에는 행사
가액하고 행사기간, 조정, 조건 이런 식으로

되어 있는데, 지금 아까 저는 이사회결의를
주총으로 이렇게 조금 더 상위 측면에서 이
야기를 하자고 이런 제안을 한 것이고, 그
다음에 이제 자세히 보니까 정관에는 행사
기간을 정하고, 오히려 행사기간보다도 더
중요한 행사가액은 없다는 말이에요.

그래서 오히려 그 정관 정도는 그냥 좀
더 포괄적으로 행사조건, 행사조건은 행사기
간도 되고, 그 다음에 행사가액도 다 포괄
한다는 의미에서 조건 정도로 해 놓고, 두
번째 정관 말고, 만약에 이사회결의로 댄
주총결의로 댄 좀 더 3항에 나와 있는 사
항은 좀 더 정관 사항보다는 수미일관성 있
게 디테일하게 좀 나와야 되는데, 이 분야
가 좀 앞뒤가 디테일하지가, 좀 여기는 오
히려 조건 정도 해 놓으면 뒤쪽하고 좀 맞
지 않나? 물론 이제 이것은 저는 뭐, 주총
결의 정도로 좀 적극적으로 검토해 달라는
제안을 전제로...

○ 이현철 위원

이 부분은 사실은 저도 좀 정리를 해야
된다고 생각하는데요. 사실 이게 이제 실제
실무에서 보면, 우리나라 법에 보면 신주인
수권부사채나 전환사채나 이런 규정을 보면
정관에서 다음 사항을 정해야 된다고 해서
상당히 어떻게 보면 자세하게 되어 있어요.

그런데 실무에서 정관을 보면 실제로 별
로 자세하게 안 되어 있습니다. 굉장히 추
상적으로 되어 있는데, 그래서 실제 이런
소송, 가처분소송 같은 거 보면 이게 정관
규정에 충분하지가 않다, 무효라고 하는 예
들이 많거든요. 그런데 우리 판례는 ‘아주

자세하게 규정은 안 해도 된다. 대충 추상적인 정도만 규정하면 된다'고 지금 판례가 이야기를 하고 있습니다.

그래서 이 경우에 정관에서 그러면 우리가 어떤 사항을 정하라고 하느냐는 게 이런 게 좀 정해져야 될 것 같아요. 그런데 이것을 정하라고 하면 그럼 정관에서 아주 자세하게 보통 안 정하거든요. 대충 추상적으로 정하고 있는 것이 실무인데, 그리고 판례는 어느 정도 그걸 인정하고 있는 것이 판례이고요.

○ 왕윤종 위원

저는 상당히 그 남용방지를 염두에 두고 이 법안을 만드신 것 같아요. 그러니까 예를 들면 정관에 근거조항 없이도 사실 포이즌 필을 발행할 수 있는 거거든요. 그런데 우리는 정관에서 근거조항이 있을 경우에만 포이즌 필을 발행할 수 있도록 했다는 것 자체가 남용방지를 염두에 두신 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 왕윤종 위원

그래서 주주가 포이즌 필을 발행해 줬다는 것을 이미 주총 결의를 통해서 인정을 해 준 거거든요. 그러니까 그 과정 속에 했기 때문에 지금 제가 볼 때는 얼마만큼 자세하게 할 거냐? 그 문제에 대해서 지금 질문 하시는 게, 그 기술적인 문제는 남아 있기는 하지만 남용방지를 기본적으로 이러한 정관에 규정이 담겨져 있다는 것 자체가 포

이즌 필을 언제든지 발행한다는 이런 것을 알려 주는 거거든요. 그래서 이게 큰 의미가 있을 것 같아요. 그래서 너무 걱정 안 하셔도 되지 않을까 생각이 됩니다.

○ 송종준 위원장

행사가액의 문제가 이제 하여튼 액면주식인 경우는 액면주식을 발행할 경우에는 액면미달로는 허용할 수 없겠죠. 그것까지도 예외적으로 조치하는 것이 좋을까요?

○ 왕윤종 위원

액면미달로 발행, 왜냐 하면 지금 제일 중요한 것이 뭐냐 하면 아까도 이야기했지만 자사주 이야기 나오고 주주 이야기하셨잖아요. 왜 포이즌 필을 발행하냐면 경영권 방어에 많은 기업들이 자사주 매입하는 돈을 어떻게 해서 엄청난 비용을 쓴단 말이에요. 그러니까 우리 기업들이 지금 현재 투자가 마이너스로 돌아섰는데, 그런 상태에서 쓸데없이 자사주를 사고 이러지 말고 경영권 방어에 들어가서 비용을 줄이라는 이야기예요. 그런 차원에서 본다고 할 때 포이즌 필이 필요한 거거든요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 왕윤종 위원

그런 차원에서 본다면 그렇게 이해하시면 되고, 포이즌 필은 구주에 대해서 엄청난 그런 장점이 있다는 거고, 그렇다면 지금 현재 그걸 허용할 수 있게 해줘야 되죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

유상증자할 때 아마 액면가 밑으로 시가가 예를 들어서 4,000원짜리, 과거에 3,000원, 4,000원이 있을 때 유상증자할 때 보통한 3,000원 밑으로 된 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

그건 이제 절차가 있죠. 주총 특별결의 거쳐서 법원허가 맡아야 돼요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

상장회사에서는...

○ 송종준 위원장

예, 법원허가 맡아야 되기 때문에.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

어차피 또 그...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

이번에 무액면 그거 하자...

○ 송종준 위원장

행사가격이 얼마인지는 정확히 이야기해야 돼. 1엔이 아니야. 발행가격이 1엔 이렇게 나오는 거지, 행사가격이 얼마라는 문헌이 별로 없어요.

○ 왕윤종 위원

포이즌 필이 아니라니까.

○ 노혁준 위원

액면이 있으면 나중에 발행...

○ 송종준 위원장

그러니까 발행가액은 뭐, 그냥도 줘. 그런데 ‘행사가격은 반드시 1유로다, 1엔이다.’ 이런 말은 문헌 찾기가 쉽지 않고, 일본이 저번 case에서...

○ 이현철 위원

1엔으로 하고.

○ 송종준 위원장

1엔으로 하는 경우가 이제 첫 case 같아요.

주는 것은 쉽게 줄 수 있는데, 그럴 경우에 이제 여기서 가장 우려되는 것이 뭐냐 하면 모든 주주한테 다 유상증자를 할 때에, 그 증자가 상장회사 같은 경우에는 기준이 있잖아요. 대충 시가의 일정한 할인율을 고려하고 연구해서 할인율이 나온다고. 그래서 일반적인 예로 따지면 현저히 불공정하지 않아야 된다는 거지, 시가에 비해서. 그런데 이제 이 경우는 모든 주주들한테 줄 경우도 그런데, 이 경우는 주주 중에서 이제 공격자는 빼고 나머지...

○ 왕윤종 위원

공격자라도 지지하는 사람은 happy한 거죠.

○ 송종준 위원장

아니, happy, unhappy의 문제가 아니라 법률 쪽에 그런 문제가 있는데, 이제 이것에 대해서 우리가 어떤 일정한 규제를 할 필요가 있겠냐? 그런 것을 한번 논의해 보

자는 거예요. 모든 것을 마음대로 1원으로 해도 좋다고 방치할 것이냐, 이런 이야기죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

위원장님? 제 생각은 가격하고 수량이 같이 가거든요. 어차피 시장에 미치는 영향은 수량이 적어 가지고 가격차액을 많이 내냐, 아니면 수량을 굉장히 많이 하고 미세하나마, 왜냐 하면 그 차입이 어느 정도 가능하다면 가격하고 수량, 이것으로 두 개가 변수가 되고, 나머지 공격자 빼고 나머지만테는 수반성을 가지고 비례적으로 준다고 했을 때는 결국은 행사가격하고 수량이 있는데 그게 결국은 나머지만테 혜택을 주는, 그러니까 아무리 싸게 하더라도 수량을 적게 하는 것이냐, 가격을 싸게 하고 수량을 적게 하고...

○ 왕윤중 위원

그렇게 해 갖고 0원에 준다고, 거저 준다고 하면 결국 공격자가 물러나게 되거든요. 그래서 사실 그렇기 때문에 아무 의미가 없다니까요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그래서 앞에서 그냥 뭐, 제한을 둔다는 게 조금 해서 아무리 0원 정도 줄 수도 있도록 그냥 시세에, 시세보다 할인해서 그냥 줄 수 있다, 아니면 시세 내지 공정가격에 '비상장법인 같은 경우에는 내재가치를 해 가지고 본질가치 대비해서 할인하여 행사할 수 있는 가격을 줄 수 있다' 정도는 해 놓고...

○ 송종준 위원장

이게 할인을 99%로 한 경우를 이야기하는 거예요.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아니, 어차피 수량을 많이 주면, 어차피 수량을 많이 주면 경제학적으로는 똑같아져 버리거든요.

○ 송종준 위원장

총액이 있으니까.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

네. 굉장히 수량을 많이 줘버리면 어차피 똑같아져 버리니까, 아무리 행사가격을 제한을 한다고 하더라도 수량으로 많이 줘버리면 결과적으로는 아주 염가로 발행하거나 본질적으로 차이가 없기 때문에 우리가 컨트롤할 수 있는 게 가격하고 수량이 두 개가 다, 하나만 규제를 해가지고는 이게 효과를 달성할 수 없기 때문에 그냥 조건만 할인해서 발행할 수 있다는 정도로 해 놓고, 나머지는 다 추상적으로 좀 남용가능성을 방지하는 것을 추상적으로 가고, 그 한도 내에서 법원에 맡겨야지, 예를 들어서 뭐, 30%까지 할 수 있다고 해봤자 수량을 많이 발행해 버리면 결과적으로는 현저한 염가의 효과하고 똑같기 때문에...

○ 강희철 위원

말씀하신 것과 관련해서 현재 조항대로 한다면 액면가미달 발행은 이사회결의를 할 수 없겠죠. 이 조항대로 한다면 액면가미달

발행의 제한을 배제하는...

○ 이현철 위원

예, 지금 말씀하신 대로 그 조항을 제가 뺐는데요. 지금 사실 두 가지를 생각해 봐야 되는데요.

첫째로 실질가치보다 미달하는 가격으로 발행을 허용할 것이냐, 주식의 실질가치보다 미달하는 가격, 시가 또는 본질가치보다 미달하는 가격으로 발행하는 것을 허용한다는 조항을 제 생각에는 명문으로 넣어야 될 것 같습니다. 지금 여기는 안 들어가 있는데. 왜냐 하면 그게 안 되면 배임 이슈가 있기 때문에 그게 하나 들어가야 될 것 같고요.

그 다음에 하나는 이제 그 경우에 액면보다 밑으로 더 발행할 수 있다, 상법 몇 조에도 불구하고 액면보다 미달하는 가격으로 할 수 있다는 것을 하나 더 넣을 것이냐? 그 두 가지 조항인데, 두 번째 조항은 만약에 안 넣게 되면 액면보다 약간만 더 비싼 주식들, 또는 액면보다 더 낮은 주식들의 경우에는 사실 이제 포이즌 필을 쓰기가 굉장히 어려워지는, 그런 회사들은. 이제 그런 문제가 생기겠죠.

○ 송종준 위원장

그런데 포이즌 필을 쓰기가 어렵다고 그러는데 실제로 그럴까요? 지금 예컨대 우리가 신주를 제3자 배정하는 부분이라든가, 또 신주인수권부사채를 발행하는 경우, 이런 것들이 다 어떤 방어수단으로 활용될 수 있는데, 어떤 경우이거나 공정한 발행이 전제 조건으로 되어 있거든요, 적어도 발행가액,

여기서 말하는 행사가격이나 마찬가지로 되겠는데.

그러면 예컨대 지금 5만 원짜리 시가가 이루어지고 있는 대상회사의 주식인데, 그게 이제 타깃이 되었을 때 이것을 액면이 5,000원인데 5만 원이다, 시가가, 그럴 경우 1만 원으로 한다고 해도 엄청난 거 아닙니까?

○ 이현철 위원

그런데 액면 5,000원인데 지금 실체가 2,000원이다? 그러면 이거 못하는 거죠. 쓰기가 어려운 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 물론 그런 경우도 있죠.

○ 이현철 위원

예. 그런 상황이죠, 회사는. 액면보다 낮은 회사들이 많이 있을 수 있는데 그런 회사들은 이제 이걸 못 쓰게 되는 거죠.

그래서 그것에 대해서는 이제 상법의 자본충실하고 좀 괴리가 생기기 때문에 우리가 포이즌 필을 자본충실의 원칙보다 더 우선하게 쓸 수 있게 할 것이냐, 말 것이냐? 그 부분에 이슈가 있는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그래서 그 자본충실의 원칙은 뭐, 제가 정확한지 모르겠습니다마는, 주식회사제도의 본질로써 이제 강행성 있는 원칙이라고 이렇게 다 이해를 하고 있기 때문에 그 원칙까지도 훼손시키면서 이것을 하는 것이 좋

으냐고 하는 의문이 사실 있겠죠.

○ 이현철 위원

솔직히 의문입니다.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 사실...

○ 왕윤중 위원

무액면...

○ 송종준 위원장

무액면주식이 허용되기 때문이에요.

○ 왕윤중 위원

이거를 댔을 때 행사가 실제로 있을 거냐? 그러면 만약에 있다고 그러면 M&A 역사에 하여튼 새로운 어떤 장을 여는 거죠.

○ 송종준 위원장

그런데 저는 꼭 발생할 것 같아요.

○ 왕윤중 위원

그런데 우리나라는 발행할 것 같아요.

○ 송종준 위원장

네. 발행할 것 같아요.

○ 이현철 위원

한 가지 이제 그것과 관련해서 저희가, 여기는 상법만 제가 좀 급하게 하다 보니까 상법만 되어 있는데요. 증권거래법에 공개매수

조항 그것도 같이 한번 고려를 해야 되는데.

○ 송종준 위원장

해야 됩니다.

○ 이현철 위원

공개매수하는 공격자 측에서 그러면 이거를 포이즌 필의 취소를 조건으로 걸 수 있게 같이 들어가야 될 것 같습니다.

○ 왕윤중 위원

공격자 측 입장에서 가치분소송 했어요. 그래서 법원에서 그거 틀렸다, 발행할 수 있다고 했어요. 그래가지고 액면가가 아니라 예를 들면 다들 주식을 갖고 있어야 된다? 그러면 주식 갖고 한 사람은 그야말로 50% 손해 보는 거예요, 그 순간, 거의 50% 이상 이죠. 그렇게 손해를 보는 거거든요.

과연 그렇게 예를 들어서 100억을 투자해 갖고 조그만 회사를 해서 100억 정도에서 자기가 50억 날린다, 순간적으로. 그런데 그것은...

○ 강희철 위원

아니죠. 단지 한...

○ 왕윤중 위원

만약 실제로 행사를 해 갖고 발행이 됐다고 치면, 발행이 됐다면. 그런데 그렇게 되면 ‘아, 그래, 내가 물어줄게’ 그리고 발행 안 하게 되는 거거든요. 그런데 이거를 ‘발행할 때까지 기다려 갖고 한다’ 그런 사례가 있을까?

○ 권종호 위원

그런데 사실은 방금 공개매수 공격하는 걸 손댄다고 그러면 제가 생각할 때도 만약에 포이즌 필을 발동하잖아요. 그러면 주가가 확 떨어질 것 아닙니까?

○ 왕윤중 위원

떨어지죠.

○ 권종호 위원

그러면 공격했을 때 그것 같으면 주식분할이나 이랬을 때 매수가격을 내릴 수 있도록 그렇게 법을 개정하면 이게 완전히...

○ 이현철 위원

이게 가능성이 이제 공개매수 쪽의 조항에다 '조건부로 할 수 있다' 같이 하면 결국은 수반성을 붙여주면 결국은 주가 자체에는 영향을 안 줄 수도 있을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그리고 이것을 취소할 경우는 이제 회사가 이 선택권을 소각해야 된다는 그런 문언은 안 넣어도 되나요? 취소할 수 있는 규정을 둘 경우, 일종의 자기 신주인수선택권을 가지고 있는 상태 아니에요. 그럴 경우 그것을 회사가 곧바로 소각하도록 해야 된다고 하는 것이 일본법에는 다 나와 있죠? 일본법에, 자기신주예약권.

○ 권종호 위원

자기 이거 하면 어차피 회사가 취득을 하는 것에 대해서 처리를 어떻게 할 것인지...

○ 송종준 위원장

그 문제를 이제 취소할 수 있다는 뜻을 정관에 이제 쓰도록 되어 있는데, 취소가 이제 자기 신주인수선택권을 취득할 수 있도록 되어 있어요. 되어 있는데 그럴 경우에 그것을 이제 소각해야 된다고 하는 문언이 어딘가 좀 나와야 되지 않겠어요?

○ 왕윤중 위원

7호에 이걸...

○ 송종준 위원장

아, 7호, 7호에 취소가 되어 있는데.

○ 권종호 위원

취득하는 것은 어떻게 손 안 댔는데 그건 놔두죠. 그러니까 회사가 강제적으로 취득했을 때 그것을 자기 신주인수권 그것을 소각을 시킬 것인가, 아니면...

○ 송종준 위원장

보유하고 있다가 나중에 또 할 수 있을 것이냐? 그런 문제가 있기 때문에.

○ 권종호 위원

그거는 빠졌는데...

○ 송종준 위원장

그래서 그런 것들을 이제 보고, 그러면 어떻습니까?

○ 강희철 위원

신주발행 청구한 회사가 자기주식을 쓸

수 있다는...

○ 송종준 위원장
아, 자기주식이요?

○ 강희철 위원
예, 예.

○ 송종준 위원장
아까 논의가 됐는데 그 부분에 관해서
는...

○ 강희철 위원
기본적으로 제일 처음에 말씀하셨는데
신주발행 청구의 상태로 들고 있는 자기주
식이 있으면 합병을 할 때 신주발행하지 않
고 자기주식 쓸 수 있는 것처럼...

○ 왕윤종 위원
문제가 있지 않을까요?

○ 송종준 위원장
비싸게 샀는데...

○ 왕윤종 위원
비싸게 샀는데.

○ 송종준 위원장
회사가.

○ 왕윤종 위원
자기도 예를 들어서 주식을 갖고 있으
면, 자사주를 갖고 있으면 자기 회사의 의

결권은 없지만.

○ 강희철 위원
신주를 발행하는 거랑...

○ 노혁준 위원
신주를 발행하는 거랑 자사주 처분하는
거랑 크게 차이가 있나요?

○ 송종준 위원장
상장회사는 실제로 차이가 없죠. 그렇죠, 뭐.

○ 노혁준 위원
지금 그 나중에 이제 빠져나가는 단계에
서 이사회 결의로 강제매입하거나 주식을
전환할 수 있다는 것을 정해가지고, 지금
전제로 하신 건 이제 proxy fighting 해가지
고 주주가 전체 이제 해서 이사회 알아치우
고 그 이사회 결의를 하는 건데, 이게 미국
이랑 우리랑 약간 다르지 않을까 싶은데요.

저희는 특별결의를 요구를 하고 있는데
그러면 주주가 과반수가 찬성을 해도 이사
회가 막아버리면 포이즌 필을 없애지 못하
는 그런 차이점이 있지 않나요?

○ 강희철 위원
그렇죠.

○ 노혁준 위원
예, 그건 좀 technical하게 좀 저희가 최
소한 주주 과반수나 보통결의가 되면 그것
은 빠져나갈 수 있도록 해야 되지 않을까
요?

○ 권종호 위원

일단 상부하고 교섭을 해보니까 애는 해서 안 되겠다고 해서 취소시키는 거죠.

○ 송종준 위원장

그러면 그 발행대상은 자기주식도 같이 포함시키는 개념으로?

○ 이현철 위원

자기주식을 줌...

○ 송종준 위원장

미국의 경우는 어떻습니까?

○ 왕윤종

자사주를 소각하기 전하고 소각했을 때는 약간...

○ 이현철 위원

그런데 이런 부분은...

○ 권종호 위원

법을 개정하면 도입했기 때문에 회사는 자기주식을 갖고 옛날부터 이거 줄 수가 없는데, 이번에 상법 개정하면서...

○ 송종준 위원장

자기주식을 어떤 눈으로 보면 재무적으로 보면 분배해 주는 개념인데.

○ 이현철 위원

그렇죠. 지금 그걸 도입을 전제로 하면, 그러니까...

○ 권종호 위원

낮출 밖에 없어요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 너무 지금 많이 사 놨거든요.

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

저기는 상관없을까요? 일단은 신주인수권 행사를 실제로 될 때는 회사 돈을 내서 회사한테 들어 온 거거든요. 나중에 회사 돈을 내서 회사로 하는 건데 굳이 안 하더라도 그 가치상의 변화는 없을 거예요.

왜냐 하면 자기주식의 혜택은 모든 그 주주들한테 비례적으로 미치는 것이라, 거기에서 들어 왔다고 해서 신주인수선택권을 부여하지 않더라도 어차피 회사가 회사 돈 내서 회사로 오는 건데 복잡하게 그럴 필요가 뭐가 있냐? 이런 문제가 있거든요.

그래서 만약에 자기주식을 추가로 매입을 하더라도, 소각을 하더라도 큰 문제는 없는 것 같아요. 그냥 있어도 좋고, 다시 팔 때는 팔린 상태로 팔아도 되고, 소각한 상태로 해도 좋고, 어차피 그건 다 반영이 됐을 테니까. 그래서 자사주 문제는 크게 뭐...

○ 송종준 위원장

그러니까 뭐, 주식인수선택권하면 이제 다 되는데, 주식인수선택권하면 양자들...

○ 이현철 위원

인수, 매수 이게 다 포함 되거든요. 그래서 이름 붙이기가 좀...

○ 송종준 위원장

오히려 인수라는 것이 더 범위가 넓죠, 매수보다. 매수는 돈 주고 사는 경우만 의미하는 것인데. 지금 새로이 돈을 납입하고 발행받을 때 영어로는 구분이 확실하게 되는데...

○ 이현철 위원

마치 신주에만 적용되는...

○ 송종준 위원장

subscription하면 인수 부분이고, 이쪽은 purchase인데, 살 경우는, 그 두 가지를 다 포함하는 것이 우리말로 따지면 인수가 나는 적절하다고 생각하는데, 뭐 주식인수선택권하면 다른 용어하고 겹치는 부분은 없죠. 어떻습니까? 주식인수선택권하면 신주나 자기주식을 다 포괄할 때는 그렇게 하고, 신주만 주려고 한다면 신주인수선택권으로 하면 좋을 것 같고요, 그렇죠?

○ 권종호 위원

한 말씀을 드리면, 000의2조 2항 8호에 보면 매입 이렇게 되면, 이거 사실 염두에 둔 게 우리가 원치 않는 걸 사버리는 건데, 그러면 결과적으로 적대적 공격자에게 돈을 주고 사는 셈이 되기 때문에 그것을 적대적 공격자에 대해서, 바람직하지 않은 공격자에 대해서 개가 갖고 있던 신주인수권을 이것

을 돈 주고 사는 것에 대해서 논란이 굉장히 많거든요. 그래서 일단은 이게 취득이라는 말로 고쳐놔야 될 것 같아요. 취득을 해 놓고 나중에 계획에서는 강제적으로 뺀 거, 대가 하나도 안 주고 뺀 것도 염두에 뒀어야 되지, 매입 금액은 반드시 돈을 주고 사야 되니까. 그리고 공격한 사람은 반드시 회사가 개를 물려주려면 개 주식 다 돈을 주고 사줘야 된다는 소리인데 이것은 좀 그럴 것 같고.

○ 이현철 위원

꼭 그렇게 하라는 것은 아니고...

○ 권종호 위원

그러니까. 이것을 ‘취득하거나’ 이렇게 좀 들어가야 될 것 같아요.

○ 이준식 검사

그거 관련해가지고 또 지금 위원회가 이것을 자주 포이즌 필로만 활용하는 것을 생각을 하고 있어서 그런데, 이게 지금 이 조문 wording 자체로만 보면 절대 그렇지 않거든요.

○ 송종준 위원장

맞아요.

○ 이준식 검사

4호나 5호만 제껴 놓으면 이게 유가증권 시장에 새로운 종류의 유가증권이 나올 수도 있는 것이고, 활용이나 이런 것이 많이 나오니까 아까 액면미달 발행, 이것도 분명

히 액면미달 발행할 때 그 주총 특별결의 거치고 법원의 인가를 받아야 되는 건데, 이 방식을 이용하면 약간 시차는 있을지 모르겠지만 액면미달발행규정도 회피할 수 있겠고요.

또 이게 무상으로 배정하니까 주주들이 왜 이걸 안 받겠냐, 이런 생각을 경영권 방어만 생각하면 그렇지만, 이게 정상적으로 경영권 방어와 무관하게 활용할 때는 뭐, 적정한 시가에 발행하거나, 신주를 발행하는 회사입장에서는 신주를 발행할 수도 있겠지만 좀 더 신주인수선택권이라는 것을 발행을 해 가지고 두 가지 옵션이 있으니까 두 번째 방식을 선택할 경우에는 주주들 입장에서는 “나 배정 안 받겠다” 할 수도 있거든요. 그러면 이 신주발행에서 신주발행규정에 있는 조문들을 굉장히 검토할 것이 많이 있는 것 같습니다. 회사들, 주주들 입장에서는 이걸 청약을 하거나 이런 조항들도 다 필요할 거고요. 정상적인 가격에 이 신주인수선택권을 발행할 경우에는 주주들 입장에서는 안 할 수도 있는 거죠.

○ 권중호 위원

먼저 들은 것 중에 하나가 이것은 지금 우리가 주는 것을 주주한테만 준다고 그렇게 생각했기 때문에 사실 그런 것이 필요 없는데…

○ 이준식 검사

주주가 원치 않을 경우도 있다는 거죠.

○ 권중호 위원

그러니까 그럴 수도 있고, 그런데 기존에 주주에게만 준다고 생각하면 사실은 이게 뭐, 공모하고 이런 방법이 없기 때문에 공모절차 같은 것 이런 것도 전혀 필요가 없는데, 방금 말씀하셨듯이 그렇게 되면 주주 아닌 일반 사람들한테 주고…

○ 송종준 위원장

제3자.

○ 권중호 위원

제3자한테 준다고 이렇게 되면 사실은 무엇까지 손을 대야 하느냐면 스톡옵션 거기까지 손을 같이 대야 되는 문제가 되거든요.

○ 이준식 검사

정상적인 경영권 방어를, 경영권 방어로 포이즌 필로만 활용할 때는 뭐, 무상배정하고 1원에 행사한다고 이러면 안 받을 사람이 없겠지만, 이게 정상적인 가격으로 발행할 경우도 얼마든지 있을 수 있거든요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이준식 검사

그러면 주주들이 이거 신주인수선택권을 배정받지 않겠다고 할 때 실권하는 것들이 나올 수도 있을 테고, 이것들 처리규정이랑든가 이런 것들도 많이 검토할 부분이 많이 있는 것 같습니다.

○ 이현철 위원

그것은 유상으로 신주인수선택권을 부여 하겠다는 경우인데요. 그러니까 지금, 그것은 사실 여기에는 명확하게 안 나와 있는데 지금 기본적으로 생각한 것은 신주인수선택권 자체는 무상으로 교부하고, 그건 부여를 하고 그 다음에 그것을 행사할지 말지는 주주가 선택할 수 있는 것이니까 주주의 그냥 option이죠, option으로 생각하면 그건 뭐, 실권은 별도로 필요하지 않지 않을까 싶습니다.

물론 이제 검사님이 지적하신 대로 유상으로 신주인수선택권을 부여하겠다고 하면 그것은 실권이나 이런 것들이 또 문제가 되겠죠. 이게 유상이냐 무상이냐가 다를 것 같기는 합니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

이야기는 되죠. 왜냐 하면 무상으로 했다고 하더라도 그 행사가액 자체가 굉장히 시장가격에 근접을 하게 되면 실권주가 나온 거죠, 거기에서는.

○ 이현철 위원

선택권을 부여받아서 행사를 안 하는 것은 미행사에...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아, 미행사 상태가 돼 버린다는 거네요.

○ 이준식 검사

그러면 이게 일반적인 형성권처럼...

○ 강희철 위원

다른 규정을 보면서 이게 과연 무상으로 발행하는 것을 가능하도록 한 건가라는 생각을 했는데, 주주에게 주식의 종류 및 수에 따라서 부여할 수 있다, 이렇게 해서 이러면 저도 무상인 경우만 상정한 것으로 생각을 저도 하긴 했습니다. 실제 유상으로 발행할 수 있도록 할 필요성은 있는데...

○ 이준식 검사

굉장히 좋은 자본을 모집할 수 있는 수단이 되죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 중요한 의미가 있죠.

○ 강희철 위원

주주가 주식을 얼마 사고 앞으로 얼마 더 살 수 있는 option, 그게 굉장히 많이 활용될 수가 있어요.

○ 송종준 위원장

아, 그거 엄청나게 활용될 수가 있습니다, 오히려.

○ 강희철 위원

가능하도록 해놓으면 참 좋은데, 그러면 이제...

○ 권종호 위원

3자한테 가면 쉽게 말해 갖고 벤처기업이 자기 다른 사람한테 준 거까지 염두에 두게 돼요. 그러면...

○ 송중준 위원장

복잡해지는 거죠.

참고로 지금 제가 프랑스 상법전에 공개매수 chapter에 이 딱 이게 들어가 있어요. 그래서 제가 그걸 조문을 서툴게 번역을 했는데, 233의32조 2항을 보면 주주총회에서 특별결의로 모든 주주에 대해서, 이게 제3자는 예정하지 않았더라고요, 유리한 조건으로 발행할 수 있다, 회사의 주식을 인수할 수 있는 증권을 발행하고 무상배정을 결정할 수 있다는 것을 영문으로 표시를 하고 있고요.

그리고 이제 주총에서는 그 경영위원회 하부 집행부애다가 권한을 위임, 구체적인 발행의 권한을 위임할 수 있다고 하는 것이 들어 있고, 아까 말씀드렸지만 발행할 주식의 최대 수량도 이제 정하도록 하고 있고, 그리고 이런 것을 채택하면 공시하도록 하고 있고, 이런 것들을 다 이렇게 하고 있고, 문제는 이것이 이제 공개매수에 관한 사항, 방어조치에 관한 규정이거든요, 1, 2, 3이. 그 중간에 딱 집어서 온 거예요. 그러니까 이것을 애들이 저거라고 그래요. 뒤 페이지에 있는데, BSA라고 합니다. bons de souscription d'action 그러거든요.

그래서 BSA해서 주식인수증권 이렇게 되는 건데, BSA라고 하는데, 목적은 하나도 없는데 공개매수에 관련된 방어에 해당되는 규정을 다 그 사이에 집어넣어가지고 사실상 목적을 여기에 제한시켰단 말이에요. 그래서 적대적인 공개매수가 실패하면 자동적으로 다 무효가 돼 버리게 이렇게 만들어 놨더라고요, 시스템이.

그래서 좀 우리하고 다르기는 한데, 어쨌든 이것을 부여할 수 있는 대상을 우리 회사법에서는 주주만 국한시킬까요?

○ 권종호 위원

다 풀어놓고 예를 들어서 임원한테 주고 스톡옵션 규정이 없으면 이거 다 만들어야 될 거 아니야.

○ 송중준 위원장

무용지물이 되겠죠. 그거 골치 아파요, 스톡옵션 요새 이용하지도 않는데.

○ 권종호 위원

다 풀어놓고 누구든지 다 줄 수 있도록 대상을 하고, 임원한테 주고 유리한 가격으로 주면 완전히 스톡옵션 되니까 그러면 기존에 주식매수선택권하고 충돌이 되니까 그건 이제 그거 없애고 거기다가 이제 규정을 다 만들어 놔다니까요.

○ 송중준 위원장

전 주주한테 주는 걸로만 어떻게 하는 쪽으로 해서, 지금 나오신 사항들을 좀 반영을 하셔가지고...

○ 권종호 위원

신주인수권부사채하고 전환사채하고 없으면, 이거 완전히 다 풀면...

○ 송중준 위원장

다 풀면 그렇죠. 그래서 너무 손대기가 힘들기 때문에.

○ 이현철 위원

무상, 유상을 할 때 전제는 무상으로 하고, 사실은 포이즌 필을 염두에 둘 때 무상으로…

○ 송종준 위원장

예, 예.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

프랑스 법제가 참고할 만한 사항이 많이 있는데요. 유리한 조건, 이게 아까…

○ 송종준 위원장

아니, 보시면 유리한 표현이 나와 있어요. 무상배정 확실하게 써 놓고, 여기다가.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

여기 뭐 주총에서 하네요, 여기도. 법률에도 위임할 수 있고 뭐, 이렇게 하고, 수량 이야기도 나오고, 자본 증가 폭도 나오고.

○ 권종호 위원

사실 이제 빠진 것 중에 이제 조금 전에 강 변호사님 말씀하신 것처럼 사실은 이사회가 유리한 가격으로, 싼 가격으로 반영하게 되면 그때 이사회가 발행할 때 정당한 이유가 있어서 하든지 하여튼 그런 option을 줘야 되는데, 안 그러고 그런 유리한 가격일 때 주주총회에서 뭐, 우리 위원장님이 말씀하셨는데 특수결의로 발행하도록 이런 식으로 되면 그때는 뭐, 이사회고 fiduciary duty 같은 것은 안 해도 되는 거고, 그리고 지금 사실은 유리한 발행가격으로 할 때는

지금 프랑스도 마찬가지지만 일본도 아마…

○ 송종준 위원장

그럼 지금 일본이…

○ 권종호 위원

유리한 발행가격일 때는 주주총회에서…

○ 송종준 위원장

유리한 가격이라는 것이 행사가격인가요?

○ 권종호 위원

행사가격, 네.

○ 송종준 위원장

행사가격을 유리하게 정할 때 그때는 특별결의를 거치라고 했잖아요. 그러면 일반 거기에 해당되지 않는 경우, 제3자를 줄 경우죠?

○ 권종호 위원

네.

○ 송종준 위원장

거기에 해당되지 않는 경우에는 이사회에서 하는데 대신에 행사가격은 유리하게 싸게 헐값으로 할 수 없다는 이야기죠?

○ 권종호 위원

그렇죠, 그렇죠.

○ 송중준 위원장

관찰고, 제3자를 줄 때. 그러면 우리는 제3자 문제를 생각하지 않는다면 이제 문제가 없어지는 거죠, 그렇죠?

네, 하여튼 그러면 고생하는 김에 좀 정

리해서 따로 그 회의 소집관계는 또 연락을 드리겠습니다.

예, 수고하셨습니다.

(16시 25분, 후략)

8. 제2차 소위원회 회의

| | |
|--------------|--|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제2차 소위원회 |
| 일 시 | 2008. 9. 2.(화) 15:00 ~ 18:00 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송중준 ○ 강희철, 권중호, 이현철, 안수현 위원 ○ 법무부 검 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 신주인수선택권 법안 논의 2 |
| 기타사항 | ○ 차회 회의에서 논의 계속하기로 함 |

※ 주요 법률안

[이현철 위원의 기본안에 권중호 위원이 수정·보충(밑줄 친 부분)]

제000조의2 [신주인수선택권] ① 회사는 정관이 정한 바에 따라 이사회결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라서 미리 정한 가액 (이하 “신주인수선택권 행사가액”이라 한다)으로 정해진 행사기간 (이하 “신주인수선택권 행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행 [또는 자기주식의 매도]을 청구할 수 있는 권리 (이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.

② 제1항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에는 다음 각 호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 주주 또는 제3자에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻
2. 신주인수선택권에 의하여 발행할 수 있는 신주의 발행한도
3. 제000조의4 제1항 소정의 신주인수선택권의 양도에 관한 사항을 정하는 경우에는 이에 관한 사항
4. 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 강제로 취득하거나 주식으로 전환시킬 수 있도록 허용하는 경우에는 그 취지

③ 제1항의 신주인수선택권에 관한 이사회 결의에 있어서는 다음 각호의 사항을 정하여야 한다.

1. 신주인수선택권을 부여받을 주주 또는 제3자의 확정에 관한 사항
2. 신주인수선택권의 행사로 발행[하거나 양도]할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항
4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건

④ 회사는 신주인수선택권의 행사 이전까지는 주주총회의 결의 또는 이사회결의로써 신주인수선택권을 취소할 수 있다.

제000조의3 [신주인수선택권에 관한 특칙] ① 회사는 제000조의2 제2항 소정의 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에서 회사의 가치 및 전체 주주의 이익을 유지 또는 증진시키기 위해 필요한 경우에는 다음 각호의 사항을 신주인수선택권의 발행조건에 포함시킬 수 있다는 내용을 기재할 수 있다.

1. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻
2. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻
3. 신주인수선택권 행사가액을 신주인수선택권의 부여일을 기준으로 한 주식의 실

질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다는 뜻

② 제1항 각호에 따른 정관 규정에 의하여 신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의를 함에 있어서는 제000조의2제3항 각호에서 정하고 있는 사항 이외에 다음 각호의 사항을 정하여야 한다. [다만 신주인수선택권의 행사가액이 현저하게 유리한 때에는 행사가격에 대해서는 주주총회에서 특별결의로 정하여야 한다.](?)

1. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위
2. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 기타 별도의 행사내용을 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
- ③ 제1항 제3호 및 제2항에 따라 권면액에 미달하는 가액으로 신주인수선택권 행사가액을 정하거나, 동 신주인수선택권의 행사로 인하여 회사가 액면미달의 가액으로 주식을 발행하는 경우에 대하여는 제417조는 적용하지 않는다.

④ 000조의2 제2항 제1호 소정의 정관의 의하여 제3자에게 신주인수선택권을 부여하는 때에는 신주인수선택권의 행사가액은 신주인수선택권의 부여일을 기준으로 한 주식의 실질가액에 미달할 수 없다.

[이 경우 신주인수선택권의 배정에 관한 사항은 이사회에서 정하여야 하며, 제3자 배정의 요건에 관해서는 제418조 제2항을 준용한다]

* 제3자에게는 신주인수선택권을 저가발행할 수 없도록 하여 신주인수선택권이 스톱옵션이나 방어수단으로 활용하는 것에 대해 제한을 두는 한편, 경영상의 목적으로 위해서는 주주이외의 제3자에게도 신주인수선택권을 발행할 수 있도록 하기 위함

000조의4[신주인수선택권의 무상배정] ① 000조의2 제2항 제1호 소정의 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에 의하여 주주에게 신주인수선택권을 부여하는 때에는 이사회는 다음의 사항을 정하여야 한다.

- 1.무상으로 배정한다는 뜻
- 2.주주에게 배정되는 신주인수선택권의 내용 및 수 또는 그 산정방법
- 3.배정의 효력발생일
- 4.종류주식을 발행한 경우에는 무상으로 배정을 받는 주식의 종류

② 주주는 전조 제3호의 효력발생일에 신주인수선택권자가 된다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간 2주전까지 주주에게 배정된 신주인수선택권의 내용 및 수를 통지하여야 한다.

000조의4 [신주인수선택권의 양도] ① 회사는 제000조의2 제2항 소정의 신주인수선

택권에 관한 정관의 규정에서 신주인수선택권을 주식과 분리하여 양도할 수 있는지 여부 및 신주인수선택권이 주식에 수반하여 양도되는지 여부를 정할 수 있다. 정관에 별도의 정함이 없는 경우에는 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없고, 주식에 수반하여 양도된다.

② 회사는 정관의 규정에 의하여 신주인수선택권을 주식과 분리하여 양도할 수 있도록 한 경우 신주인수선택권의 양도에 이사회의 승인을 얻도록 할 수 있다. 이 경우 양도승인의 청구에 대해서는 제335조의2 내지 제335조의7의 규정을 준용한다.

④ 신주인수선택권의 양도는 000조의6에 따른 회사의 신주인수선택권 원부에 취득자의 성명과 주소를 기재하지 아니하면 회사에 대항하지 못한다.

000조의6 [신주인수선택권의 강제취득] ① 회사는 000조의2 제2항 제4호 소정의 정관규정에 의하여 신주인수선택권을 강제 취득하는 경우 이사회는 다음 사항을 정하여야 한다.

1. 일정한 사유가 발생한 경우 신주예약권을 전부 또는 일부를 강제 취득할 수 있는 뜻 및 그 사유
2. 신주인수선택권의 취득대가로 주식을 교부하는 경우에는 주식의 수(종류주식발행회사의 경우에는 주식의 종류 및 종류별수) 또는 그 산정방법
3. 신주인수권의 취득대가로 주식 이외의 금전 기타 재산을 교부하는 경우에는 당해 재산의 내용 및 수 혹은 금액 또는 산정방법

② 회사는 이사회가 제1항의 사항을 결정한 경우 이를 신주인수선택권자에 대해 통지·공고하여야 한다.

③ 신주예약권의 취득효력은 일정한 사유가 발생한 날에 발생한다.

④ 회사는 일정한 사유가 발행한 경우 지체없이 신주인수매수권자에 대해 당해사유가 발생한 취지를 통지·공고하여야 한다.

⑤ 제1항에 의해 회사가 취득한 신주인수선택권은 지체 없이 소각하여야 한다.

(전략, 17시 05분)

[신주인수선택권 법안 논의 2]

○ 송종준 위원장

그 다음에 앞으로 포커스를 받을 수 있는 분야가 ‘신주인수선택권’ 분야인데, 우리

이현철 변호사님이 굉장히 많이 애를 쓰셨어요. 대충 한 번 수정하신 내용을 잠깐 설명을 해주시죠.

○ 이현철 위원

권 교수님께서도 수정을 해 주셨는데, 제가 한 부분부터 먼저 말씀을 드리겠습니다.

00조의 2를 보시면, 지금 자기주식의 매도, 첫 번째 음영 표시된 자기주식의 매도를 포함할 것인지, 이것이 포함을 하시는 것도 괜찮을 것 같은데, 신주의 발행만 하면 사실은 조문 작업상으로는 간명할 것 같습니다, 신주발행만 딱 포함하면. 그런데 자기주식의 매도를 넣게 되면, 예를 들어서 이때 말하는 자기주식의 범위가 어디까지냐? 상법에서 자기주식이나, 아니면 증권거래법상 상장법인들이 취득할 수 있는 자기주식도 한도가 있고 하기 때문에 그것까지 포함하는 것이냐? 그런 의문이 또 하나 생기구요.

○ 강희철 위원

입법기술상으로는 무슨 회사가 신주인수선택권을 행사했을 때 회사가 신주를 발행하든지, 자기주식을 넘겨주든지 선택할 수 있도록 그렇게 하고, 이 조문에 의하면, 마치 회사에 대해서 신주인수선택권 보유자가 청구할 수 있는 권리처럼 되어 있는데 입법기술상 신주의 발행에 관해서 쪽 규정을 하고, 제일 마지막에 ‘이 경우 회사는 신주 발행에 갈음해서 자기주식을 지급할 수 있다’라고 하고, 이 경우에 그 다음 필요한 경우에 조정에 다른 규정을 그대로 준용하고, 필요한 조정이 있으면 그 조항에서 조정하는 조항을 두면 되지 않을까? 그런 생각을 합니다.

○ 이현철 위원

전체적으로 명칭도 사실 그런데 일단 신주인수선택권으로 하고, 다만 회사가 옵션으

로, 주주 입장에서는 손해 보는 것이 없으니까 옵션으로 가지고 있던 게 있으니까 그냥 그것으로 줄어든다.

○ 강희철 위원

네.

○ 이현철 위원

그것도 좋은 말씀입니다.

○ 송종준 위원장

주주입장에서는 오히려 자기주식 주는 것이 일종의 분배의 개념으로서는 유익하죠. 자기주식을 많이 취득하면 결국은 이익배당의 여지가 그만큼 줄어들니까 주주한테 되돌려주는 것이기 때문이에요. 그래서 배제시키려고 그러는 것 같아요.

○ 이현철 위원

보통은 자기주식이 시장에서도 부담으로 작용하기 때문에, 물량 부담으로 작용하니까 없애주는 건 좋을 것 같습니다.

강 변호사님이 말씀하신 것이 아주 좋은 것 같습니다. 전체적으로 조항은 신주로 하고, 마지막에는 회사의 선택권처럼 하나 조항을 넣고.

○ 이준식 검사

별 차이 없습니다. 상법상에 자기주식 취득하는 거나 증권거래법이나 개정안에 의하면...

○ 송중준 위원장

그렇지요. 개정안에 의하면, 배당가능 이익 범위 내에서 할 수 있도록 되어 있으니까요.

○ 이현철 위원

네. 그러면 되겠네요.

그 다음에 2항은 제가 손을 본 것이, 2항은 정관의 규정에서 꼭 넣어야 될 것, 그것은 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻, 그 다음에 신주의 발행한도, 너무 오픈한 대로 놔두면 문제니까 발행한도.

그리고 양도에 관한 사항, 그것은 양도에서 다시 말씀드리겠습니다. 양도에 관한 사항, 그 다음에 강제매입은 강제취득으로 바뀌어야 될 것 같습니다. 권 교수님께서도 코멘트해 주셨는데, 강제취득이나 강제주식 전환에 관한 사항, 그것을 허용하는 경우에는 그 취지, 이것만 하고 나머지 차별에 관한 조항은 000조의3으로 제가 돌렸습니다.

그래서 000조의3을 먼저 한 번 보시면 ‘신주인수선택권에 관한 특칙’이라고 해서, 이게 포이즌 필의 성격을 극명하게 보여주는 부분입니다.

그래서 지난번에 논의된 바와 같이 목적을 좀 명시를 하자라고 하셔서 제가 목적으로 규정한 것이, 정관의 규정에서 ‘회사의 가치 및 주주 전체의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에는 다음의 사항을 신주인수선택권에 발행 주권에 포함시킬 수 있다. 이런 내용을 정관에 기재할 수 있다.’ 이렇게 됐습니다.

구조가 이제 바로 발행할 수 있다 이런

것은 아니고, ‘이런 규정을 정관에 넣음으로서 주총에서 정관결의를 통해서 이사회에 이런 내용을 수권할 수가 있다, 권한을 부여할 수 있다’ 이런 취지로 넣었습니다.

목적은 ‘회사의 가치 및 전체 주주의 이익을 유지 또는 증진시키기 위해 필요한 경우’ 이렇게 한 번 일단 초안 wording을 해봤습니다.

그래서 각호에서는 1호에서는 ‘일부 주주에 대해서는 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다.’ 또는 2호에서는 ‘부여는 다 같이 하지만, 행사를 허용하지 않거나, 그 행사내용에 관해서 다른 정함을 할 수 있다.’ 다 차별적 취급이죠, 주주평등의 원칙에 좀 위배되는.

1호, 2호는 주주평등의 원칙 위반이라는 주장을 막기 위해서 한 것이고, 3호는 결국 이게 포이즌 필의 본질 자체가 저가발행이기 때문에 그런 저가발행도 가능하고, 또 저는 이것도 포함시켜 봤습니다. 일단 ‘권면액에 미달하는 가액의 발행도 가능하다.’ 이렇게 한번 초안을 잡아봤습니다.

그것은 예를 들어서 현재 주가가 액면가의 부근에 있거나 이런 회사일 경우에는, 또는 액면가에 미달하는 회사의 경우에도 포이즌 필을 활용할 수 있도록, 액면가라는 것이 사실 발행한 다음에는 실질거래에서는 별 의미가 없을 수 있으니까, 할 수 있도록 그렇게 조항을 넣어봤습니다. 그래서 그렇게 함으로서 3항에서 417조, 이것이 액면미달 발행에 관한 조항입니다. 417조 적용을 배제하도록 그렇게 했습니다.

그래서 이 부분에 대해서는 과연 이사회

결의만으로 이렇게 액면미달발행 또는 실질 가액보다 미달하는 가액의 발행, 이런 것들을 허용할 것이냐? 사실 이게 포이즌 필의 본질인데, 1, 2, 3호가 사실 포이즌 필의 본질인데, 이것을 이사회 결의만으로 허용할 것이냐에 대해서는 조금 논의가 필요한 부분인 것 같습니다.

일단 초안은 이사회 결의만으로, 정관에서 그렇게 수권을 하고, 그러면 이사회 결의로 가능하도록, 다만 그 목적을 '회사의 가치 및 전체주주의 이익을 유지·증진시키기 위한 목적이다.'라고 제한을 했기 때문에 법원에서 이 기준을 가지고 심사를 하도록 사후적으로 또는 가처분 절차에서 심사를 하도록 그렇게 구조가 되어 있습니다.

그 다음에 2페이지 2항을 보시면, 그렇게 정관에 규정이 있으면 이사회에서 그런 사항을 정하도록, 어떤 주주를 배제할 것이냐? 그 기준을 정하도록, 1호를 보시면, 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당주주의 범위, 그 다음에 선택권행사에 관해서 제한을 하거나 행사내용을 다르게 정하는 때에는 그 구체적인 내용 및 해당주주의 범위, 이런 것들을 이사회 결의로 정하도록 그렇게 초안을 해 봤습니다.

그리고 다시 1페이지로 돌아가서 000조의 3항을 보시면, 이것은 이사회에서 정하는 사항, 이것은 일반적인 사항입니다. 이렇게 차별취급 같은 것이 없는 그냥 기본적인, 일반적인 신주인수선택권의 이사회결의 사항으로 해서 규정을 해 봤습니다.

그리고 4항을 보시면 4항에서는 일단 신

주인수선택권 행사 이전까지는 주총의 결의, 또는 이사회결의로 신주인수선택권을 취소할 수 있도록, 그러니까 redemption 조항을 넣었습니다. 이것은 지난번에 이사회결의만 포함시켰는데, 주총결의로 해서 주총에서도 신주인수선택권을 취소 조항을 넣음으로써 반대주주들이 주주제한 방식으로 주총소집 청구를 해서 신주인수선택권 취소를 할 수 있는 길을 열어주었습니다.

그리고 다시 2페이지로 가보시면, 000조의 4에서 신주인수선택권의 양도에 관한 사항, 그리고 지난번에 논의 나왔던 게 그러면 이것이 일단 신주인수선택권을 부여한다는 이사회 결의는 되어 있고, 실제로 신주인수선택권이 발령이 될지, 안 될지는 아직 미확정적인 상태에서 주식은 거래가 되어야 되기 때문에, 그러면 과연 주가에서 이것을 어떻게 고려할 것이냐, 상장주식의 경우에, 이것이 상당히 문제가 됐었는데요.

그래서 저는 일단 수반성, 수반해서 양도가 되는 것으로, 별도의 정함이 없으면, 당연히 주식하고 같이 그냥 양도가 되는 것을 default로 하고, 그것하고 다르게 혹시 정관에서 정하고 싶으면 이것은 정관에서 정하도록 그렇게 초안을 해 보았습니다.

일단 초안은 약간 어설피게 되어 있기는 한데, 그 취지는 그렇습니다. 일단은 정관에 별도 정함이 없으면 주식과 당연히 수반해서 신주인수선택권이 양도가 된다. 그래야만 주식거래를 할 때 이 부분을 고려하지 않고도 그냥 주식을 거래하면 되기 때문에 그렇게 일단은 초안을 해 봤습니다. 그래서 만약에 별도로 정하고 싶으면 다시 000조의 2

2항 3호를 보시면, 양도에 관한 사항을 정관에서 정하도록, 만약에 그렇게 정하고 싶으면, 그렇게 지금 되어 있습니다.

그리고 그 이하에 있는 양도에 관한 사항들은 다 ‘별도로 양도를 하는 경우에 이렇게 이렇게 해야 된다.’ 이렇게 되어 있고, 000조의5도 역시 양도를 별도로 허용하는 경우에는 신주인수선택권 증서를 발행하도록, 그래서 000조의5 1항을 보시면 ‘정관의 규정에 의해서 주식과 분리하여 양도할 수 있도록 한 경우에는 이 증서를 발행할 수 있다.’ 그렇지 않은 경우에는 증서를 발행할 필요가 없겠죠. 그래서 그렇게 규정이 되어 있습니다.

○ 강희철 위원

준용기준은 어떤 내용인가요?

○ 이현철 위원

어떤...

○ 강희철 위원

000조의5 1항에.

○ 이현철 위원

그 준용기준은 선의취득, 그런 내용입니다. 일반적인 아마 저쪽에 신주인수권 증서 조항 있지 않습니까. 거기에 나오는 조항들을 저희가 언급했습니다. 신주인수권 증서에 이런 조항들이 있었던 것 같습니다.

나머지 조항들은 특별한 내용이 없습니다. 지난번 초안하고 마찬가지로 내용들입니다. 그래서 제가 유지한 기본골격은 일단

주주한테만 부여하는 골격을 유지했고, 그리고 차별취급이나 저가발행, 그 다음에 액면미달발행의 경우에는 이런 ‘회사의 가치 및 전체주주의 이익을 유지·증진시키기 위해 필요한 경우’로 제한을 했고, 그런 것이 새로 추가된 내용이라고 할 수 있겠습니다.

○ 권종호 위원

이 변호사님이 만들어주신 것에다가 지난번에 위원장님과 이 검사님이 잠깐 말씀하신 것 중에, 방어수단도 하지만, 잠깐 일반적으로 경영상의 목적으로 쓰는 것도 어떻게 생각해 볼 필요가 있었다는 말씀이 있어서, 그래서 이 변호사님은 기본적으로 주주한테만 주는 것을 전제로 했는데, 제3자한테 주는 것도 한 번 넣어보는 쪽으로 그렇게 했습니다.

그렇게 되면 제일 먼저 문제가 되는 것이 00조의2에서 ‘주주에게’인데, ‘주주 또는 제3자에게’라고 하고, 그가 갖는 주식 종류의 수에 따라 이것은 빼는 방법으로 해서 하는 것이고.

그 다음에 2항에 ‘주주 또는 제3자’가 들어가고, 그 다음에 2항 4호에 매입은 돈 주고 산다는 개념인데, 취득이란 말로 고치면 대가를 조금 해 주는 것으로, 그래서 취득으로 하는 게 어떨까라는 생각을 했고요.

그래서 00조의3에 보면 이것이 2항에다가 제가 하는 것 중에 보면, 이 변호사님이 하신 것 3호가 빠졌는데 3호는 그대로 두어야 됩니다. 두고 ‘다만, 신주인수선택권 행사가격이 현저하게 유리할 때는 행사가격에 대해서는 주총의 특별결의를 정해야 된다.’

라고 한 것은 우리 위원장님이 방어수단으로 하여튼 하는데, 행사가격이 너무 싸면 안 된다고 그래서 실제로 넣어봤는데, 만약에 이 규정이 들어가면 어떤 일이 있느냐면, 절대 방어수단으로 쓰는 데는 굉장히 제약이 있다는 생각이 듭니다.

그래서 제 생각은 일단은 만들었는데 이것은 빼고, 오히려 제3자에게 신주인수선택권을 줄 때, 이때에는 가격을 싸게 못하도록, 그러니까 비싼 가격으로 적어도 공영가격 이상으로 발행하도록 하게 되면 신주인수선택권이 제3자 배정으로 발행되면서 방어수단으로 이용되는 것은 완전 막을 수가 있다는 것하고, 그리고 그렇게 됨으로써 결과적으로 자금조달, 한정된 범위 내이지만 제3자에게 신주인수선택권을 주어서 자금을 조달하는 방법도 생각할 수 있지 않은가 싶어서.

그래서 지금 4항에 추가해서 보면 소정의 정관에 의해서 제3자에게 신주인수선택권을 부여하는 때에는 행사가격은, pay를 공정가격보다 이하로 주어서는 안 된다는 것 하나하고, 그 다음에 괄호 안에는 이것을 집어넣는 게 바람직하다는 확신이 안 서서 했는데, 이 경우에는 신주인수권을 제3자에게 배정하는 것은 이사회에서 결정하고, 그 다음에 상법 418조 제2항이 신주 3자 배정에 관련된 규정입니다. 그래서 이것을 결하면 굉장히 효과가, 한정된 범위 내에서 3자 배정을 하면서 남용을 막으면서 좀 활용할 수 있지 않을까 하는 생각이 들어서 이것을 하나 생각을 해 보았고요.

그 다음에 이것은 지금 추가로 한 것이

신주인수선택권 무상배정제도인데, 사실은 이 제도가 들어가지 않으면 신주인수선택권을 가지고 사전경고형으로 만든 것인데, 이것이 없으면 굉장히 제약이 있을 것 같아서, 그래서 이 규정을 넣었습니다.

그래서 보면 이때 이사회에서 무상으로 주주에게 배정한다는 뜻을 정하고, 이때 주주에게 배정되는 신주인수선택권의 내용, 수, 혹은 그 산정방법, 그 다음에 배정효력 발생일, 배정일하고 그 다음에 종류주식이 발행됐을 때 그것을 기준으로 발행할 때는 무상으로 배정받는 주식의 종류로 하고, 그리고 주주가 신주인수권자가 되는 시점이 바로 제3호 배정의 효력발생 일에 신주인수선택권자가 되고, 그러면 여기서 됐다는 것을 행사기간 2주 전에 통지를 해 주면 그대로 2주가 지나고 난 뒤에 신청을 한다든가, 배정한다는 절차 하나도 없이 그대로 똑바로 주주가 권한을 행사를 할 수 있도록, 이렇게 함으로써 사전경고형 형태로 이것이 가능하도록 그렇게 했습니다.

그 다음에 뒤쪽에 보시면 00조의6이라고 해서 해 놓았는데, 신주인수선택권의 강제취득, 이것은 이 변호사님이 앞에 하신 것 중에 보면, 2항 4호 규정을 구체적으로 하는 절차에 관해서 제가 정한 겁니다. 이것이 사실 굉장히 중요한 문제여서 절차에 관한 규정은 좀 마련해 두는 것이 바람직하지 않을까 싶어서 이렇게 했습니다.

보면 지금 강제적으로 취득하게 되는, 일정한 사유가 발생한 경우에 신주예약권을 전부 또는 일부를 회사가 강제로 취득할 수 있다는 뜻을 정하고, 그 사유가 구체적으로

어떤 사유냐? 그러니까 예를 들어 20%를 취득, 이런 것이 적으라는 소리이고, 그다음에 이 때 취득대가로 교부하는 게 주식을 교부할 수도 있고, 제 생각은 현금 plus 재산도 주는 것까지 넓히는 게 좋지 않을까라는 생각이 들고, 이것은 이렇게 생각한 게 상법 결의 시안에 보면 합병 같은 데 대가의 다양화라는 것과 같이 맞추면 이렇게 되어 되지 않을까라는 생각이 듭니다.

그 다음에 이렇게 강제적으로 취득한다고 했을 때 이와 같은 결정을 이사회에서 하면 거기에 대해서는 일단 주주에게 통지를 해 줘야 주주가 알 것이고, 그리고 신주예약권 취득의 효력은 회사에서 어떠한 사유가 발생할 때 취득한다는, 사유가 발생한 날에 신주예약권 취득의 효력은 발생하게 되고, 그리고 여기에 대해서는 지체 없이 주주에게, 발생한 경우에 지체 없이 신주인수 매수권자에 대해서 당해 사유를 통지하는 방법으로 하고, 이렇게 해서 취득한 자기 신주예약권에 대해서는 이것을 처분하고 이렇게 하면 굉장히 복잡할 것 같아서 아예 그냥 소각해서 없애는 것으로 하면 입법적으로 굉장히 편할 것 같아서, 일단 소각하는 것으로 그렇게 처리를 했습니다.

일단 지금 현재로서는 더 검토를 해 봐야 되는데, 방어수단으로 쓰고... 우리가 염두에 두고 있는, 가능하면 유사시보다는 평상시에 이 제도를 도입해서 쓸 수 있도록 하는 쪽으로 생각을 해 봤습니다.

이상입니다.

○ 송중준 위원장

그러면 2개의 안을 통합하면 방어기능과 자본조달기능을 다 함께 갖는 warrant, 신주인수선택권을 도입하는 안으로 지금 볼 수가 있겠는데요. 경영권방어법제라고 하는 측면만 보게 되면, 사실 제3자에게 주는 것은 안 주는 것이 옳은데, 프랑스의 경우는 상법 공개매수규정의 방어수단규정에 이것을 딱 집어넣어서 자동적으로 방어수단만으로 쓰도록 해 놓았더라고요.

다른 나라는 그런 입법례는 없고, 일본도 당연히 그렇게 아니잖아요. 그래서 사실 상 어느 기능을 다 쓸 수 있도록 하고 있고, 프랑스는 그야말로 적대적 공개매수가 있을 때 딱 쓰고 그냥 끝내버리도록 하는 시스템으로 되어 있는데, 어떤 자본조달기능을 넣는 측면이 어떻게 더 긍정적으로 봐야 될까요? 어떻겠습니까?

일반적으로 제3자한테 주는 것에 대해서 상당히 부정적인, 신주도 제3자한테 주는 것에 대해서 부정적인 견해가 사실상 있어요.

○ 이현철 위원

예전에 2001년인가, 2002년쯤에 한 번 유행처럼 BW 발행, 대기업들 오너 2세들한테 BW를 일단 외국에 있는 투자자한테 발행하고, 외국인 투자자들은 일단 자기는 W 부분만 얼른 대주주 2세들한테 넘기고, 대주주 2세들이 그것을 많이 가지고 있었지요. 가지고 있다가 참여연대에서 한꺼번에 문제 삼아서 몇 군데 그룹에서 취소하고 그랬었거든요, 소각하고. 임의로 자기들이 취소하고 경제적으로 손실을 보면서 그렇게

했거든요.

사실 warrant 부분에 대해서는 사실 그런 민감성이 있는 것 같아요. 오너들이 조금 취득하고 싶어 하는 일종의 그런, 당장은 돈을 많이 안 들이고 할 수 있으니까, 안 들이고 지분을 확보해 놓는 셈이 되니까. 그런 수요는 많은 것 같은데, 과연 이게 자금조달로, 그래서 사실 그냥 warrant 발행만 허용한다, 이게 포이즌 필이 아니고, warrant 발행만 행한다고 하면 그런 우려가 표시될 가능성도 있지 않을까 싶습니다. 그런 경험이 있기 때문에, 그때 상당히 광범위하게, 증권사 몇 군데에서 그것을 promotion을 굉장히 광범위하게 했더라고요. 그런 우려가 좀 있지 않을까.

그런데 과연 자금조달 측면에서는 이것이 일반적인 신주의 제3자 배정하고 어떻게 조금 다를지, 그것보다 더 장점이 무엇일지, 일반적인 자금조달 측면에서는.

○ 송종준 위원장

일반적인 자금조달 측면에서는 신주 제3자 배정할 때는 즉시 그것을 발행해서 돈이 들어와야 되는 상황일 것이고, 여기서는 일단 발행해 두고 아무 때나 옵션을 행사해서 발행할 수 있도록 지금 시간적인 여유를 준다는 그런 것이지요?

○ 권종호 위원

제가 염두에 둔 것은 장래 가능성은 무지하게 큰데, 돈이 없어요. 그래서 우리 이 변호사님처럼 유능한 변호사님한테 자문을 받았는데, 돈을 주려면 지금 돈 1만 원밖에

못주는데, 이와 같이 신주예약권을 대가로 하고, 앞으로 10년 뒤에, 이런 것을 염두에 두고 그런 벤처기업 같은 데서 이와 같은 방법으로 제3자한테 줌으로 해서 거래의 대가라든가 이런 쪽, 그러니까 아주 크게는 사실, 지금 우리 이 제도를 도입하는 거 염두에 둔 게 신주발행 말고 모처럼 도입하면서 이것을 어떻게 활용할 수 있는지, 자금조달 이런 개념으로서 생각한 것이기 때문에 쓰는 한계라는 것은 좀 제약이 되는데, 그런 측면에서는 이렇게 놓아두면 쓸 수 있지 않을까 하는 그런 생각입니다.

○ 이현철 위원

굉장히 범위가 넓습니다.

○ 권종호 위원

그렇지요?

○ 송종준 위원장

아주 넓죠.

○ 권종호 위원

그런데 중요한 것은 하여튼 행사가격은 공정가격이어야 한다는 옵션을 줌으로 해서 가능하면 제3자 배정 형태로 해 주어서 이것이 방어수단으로 이용되는 것을 좀 막자...

○ 이현철 위원

그런데 행사가격을 공정가격으로 하면, 방금 말씀하신 예를 들어 인센티브 개념이나 그런 것으로 주기는 좀 어렵습니다.

○ 송중준 위원장
좀 그렇네요.

○ 강희철 위원
공정가격은 발행시를 기준으로 해서...

○ 이현철 위원
발행시를 기준으로 해서, 네.

○ 송중준 위원장
사실상 행사가격이 스톡옵션을 발행할 때 그 행사가격이 보통 발행 당시 가격을 기준으로 정해지죠?

○ 강희철 위원
그렇지요.

○ 송중준 위원장
그래서 그것보다 훨씬 오르면 인센티브로 차액을 누릴 수 있다고.

○ 권종호 위원
제가 보니까 우리나라는 지금, 우리가 염두에 둔 것은 발행은 무상으로 하는 것을 전제로 두고 그랬는데, 일본 같은 경우는 발행 자체도 유상으로 하고 무상으로 나누어줄 수도 있습니다.

그런데 책에 보면 저런 이야기가 나오더라고요. ‘주가는 예측을 못해도 warrant의 공정가격은 계산법에 의해 계산할 수 있다.’라는 바로 그 이야기를 하면서, 여기서 사실은 그 당시의 시점에서 우리가 줄 때 warrant의 가격은 공정가격으로 발행을 하

고, 그런데 실제적으로 그것이 나중에 주가의 변동에 따라서 발행시점에서 공정만 하면...

○ 이현철 위원
그렇게 보면 꼭 행사가격을 실질 값이 안 맞혀도 되잖아요. 행사가격이 달라지면 warrant 가격이 달라지니까 option pricing만 제대로 하면 행사가격은 꼭 현재 주가와 일치할 안 해도, 그러니까 둘 중의 하나만 일치해도 되죠.

그러니까 사실은 발행 시의 주가하고 똑같은 수준으로 행사가격을 정하더라도 이것이 option value는 두 가지가 있거든요. 내재가치가 있고, 시간가치가 있는데요.

내재가치라는 것은 현재 만약 행사를 한다면 얼마나 남기느냐? 그런데 행사가격을 현재 실질가치하고 같이 하면 현재 내재가치는 zero이고, 다만 시간가치라는 것은 행사기한까지 그 주가가 계속 floatation할 거니까 주가가 올라가면 당연히 자기가 이익을 볼 potential이 있지 않겠습니까?

그것을 시간가치라고 하는데, 시간가치가 항상 있기 때문에 발행 시에 주가하고 행사하고 같이 한다고 해서 항상 공정하다고 할 수는 없어요. 그것을...

○ 강희철 위원
잠깐만요. 발행 시라는 것이 조금 혼란스러운데...

○ 이현철 위원
발행 시는 옵션의 warrant의 발행 시.

○ 강희철 위원

그렇죠. 그 시점을 이야기해야 돼요.

○ 이현철 위원

warrant의 발행 시, 예를 들어서 지금 ‘주가가 1만 원이다.’ 그런데 이 행사가격을 1만 원으로 정해서 행사기간은 3년, 이렇게 하면 이 옵션의 가격은 얼마나, 이런 건 아니거든요. 현지 내재가치는 0이지만, 시간 가치가 있기 때문에 그게 얼마라고 정하면, 당연히 이것을 fair하게 하려면 그 발행 시의 발행가격도 공정해야 되는 거죠.

발행가격도 공정해야 되고, 그런데 발행가격을 공정하게 하면 굳이 행사가격을 현재 주가하고 맞힐 필요가 있느냐, 그렇지요?

현재 발행가격만 공정하면 되는 게 아니냐, pricing을 해서. 그렇게 된 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그렇다면 발행가격을 공정하게 해야 된다고 한다는 것은 실제로 신주를 발행하는 것과 다를 바가 있어요?

○ 이현철 위원

그런데 그것을 사는 사람 입장에서는 조금만 투자하고, option value만 주면 되니까요, 조금만 투자하고 그 회사의 potential을 다 보는 것이니까.

○ 송종준 위원장

그래서 통상은 발행가격을 zero나 또는 명목상으로 1센트를 해놓고, 나중에 행사가격을 정할 때는 발행가격을 높이 정했으면

plus 행사가격 정한 것에 나머지만 보태서 행사가격이 결정되는 것이니까 그렇잖아요. 발행할 당시의 가격 plus 얼마, 이게 행사가격이 되지 않겠어요?

○ 이현철 위원

행사가격을 높게 정하면 option price가 떨어질 테고, option value가, 낮게 정하면 올라갈 텐데, 어떤 경우에도 option value가 0은 아닐 테니까요, 항상.

아무리 지금, 예를 들어 지금 주가가 1만 원인데, 10만 원을 행사가격으로 하더라도 계산해 보면 가격은 조금 남을 수 있거든요. 그러니까 그 가격을 받고 행사가격은 회사가 적절히 정하게 하고 그렇게 하면 자금조달기능은 할 수 있을 것 같아요. 그러면 투자자가 그렇게 옵션 가치를 보고서 들어올 수는 있을 것 같거든요.

그런데 사실 그것은 굉장히 금융공학 이런 것까지 되기 때문에 그것이 과연 주주보호에서 문제가 없느냐, option pricing 모델이라는 것이 다 우리가 공감할 수 있는 것이냐? 이런 문제를 다 야기할 것 같거든요.

그래서 이것을 자금조달 수단으로 일반화시킨다는 것은 굉장히 복잡한 그런 문제가 있을 것 같습니다.

예전에 BW 시에도 그런 게 있었거든요. BW에도 pricing이 제대로 되었느냐, bond 가치, bond의 가치를 보면 예를 들어 얼마다, 100이다? 그런데 한 101로 발행을 한 거예요. 그러면 그 option value를 1만 본 것인데, 이것이 과연 적절한 BW 발행이냐? 그런 문제가 있었거든요.

실제로 option value 가치로 보면 예를 들어 한 20~30만 원 나왔다는 것이지요. 그 래가지고 얼른은 표가 안 나지만 굉장히 대 주주들한테 이익을 준 것으로 보여졌거든요. 그렇게 옵션이라는 것이 그런 굉장한 폭발 력을 가지고 있어서...

○ 송중준 위원장

지금 이 위원님이 구상하신 것은 BW 양도방식과 똑같은 형태를 취하고 계신 것 이지요, 이게? 거기서도 BW도 지금 현 재...

○ 이현철 위원

양도가 가능하다면...

○ 송중준 위원장

BW가 두 가지가 가능한 거예요?

○ 이현철 위원

분류형과 비분류형이 다 가능하죠.

○ 송중준 위원장

다 가능하죠?

○ 이현철 위원

네, 네.

그런데 제가 한 것은 신주인수권 증서, 신주를 발행할 때 신주인수권 증서를 발행 할 수 있지 않습니까, 회사 선택에 의해서?

○ 송중준 위원장

네, 네.

○ 이현철 위원

증서를 발행하는 경우에 이제 양도방식 을 준용한 것인데요.

원칙적으로는 양도를 다 별도로 못하게 하고, 주식과 그냥 붙여서, 왜냐 하면 원래 포이즌 필이라는 게 실제로 행사 안 될 가능 성이 많기 때문에 그냥 붙여서 다니게 하는 게 제일 어떤 거래안정성을 덜 해치는 게 아 닌가 싶습니다.

그래서 지금 두 개는 완전히 다른 것 같 습니다. 포이즌 필과 자본조달 목적에서 옵션이라는 것은 완전히 컨셉이 좀, 법상 형 식은 똑같지만.

○ 송중준 위원장

일본은 지금 다 그렇게 해 놓은 것 아니 예요.

○ 권종호 위원

그것은 정해져 있습니다. 신주인수권 자 체를 공모하는 것, 그리고 주주 배정하는 것, 3자 배정 다...

○ 송중준 위원장

그러나 미국이나 일본에서는...

○ 권종호 위원

주주 배정하는 원칙하고, 여기서 만에 하나 3자 배정하는 것이고, 위원장님이 하 도 말씀을 많이 하셔가지고...

○ 송중준 위원장

그래서 두 가지를 한 번 검토는 해 봐야

되지 않겠나 싶은데, 일단 기본적인 자본조달의 인프라 자체가 우리가 일본법을 갖다가 쓰기는 했지만, 판이 다른 거라. 그리고 일본은 미국하고 똑같고, 일단 모든 것이 주주한테 자본 조달 관련해서는 priority를 주는 구조로 되어 있어서, 지금 현재 제3자 배정에 관련된 물론 엄격한 요건이 있다는 하지만, 어느 변호사 얘기를 들어보면 ‘그런 것 다 운수 없는 것이라고 이렇게 할 정도로 아주 쉽다. 주주총회 특별결의 자체도 의미도 없는 것이다.’ 사실 다 이런 식으로 너무 쉽게 얘기를 하는 것을 들었는데, 어쨌든 부정적인 견해가 많은 것만은 사실 이더라고요, 그 부분에 관해서는. 특히 실무에 많이 종사하시는 분들은.

그리고 우리나라 경우, 예컨대 이 자본조달의 매체로써 기능까지도 도입해서 그야말로 넓게 도입을 했을 때 반향도 굉장히 클 것이라는 생각이 드네요. 지금 신주 부분에서도, BW 부분에서도. 재벌과 관련해서 문제가 악용될 소지가 있는 경우, 최근에 사실 그런 게 있었지요. 아주 비판의 대상이 되고 있는데, 하여튼 전반적인 상황을 고려해 보면 우리 위원회 명칭의 범주 내에서 할까요? 어떻게 했으면 좋겠습니까?

○ 권종호 위원
3자 배정은...

○ 송종준 위원장
좀 차후의 과제로?

○ 권종호 위원
이것은 가면 우호적인 쪽에 밀어주면 가격이야 어떻든 간에...

○ 송종준 위원장
악용될 소지가...

○ 강희철 위원
절차법적으로 필요한 제도이기는 한데...

○ 권종호 위원
저는 이 변호사님 ‘신주인수선택권의 부여일을 기준으로 한 주식의 실질가액에 미달할 수 없다.’라고 하면 굉장히 폭이 넓은 것 같아서, 이래서 주면 3자를 주는 개념도 이렇게 주면서 “옵션까지 기술개발해라.” 이렇게 나오면 방금 이야기한 것, ‘돈은 없으면서 미래가치를 보고 주자’ 이런 식으로 잘못돼서 좀 쓰자, 그 범위내로만 생각을 했거든요.

○ 송종준 위원장
그런데 그 범위는 의도했지만 엉뚱한 사람들이 그것을 이용할 수 있으니까...

○ 권종호 위원
사실 경영권이라는 것이 방어하고 싶을 때 “ 지켜주지 못한다.” 그렇게 얼마든지 할 수 있기 때문에 사실 3자 배정이 사실 어떤 의미에서 의외로 완벽하게 경영권을 방어하는 데 쓸 수도 있다는 생각이 사실 들거든요.

○ 이현철 위원

실제로 니혼 방송 케이스, 거기서는 제3자 배정방식으로 신주예약권을 배정해 준 것 아니겠습니까? 배정해 주고 그 판결문을 보니까 블랙솔즈 모델에 따라서 다 평가를 했더라고요. 평가를 해서 가액을 적정하게 해서 그렇게 배정을 하고, 니혼 방송에 배정했죠. 그렇지요? 아니, 후지TV에 배정을 하고, 그리고 발행물량을 엄청나게 해서, 현재 자산 경우보다 더 큰 물량을 발행하는 것으로 해서 그렇게 했더라고요.

제3자 배정을 가능하게 하면 그런 식으로 쓰일 수 있겠죠, 제3자 배정방식으로.

○ 송종준 위원장

제3자 배정하게 되면, 예컨대 자본조달 측면 때문에 제3자 배정 얘기를 했지만, 원칙적인 방어기능 plus 증폭되는 효과는 엄청나죠, 방어 부분이. 그래서 좀 과다한 방어수단으로써 악용될 소지가 있는 건 분명한 것 같아요. 그래서 그 방어기능을 줄 때 처음으로 도입하는 제도이기 때문에 우리 회사법 구조 등의 시스템을 우리가 좀 존중한다면 제한적인 범위 내에서 일단 순수한 의미에서 이런 수단을 사용할 수 있도록 하는 쪽으로 좀 범위를 좁혀서 일단 방향은 어떻게 결정을 하고, 세부적인 조문은 보완 사항들을 한 번 계속 앞으로 검토를 하고, 이런 쪽으로 한 번 할까요? 안 위원님 어떻게 생각하세요?

○ 안수현 위원

제가 포이즌 필 논의하실 때 참석을 못

해서 전반적으로 저는 약간 다 의문이 좀 있는 상태인데, 예를 들자면 제가 보기로는 이현철 위원님께서서는 우리가 경영권 방어에 쓰는 그런 안으로 만들어 오신 것이고요, 권종호 교수님은 자금조달에도 쓸 수 있는 방안으로 하고 있는데.

그러다보니까 지금 한 예로 제가 혼동이가는 게, 제가 그때 회의에도 참석을 못해서 그런 것 같기도 합니다만, 이현철 위원님이 만드신 000조의5에 신주인수선택권 증서의 발행 같은 것, 우리가 물론 정관에 규정이 있으며 양도는 가능하지만 원칙적으로는 경영권 방어를 목적으로 하기 때문에 양도를 불허하는 것을 하고 있죠. 매우 제한되어 있는 정도의 정관에 규정을 두어서 양도를 하게 하는 경우라는 게 경영권 방어와 관련해서는 어떤 경우가 있을까가 사실은, 그래서 사실은 그런 경우가...

○ 이현철 위원

없어도 됩니다.

○ 안수현 위원

자금조달을 전제로 할 때만 그게 가능하거든요. 그리고 증서를 발행하는 것도 사실은 경영권 방어에서는 전제로 하지 않는 것이라서 이것이 논의가, 그때 논의하신 것은 방향을 어떻게 정했는지가, 뭔가 포괄적으로 논의하다 보니까 조문의 경영권 방어에만 오직 하는 경우와 자금조달까지 포섭한 경우가 조금...

○ 이현철 위원

이렇게 보시면 됩니다. 지금 목적은 경영권방어 목적인데, 이름을 신주인수권, 신주선택권이라고 해서 신주인수권하고 유사하게 하다 보니까 그쪽 조항을 조금 원용을 한 것이고요, 그런 부분이 있습니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 그 부분이 전에 회의할 때도 실제로 미국에 포이즌 필이 행사된 예가 없다고 했잖아요.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그러니까 다 사전에 공격자하고 서로 협상을 잘해서 적절한 가격에 팔기로 하거나 미리 있는 것 없애기로 한다든지 사전에 다 하는 것이지, 구체적으로 행사까지 생길 수가, 얘기가 없었다...

○ 이현철 위원

조건을 달기 때문에.

○ 송종준 위원장

네, 그 조건을 달기 때문에.

그런데 우리의 경우도, 바로 그 문제와 관련해서 우리의 경우도 과연 그럴까라고 하는 문제가 사실 있지 않겠느냐는 생각이 사실 의문이 들었기 때문에 하는 거예요.

○ 안수현 위원

논의가 아까 말씀하신 것처럼 경영권에 한정된 포이즌 필을 일단 전략적으로 도입할 것이라고 보면 여기서 조문이 약간 정리되어야 될 필요가 있다고 저는 느껴지는 것이고, 혹시 그런 측면이 있지 않은가?

예를 들자면 강제소각을 한다거나 이런 방법으로 조금 정리해야지, 또 양도도 전제로 하고, 이렇게 하다 보면 결국 다른 외부의 시장에 있는 사람들은 결국 이것은 제3자에게도 나중에 주려고 하는 것이 아니냐 하는 오해를 불필요하게 야기할 수도 있지 않을까?

○ 송종준 위원장

양도.

○ 안수현 위원

그런데 다만 방향을 권중호 위원님께서 말씀하신 것처럼 향후 넓혀지는 것까지 자금조달수단으로도 혹시 쓸 수 있게끔 뭔가 제공을 하도록 한다면 지금 이현철 위원님이 만드신 이 안을 그대로 유지하되, 다만 현재는 제3자는 분명히 제한하거나 막겠다는 것을 밝히는, 그래서 조금 분명히 방향을 정하는 것이 저는 나중에 외부에서 봤을 때 불필요한 혼란을 좀 줄이지 않을까 하는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

저도 사실 이런 부분에 관한 실제 거래의 구조, 이런 것은 사실 생소하고 잘 모르는데 상당히 개념적인 것인데, 실현가능하지

도 않지만 그런 일이 발생할 수도 있지 않겠느냐 하는 것 때문에 생기는 거죠.

예컨대 누군가가 20% 이상을 취득할 때, 이것을 발행하기로 했을 때 누군가 그런 일이 만약에 발생할 하게 될 경우, 그것만 발생하게 되면 일단 행사요건이 충족이 되는 게 아니겠어요? 그런데 그것이, 예컨대 의도적으로 장난질 칠 수도 있는 것이고, 이런 일이 생긴다고 했을 때 여기에서 중요한 것은 시가보다 싼 가격으로, 경영권 방어와는 상관없이 싼 가격으로 돈을 벌수 있는, 이것이 기능을 할 수 있지 않겠느냐? 그것 때문에 양도에 관한 문제도 생기는 것이고.

○ 이현철 위원

네. 그러니까 굳이 양도를 막을 필요가 있을까, 저는 모르겠습니다.

그러니까 물론 주목적은 경영권 방어를 위해서 포이즌 필이 발행되겠지만, 그것이 위원장님 말씀대로 행사가 될 수도 있지 않습니까, 경우에 따라서는? 이것에도 불구하고 누가 취득해서 행사를 하게 됐다? 그런 상황에서 행사 시점하고 그 자체를 권리로 해서 팔고 싶은 경우에, 그것을 굳이 법으로 막을 필요가 있을까 하는 생각은 듭니다. 이것이 경영권 방어 목적으로 쓰인다는 것은 일면이고, 양도를 법으로 아예 못하게, ‘반드시 수반한다.’ 그렇게만 하면 조문이 간단할 것 같은데, 그렇게 하고 별도로 양도를 못하게 하는 것도 한 길인데, 꼭 그렇게 할 것이냐, 아니면 경영권 방어목적으로 발행한 것이지만, 경우에 따라서 주주가 그

것을 양도할 수 있는 길도, 회사가 물론 막아버릴 수 있죠. 정관을 막아버릴 수 있지만, 그것을 또 열어줄 수 있는 길은, 굳이 막을 필요가 있을지, 그것을 한 번 생각해 볼 필요가 있을 것 같습니다.

○ 안수현 위원

스톡옵션의 경우에도 실제로는 특정목적에 한해서만 발행한 옵션이기 때문에 그 목적에 충실하도록 해서 양도를 제한하고 있지 않습니까?

○ 이현철 위원

양도 안 되죠.

○ 안수현 위원

네. 그래서 어쩌면 이것도 경영권 방어 목적으로 우리가 도입했다는 취지가 분명히 있다면 양도를 조금 처음에는 제한하는 쪽도 맞지 않겠느냐, 처음부터 다하기 보다는, 두 번째는, 사실은 스톡옵션 같은 경우도 미국과 같은 경우는 양도를 허용합니다. 왜냐 하면 그것을 이용해서 사실 investment banking에서는 그 스톡옵션만 모아서 다시 판매 하는 그런 상품으로도 사실은 하고 있거든요. 그래서 실제로는 financial...

○ 강희철 위원

그런가요? 미국에서도 스톡옵션, 미국에서는 기본적으로 warrant를 그냥 발행할 수 있으니까, warrant하고 그냥 세법상 특별한 혜택을 받는 스톡옵션하고...

○ 이현철 위원

양도가 안 되는 거죠.

○ 안수현 위원

그런데 제가 사실은 그것 때문에 증권회사에서 용역을 받아서 스톡옵션을 활용한 신상품을 설계할 한 적이 있는데요, 실제로는 양도를 계약에 의해서 제한하지, 법에서는 제한을 하고 있는 것이 아니기 때문에...

○ 강희철 위원

그것은 기본적으로 법에서 스톡옵션을 그대로 안 하고 있으니까...

○ 안수현위원

네, 그렇지요. 옵션으로 하는데...

○ 강희철 위원

단지 세법상에 혜택을 주는 단계로만...

○ 안수현 위원

네, 혜택을 주느냐 여부만 상관하죠. 그래서 실제로는 많은 경우 이미 양도를 한 것들을 모아가지고 증권회사들이 다시 그것을 다른 사람에게, 아까 말씀하신 다른 제3자가 그 회사에 관심이 있는데 못 들어간 경우들, 그래서 그 스톡옵션을 받는 식으로 설계하는 것들이 허용이 됐다라고 해서 신문 기사를 보고 우리나라 증권회사들도, 우리는 지금 스톡옵션 양도가 제한되어 있는데 이것으로 신상품을 만들 수 있게 법을 조금 바꿔줬으면 하는 내용을 제안을 한 적이 있어요.

그래서 제가 볼 때는, 그런데 제 개인적으로는 그게 맞지는 않다고 보고, 미국에서도 논란이 있더라고요. 인센티브 차원에서 부여한 스톡옵션인데, 그것을 상품으로 다시 전환하는 것을 법에서 아무런 저지 없이 하는 경우는 오히려 인센티브 상실의 우려가 있다고 하는데 별도의 제약은 줄 수가 없는, 왜냐하면 그것은 내부 계약이기 때문에 그것을 위반했는지는 밖에서 알 수가 없거든요.

그래서 제가 볼 때는 포이즌 필에 관한 것도 사실은 투자자 입장이라면 얼마든지 가치가 있는 것이라 팔수 있는 가능성은 있지만, 저는 오히려 반대로 이런 것은 경영권 방어용으로만 만들었다는 것을 조금 명확히 하는 차원에서 양도에 관해서는 특정 목적에 부합하도록 조금 제한하는 것이 어떤가 하는 생각이 들더라고요.

○ 이현철 위원

시점에 따라 다른데요. 이것이 trigger가 되느냐, 안 되느냐에 따라 다르지 않겠습니까? 그러니까 trigger라는 것은 누가 취득한 다든지, 이게 trigger인데, trigger 전까지는 굉장히 불명확한 권리이기 때문에 사실은 별도로 양도를 실제로 하라고 그래도 하기가 굉장히 어렵겠죠. 굉장히 가치가 불명확하니까.

그런데 trigger가 됐다, 그 다음에 행사까지 좀 기간이 있다, 그 기간이 예를 들어 한 달이 됐든, 20일이 됐든 있다? 그러면 그 기간 동안 양도가 이루어질 것 같거든요, 양도를 한다면.

그랬을 때 이 양도를 허용할거나, 아니면 이 양도도 다 묶어버리고 반드시 그 trigger된 시점의 그 주주하고 계속 따라가도록 할 것이냐? 그런 이슈는 있을 것 같아요. 그러면 이런 것은 있겠지요.

예를 들어서 trigger 됐는데도 양도를 못하게 계속 수반하게 하면 이미 행사한 주주하고 행사 안 한 주주 사이의 차이, 이런 것도 생길 테고, 그래서 양도상 문제는 꼭 막을 필요가 있을까...

○ 권종호 위원

trigger가 된 시점에 주주가 신주인수를 행사할 수 있도록 하잖아요.

○ 이현철 위원

행사할 수 있죠.

○ 권종호 위원

이것을 팔아서 같이 넘어가면 상관없잖아요?

○ 이현철 위원

같이 넘어가면 상관없는데 이 사람은 행사했잖아요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 다른 주주가 사는 거니까.

○ 권종호 위원

만약에 흠어지면 문제가 되는데, 항상 붙어만 가게 하면...

○ 이현철 위원

그런데 어떤 주주 주식에 대해서는 이미 행사를 했고, 행사기한이 있다고 하면, 어떤 주식은 행사를 안 하고 붙어있고, 일괄적으로 해결하는 방법이 있어야 되겠네요.

○ 권종호 위원

행사기간을 ...

○ 이현철 위원

짧게, 아니면 강제취득방식으로 해서 정리를 하든지.

○ 권종호 위원

몇 일에 행사한 것으로, ‘조건에 정한 것으로 행사할 수 없다.’ 회사가 정하도록 그렇게 하는 것이고.

그리고 제 생각은 사실은 이 변호사님 안과 조금 다른 생각을 했는데, 우리가 지난번에 하면서 방어수단으로 쓰이기는 쓰이되, 겉으로 봤을 때는 방어...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그리고 실제적으로 무상배정제도 있지 않습니까? 이것도 처음에는 전부다 사전경고형으로 회사가 만들 것이기 때문에 발행되는 일은 없을 것이라고 저는 생각이 들거든요.

○ 이준식 검사

무상배정으로 하면 경영권 방어를 위해서는 그런데요, 지금 000조의2에 따르면 회사가 경영권 방어목적 이외에도 얼마든지 발행할 수 되어 있고, 그러면 양도에 대한 규정이 없을 수는 없거든요, 이 조문에 따라서는.

만약에 000조의2와 3을 결합시켜서 ‘회사는 회사가치 및 전체주의 이익 유지, 또는 증진시키기 위해서 필요한 경우에는 정관에 정하는 바에 따라서 이렇게 한다.’ 이렇게 해 버리면, 그 다음에는 뒤에 가서 ‘양도 부분은 수반해서 양도해야 한다.’라고 규정하면 끝이고, 발행이나 원부 같은 것도 불필요한 조문이 될 텐데, 그것은 조금 더 논의를 해봐야겠지만 적어도 000조의2, 이현철 위원님 안도 2에 따르면, 회사가 일반적으로 자금조달 목적으로 할 수 있되, 3에서 주주만을 대상으로 하는 것, 제한은 있지만 할 수 있되, 000조의3에 따라서 경영권 방어를 위해서 할 수 있겠고, 또 권중호 위원님의 안에 따라서 무상배정을 넣으면 사전경고용도 확실하게 될 테고, 그런 구조로 가는데, 지난번에 논의가 이렇게 구체적으로까지 안 갔는데 이 000조의2를 살릴 것인가, 아니면 2, 3을 합쳐서 안 교수님 얘기처럼 하나로 해서, 그야말로 경영권 방어목적만을 위해서 활용할 수 있겠는가 하는 문제는 또 남는 것 같아요.

○ 송중준 위원장

그러니까 범위를 줄일 경우는 조문을 조금 더 조정할 필요가 있을 것 같기도 하네

요. 같은 저기에서 특칙이라는 표현들을 쓰나요, 우리 상법에서 같은 조문 사이에?

○ 이준식 검사

그거야 바꾸면 되겠지만...

○ 송중준 위원장

네. 그렇죠. 그러니까 지금 얘기한 것처럼 방어 쪽으로 몰아서 한다면 000조의3이라는 것이 첫 번째, 신주인수권의 정의와 관련해서 이어서 곧바로 나와서 사용목적 기능을 제한하는 것이 나오고, 이것을 할 때는 정관에 이르는 것을 적어야 된다, 그런 식으로 묶으면 되지 않을까.

○ 이현철 위원

제 생각에 그것은 3항으로도 할 수 있습니다. 2항까지는 일반화 조항으로 하고 이것을 3항으로 넣어서 그렇게 해도 되겠죠. 그렇게 할 수 있습니다.

○ 송중준 위원장

네. 그리고 또 한 가지 의문은, 시간이 넘었는데, 이것이 의문이라서 trigger가 생겼어요. 그러면 선택권을 행사할 수 있잖아요. 그러면 회사가 언제든지 강제취득 할 수 있도록 되어 있지요?

○ 권중호 위원

저런 경우겠죠. 강제적으로 취득한다는 경우가 보면 제 가격에 따라서 적대적으로 적대적인 매수자를 강제적으로 취득하는 경우인데, 현재 거기서 할 때 그때는 대가를

안 주는 것으로 했겠지요.

○ 이현철 위원

그렇지요. 그러니까 일반주주한테도 그 사람이 행사를 안 하더라도 강제취득 해 버리고 주식을 주고, 강제전환이죠. 그 다음에…

○ 송종준 위원장

공격자한테도 주고.

○ 이현철 위원

공격자한테도 거기는 돈을 줘버리고, 둘 다 강제취득 해 버렸지요.

○ 송종준 위원장

강제취득의 대상이라고 하는 것이 여기 규정에서 따지면 누군지 확실히 모르겠는데…

○ 권종호 위원

제가 빨간 글씨로 한 이쪽에 보면, 1항에 보면 예를 들어 20%라고 해서 여기서 취득하는 사람이 정해지겠죠. 이것을 지난번에 말씀하실 때 이것을 회사에서 확 틀어막기에는 너무 곤란한 것이고, 이것을 정해주는 방법으로 하는 방법이 있을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그러면 취득해서 소각한다고 했을 때에 시점이 이미 권리행사요건이 충족된 이후에는 안 되잖아요. 그 전에만 가능한 것 아니에요?

○ 이현철 위원

경영권 이후에도 가능하도록 그때…

○ 송종준 위원장

가능하도록?

○ 이현철 위원

네. 그러니까 왜냐하면 이게 제일 유효하게 하는 겁니다, 포이즌 필을. 왜냐하면 경우에 따라서는 일반주주가 행사를 안 할 수도 있으니까. 물론 경제적으로는 합리성이 없지만, 안 할 수도 있기 때문에 그런 불확실성을 제거하기 위해서 포이즌 필은 일단 주주의 어떤 권리이기는 하지만, 회사도 그냥 강제로 주식을 바꿔버리게, 그러면 회사로서는 완벽하다 이거지요.

○ 송종준 위원장

그러니까 여기서 일본 같은 경우는 무상취득 가능하다고 되어 있죠? 무상취득. 강제.

○ 권종호 위원

발행을 할 때 무상으로 발행했으면 취득도…

○ 송종준 위원장

취득도 무상으로 할 수 있는 거죠?

○ 이현철 위원

원래 행사가격이라는 것이 그 때 1엔으로 했거든요. 그런데 강제취득의 경우에는 무상으로. 무상으로 주식을 줘버리는 것으로. 무상으로 발행하고 무상으로 그렇게.

○ 송중준 위원장

그러면 됐습니다.

○ 강희철 위원

지금 신주인수선택권 취소도 규정하고 있고, 강제취득도 규정하고 있는데, 실제 강제취득제도를 두면 취소를 가능하도록 하는 것이 필요하거나 적절한가요?

○ 이현철 위원

제 취지는 원래는 두 개가 다른 겁니다. 그러니까 강제취득은 주식 또는 돈을 주고 유상인 것을 전제로 한 것이고, 메이드라는 표현을 썼는데, 취소라는 것은 redemption입니다. 아예 없애버리는 것, 없애버리는 거니까 두 개가 다른데, 표현은 조금 조정을 해야 될지 모르겠습니다.

○ 송중준 위원장

redemption을 보통 취소라고 하는 분도 있고, 소각이라고 하는 분도 있는데, 소각이라고 하는 말이 와 닿지 않을까요?

○ 이현철 위원

소각인데, 소각은 유상을 또 같이 염두에 두는 것이기 때문에...

○ 송중준 위원장

취소해야 된다?

○ 이현철 위원

발행했던 자체를 없애버린다, 그런 개념으로 사실 표현하고 있고요.

○ 송중준 위원장

프랑스 것을 보면 좌절되면 그냥 물러가면 무효가 돼 버리던데, 그런 것을 생각하신 것이지요? 어떤 유상의 대가를 지급하는 문제가 아니고.

○ 이현철 위원

좌절돼 버리면 행사조건 충족을 안 하기 때문에 사실 별도로 취소도 필요 없는데, 우회적인 수단으로 이사회를 proxy fighting을 해서 바꿨다? 그러면 이것을 없애버리고 싶지 않겠습니까. 그런 경우에 이것을 취소를 하도록 하는 길을 열어주는 것이지요. 아니면 주주가 희망해서 취소하는 길을 열어주고 그런 것입니다.

○ 강희철 위원

이것을 경영권 방어로 한정하면 무상으로 발행될 때 가능성이 많고, 거기서 취소의 경우는 별 문제가 없는데, 그렇지 않은 경우에 아무튼 이 규정을 처음 만들면서는 아무튼 경영권 방어 이외의 용도로 사용될 수도 있겠고, 그 다음에 또 발행이 꼭 무상이 아닐 수도 있는데, 무상이 아닌 경우에는 취소를 허용하면 문제가 되지요.

그래서 여기에 관해서 발행가액에 관한, 부여가액 혹은 발행가액에 관한 언급이 없거든요. 없으면서 단지 뒤에는 ‘주주의 경우는 무상으로 할 수 있다.’ 이렇게 해서 그러면 기본적으로 유상을 전제로 하면서 주주에게는 무상으로 할 수 있다, 이렇게 되어 있어서 ‘그러면 일반취소가 문제가 되는데’라는 생각을 했었거든요.

○ 이현철 위원

사실은 표현이 그럴지 모르지만, 저는 이 조항을 만들 때 ‘부여’라는 표현을 ‘무상’이라는 의미로 쓰기는 썼습니다, 원래.

○ 송종준 위원장

부여?

○ 이현철 위원

네, 부여라는 말이 법적으로 무상이라고 등재가 될지 모르겠는데, 부여라는 말은…

○ 송종준 위원장

스톡옵션에서도 부여라는 말을 쓰죠?

○ 이현철 위원

네, 무상이라는 것을 전제로 별도의 대가를 받지 않고, 물론 무상이라는 표현을 쓸까 말까 했는데, 원래 저는 이 조문을 만들 때는 무상으로 하는 것만 생각하고 만들 었거든요, 원래 초안에서는 주주로부터 돈을 받고 하는 것은 생각하지 않고요.

○ 송종준 위원장

하여튼 오늘 이 정도로 하고요, 계속 검토를 해 보시고 필요한 의견…

○ 강희철 위원

기본적으로 방향을 정해야죠.

○ 송종준 위원장

방향은 아까 정했잖아요? 방어 쪽으로 하나, 빼는 길로.

○ 권종호 위원

그대로 말씀하시면 저는 기본적으로 3자 배정은 2페이지에 보시면 4항 있지 않습니까? 4항만 빼면 됩니다. 그렇죠?

○ 송종준 위원장

2페이지의 4항.

○ 권종호 위원

네, 2페이지에 4항. 이것만 빼면 되고…

○ 이현철 위원

이것은 000조의4를 옮기면…

○ 송종준 위원장

뒤에 강제취득에 관한 것 무상배정은 살려야 되고, 그렇지요?

○ 권종호 위원

네. 살려야 되고.

○ 송종준 위원장

그렇습니다. 네.

그래서 사소한 것이라도 관련되는 조문을 검색해야 될 것 같아요. 다른 조문과 관련해서 이것을 도입했을 때 어떤 조문은 어떻게 고쳐야 될 것이냐는 것도 언급을 해야 되기 때문에, 아마 일본 회사법을 보면 참고가 되지 않겠습니까?

○ 권종호 위원

지금 보고 있습니다. 보고 있는데…

○ 송종준 위원장
복잡하지요?

○ 권종호 위원
이것만 보고 잘 만들 수 없을 것 같고,
안을 주시면 제가 또 할 수 있을 것 같습니
다.

○ 이현철 위원
그 다음에 양도는 어떻게 할까요?

○ 권종호 위원
양도는 같이 가는 게 나아요.

○ 강희철 위원
꼭 많이 만들어야 될 이유가 있습니까?
적으면 적을수록 좋은 게 아닌가 싶은데.

○ 권종호 위원
양도는 같이 가는 것으로...

○ 강희철 위원
미국에서도 양도 안 되는 것으로...

○ 이현철 위원
수반하는 것으로.

○ 강희철 위원
같은 원칙을 가지고...

○ 송종준 위원장
그것은 한 번 확인을 해 보시죠. 한 번
확인을 하시고, 원래 목적에 적합하게, 양도
를 허용하면 사실 원래 취지는 자꾸 벗어나
는 그런 것이 되는데, 하여튼 그것은 실제
확인을 한 번 해 보시고, 다음에 논의를 추
가로 하는 것으로 하지요.

오늘은 여기까지 하겠습니다. 수고 많이
하셨습니다.

(산회 18시 00분)

9. 제4차 소위원회 회의

- | | |
|--------------|--|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제4차 소위원회 |
| 일 시 | 2008. 9. 16.(화) 15:00 ~ 18:00 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송중준 ○ 강희철, 권중호, 이현철, 안수현 위원 ○ 법무부 검 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 신주인수선택권 법안 논의 3 |
| 기타사항 | ○ 차회 회의에서 논의 계속하기로 함 |

제000조의2 [신주인수선택권] ① 회사는 정관이 정하는 바에 따라 이사회 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라서 미리 정한 가액 (이하 "신주인수선택권 행사 가액"이라 한다)으로 정해진 행사기간 (이하 "신주인수선택권 행사기간"이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리 (이하 "신주인수선택권"이라 한다)를 무상으로 부여할 수 있다.

② 제1항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에는 다음 각호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 무상으로 부여할 수 있다는 뜻
2. 신주인수선택권에 의하여 발행할 수 있는 신주의 발행한도
3. 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 강제 취득할 수 있도록 허용하는 경우에는 그 취지

③ 회사는 제2항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에서 회사의 가치 및 전체 주주의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 신주인수선택권의 발행에 있어 다음 각호의 사항을 정할 수 있다는 내용을 기재할 수 있다.

1. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻
2. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사 내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻
3. 신주인수선택권 행사 가액을 신주인수선택권의 부여일 또는 행사일을 기준으로 한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다는 뜻

④ 제3항 제3호 소정의 정관의 규정에 따라 권면액에 미달하는 가액으로 신주인수선택권 행사 가액을 정하거나 또는 동 신주인수선택권의 행사로 인하여 회사가 액면미달의 가액으로 주식을 발행하는 경우에 대하여는 제417조를 적용하지 아니한다.

⑤ 회사는 신주인수선택권의 행사 이전까지는 주주총회의 결의 또는 이사회결의로써 신주인수선택권을 무상으로 소각할 수 있다.

제000조의3 [신주인수선택권의 무상배정]

① 000조의2 제2항 소정의 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에 의하여 주주에게 신주인수선택권을 무상으로 부여하는 때에는 이사회는 다음의 각호의 사항을 정하여야 한다.

1. 무상으로 신주인수선택권을 부여한다는 뜻
2. 신주인수선택권 부여의 효력발생일
3. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
4. 신주인수선택권의 행사 가액과 그 조정에 관한 사항
5. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건

② 000조의2 제3항 각호에 따른 정관의 규정에 의하여 신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의를 함에 있어서는 제1항 각호에서 정하고 있는 사항 이외에 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.

1. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위
2. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 기타 별도의 행사내용을 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
3. 신주인수선택권 행사가액이 신주인수선택권의 부여일 또는 행사일을 기준으로 한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달한다는 뜻

③ 주주는 제1항 제2호의 효력발생일에 신주인수선택권자가 된다.

④ 회사는 신주인수선택권의 행사기간 개시일 2주전까지 주주에게 배정된 신주인수선택권의 내용 및 수를 통지 또는 공고하여야 한다.

제000조의4 [신주인수선택권의 강제취득]

① 회사는 000조의2 제2항 제3호 소정의 정관 규정에 의하여 신주인수선택권을 강제 취득하는 경우 이사회결의로써 다음 각호의 사항을 정하여야 한다.

1. 일정한 사유가 발생한 경우 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 강제 취득할 수 있다는 뜻 및 그 사유
2. 신주인수선택권의 강제취득의 대가로 주식을 교부하는 경우에는 주식의 수 (종류주식 발행회사의 경우에는 주식의 종류 및 종류별 수) 또는 그 산정방법
3. 신주인수선택권의 취득대가로 주식 이외의 금전 기타 재산을 교부하는 경우에는 그 구체적인 내용

② 회사는 이사회가 제1항의 사항을 결의한 경우 이를 신주인수선택권자에 대해 통지 또는 공고하여야 한다.

③ 제1항에 따른 신주인수선택권 강제취득의 효력은 이사회결의에서 정한 일정한 사유가 발생한 날에 발생된다.

④ 회사는 제3항 소정의 일정한 사유가 발생한 경우 지체없이 신주인수선택권자에 대해 당해 사유가 발생한 사실을 통지 또는 공고하여야 한다.

⑤ 제1항에 의하여 회사가 취득한 신주인수선택권은 지체없이 소각하여야 한다.

000조의5 [신주인수선택권의 수반성 및 무상소각]

① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없고, 주식에 수반하여 양도된다.

② 회사는 신주인수선택권의 행사 이전까지는 주주총회의 결의 또는 이사회결의로써 신주인수선택권을 무상 소각할 수 있다.

제000조의6 [신주인수선택권의 행사] ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 이사회 결의에서 정한 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 신주인수선택권 행사가액의 전액을 납입하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 신주발행의 방법에 의한 신주인수선택권을 행사한 경우 납입 기일의 다음 날로부터 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항, 제355조의 규정을 준용한다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사에 대하여 신주의 발행에 같음하여 자기주식을 교부할 수 있다.

000조의7 [신주인수선택권의 등기] ① 회사가 신주인수선택권을 부여한 때에는 동 부여일로부터 2주간내에 본점의 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 등기할 사항은 다음 각호와 같다.

1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 총수
2. 신주인수선택권의 행사가액
3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사 조건

③ 신주인수선택권의 행사로 인한 변경등기는 신주인수선택권을 청구한 날이 속하는 달의 말일부터 2주간내에 본점소재지에서 이를 하여야 한다.

제000조의8 [준용규정] 제424조, 제429조의 규정은 신주인수선택권 부여의 경우에 이를 준용한다.

(개회 15시 00분)

[신주인수선택권 법안 논의 3]

○ 송종준 위원장

오늘은 지난주에 이어서, 신주인수선택권 좀 수정해오셨죠?

○ 이현철 위원

예. 알고 있습니다.

○ 송종준 위원장

그걸 중심으로 논의를 하도록 하겠습니다.

그 전의 안건보다 조금 일부 수정하신 거죠. 그동안 논의되었던 사항들. 그래서 대개 한 번 읽어보셨죠? 새로 수정된 부분만 좀 간단히 설명을 해 주십시오.

○ 이현철 위원

예. 수정된 부분 간략하게 말씀드리겠습니다.

지난번에 제가 준비했던 거하고, 권 교

수님께서 준비해 주신 거를 이렇게 약간 합쳐서 준비를 했습니다.

첫 번째로 000조의2 1항을 보시면 다른 건 동일하고 ‘무상으로’라는 점을 추가를 했습니다. 그래서 ‘무상으로 부여한다’는 것을 조금 명확하게 했습니다.

그래서 이 부분은 기존 주주한테만 부여하는 것을, 지난번에 논의가 됐기 때문에, 주주한테 무상으로 부여할 수 있다는 취지를 명확하게 했고요. 그에 따라서 2항에서 정관에 규정할 사항으로써도 ‘무상으로’라는 점을 하나 추가했습니다.

1항, 2항은 그 정도 ‘무상으로’라는 점만 지금 변경된 것이고.

3항을 보시면 지난번에 000조의3으로 별도조항으로 했던 신주인수권 특칙이라고 해서 규정했던 거 내용을 지난번 논의된 바에 따라서 별도 3항으로, 한 항으로 추가를 했습니다. 그래서 규정 내용은 비슷합니다, 지난번하고.

‘2항에서 규정하고 있는 정관 규정에서 회사의 가치, 전체 주주의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 다음 각호의 사항을 정할 수 있다는 내용을 정관에 기재할 수 있다.’ 이렇게 추가를 했습니다.

그래서 정할 수 있는 내용은 1호와 2호는 차별적 취급, 일부 주주, 공격자가 되겠죠. 적대적 공격자를 차별적으로 취급할 수 있다는 게 1호와 2호. 1호는 아예 신주인수선택권을 그런 공격자에 대해서는 부여하지 않을 수 있다는 뜻, 2호는 일단 부여는 모든 주주에게 동일하게 하되, 공격자에 대해

서는 행사를 허용하지 않거나 행사 내용에 대해서 별도의 정함을 할 수 있다는 뜻, 이런 차별적 취급을 정한 것이 1호와 2호의 내용이 되겠죠.

그리고 3호에 있는 내용은 신주인수선택권, 포이즌 필이라는 것의 본질이 주식의 저가발행이기 때문에 실질가액보다 낮은 가액으로 부여할 수 있다는 뜻을 기재할 수 있고.

또 하나는 주식의 권면액보다 미달한 가액, 액면미달발행도 일단 규정을 해봤습니다. 그래서 만약에 이게 없으면 현재 주식의 시가가 액면가 부분이거나 그거보다 낮은 경우에는 결국 포이즌 필 제도를 활용할 수 없게 되기 때문에 이 부분은 두 가지 원칙을 인정하는 거죠. 하나는 주식의 저가발행이라는 것, 이것이 인정된다는 것, 이것이 배임이나 그런 것에 문제가 되지 않고 인정된다는 점하고, 주식의 권면액에 미달하는 가액으로도 발행할 수 있다는 뜻, 이런 것 두 가지를 규정을 했습니다.

그리고 4항에서는 지난번하고 마찬가지로 조항인데 권면액에 미달하더라도, 2페이지 넘겨보시면 상법 417조 액면미달발행에 관한 조항인데 ‘그 규정을 적용하지 않는다.’ 이렇게 했습니다.

그리고 5항에서는 redemption에 관한 내용입니다. 신주인수선택권을 무상으로 소각할 수 있는 방법은 주총 결의로 할 수도 있고, 또는 이사회 결의로 할 수도 있고. 주총 결의라는 것은 일단 신주인수선택권의 발행은 이사회에서 할 수 있지만, 소각은 주주총회에서 무상으로 소각할 수도 있고, 또

이사회를 교체하는 방법, 또는 이사회하고 어떤 공격자하고 네고를 해가지고 적대적 M&A가 아니고 friendly한 M&A로 바꾸자고 했을 때, 또는 이사회를 아예 교체해서, proxy fighting을 해서 교체해서 그런 방법으로 이사회에서 결의해서 신주인수선택권을 무상으로 소각할 수 있도록, 원래 무상으로 부여한 것이고, 나중에 소각도 혹시 필요하면 무상으로 소각할 수 있는 것으로 그렇게 지금 규정을 만들어봤습니다.

그래서 000조의2가 신주인수선택권 전체의 framework인데 이 framework은 기본적으로 주주한테 무상으로, 그 다음에 일정한 목적 하에서는 차별적 취급과 실질가액이나 권면액에 미달하는 발행으로 가액하고 무상 소각할 수 있는, 어떻게 보면 미국에서 사용되고 있는 전형적인 포이즌 필 제도하고 거의 비슷한데, 다만 그 제도 자체의 도입에 있어서는 정관이 필요한 그러한 차이가 있다고 그렇게 규정이 되어 있습니다.

그리고 000조의3에서는 지난번에 권 교수님께서 주신 wording을 반영해서 무상배정에 관해서, 결국은 신주인수선택권이라는 게 제목이 무상배정으로 하는 게 좋을지 조금 변경이 필요할지 모르겠습니다. 결국 신주인수선택권은 기존 주주한테 무상으로 발행하는 것이니까 무상배정을 본질로 하는 것 같습니다, 이렇게 되면.

그래서 다음 1항을 보시면 이사회에서 다음 각호의 상황을 정해서 무상으로 기존 주주한테 배정을 하도록 그렇게 됐습니다.

그래서 1항 1호를 보시면 무상으로 신주인수선택권을 부여한다는 뜻, 그다음 신주인

수선택권의 효력발생일, 그리고 행사결과 발행할 주식 수, 종류, 행사기간과 행사의 조건, 행사의 조건은 특히 특정 공격자가 몇 % 이상 취득하게 되는 경우, 이런 것들이 행사조건으로 들어가겠죠. 행사의 조건 이렇게 지금 규정하고 있습니다.

그리고 2항에서는 차별적 취급에 관한 규정입니다. 그래서 차별적 취급에 관한 정관의 규정, 000조의2 3항에 그런 정관에 규정이 있게 되면 그 정관 규정에 따라서 이사회 결의에서 이런 차별적 취급에 관한 사항, 그리고 행사가격을 실질가액이나 권면액에 미달하게 이렇게 발행할 수 있다는 이사회에서 결의를 해가지고 발행할 수 있다는 규정을 추가했습니다.

그리고 페이지 넘겨보시면 3페이지에 3항과 4항은 지난번에 권 교수님 주신 내용을 포함을 했습니다.

그 다음에 000조의4는 역시 마찬가지로 권 교수님께서 주신 wording인데, 강제취득에 관한, 그래서 신주인수선택권은 원래 본질적으로 주주가 가지는 옵션이지만 회사가 그 옵션을 행사해서 강제로 그냥 주식으로 전환시키거나, 아니면 받은 금전이나 이런 것을 교부할 수 있도록 그렇게 하는 내용입니다.

그래서 정관규정 자체에서 그런 취지가 있습니다. 000조의2 2항 3호를 보시면 거기에 정관에서 그렇게 허용할 수 있도록 그렇게 되어 있고, 그 정관규정에 따라서 이사회 결의에서 '일정한 사유가 있는 경우에는 일부를 강제 취득할 수 있다는 뜻 및 그 사유' 이렇게 되어 있습니다.

그리고 ‘강제취득의 대가로 주식을 교부하는 경우에는 주식 수 또는 그 산정방법, 그리고 주식 이외에 금전 같은 것을 교부하는 경우에는 그 내용’ 이렇게 되어 있습니다.

그래서 그런 밑에 사항들은 다 거기에 관한 절차적인 조항들입니다. 그래서 ‘통지 또는 공고를 해야 되고, 그리고 강제취득 효력은 일정한 사유가 발행한 다음에 발생하게 되어 있고...’ 그렇게 되어 있습니다.

그 다음에 000조의5가 지난번에 안 교수님께서 말씀해 주신 그런 것과 관련이 있는데, 신주인수선택권의 양도성을 어떻게 할 것이냐? 이게 제가 좀 고민하다 일단 만들어본 것은, 기본적으로 신주인수선택권을 저희가 하다 보니까 범위가 굉장히 지금 좁아지지 않았습니까? 범위를 좁혀서 결국은 전형적인 포이즌 필에만 쓸 수 있도록 거의 그런 모양으로 되어 있는데, 그렇게 하게 되면 결국 양도성에 관해서는 별도로 양도할 수 있다는 것은 필요가 없을 것 같습니다, 저는 생각해 보니까.

다른 목적으로 쓴다면 그런 여지가 남겠지만 일단 그런 목적으로 제한을 한다면 신주인수선택권은 주식과 수반해서 양도되게 하고, 별도로 양도하지 못하게, 그렇게 하더라도 포이즌 필의 목적을 달성하는 데는 문제가 없을 것 같습니다.

그래서 일단 제가 앞 쪽에서 그런 내용으로 만들어봤습니다.

000조의5에서는 ‘주식과 분리하여 양도할 수 없고 주식과 수반하여 양도된다.’ 이렇게 지금 조항을 만들어봤고요.

그리고 무상소각에 관한 것은 중복이 됩니다.

아! 이 조항은 좀 정리를 해야 될 것 같습니다. 지금 000조의5 2항에다가 지금 소각에 관한 내용을 넣으면서, 그러니까 5항이 2개가 중복이 되어 있습니다. 하나는 정리를 하는 게 좋겠습니다. 정리를 해야 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

아, 2항을 빼는 걸로요?

○ 이현철 위원

예. 2항을 빼면 될 것 같습니다. 2항을 빼고 앞에 그냥 000조의2 5항에 있는 것으로, 같은 조항이 두 번 들어간 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

예. 그래요.

○ 이현철 위원

수반성만 나오면 될 것 같습니다.

아니면 혹시 무상소각 이야기가 너무 앞에 들어가는 게 조금 체계상 안 맞는다 싶으면 이 수반성과 무상소각을 같이 해도 될 것 같고요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 뒤로 빼는 게 좋을 것 같은데.

○ 이현철 위원

제가 뒤로 빼는 게 더 낫겠다 해서 빼다가 앞에 거를 안 지운 것 같습니다. 뒤로

빠는 걸로 하겠습니다. 000조의2 5항을 삭제하고 그대로...

000조의6에서는 행사에 관한 사항인데 1항과 2항은 지난번과 차이가 없고, 3항은 지난 번 강희철 변호사님께서 제시해 주신 대로 “신주발행에 가변해서 자기주식을 거부할 수 있다.” 입법규율상 이렇게 하시면 안 좋겠냐는 말씀해 주셨는데 좋은 말씀이신 것 같고 해서 일단 그 내용을 넣어봤습니다.

신주인수권선택권 행사하면 회사가 선택해서, 뭐 주주한테는 차이가 없으니까 어차피 ‘자기주식을 교부할 수 있다.’ 이런 조항을 추가 했습니다.

그리고 000조의7에서는 등기에 관한 사항, 이거는 일반적인 신주인수권부사채나 전환사채, 전환주식 이런 것들이 지금 등기가 되고 있기 때문에, 결국 이 신주인수선택권도 일단 발행이 되면 그게 등기가 되어야 되지 않은가 싶습니다. 그래서 그 등기에 관한 사항을 다른 전환사채나 신주인수권부사채에 관한 조항들을 원용해서 이렇게 규정을 해봤습니다.

그 다음은 똑같습니다.

마찬가지고, 그 다음에 5페이지부터 있는 것은 양도성을 인정한다는 경우에 이 양도성을 인정하게 되는 경우에 이런 양도에 관한 조항, 그 다음에 신주인수권 증서의 발행에 관한 조항, 신주인수선택권 원부에 관한 조항, 이런 조항이 양도를 인정하게 되면 필요할 것 같습니다.

그래서 양도를 인정할 것인지, 말 것인지의 문제는 결국은 신주인수선택권의 활용

범위를 입법의도가 어떻게 고려할 거냐? 활용범위를 결국 포이즌 필로만 한정할 거냐? 지금 이 만들어진 안은 굉장히 범위가 좁은 것 같습니다. 주주한테만 발행하고, 양도도 인정하지 않고 이런 것들이니까. 결국 포이즌 필만을 염두에 두거나 그런 것으로 보여질 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

뒤에 추가하신 거는 계속 연결되는 거죠? 양도.

○ 이현철 위원

예. 이걸 양도성을 인정하는 경우에, 이거는 별도로 제가 고친 거는 아니고요. 지난번에 있던 조항을 양도성을, 그때는 양도성을 인정하는 것을 전제로 이 조항들이 들어가 있었는데, 지금 현재 본문에는 양도성을 인정하지 않는 것으로, 당연히 수반되는 것으로 하고 양도성을 인정하지 않으면 이 조항들이 필요가 없고요. 양도성을 인정하게 되면 이 조항들이 이제 필요하겠고요.

○ 송종준 위원장

신주인수권만의 양도를 허용하지 않는다.

○ 이현철 위원

예, 그렇습니다. 별도의 양도성을...

○ 송종준 위원장

그리고 신주인수권선택권 원부는 여전히 있어야 되는 건가요?

○ 이현철 위원

원부도 양도성을 인정하지 않으면 필요가 없을 것 같습니다.

당연히 주식이 수반되는 것이니까 별도의 원부는 필요 없을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그동안 또 많은 토론을 거쳤던 내용들이 많이 반영이 되어서 점차 윤곽이 드러나는 것 같습니다.

그래서 혹시 이런 식으로 조문화를 했을 때 우려된다든가, 각 규정 사이에 조금 wording에 문제가 있다든가, 또 어떤 방어 수단으로 이것을 활용할 경우 너무 지나치게 남용될 우려가 있다든가, 아니면 어떤 규정이 모호하다든가, 여러 가지 보는 관점이 있을 수 있을 텐데요. 좋은 의견이 있으면 말씀을 해 주시죠. 권 교수님이 또 이 부분...

○ 권종호 위원

00조의2 2항에 보면 정관의 규정 사항 중에서 하나가 좀 빠졌다고 할까, 저도 기본적으로 생각한 게 신주인수선택권을 행사해놓고 액면주식이 발행되면 액면가가 그대로 자본에 당연히 들어갈 것으로 생각했는데, 지금 행사가격이 1원 이런 식이 되잖아요. 자본으로 들어갈 금액을 정해줘야 되겠다라고요. 일본도 보니까 그게...

○ 송종준 위원장

1원에 샀을 경우.

○ 권종호 위원

1원하든 2원하든 이렇게 되면 그 중에서 행사가격을 전부다 자본으로 들어가든지, 예를 들어서 액면을 주식을 행사한다고 그렇고, 액면주식을 발행한 행사가격이 1원이 되면 회사가 들어간 돈이 1원밖에 안 될 거 아닙니까? 그렇죠?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그러니까 우리가 언뜻 생각하면 액면이 자본으로 들어간다고 생각하면 이게 안 되죠. 이게 액면이 5,000원짜리를 발행한 회사가 있어서 주주가 신주인수예약권을 행사하면, 1원주가 행사하게 되면 자본으로 들어갈 금액이 액면으로 들어간다고 잡을 수가 없으니까 사전에 행사가격 중에서 2분에 1을 자본으로 들어간다든지 이걸 정해야.

○ 송종준 위원장

그게 일본 회사법에서는 어떻게...

○ 권종호 위원

그게 자본에 전입할 금액 또는 산정기준, 이렇게. 자본으로 계상할 금액이죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그 말씀은 액면가보다 비싸게 발행하는

경우에...

○ 권종호 위원

액면이 자본으로 들어가겠죠.

○ 이현철 위원

아니죠. 액면이 5,000원인데 6,000원으로 발행하면 자본금으로...

○ 권종호 위원

5,000원이.

○ 이현철 위원

당연하고, 그거는 당연하고.

○ 송종준 위원장

그거보다 싸게 줄 때.

○ 권종호 위원

그 대신에 무액면 주식도 발행될 수도 있기 때문에.

○ 송종준 위원장

무액면 주식도 똑같은 문제가 발생할 수 있죠.

○ 이현철 위원

그거는 정관에서 규정을 해야 되나요, 아니면 이사회 결의로 해야 되나요? 왜냐하면 실제 발행을 할 때 발행가격은 결국 이사회 결의로 정하게 되거든요. 정관에서는 할 수 있다고만 해놓는 거니까.

○ 권종호 위원

이사회의 결의사항 중에서 자본적으로 계상할 금액이라고...

○ 이현철 위원

계상할 금액.

○ 송종준 위원장

그러면 그때그때마다 다 다르네?

○ 권종호 위원

그건 모르겠어요. 무액면주식도 당연히 지 않습니까? 무액면주식을 발행할 때마다 발행가격을 기준으로 하니까...

○ 송종준 위원장

2분에 1 이상으로 정한다고 하는.

그거를 만약에 넣는다고 할 경우 모든 것을 이사회규정으로 그걸 맡기는 거보다 정관에는 자본과 관련된 부분이기 때문에 정관에서 그와 관련된 사항을 적도록, 그러면 그거의 수권을 위임받아서 이사회에서 구체적으로 정하는 이런 식으로.

○ 이현철 위원

정관에서는 지금 뭘 정하게 되느냐 하면요. 000조의2 3항 3호를 보시면 결국 권면액에 미달하는 가액으로 부여할 수 있다는 것을 정관에서 정하게 되거든요. 그러면 이것을 받아서 결국 000조의3 2항 3호에 따라서 이사회 결의로 이것을 미달하는 발행을 할 수가 있는데, 그러면 이 경우에 결국 이사회에서 미달하는 금액 중에, 발행가

액 중에 얼마를 자본으로 한다, 자본금으로 한다. 나머지는...

○ 권종호 위원

행사가격이 2원이면 2원을 자본금으로...

○ 이현철 위원

발행가격이 권면액이 미달하는데 그 중에 또 그러면 보통 권면액에 초과하는 경우에는 권면액까지는 자본금이 되고 초과는 주식발행초과금이 될 텐데, 미달하게 되면 전액을 다 자본으로 해야 되는 거 아닙니까?

○ 송종준 위원장

전액을 자본으로 해야 되는 것이 옳을 텐데...

○ 이현철 위원

그것도 모자라는데 그것을 또 나눈다는 것은...

○ 송종준 위원장

그런데 무액면주식을 발행할 경우는 발행가액의 2분의 1 이상의 범위에서 자본으로 계상될 금액을 정해야 되거든요.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

그런데 그 자원으로 계상될 금액보다도 더 적게 예컨대 행사했을 경우 그 규정이

여기에는 적용되지 않는다는 것이죠.

○ 이현철 위원

적게라는 말씀은...

○ 권종호 위원

그러니까 저렇게 보시면 되겠죠. 무액면주식을 발행했을 때는 원칙대로 하면 발행가격에 2분의 1을 넘는 것을 자본이 되잖아요, 그렇죠? 그런데 우리는 그러지 말고 그보다 더 많게 행사가격이 무조건 자본으로 들어가게 그렇게 잡는 게 낫지 않나요?

○ 이현철 위원

권면액에 미달할 때는 그렇게 하고요. 그러니까 액면주식의 경우에는 그렇게만 하면 될 것 같고, 그 다음에 무액면주식의 경우에는 일반 무액면주식의 원칙에 따르면 될 것 같아요.

○ 송종준 위원장

무액면주식에는 무조건 행사가격이 자본으로 들어가기만 한다?

○ 이현철 위원

무액면주식의 경우에는 원래 무액면주식의 원칙에 따르면 되지 않나요? 자본금을 별도로 신주인수선택권이라고 해서 별도의 특칙을 인정할 필요가 없을 것 같거든요. 무액면주식의 경우에는 권면액 미달 발행이라는 게 원래 없는 것이고, 발행을 하면서 이사회에서 당연히 무액면주식을 대상 주식으로 정하면 무액면주식의 원칙에 따라 가

지고 자본금으로 계산할 금액을 정해야 되지 않습니까? 그거는 원래 정해야 되는 거니까 그거는 정확하게 하고, 그렇게.

○ 송중준 위원장

정하게 하고.

○ 이현철 위원

그거를 얼마로 할 거냐는 거는 원래 무액면주식의 원칙에 따라서 정하게 하고, 50% 이상으로 정하게 하고.

여기서 별도로 해야 되는 것은 액면미달 발행, 권면액이 있는 주식에 대해서 액면미달발행을 할 때는 그 발행금액 전체를 자본금으로 정해야 된다.

○ 송중준 위원장

그러니까 액면주식의 경우에는 액면가가 자본으로 전입되는 부분이기 때문에...

○ 이현철 위원

예. 그게 원칙이죠.

○ 송중준 위원장

불가피하게 그 문제를 따로 생각하는 거죠. 예외규정을, 그렇잖아요.

○ 이현철 위원

예, 그렇죠.

○ 송중준 위원장

그러니까 무액면주식이라고 하더라도 회사별로 2만원에 발행하면서 예컨대 1만 원

을 자본으로 계상하겠다고 정해놓은 상태에서, 그 주식에 대해서 예컨대 인수권을 행사해서 1,000원에 그걸 산다. 1,000원만 자본으로 들어간다는 얘기죠.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

그렇게 하는 것이 우려되는 것인지, 무액면주식이라고 하더라도 자본으로 전입되는 부분이 정해지기 때문에 그것이 사실상 액면가액 기준과 흡사한 것이 아니겠느냐? 그것을 이 액면기준과 똑같이 말한다고 하면 그 부분에 관한 제외규정을 따로 또 뒤야죠.

○ 권종호 위원

사실은 우리가 지금 여기서 염두에 두고 있는 신주인수선택권은 100% 행사되는 가격이 무지하게 싸거든요. 그렇지 않습니까? 액면주식은 액면가보다 월등히 싼 것이고, 무액면주식이라 해도 행사가격이 사실은 1원, 2원이라고 이렇게 될 가능성이 분명히 있거든요.

그러면 그 경우에는 기본적으로 액면, 무액면 구별하지 말고 이 경우로 행사되는 경우에는 행사가격은 전액 자본으로 들어가도록 계상하든지, 아니면 사전에 정하든지 하는 방법이 맞다는 생각을 저는 개인적으로.

○ 송중준 위원장

원래 기본적으로 낮기 때문에.

○ 권중호 위원

예. 무조건 낮죠. 이걸 낮을 수밖에 없잖아요. 우리가 염두에 둔 것은 낮을 수밖에 없으니까.

○ 이현철 위원

50% 보다 낮을 수는 있거든요. 보통 20-30% discount도 꽤 있습니다, 실제적으로.

○ 강희철 위원

미국하고 일본하고 굉장히 큰 차이가 있어요.

○ 송종준 위원장

너무 큰 차이가 있어서.

○ 이현철 위원

50% 밑이면 위원장님 말씀대로 무액면 주식의 경우에 전액을 다 자본금에 계산하는 게, 그런데 한 20-30% discount 했다? 그 경우에는 전액을 다 자본금으로 하라고 한다면...

○ 송종준 위원장

그러면 또 조금 와 닿지가 않고요, 그 문제가.

그러니까 지금 우리가 미국식의 포이즌 필을 설계한다고 했을 때 그것을 본다면 실제 시장에서는 황당하게 1원, 10원 행사하는 조건을 달고, 그렇지 않은 것 같은데. 일본은 그렇게 되는 것으로 되어 있는데, 그렇다면 우리 초안이 일본에서 하고 있는 것

도 가능하도록 되어 있다는 거죠.

○ 권중호 위원

그렇죠. 행사가격을 얼마 이상으로 하라는 제한이 없으면 당연히...

○ 송종준 위원장

그렇죠? 더더욱이나 우리나라 사람들의 정서로 보면 당연히 효과를 극대화시키기 위해서 그렇게 하려고 하지 않겠는가? 특히 시장이 제대로 돌아가지 않는 이런 상태에서는 일단 막는 것이 상대방에게 겁을 많이 주는 것이 중요하기 때문에 무조건 자기가 저렴한 가격으로 정하면 그 자체가 남용이라고 보여진다 이거지, 그 자체가. 그런데 그렇게 하면 일체 경영권인수 거래가 없어진다면 그 회사의 기업가치가 시장에서 낮게 평가되어서 확 떨어진다는 것은 이걸 내가 볼 때 생각을 안 할 것 같아요, 아주 큰 회사 몇 개 빼놓고는.

경영자들이 그렇게 하는 통에 결국은 주주들이 손해를 보는 이런 결과를, 결국은 일종의 방치하게 되는 결과를 가져올 수 있지 않겠느냐? 입법자가 그런 의도를 방치하는, 그런데 그런 것이 전체적으로 큰 규정을 만들어본다면 자본금 계상 부분에 관해서도 우리가 세심한 배려를 해야 될 것 같고, 전체적인 흐름으로 보게 되면 모든 것을 정관에서 주주들이 합의해서 위임해서 이사회가 정한다고 하지만, 사실상 극단적으로 따지면 무한적인 재량을 이사회에 주는 것이다.

예컨대 무슨 주주일부에 대해서 누구를

배제하고 준다고 한다든지, 행사가격에 관한 어떤 일정한 제한이 없다가, 또 일정한 사유가 발행할 경우에 이것이 발동될 수 있다가 등 이런 것들이 완전히 회사에 맡겨 버리는 이런 상황이거든요. 그래서 그런 거에 관한 것이 핵심적인 사항이 되지 않을까 싶은 느낌이 들어요, 다른 사람들이 볼 때.

그래서 전체적으로 보게 되면 거의, 미국은 법에 그런 것을 일일이 규정을 두지 않아도 시장에서 그런 정도로 방관을 하기는 어려운 상황인데, 일본의 예를 보면 실제로 그런 일이 발생하니까, 너무나 말도 안 되게 발생하니까 그것이 마치 표준인 것처럼 우리나라 회사에서 따라 갈 수 있지 않겠느냐? 이런 문제가 있어요.

그래서 지금 말씀하신 내용이 자본으로 계상되는 부분에 관한 것이 없다는 거죠. 그래서 그것을 어떻게 할 것이냐? 일본 회사법에는 자본 전입금액을 행사가격으로? 정확하게 어떻게 해놨어요?

○ 이현철 위원

정관으로 정하게 되어 있습니다.

○ 송종준 위원장

정관으로 정하도록 되어 있죠?

○ 권종호 위원

예.

○ 송종준 위원장

그밖에 다른 명확한 기준을 설정해놓지 않고, 그렇게.

○ 권종호 위원

회사가 알아서 액면보다 미달로 발행하게 되면, 그리고 우리가 액면 이상으로 발행하면 나 같아도 액면금액이 자본으로 들어가는데 미달로 되면 얼마가 들어갈지는, 해야 되니까, 그래서.

○ 송종준 위원장

그런데 그 부분이 액면주식인 경우 자본 전입 부분은 액면이 기준이 되는 것이고, 무액면주식인 경우는 2분에 1 이상인 범위에서 정관에 정한 것이 기준이 되는 것이다. 2분에 1이 minimum이 된다는 얘기죠.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

그래서 우리나라 회사법의 입장에서 봤을 때 적어도 자본에 전입되는 부분에 대해서는 법이 관여를 하고 있다는 거지, minimum 기준을. 그것과의 어떤 balance를 여기서 유지할 필요가 있지 않겠느냐 하는 느낌도 있어요. 그 말이 지금 논의가 되고 있거든요.

또 액면주식이라 하더라도 권면액 미달로 행사가격을 해서 신주를 발행할 경우에도 대체 자본으로 전입되는 부분이 얼마까지냐? 지금 현행규정으로 따지면 미달발행을 했더라도 자본은 권면액이 되는 거 아니겠습니까?

○ 이현철 위원

그냥 액면이 되나요? 아니면 그냥 발행

가액만 되나요? 5,000원짜리를 3,000원에 발행했다, 그러면 자본금을 5,000원으로 하나요? 3,000원만 되나요?

○ 권종호 위원

3,000원으로 할 수밖에 없죠.

○ 송종준 위원장

액면미달의 경우는.

○ 권종호 위원

그렇죠. 그런데 그것도 까지는 안 할 것 같은데, 행사가격이 그대로 자본으로 들어가는 게 통상적으로 사실 그렇다고 해서 액면보다 높이는 발행하지는 않을...

○ 송종준 위원장

그런데 예컨대, 물론 회계상으로 액면미달로 발행할 때는 결손된 부분을 몇 년에 걸쳐 균등하게 다 그거를 채워 넣도록 되어 있잖아요. 무조건 그걸로 끝나는 것이 아니라, 현행 상법상에서도.

○ 강희철 위원

상법에는 그런 규정은 없는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

있을 걸요? 그 부분에 관해서는.

그게 돈은 조금 들어갔는데 자본액은 그렇게 잡힌단 말이죠. 그 규정이 없나요?

○ 권종호 위원

지금 현행법 중에서도 예를 들어서 상환

주식 같은 경우 상환해 버리면 '자본=액면×발행된 주식 총수'가 깨져버리잖아요.

○ 이현철 위원

일단 차금 형식으로 계상하기는, 발행차금으로, 그렇죠?

상법 제455조에 '발행차금으로 해서 자산의 부에 계상할 수 있다.' 이렇게 되어 있네요. 그 다음에 '상각하여야 한다.'

계상금액은 3년 내에 균등해서 상각하도록 그렇게 되어 있습니다.

○ 권종호 위원

아, 그러면 액면이 그대로 잡힌다고요?

○ 송종준 위원장

잡히죠. 당연하죠.

자본금은 액면 기준으로 하는 겁니다. 그래서 액면미달발행할 경우는 그런 문제가 있기 때문에 그런 부속적인 규정을 둔 거죠.

예컨대 신주인수선택권을 행사했을 때 저가 발행을 하게 되면 실질적으로 신주를 너무나 현저하게 싸게 발행하는 결과가 되고, 똑같은 문제의 상황이 되지 않겠는가, 그렇지 않겠어요?

○ 권종호 위원

이것을 규정을 뒤서 그런 문제를 풀자는 거죠. 그러니까 자본이 얼마 들어가는 것을 정하는 방법으로 해서.

○ 송종준 위원장

그러니까 그것을 방법이 일본 회사법처

럼 정관에 위임하게 되면 회사가 알아서 하라는 얘기고, 주주들이.

그런데 우리 회사법이 그런 시스템으로 되어 있느냐는 관점에서 적어도 자본과 관련된 부분은 minimum 기준은 여기서 어떤 선을 정해 줄 필요가 있지 않겠는가.

○ 강희철 위원

지금 개정 상법 안에도 이렇게 되어 있나요?

○ 송종준 위원장

액면주식이요? 그 부분은 손 봤습니까?

○ 강희철 위원

지금 상법개정안에도 이렇게 되어 있습니까?

○ 이준식 검사

이쪽에 회계 관련 부분은 다 삭제하는 걸로.

○ 강희철 위원

예. 그래서 회계처리하고 다른 것 같아서...

○ 송종준 위원장

아, 그거 다 삭제하기로 했어요?

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그거는 기억이 안 나서, 하하하!

○ 이준식 검사

452조에 자산평가방법 여기서부터 해가지고 다 사채 차액의 계상이나 이쪽으로는 다 삭제하는 것으로 제가 기억이 나거든요.

○ 권종호 위원

저도 그렇게 기억합니다.

○ 이준식 검사

한 번 확인해보겠습니다.

○ 송종준 위원장

그건 그건데, 아까 액면미달주식 몇 조였죠?

○ 이준식 검사

455조요.

○ 강희철 위원

그냥 주식발행차금으로 해서...

○ 이현철 위원

현재는 할인발행차금이죠. 주식할인발행차금. 주발차의 반대로 주식할인발행차금으로 해서.

○ 이준식 검사

그런데 이때까지 상법에서는 발행주식 총수 곱하기 액면가가 자본금이라는 공식이 항상 성립되었던 걸로 알고 있는데.

○ 권종호 위원

그 중에서도 예를 들어서 상환주식의 상

환이 깨지는...

○ 이현철 위원

예. 공영에서 그렇게 했습니다.

○ 권종호 위원

두 가지 깨지는데 하나는...

○ 이현철 위원

이익소각하면.

○ 권종호 위원

아, 예.

○ 송종준 위원장

이거 다 삭제하기로 했었죠, 맞습니다. 452조 이하를 다 삭제하도록, 457조의2까지 네.

455조에서 액면미달금액의 계상 부분은 실제적으로 일반적인 회계 관행에 맡기겠다는 거 아니겠어요? 그러면 거기서는 실제로 이런 것이 사용되고 있다는 거 아니겠어요? 3년마다 매 결산기보다 균등히 상각해야 한다는 이런 것이 실제 회계 관행상.

○ 이현철 위원

확인해 봐야 될 것 같은데.

○ 권종호 위원

자주 바뀌니까.

○ 송종준 위원장

무지 바뀌는데 이걸 큰 틀이기 때문에

여기에 관련된 것이 분명히 있을 거라고요. 회계처리상 이 부분을 놔두지 않고 완전히 이걸 가공자본이거든요, 실제로.

○ 이현철 위원

그건 자산이라 할 수 없죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 이게 투자자를 속이는 진짜 문제이기 때문에.

○ 강희철 위원

자산으로 하지 않고 아예 자본에서 그냥...

○ 이현철 위원

자본 조정으로...

○ 송종준 위원장

맞습니다. 자본 조정으로 하는 거죠.

○ 강희철 위원

회계처리를 그렇게 하는 게 아닌가 싶어요.

○ 송종준 위원장

자본조정.

○ 강희철 위원

예. 자산으로 이렇게 하지 않고.

○ 송종준 위원장

자본조정의 방법으로 합니다.

○ 이현철 위원

결국 자본조정은 자본 전체를 까는 거니까, 그만큼 줄이는 거니까.

자본금으로 넣었다가 자본조정으로 빼는 식으로.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그러니까 뭔가 그렇게 하지 않게 되면 투자자한테 굉장히 큰 기망이 되는 거죠.

○ 이현철 위원

그런데 상법의 대원칙이 자본금은 액면 발행의 총액이니까 그걸 액면미달발행이라고 해서 예외는 인정하지 않잖습니까? 결국 그거는 그대로 유지되는 거 아니겠습니까?

○ 송중준 위원장

유지되죠.

○ 권종호 위원

그걸 유지하기 위해서 이런 조항이...

○ 송중준 위원장

신주인수선택권의 경우 액면미달발행을 허용하게 되면 당연히 그 원칙을 깨지 않는 이상 액면가대로 자본금이 계상되고, 다만 말씀하신 자본 조정으로.

○ 권종호 위원

그럴 필요 없이 제가 이야기하고 싶은 것은 일부는 계상하는 방법이라든가 그걸 정하라고 그랬는데 우리는 그러지 말고 행

사가격이 무조건 자본으로 들어가는 것으로 뜻을 박으면...

○ 이현철 위원

정할 필요 없지 않을까요? 왜냐하면 액면이 그냥 되니까요.

○ 강희철 위원

무슨 득이 있나요, 그렇게 하면?

○ 권종호 위원

방금 말씀드린 것처럼 액면주식은 어느 정도 늘어났는데 자본은 액면 곱하기 발행된 주식 총수하고...

○ 강희철 위원

우선 기본적으로 액면주식의 경우에는 새로 특별히 규정을 둘 이유가 없죠. 그냥 발행가액이 얼마냐? 그것이 액면 미달이나 액면 이상이나? 그에 따라서 현재까지 하던 대로 하면 될 거고요. 따라서 그 중에 얼마를 자본에 넣고 말고 할 거를 얘기할 필요가 없는 거예요. 통상적인 그냥 주식발행으로 생각하면 되는 거거든요. 그렇지 않습니까? 통상적인 액면...

○ 송중준 위원장

권면액 미달발행이라고 하더라도 지금은 다 제대로 돌아갔으니까.

○ 강희철 위원

통상적인 권면액 발행으로 처리하면 되는 거고, 단지 무액면주식과 관련해서 특별

히 자본금을 얼마 이상으로 해야 된다는 것을 정해놓으면 무슨 그게 이익이 있나요?

○ 권종호 위원

자본으로 계상되는 금액이 얼마로 정하는 거 필요 없어요?

○ 송종준 위원장

왜냐하면 지금 현재 개정안에서는 무액면주식을 발행할 때 자본으로 뭔가 계상을 해야 될 텐데 회사한테 마음대로 하는 것을 선택하지 않고 발행가액의 2분에 1 이상의 범위에서 회사가 정하도록 되어 있거든요. 그렇게 기준을 정해놨어요.

○ 강희철 위원

예. 그걸 지금 회사가 어디서 정하도록 되어 있나요? 그때 발행할 때 정하나요?

○ 이현철 위원

이사회에서 정하겠죠. 발행하는 이사회에서.

○ 강희철 위원

그런데 그 원칙을 여기에 그대로 적용하면 안 되는 이유가 있습니까?

○ 권종호 위원

그런데 여기서 방금...

○ 강희철 위원

아니요. 지금 그러니까 그 일반원칙을 그대로 여기에 적용하면 되지, 여기에 특별

한 규정을 뒤야 되는 이유가 뭐냐 이거죠.

○ 송종준 위원장

그래서 무액면일 때 2분에 1 미만으로 무액면주식을 발행할 경우, 그 경우에 현행 상법에서 어떻게 처리 하나요? 또 회계처리에 맞기나요?

○ 권종호 위원

1원으로 발행하면 2분에 1 이상이면 행사가격을 1원으로 하면서 자본으로 1원을 이사회 결의를 하면 발행가 2분에 1 이상하는 것은 문제가 없는 거죠.

○ 강희철 위원

그러니까요.

○ 이현철 위원

그걸 10전으로 하면 안 되겠죠.

○ 송종준 위원장

현재도 되고 있으니까, 어쨌든 상품이 부족하면 회계의 방법으로도 되니까 특별히 뭐...

○ 권종호 위원

액면주식을 액면미달로, 5,000원짜리를 1원으로 행사했을 경우에 우리 현행법으로 하면 자본으로...

○ 이현철 위원

자본으로 5,000원이 되고요. 5,000원이 되고 나머지는 자본조정으로.

○ 권종호 위원

조정하는 것으로 그렇게 한다.
그런데 우리 개정안에서 없다면...

○ 이현철 위원

회계처리가 자본조정으로 하고 있습니다.

○ 송종준 위원장

자본조정의 방법에서 할 것을 기대하고 그렇게 하도록 하고 사실 이거 다 뺀 거죠. 완전히 회계에서 불일치되는 부분만 빼고, 일치되는 부분도 있잖아요. 당연히 회계에서 다 있어요, 그대로 다. 굳이 여기다 둘 필요가 없어서 뺀 거지.

그러면 그 부분은 그러면 그렇다 치고.

자본전입금액을 일일이 정할 필요가 없다, 그러면 결국 남는 것은 미국식처럼 어느 정도 양심적인 범위 내에서 discount를 해서 행사가격을 정하는 것이 아니라 일본처럼 1 엔으로 했을 때가 문제 아니겠습니까?

그런데 그런 상태에서 여기서 우리가 일정한 제한을 뒤야 되는 건지, 완전히 시장에 맡겨야 되는 건지.

○ 이현철 위원

미국도 항상 그런 거는 아니고요. 굉장히 범위가 넓은 것 같습니다.

어차피 말씀드린 대로 20-30%든 1원이든 위아래에 있어서는 똑같은 것 같아요, 비슷한 것 같아요. 어차피 20-30%를 discount 당하고 그것을 조건 없이 매수할 사람도 없고, 결국은 그게 걸리면 매수를 못하는 거는 똑같거든요. 20~30% 해도 몇 조가 되니까, 경우

에 따라서는요.

그러니까 결국은 그 퍼센트는 실제로 이 목적이 그걸 저지한다는 면이 있기 때문에 큰 그거의 차이는 없는 것 같습니다, 실질적으로는. 20~30%를 하나, 80%를 discount 하나 이걸 어차피 그게 풀리지 않는 이상은 hostile acquisition이 일어날 수 없기 때문에 그 점에서는 큰 차이는 없는 것 같습니다.

○ 강희철 위원

그런데 실제 우리 법상 행사될 경우를 생각했을 때 과연...

○ 송종준 위원장

행사될 경우가 나타나...

○ 강희철 위원

가능성이 굉장히, 행사될 경우도 생각을 해야죠.

○ 송종준 위원장

예. 그렇죠.

○ 강희철 위원

그 경우에 사실 자본금이 전혀 들어오지 않고 주식 수가 배로 났다...

○ 권종호 위원

그거는 사실은 실제 주식분할하고 똑같아요.

○ 강희철 위원

그렇죠. 주식분할하고 똑같네?

○ 이현철

지난번에 Bulldog Sauce가 주식분할이었어요, 1대 4로.

○ 권종호 위원

주식분할이 되는데, 다만 여기에 재미있는 게 지금 방어수단으로 현행법상에서 주식방어수단을 굉장히 효과적으로 정리한 이유 중에 하나가 공개매수를 개시할 때 가격을 높이면 내가 줘지를 못하니까, 공격당하는 그 시점 주식분할로 방어하는 방법이 일본에서 굉장히 아주 좋은 방법이라고 이야기했는데, 그것을 이번에 어떻게 했냐 하면 공격을 개시를 했는데 주식분할을 하면 주식가격을 낮출 수 있도록 그렇게 법을 개정해버렸어요. 그래서 못쓴다고 그러는데, 사실은 우리가 보면 공짜로 주면 주식분할이기 때문에 주식분할 되는 걸로 가능하고, 그런 측면에서 보니까 사실은 이게 제한 옵션을 건다는 게 주식분할 쪽으로...

○ 강희철 위원

가격을 제한할 필요가 없다니깐요.

○ 권종호 위원

그렇게 되는 것 같아요.

○ 이현철 위원

기존 주주한테는 이익을 침해하는 면이 없었고, 당연히 똑같이 주니까.

○ 권종호 위원

그러니까 일본적인 시각은 저거입니다.

하여튼 공격하는 애한테 피해는 줘도 되는데 개를 막기 위해서 기존 주주를 침해해서는 안 된다는 게 원칙이거든요. 그러다 보니까...

○ 송종준 위원장

그런데 일본에서 생각하는 공격자라는 의미가 누구를 말하는 거예요? 그게 지금 현재 2대 주주일 수 있거든요. 보통 그렇게 이루어지죠. 완전히 재무적 투자자 빼고서는 그런 경우가 많은데. ‘그 사람은 아주 부정적인 시각을, 나쁜 사람이다.’ 이렇게 인식을 대전제로 하고 있는 것이 아니냐는 느낌이 들어서요.

물론 나쁜 사람이나, 좋은 사람이나 기준이 모호하기 때문에 지침으로 정해서 한 것이지만...

○ 권종호 위원

제 생각은 사실 우리 쪽이 이렇게 가면, 무상배정제도가 도입되면 우리나라도 기본적으로 사전경고형 형태가 많아질 텐데, 나쁘다는 개념은 “니 해라. 하는데 하기 전에 먼저 연락을 하고 해라.” 그런 절차를 준수 안 하면 발동되겠다는 거고, 절차를 준수하면 그 다음에 이사회가 판단하고 주주에게 그 정보를 두고 공격자도 주주에게 정보를 주고, 그래서 주주가 발동 여부를 판단하겠다는 시스템을 그렇게...

○ 송종준 위원장

그러니까 일본법에서 어느 회사를 공개매수를 하거나 사적으로 주식을 취득할 때

에 그거를 하기 전에 공식적으로 회사에 통지를 하도록 법에 규정이 되어 있어요?

○ 권중호 위원

이게 법에는 없고, 회사가 정관 같은 것을 그렇게 두고 있죠.

○ 송종준 위원장

정관에서 그렇게 규정을 뒤서 정관으로 묶는다?

○ 권중호 위원

법에는 없어요.

○ 이현철 위원

꼭 정관 아닐 수도 있고요. plan이라고 그러죠. shareholder's rights plan이라는 것을 미리 채택하고, 그게 몇 십 페이지 두꺼운 걸로 채택합니다. 그걸 주총의 보통결의 사항으로 채택한 게 제일 많더라고요. 특별결의는 좀 부담스러우니까 주총 보통결의로 rights plan이라는 걸 채택하고, 그건 법상 근거는 없는데 채택해 놓고 거기에 여러 가지 공격자가 지켜야 할 절차, 제공해야 될 정보, waiting period 이런 것을 다 사적으로 규정해놓고 그걸 안 지키면 바로 trigger 할 수 있도록, 포이즌 필을. 지켰다 하더라도 또 이사회가 판단해서 trigger할 수 있고, 이렇게.

○ 송종준 위원장

정관에 그런 규정을 둔다면 얘기가 되는 거죠.

○ 권중호 위원

그런 이야기죠. 그리고 지금도 방금 말씀한 일본이 굉장히 불투명한 게 사실은 이거 발동하는 거 주주총회의 특별결의하면 정관 잘 안 될 것 같으면 전부 권고형, 그런 식으로.

○ 이현철 위원

정식 특별결의하지 않고 그냥 보통결의로 하죠.

○ 권중호 위원

주총에서 “우리 경영권을 지키기 위해서 이런 제도를 두는 것이 좋겠습니다.” 이런 식으로 권고형 결의를 하는데, 이게 지금 재판에서 정당화되느냐, 안 되느냐도 아주 불투명한 게 굉장히 많아요.

지금 일본에서 만들어졌다는 것이 곧바로 적법하다는 것은 아니고, 그런 쪽이 되겠죠.

○ 송종준 위원장

그러면 여기서 정리를 해보면 자본으로 전입될 부분 맨 처음에 권 교수님이 제안하신 내용에 관해서는 일본과는 달리 특별한 규정을 둘 필요 없이 현행대로 처리를 해도 그 문제는 해결이 되기 때문에.

일본이 그렇게 규정을 특별히 둔 이유가, 다른가? 일본에는 역시 무액면주식에도 2분의 1 이상 하도록 되어 있잖아요.

○ 권중호 위원

일본은 우리나라하고 다른 게 액면주식의 경우에도 발행가의 2분에 1을 두게 되어

있어요. 액면주식은 우리나라가 그렇게 되어 있는데 일본은 법을 옛날부터 개정해서 액면이고 무액면이고 관계없이 자본은 발행가격의 2분의 1 이상을 하도록 그렇게 되어 있거든요.

○ 송종준 위원장

저는 개인적으로 이것이 너무 적나라하게 행사조건을 짜는 수가 있기 때문에 그것을 예컨대 자본으로 전입되는 금액 이상으로 행사가격을 최소한으로 제한하는 것이 어떨까 싶은 느낌도 들고.

사실은 유치한 방법일 수가 있겠는데, 시장의 개념을 모르는 유치한 방법일지도 모르는데.

○ 권종호 위원

저는 위원장님 말씀, 조금 전에 행사가액의 일정 cap을 둔다는데 그거는 그거 아니겠습니까? 행사가격을 일정하게 해가지고 그 범위 내에서라도 아주 싸게 하는 거보다 강도의 면에서 완화하는 형태로 그런 걸 염두에 뒀는데, 그런데 이것이 정당화되느냐, 안 되느냐는 제가 보기에 행사가격이 싸냐, 높으냐의 관계가 아니라 이것이 경쟁자의 자기 지위 유지 목적인가? 그런 문제로 정당화됐냐를 판단할 것이고, 행사가격이 봐서 이거는 누가 봐도 막을 것 같으면 차라리 cap이 없는 쪽이 알아서 싸 가격에 해서 한 방에, 그런 식으로.

○ 송종준 위원장

방어만을 생각하면 아무런 제한을 하지

않는 것이 좋은데, 예컨대 이런 거죠. 법정책적으로 봤을 때 무지무지하게 우량한 회사가 어느 날 갑자기 나타나서 경영을 뺏으려고 하는, 그래서 장래를 매우 불투명하게 만드려고 하는 경향이 있고, 기업은 아주 형편없는데 경영권을 꼭 잡고 있으려고 하는 데가 또 있어요.

그래서 우리가 법정책적으로 그나마 방어를 허용하면서 보편적으로 뒷받침하는 것은 괜찮다고 하는 관점이 좀 있을 필요가 있다는 거죠. 그래서 막무가네로 사실 M&A 이런 것들이 좋지 않게 누군가가 쉽게 인수해서 바로 사용할 수 있도록 하는 그런 시스템으로 가는 것이 사실 좋은 건데, 그런 법정책적인 의도를 여기다 깔아줄 수도 있지 않겠는가?

그렇다고 볼 경우 재무구조가 나빠서 액면미달에 이르는 정도의 그런 회사들에 대하여까지 경영권을 탄탄하게 보호할 수 있도록 해 주는 것이 과연 좋은가 하는 느낌도 있거든요.

그래서 우리 상장회사에서 자기주식취득 부분도 배당 가능한 이익이 있는 회사에 한해서 가능한 거 아니겠습니까? 그 얘기는 결국은 우량기업의 경영권을 보호하도록 그런 규정을 둔 것이라고 저는 이해를 하고 있는데, 그렇잖아요. 물론 상법이 개정되면 이것도 또 모든 기업에 적용될 수 있는 그런 문제가 있긴 하지만.

그래서 경영권 방어 부분이 법정책적인 관점에서는 좀 차별을 둘 여지는 없겠는가? 어떨지 모르겠어요.

○ 이현철 위원

말씀은 권면액에 미달하는 발행가액의 포이즌 필을 허용하지 않는 게 좋지 않겠느냐? 그렇게 해야 권면액보다 상당히 시가가 초과하는 기업들만 이용할 수 있지 않습니까? 권면액보다 미달하거나 약간 상회하는 기업들은 이용을 못할 것이고.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

권면액이 5,000원이면 재산이 7,000~8,000원은 되어야 이걸 이용할 수 있고, 안 그러면 이용할 수 없게 되고.

또 일본의 Bulldog Sauce처럼 무상으로 강제 취득하는 것도 허용이 안 되는 거죠. 최소한 권면액은 주주가 내놔야 행사가 될 거니까 그런 것도 안 될 거고. 그러면 상당히 경영진으로서는 제약을 받겠네요. 제약을 받는 거죠.

○ 권종호 위원

그런데 제가 보면 만약에 권면액 미만으로 행사가 안 된다고 그러면 지금 정관변경해서 최저 액면이 100원까지 입니까? 거다 바꿀 것 같은데.

○ 이현철 위원

100원 바뀌도요, 예를 들어서 5,000원짜리 100원 바꾸면 50주가 생기는 거니까 똑 같겠죠. 시가하고 대비율은.

○ 송종준 위원장

늘어나니까.

○ 권종호 위원

그러니까 문제는 행사가격을 5,000원으로 하는 거하고 100원으로 하는 거는 의미가 다르지 않나? 주주에 있어서...

○ 이현철 위원

어차피 기존 주식에서 기존 금액을 줄이면...

그러면 무액면주식으로 하고자할 가능성은...

○ 송종준 위원장

그러니까 무액면주식도 자본에 계상된 금액은 2분에 1 이상의 범위니까 어쨌든 회사마다 자본으로 계상되는 금액은 정해야 되겠죠.

○ 이현철 위원

그런데 자본으로 계상한 금액은, 발행가액은 정하고, 이사회가. 발행가액은 정하고, 다만 그 발행가액 중에 얼마를 자본으로 할 거냐? 그것이 문제 아니겠습니까?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그러면 무액면주식에서 어떤 권면액미달 발행에 제한이 없게 되니까, 그러면 그때는 여기에서 실질 가액보다는 낮게 발행할 수

있지 않습니까?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그러니까 예를 들어서 무액면주식이라도 현재시가는 1만 원이다. 액면주식이라면 그 액면이 5,000원이지만 액면이 없으면 1만 원이다, 그것만 있을 테니까요. 그러면 1만 원보다 미달하는 가격으로 할 수 있고, 권면액의 제한이 없으니까, 무액면주식의 경우에는. 그러면 1원으로 발행할 수도 있고, 50% 이상 제한하더라도 그것은 그냥 1원 중에서 50% 이상만 자본으로 해야 된다는 것이니까, 그러니까 무액면주식으로 가고자 하는 인센티브가 더 생기겠죠. 그렇게 2개를 차별하면.

○ 권종호 위원

이야기가 좀 다른데, 지금 현행법상에 우리 무액면주식제도를 도입해도 사실은 실제 기업에서 보면 무액면주식을 이용을 이용할 인센티브가 굉장히 약한 것 중에 하나가, 지금 예를 들어서 감사 같은 거 선임관계도 자본금 1,000억을 기준으로 하고 이렇지 않습니까? 그러다 보니까 지금 실무에서 하는 이야기 중에 하나가 똑같은 걸 발행해도 액면주식을 발행하면 아무리 비싸게 해도 액면가만 자본으로 들어가면 되는데 무액면주식은 발행가의 반이 자본으로 들어가야 되기 때문에 회사가 자본금만 많아서 증권거래법상 지배구조 쪽에 이런 것을 다 책

임을 저야 되기 때문에 절대 안 한다는 거예요. 지금 우리 무액면주식제도 도입해도 현행 시스템은 거기서 자산규모라든가 이걸 하지 않고 자본금 갖고 차별을 하면 절대 안 간다고 그러는데 우리 그렇게 해 갖고 무액면주식을 사용할 수 있도록.

○ 송종준 위원장

자본금액이 커지면 거래법상 여러 가지 regulation이 있는데, 거기에 들어가서 엄격한 규제를 받고, 하하하!

아니, 그런데 그걸 일종의 애로라고 볼 수도 있겠지만 그렇게 되어야 되는 거 아니에요? 우리나라가 조금만 폐쇄회사의 시스템에서...

○ 권종호 위원

어느 날 갑자기 모든 것을 액면을 무액면으로 간주하는 규정을 두지 않는 한 자발적으로 그런 시스템이 있으면 안 간다는 거죠, 문제는.

○ 송종준 위원장

바람직한 견해는 아니겠죠. 행사가격을 제한한다는 거는.

○ 권종호 위원

저는 그럴 것 같은데.

○ 송종준 위원장

무상강제취득 이런 것도 균형상으로 보면 그렇죠.

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

좋습니다.

○ 이준식 검사

하나 질문이 있는데요. 여기 3호에서 권면액 미달가액으로 행사가격을 정할 수 있다는 취지인데, 그거랑 관련 없이 1항이나 2항에서 얘기하는 신주인수선택권이라는 것은 조금 별개의 내용인데, 그러면 여기 1항에 따라서 발행할 수 있는 거는 반대해석으로 권면액 이상으로 행사가격을 정해야 된다는 취지인가요?

○ 이현철 위원

그런 건 아닙니다. 그런 건 아니고, 1항, 2항은 일반적인...

○ 송종준 위원장

그런데 그렇게...

○ 이현철 위원

그렇죠. 만약에 3항에서 정하는 그런 회사의 가치 및 주주 전체의 이익을 유지, 증진시키기 위하여 필요한 그런 목적이 없으면 지금 말씀하신대로 일반론으로 그냥 돌아가는 거니까, 신주인수선택권의 무상배정은 가능하고, 다만 다른 법상 제한은 그대로 따르겠죠. 실질가액에도 부합해야 되고 그거는 일반적인 법상 제한이죠.

○ 이준식 검사

그런 제한이 있나요? 다른 데서는 액면미달발행하는 거랑 행사가격을 액면보다 낮게 하는 거랑은 좀 차원이 다른 얘기 같거든요. 액면미달발행은 그야 말로 발행하는 시점에서 액면보다 낮게 하니까 확정적인 거고, 행사가격은 일정한 기간 동안에 행사할 수 있게 하는데, 물론 권면액보다 높게 할 수도 있겠지만 좀 차원이 틀린 거라고...

○ 이현철 위원

발행가격이 있고 행사가격이 있을 텐데, 발행가격은 무상이니까 없는 거고, 여기는 그렇지요? 행사가격을 액면 5,000원인데 예를 들어서 4,000원 했다? 그러면 행사를 하게 되면 당연히 액면미달발행이 안 생기겠습니까? 발행해야 되는 시점에서.

○ 송종준 위원장

4,000원으로 신주를 발행해야 되겠네요.

○ 이현철 위원

신주를 발행해야 되니까, 그런 의미입니다.

○ 이준식 검사

그러면 417조나...

○ 이현철 위원

예. 그런 제한을 받을 테니까.

○ 이준식 검사

따라라?

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그리고 맨 첫 조문 1항에 “무상으로 부여할 수 있다” 그 무상으로라는 표현을 넣었잖아요?

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그런데 여기에는 이거 안 넣는 게 좋을 것 같은데. 뒤에 가면 무상배정의 얘기가 따로 독립된 조문으로 나오니까, 1항은 주로 신주인수선택권에 관한 정의규정으로, 또 이것이 이런 절차로 발행될 수 있다는 취지만 두고, 뒤에 보면 2항에서 예컨대 추가된 항을 보면 1호에서 ‘주주에게 신주인수선택권을 무상으로 부여할 수 있다는 뜻’, 마치 신주인수권을 무상으로 부여하는 것처럼 느낄 수 있기 때문에, 여기서 예컨대 ‘유상 또는 무상으로 부여할 수 있다.’ 이렇게 명확하게 표시할 수도 있지 않나요?

○ 권종호 위원

부여하는 것은 우리가 기본적으로 방금이 변호사님 말씀하신 것처럼 두 가지가 있어요. 부여할 때도 유상으로 하고 행사가격도 유상으로 하는 방법이 있고, 우리가 실제적으로 놓고 보면 주는 것은 공짜로 주고 행사가격만 실질적 가격에 가깝고…

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

입법기술상 편의라는 이런 측면으로, 줄 때는 무상으로 주는 거로 하자고 그렇게…

○ 송종준 위원장

당연히 그걸 부정하는 게, 당연히 도입하는데, 그런 취지로 했을 때 ‘정관에 규정을 둘 때 주주에게 신주인수권을 무상으로 부여될 수 있다는 뜻을 기재해야 된다’ 그러니까 이 표현이 우리가 살고 있는 상태에서는 ‘1센트를 줄 수도 있지만 공짜로 줄 수 있구나’ 이렇게 그런 취지를…

○ 이현철 위원

이렇습니다. 지금 말씀드리면 만들어진 초안은 신주인수선택권이 항상 무상으로만 부여된다는, 주주한테 무상으로 부여한다고 한 것이고요. 이걸 조금 더 중립적으로 표현을 만들면 저는 부여라는 말 자체가 원래 무상성을 좀 내포하는 게 아닌가 싶은 생각이 들더라고요.

그래서 1항을 ‘주주에게 신주인수선택권을 발행할 수 있다’ 만약에 이거를 위원장님 말씀대로 유상 또는 무상의 가능성을 모두 열어놓고 싶으면 제 생각에는 1항에서 회사는 신주인수선택권을 발행할 수 있다, 주주에게 발행할 수 있다. 그리고 2항에서는 ‘주주에게 신주인수선택권을 발행할 수 있다는 뜻’ 이렇게 하고요. 무상, 유상의 이야기를 하지 않고, 그렇게 하고.

그리고 그다음 000조의3에서는 결국은 신주인수선택권의 발행, 발행이라고 해서 밑에 사항들을 쪽 무상으로 할 것인지 유상으로 할 것인지, 신주인수선택권에 대한 유상으로 발행할 것인지 무상으로 발행할 것인지 등등의 사항은 별도로 이사회에서 정하도록, 000조의3을 조금 더 고쳐서 그렇게 해야 될 것 같습니다.

그리고 예를 들어서 000조의5 같은 양도성 같은 것도 유상으로 발행하게 되면 이걸 양도성을 인정해야 되는 게 논리적인 게 아닌가 싶고요. 그리고 무상소각도 못하겠죠. 유상으로 발행했는데 이사회 결의나 주총 결의를 해서 무상으로 소각해버린다는 것도 인정이 안 될 거고.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 유상으로 할 때는 당연히 문제고요.

○ 이현철 위원

유상을 전제로 하면 그쪽에 관한 조항들을 많이 보완을 해야 될 것 같습니다. 지금은 무상으로 주고, 무상으로 다 없애버릴 수 있고 완전히 포이즌 필을 전제로 해서 짝 되어 있는 건데...

○ 송종준 위원장

그러니까 그건 유무상이 다 있으니까 양쪽 경우의 수가 완전히 커버가 되어야 된다는 얘기죠.

○ 이현철 위원

양쪽 경우의 수를 다 커버를 하면 결국은 포이즌 필 말고 지난번에 말씀하셨던 새로운 자금조달 수단으로써의 어떤...

○ 권중호 위원

사실 제가 생각하기에는 유상으로 발행하는 거, 완전히 call option인데, 이거 행사 기간까지 계속 가격이 있을 거고, 팔고 사고, 사실 그런 거 다 빼는 방법...

○ 송종준 위원장

아니, 그렇다면 지금 우리가 생각하는 것은 이거를 일반적인 자금조달 수단이 아니라 방어용으로만 사용하는 목적에서 본다면 무상으로 줄 것만 예상하는 것이죠, 그렇지 않죠?

○ 이현철 위원

예. 이걸 유상으로 하게 되면 주주가 살 건지, 말 건지를 결정할 수 있으니까.

○ 송종준 위원장

다른 나라 법에 관해서 이 부분은 굉장한 차이가 나는 거죠, 그렇지 않습니까?

○ 이현철 위원

그렇습니다. 다른 나라 법에서는 그냥 방어할 수 있다고만 되어 있고...

○ 송종준 위원장

용도를 제한해버린다 이거죠.

○ 이현철 위원

예.

○ 송중준 위원장

나중에 쉽게, 강제취득하는 문제도 자연스럽게 인정하기 위해서는.

○ 이준식 검사

그런 취지라고 그러면 약간 wording을 바꿔가지고 000조의2 1항에서 ‘신주의 발행을 청구할 수 있는 권리를 부여할 수 있다’ 이렇게 끝내버리고 2항에서 ‘제1항의 신주인수선택권은 무상으로 부여해야한다’ 이렇게 해서 명확하게 하고 현재 2항의 1호를 삭제해서 불필요한 거니까, 항상 무상으로 보유하는 거니까...

○ 이현철 위원

‘무상으로’는 있어야죠. 왜냐 하면 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻은 정관에 부여해야 되니까.

○ 이준식 검사

하여튼 ‘무상으로 하여야 한다’ 그 외의 것은 허용하지 않겠다는 뜻이 좀 명백하게 드러나야 되는데 이거는 전반적으로 유상으로라도 가능할 거 아닌가 하는 생각은 좀 들거든요.

○ 송중준 위원장

그러니까 1항에서 보면 끝에 무상으로 부여할 수 있다고 해서 한 데에 문장을 섞어놨잖아요? 제 생각은 그런 취지를 반영한

다면 ‘권리를 부여할 수 있다. 이 경우 신주인수권은 무상으로 부여해야 한다.’ 이렇게 두 가지 문항을 분명히 하고, 그걸 받아서 2항에서 이제 그런 취지를 넣는 것이 명확하지 않을까 싶은 생각이 드네요.

그리고 2조 2호를 보면 신주인수선택권에서 발행할 수 있는 신주의 발행한도, 정관에 규정할 사항이 있는데 뒤에 3조에 신주인수선택권의 무상배정, 이사회에서 결정한 사항들이 쪽 있지 않습니까?

그럴 경우 3호를 보면 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수, 이를 산정하는 방법을 이사회에서 정하도록 했는데, 정관에서는 신주발행한도라고 하는 표현만 쓰도록 되어 있거든요. 그런데 이거를 새로이 신주를 발행할 때 신주의 종류를 매우 다양하게 할 수도 있을 텐데, 정관에는 신주 종류의 수의 총 한도는 들어가야 되지 않겠는가? 이런 생각이 드는데.

○ 이현철 위원

각 종류별로

○ 송중준 위원장

그렇죠. 서로 다른 주식을, 우리가 워낙 그야 말로 종류가 많아지기 때문에 어느 한 종류만 주는 것이 아니고. 그럴 경우에 신주의 발행한도라고 하는 것은 해석에 의해서 종류별도 다 들어갈 수가 있긴 하겠지만, 이사회에서 구체적으로 종류와 수가 나와 있기 때문에, 그렇게 해서 총량을 정해 놓고 이사회에서 구체적으로 이번에 ‘그 범위에서 얼마를 어떤 조건으로 발행한다’ 그

거를 거기서 정하도록 하는 데에 일종의 의미가 있는 것이죠.

○ 권종호 위원

그런데 괄호로 해서 ‘종류주식을 발행한 경우에는 종류주식별 발행한도’ 이라는 게, 괄호해서, 그렇죠?

○ 송종준 위원장

신주 종류와 수 및 그 발행한도.

○ 권종호 위원

아니, ‘발행할 수 있는 신주의 발행한도’ 괄호 열고…

○ 이현철 위원

신주 종류와 발행한도네.

○ 권종호 위원

그런데 종류주식으로 발행하지 않은 경우도 있을 수 있잖아요.

○ 송종준 위원장

종류주식 아닌 게 있어요, 지금?

○ 권종호 위원

종류주식을 발행하지 않는 경우.

○ 이현철 위원

보통주만 있더라도 지금 말씀은…

○ 송종준 위원장

아니…

○ 권종호 위원

종류주식, 적어도 서로 다른 게 될 때 종류주식으로 이야기, 그러니까 소위 말하는 주식양도제한, 100% 모든 주식에 양도제한이 걸리면 그거는 종류주식이라고 안 그러지. 일부는 양도하는데 제한이 있고 이럴 때 종류주식이라고 그러니까 종류주식이 발행 안 되고 한 종류만 있으면 종류주식은 아니지…

○ 송종준 위원장

아니, 우리 현행 상법으로 보면 수종의 주식이잖아요?

○ 권종호 위원

예.

○ 송종준 위원장

우리는 종류주식이라는 용어를 쓰지 않죠, 현행상법으로는요.

수종의 주식이 결국은 새로운 개정안에서는 종류주식으로 바뀌잖아요.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

거기다 여러 가지 추가적으로 넣어가지고. 거기 보면 그 범위, 그 조문 속에서 보통주건 뭘 주건 다 발행할 수 있는 거 아니에요.

○ 권중호 위원

그런데 예를 들어서 한 종류만, 그 중에서 우리 총 8개 되는 거 중에서 하나만 발행하면 그걸 갖고 종류주식이라고 안 하고, 적어도 종류주식이라면 내용이 다른 복수로 있는 것을 전제로 하기 때문에...

○ 송중준 위원장

종류라는 개념은 다른 두 가지 이상 있어야 되는 건데.

○ 권중호 위원

그렇죠. 그러니까 여기서 보면 ‘현재의 발행한도’ 하고 괄호하고 ‘종류주식을 발행한 경우에는 각 종류주식별 발행한도’라고 하는 게 나는 명확할 것 같은데.

○ 송중준 위원장

그러니까 제가 볼 때 신주의 종류라고 하면, 종류주식이라는 표현을 안 쓰고 신주의 종류라고 하면 보통주든 상관없이 신주의 종류와 그 발행한도, 그렇게 하면 다 포함되지 않겠습니까?

○ 권중호 위원

신주의 종류와 그 발행한도...

○ 이현철 위원

지금 전환사채를 보니까요. 전환사채에서는 ‘전환으로 인하여 발행할 주식의 내용’ 이렇게 되어 있네요.

○ 송중준 위원장

주식의 내용이라고 되어 있습니까? 그러면 그 내용만 되고...

○ 이현철 위원

‘수와 종류’ 이렇게 하지 않고.

○ 송중준 위원장

하지 않고, 그러면 그 예를 따를까요?

그 내용이라고 하는 것은 결국은 종류와 수...

○ 이현철 위원

종류와 수를 다 포괄해서 쓴 것 같기는 한데요.

○ 강희철 위원

전환비율을 따로 정하도록 되어 있잖아요. 그러니까 거기에 따라서, 몇 조죠?

○ 이현철 위원

전환사채가 지금 513조.

○ 강희철 위원

그러니까 전환의 조건...

○ 이현철 위원

전환의 조건은...

○ 강희철 위원

발행한 주식의 내용, 이진 종류의 주식을 얘기하니까.

○ 송중준 위원장

그런 것 같은데요.

○ 이현철 위원

수와 종류인 것 같은데요.

○ 강희철 위원

수는 아니고 주식의 내용, 이게 주식의 종류일 것 같은데.

○ 송중준 위원장

예, 맞습니다.

전환의 조건이면 전환의 비율이니까 몇 대 몇은 거기에 따라서 결정되는 것이고.

○ 이현철 위원

516조의2 2항 보시면 ‘신주인수권의 내용’ 이렇게 되어 있거든요.

○ 송중준 위원장

그런데 여기서 신주의 내용이라고 하는 표현이 맞겠습니까?

○ 이현철 위원

‘신주인수권의 내용’ 이렇게 되어 있죠. 신주인수권의 내용이 ‘신주인수권의 몇 주를 받을 수 있다.’ 이런 말 아닐까요?

○ 안수현 위원

000조의3 이사회 결의에서 정하도록 하는 내용 똑같은 측면 아닌가요? 신주인수선택권 행사를 발행할 주식의 종류와 수를 선택하는 방법, 여기하고 달리하실 필요가 있

나요?

○ 이현철 위원

어디하고? 앞에 거하고요?

○ 송중준 위원장

그러니까 이사회에서 결의사항을 그 정도는 정관에 넣어놔야 된다고…

○ 이현철 위원

신주인수권 행사를 발행할 주식의 종류와 수 및 발행한도?

○ 안수현 위원

이를 산정하는…

○ 이현철 위원

왜냐 하면 정관에서는 구체적인 발행조건 없을 거니까요.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 주식의 종류와 발행한도.

○ 이현철 위원

주식의 종류와 발행한도?

○ 송중준 위원장

왜냐 하면 다양한 종류의 주식을 발행하는 경우를 생각을 했을 때 그게 하나이든 두 개이든 세 개이든 A, B, C 종류로 발행을 하면 각 종류별로 얼마 얼마를 최고 발행할 수 있다는 것이 나와야 되는 건 당연한 것 같아요.

○ 권중호 위원
하나만 종류...

○ 송중준 위원장
하나만 하면 되는 거고.

○ 권중호 위원
그러면 발행할 수 있는 신주라는 말 빼고 주식의 종류? 신주라고 해야 합니까?

○ 송중준 위원장
이것은 새로이 발행할 경우만이고 자기 주식 주는 경우는...

○ 이현철 위원
자기주식 주는 경우는 별도로 이사회가 결정해서 줄 수 있게 되거든요.

○ 송중준 위원장
아, 그거는 이사회 결의로.

○ 권중호 위원
발행할 수 있는 신주의 종류가 다 그런가요?

○ 강희철 위원
상법에는 모든 경우를 전부 내용으로 그렇게 적어놨네. 내용으로 적어놓은 경우는 이럴 것 같네요. 왜냐하면 지금 우리가 지금 ‘전환주식은 종류주식이 아니다.’ 지금 그렇게 하고 있죠, 이론적으로는.

○ 권중호 위원
속성...

○ 강희철 위원
예. 그냥 주식의 속성일 뿐이지, 그러니까 그걸 커버하려면 종류라는 표현을 쓰면 오해가 있고, 그렇기 때문에 내용으로...

이번에는 아예 상환, 전환 등에 관한 내용이 다른 종류의 주식, 개정안에는 종류라고 이렇게 되어 있는데, 지금 상법의 다른 조항에는 내용이라는 표현이 그대로 다 살아 있거든요. 지금 종류를 가리키는 부분에 상법의 다른 부분은 전부 내용이라는, 그거는 변경이 없을 것 같은데.

그러면 다른 조항에 맞춰서 내용이라고 하면...

○ 이현철 위원
그러면 000조의3에 1항 3호를 ‘신주인수권 행사로 발행할 주식의 내용’, 그래야 되나요?

○ 강희철 위원
발행한도와 관련해서 얘기를 했지 않습니까?

○ 이현철 위원
그러나 발행한도는 내용이라고 하기가 좀 어렵지 않습니까?

○ 강희철 위원
아니요. 내용 및 발행한도로, 지금 위원장님 말씀이 어떤 주식을 몇 주까지 발행할

수 있는지를 상법에 정하도록 하자. 단지 10만 주, 혹은 100만 주라고 하는 것은 부적절 하고, 종류주식이 예정되어 있는 경우에 예를 들어서 정관에 규정이 있는 경우에는 ‘이거는 몇 주, 이거는 몇 주’ 그렇게 하자는 취지로 말씀을 하셨고…

○ 이현철 위원

그런데 내용이라고 하시면 수까지 포함이 안 될까요, 혹시? 수까지 포함되면 여기 수는 사실…

○ 강희철 위원

내용은 수로 포함이 안 되는 것 같은데요.

○ 이현철 위원

왜냐하면 516조의2 2항 2호는 혹시…

○ 강희철 위원

516조의…

○ 이현철 위원

2항의 2호. 2호에 있는 신주인수권의 내용.

○ 강희철 위원

신주인수권은…

○ 이현철 위원

신주인수권선택의 발행할 수 있는 신주의 내용 및 발행한도.

○ 권종호 위원

종류라는 말을 쓰면 명확하고…

○ 강희철 위원

명확하기는 명확하죠.

○ 이현철 위원

내용이라고 그러면 “이게 도대체 뭐냐?”, 예.

○ 권종호 위원

확 달라질 것 같은데.

○ 송종준 위원장

모호해서?

○ 이현철 위원

예.

○ 권종호 위원

그리고 여기 뒤에 보면 우리도 쪽 해놨잖아요, 그렇죠? 종류와 수, 그러니까…

○ 송종준 위원장

종류주식이라는 표현을 쓰지 않게 되면요. 전환주식이나 상환주식의 경우에도 주식의 한 종류 형태로 집어넣는 것은 일반적으로 다 보이죠. 특수한 주식이지, 뭐.

○ 권종호 위원

지금은 우리 그 당시에 개정작업을 할 때 전환주식하고 상환주식을 종류주식으로 집어넣었는데, 그 용어를 그대로 놔두자고

한 것은 작년에 걸쳐서 쓰던 거기 때문에 그대로 두자고 그래서 사실은 입법적으로 익숙해져있기 때문에 그대로 두자는 쪽이었으니까, 우리가 끌고 가고 싶은 것은 종류주식이 다양화되고 한 것은 거기에서 명확히 한다는 의미에서 종류라는 말은 우리 입법적으로 하면서 좀 써나가는 게 좋을 것 같으네요.

○ 강희철 위원

그럴 것 같기도 하네요.

○ 이현철 위원

416조 한 번 보시죠. 416조에 신주발행사항의 결정 보시면, 거기는 신주의 종류와 수라고...

○ 송종준 위원장

거기서요?

○ 이현철 위원

종류주식 이야기 없이 그냥.

○ 송종준 위원장

종류와 발행한도

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그래서 명확하게 할 필요가 있지 않겠나 싶어요.

그래서 저 정도 총량적인 것은 정관에

적어놔야지, 그리고 그 안에서 구체적인 결정은 이사회가 하도록 하고, 나타날 필요가 있을 것 같아서 정관에서 그런 정도는 써야 되지 않겠냐는 생각이 들어서요.

○ 권종호 위원

그 밑에 3호와 관련해서 강제라는 말을 너무 wild하지 않느냐? 너무 그렇다고 하는데, 지금 가만히 생각하니까 우리가 강학상 이야기할 때 무상취득을 이야기할 때 강제취득이란 용어를 쓰지 않습니까? 그렇죠?

○ 강희철 위원

무상취득만...

○ 권종호 위원

강제취득은...

○ 강희철 위원

강제취득은 유상의 경우에도...

○ 송종준 위원장

예.

○ 강희철 위원

예를 들어서 그걸 희망하는 주주의 주식만 감자를 할 거냐, 소각을 할 거냐? 의사와 무관하게 할 거냐 할 때는...

○ 권종호 위원

만약에 의미가 그렇다면 괜히 '강제' 이런 말 집어넣어갖고 그냥...

- 이현철 위원
‘회사가’ 이렇게 할까요?
- 권종호 위원
이렇게 해도 ‘강제’라는 말을 집어넣는 거에 대해서는 너무 그렇다는 이야기를 제가 들었거든요. 그래서 만약에 그렇다면...
- 이현철 위원
‘회사가 이사회 결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를’, ‘강제’ 빼고 ‘취득할 수 있도록 허용하는 경우에는...’ 그런 취지.
- 권종호 위원
이래도 의미는 문제가 없다고 이야기하는...
- 송종준 위원장
그러니까 강제상황을 이번에 상환주식 발행할 때 강제상황 조건을 둘 수 있도록 되어 있잖아요. 그때도 강제라는 표현을 안 썼죠.
- 권종호 위원
안 쓰지. 여기는 강제라는 말에 대해서는...
- 이현철 위원
그러면 제목도 바뀌야 되겠네요. ‘회사에 의한 신주인수선택권의 취득’...
- 안수현 위원
사유발생주식, 이렇게...
- 권종호 위원
예?
- 안수현 위원
청구권부주식, 사유발생부주식 이렇게.
- 권종호 위원
그러니까요. ‘강제’ 같은 거 안 쓰죠.
- 송종준 위원장
그건 강학상의 개념이니까, 나뉘지는 거고.
- 이현철 위원
지난번에 주식 wording하는데 일본에 있으니까, 강제취득이라는 표현이.
- 권종호 위원
강제취득 없어요.
- 송종준 위원장
아, 그래요?
- 권종호 위원
지금 일본의 법조문들도, 그거 보면 뭐 합니까?
일본 취득조항 보면 그렇게 되어 있죠.
- 송종준 위원장
그러면 2조 2항 3호에서 강제라는 말은 빼는 거고, 뒤에 표제도...
- 권종호 위원
거기서도 강제라는 말을 빼도 다 말이

되더라고요.

○ 송종준 위원장

그리고 2조 3항에서요. 3항에서 이게 사실은 지금 앞으로 엄청난 논란이 많이 있고 학문적으로 연구가 될 부분이거든요. 이렇게 되면 불가피하게 방어진침도 만들어야 된다는 등 이런 소리가 구체적으로 나올 텐데, 일단은 그 취지가 정확하게 반영된 것이라고 볼 수 있는지, 또 일본은 이런 규정 안 들어가 있죠. 전혀 없습니다. 이게 사실상 일본의 지침의 취지를 우리가 법으로 격상시킨 그런 거라서 저는 굉장히 좋다고 보거든요, 시도가 굉장히 좋다고.

○ 강희철 위원

저도 그렇게 생각합니다.

○ 송종준 위원장

예. 그랬을 때, 그렇지만 일본이 물론 법적 구속력은 없지만 법원에서 볼 때 존중할 거라는 얘기죠. 학자들도 그렇고.

그런데 우리 ‘Bulldog Sauce’ 이런 판결에서 봤던 것처럼 신주예약권을 무상배정할 때에 여러 가지 fact에 따라 다르겠지만, 법원이 평등의 원칙이 그대로 유지되는 점에 대해서는, 또 그런 얘기를 하고 있던 말이죠. 일본의 신주예약권 시스템으로 보게 되면 특별한 주주를 배척하고 이런 신주예약권을 줄 수 있고, 하도록 하는 것이 허용되어 있음에도 불구하고 그 판례에서처럼 무상배정상태 주주평등의 원칙이 여전히 살아 있다고 하는 태도를 대부분이 가지고 있는

것 같은데, 이 법안이 나왔을 때 학계나 실무계에서 봤을 때 그 부분과 관련해서 어떤 생각들이, 어떤 과장을 줄 수 있겠냐 이거죠.

○ 권종호 위원

우리 회사의...

○ 송종준 위원장

예, 현행 3항을 놓고 봤을 때.

○ 권종호 위원

우리 정관의 규정에서 ‘회사의 가치 및 전체 주주의 이익증진을 위해서’ 이 말이 들어가는 게?

○ 송종준 위원장

예. 그리고 일부 주주에 대해서 예컨대 부여하지 않는다는 뜻, 그런 얘기 1, 2, 3호에 들어 있잖아요. 일부 주주에 대하여 행사를 허용하지 않거나 하는 이것이 일종의 주주평등의 원칙이라고 하는 것을 법률에 의해서 제약하는 그런 거에 따라서 집어넣는데, 일본은 이것이 없죠?

○ 이현철 위원

이게 Bulldog Sauce 케이스에서 주주평등의 원칙이 정면으로 제일 핵심이 되지 않았습니까? 다봤는데 두 가지 기준을 제시했죠.

하나는 이거. 그러니까 결국 회사에게 이익이 되는 거냐, 안 되는 거냐? 그게 하나였고요. 그거는 결국 판단은 주주총회에서 결의했기 때문에 괜찮다는 게 결론이었고,

하나는 그 절차가 공정하고 타당하냐? 그 두 가지를 기준으로 판례를 제시했거든요.

저희는 사실 절차적인 것은 법에서 그냥 정관으로 규정하게 하고 이사회 결의함으로 써 법에서 그냥 절차를 정해버렸고, 그 다음에 첫 번째 사유는 이렇게 법 자체에서 이렇게 정해서 판단하게 했고, 법에서는 전혀 없죠, 일본법에서는.

○ 권종호 위원

최근에 제가 본 바에 의하면 입법담당자의 경우에는 주주평등의 원칙 이거는 문제가 안 된다고, 신주예약권을 갖고 만드는 것은 문제가 안 된다고 그러는데, 학자들은 사실 그런 쪽은 아닌 것 같아요.

그래서 주주의 평등원칙도 그거는 절대 어길 수 없다는 거, 그것은 아닌 게 맞는 것 같은데. 그런데 적어도 지금 명백한 것은 법률에서 예외를 정한 것은 되는데 법률에도 없으면 정관으로 평등의 원칙을 깨는 거에 대해서는 신중해야 되고 거기에 대해서 견해가 갈라지는데, 정관으로 깨는 것도 하려면 강력한 필요성이 있어야 된다고 주장하는 사람이 있고, 정관으로 정하면 된다는 사람이 있는데 강력한 필요성이 있어야 된다는 게, 그러면 강력한 필요성이 어디냐? ‘일률적으로 적대적 매수를 다 저지시킨 그와 같은 것은 무효다. 다만 회사의 이익을 침해하고 이런 경우가 인정될 때만 예외가 인정된다.’

적어도 제가 판단하기에는 법률에서 근거조항이 있으면 이거는 주주평등원칙에 예외가 되는데, 그런데 일본은 이와 같은 규

정이 없잖아요.

○ 송종준 위원장

그러니까 계속 싸움을 하게 되어 있더라고요.

○ 권종호 위원

우리는 법률에다 집어넣었기 때문에 일본보다 논리가...

○ 송종준 위원장

확실하게 방어용으로 주면서 그 문제를 입법으로 해결해 주는 거니까.

○ 이현철 위원

결국 지금 주주평등의 원칙에서 주로 문제가 되는 거는요. 주주평등의 원칙은 원래는 공격자를 보호하는, 공격자도 주주니까 보통 시작할 때, 그 공격자인 주주를 보호하는 게 주주평등의 원칙이 원래 보호하고자 하는 것이고, 사실은 여기나 또는 일본의 Bulldog Sauce 케이스에서 제시하고 있는 기준은 일반주주, 공격자 말고 주주 전반, 일반주주의 이익을 보호하고자 하는, 그러니까 일반주주가 어느 게 더 이익이 되느냐? 공격자의 공격을 인정해 주는 게 좋으냐, 아니면 방어해 주는 게 좋으냐? 그걸 가지고, 일본의 Bulldog Sauce 케이스는 약간 그래서 2개가 좀 mismatch가 있는 것 같아요. 그래서 기준 판단하는 이거는 주주평등의 원칙으로 판단하면서 제시하는 기준은 일반주주의 기준을 제시를 했거든요.

그래서 저희도 사실은 이게 주주평등의

원칙이 우리법에는 명시적 조항이 없지 않 습니까? 일본에는 109조엔가 있지만. 우리 는 없기 때문에 주주평등의 원칙을 명시적 으로 법에 언급할 필요는 없을 것 같아요.

그런데 모든 학설이 중요한 원칙으로 생 각하기 때문에 결국 이 조항을 넣어가지고 주주평등의 원칙에도 불구하고 모든 주주의 이익을 위해서는 주주평등의 원칙이 양보를 해야 된다는 그런 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

그러면 주주평등의 원칙 문제와 관련해 서는 3항에 따라서 거의 clear하게 정리가 되었다고 봐야 되겠죠.

○ 권종호 위원

예를 들어서 입장을 바꿔놓고 생각해서, 만약에 우리 법에 근거조항이 없이 회사가 이와 같은 경우에 정관으로 했다? 우리나라 는 안 될 것 같은데요.

○ 강희철 위원

그런데 ‘보호대상으로 회사의 가치 및 전체 주주의 이익을 유지 또는 증진’, 보면 저는 다른 적절한 용어가 생각이 나지 않는 데, 이거는 문제가 없나요?

○ 이현철 위원

지침하고 좀 내용은 비슷하면서 wording 은 다르게 하려고...

○ 권종호 위원

뭔가 바꾸는 게 좀, 하하하!

○ 송중준 위원장

방어지침에 있는 거 지금...

○ 강희철 위원

방어지침에 있는 용어가 그대로...

○ 이현철 위원

다릅니다. 그거는 ‘회사의 기업가치 및 주주 공통의 이익을 확보, 향상시키기 위해 서’...

○ 강희철 위원

왜냐 하면 전체 주주라고 하면 한 주주 라도 빠지면 전체 주주가, 딱 바로 해석으 로 할 수는 있겠지만, 주주 공동, 공통이라 면 차라리 그게 나올 것 같아요.

○ 이현철 위원

그러니까 일본 가이드라인하고 똑같아지 거든요, ‘주주 공통’으로 하면. 아니면 ‘주주 전반’으로 하시면 어떨까요?

○ 강희철 위원

전체 주주라는 부분이 아무튼...

○ 이현철 위원

이거는 이런 뜻입니다. 미국에서도 쓰지 않습니까? 미국에서 보호해야 되는 fiduciary duty가 누구냐? 첫 번째 company 고, 그 다음에 shareholder in general 이렇 게 이야기하지 않습니까? 그런데 그런 거하 고 같은 건데, 이게 특정 주주가 아니고 주 주라는 하나의 그룹, 그룹으로서의 주주 이

런 의미인데, 이게 주주 전반이...

○ 강희철 위원

주주 전반이라는 표현이, 굳이 일본하고 동일한 조문을 안 넣으면 ‘전반’ 정도는 괜찮을 것 같은데, ‘전체 주주’라고 하면...

○ 이현철 위원

한 사람이라도 빠지면 안 되니까요.

○ 송종준 위원장

회사의 가치 및 주주의 공동이익.

○ 이현철 위원

공동이익하면 일본하고 같아지니까.

○ 강희철 위원

주주 전반의 공동이익.

○ 이현철 위원

주주 전반의 이익을. 회사의 가치 및 주주의 이익을, 그냥 주주라고만 하면 어떨까요?

○ 권종호 위원

‘전체’ 빼고 ‘주주’라고만 하면.

○ 송종준 위원장

주주 전반의?

○ 권종호 위원

예. 주주 공동...

○ 강희철 위원

주주의 공동이익, 주주 전반의 이익, 주주 전반의 공동이익.

○ 이현철 위원

사실은 제가 회사의 가치도 넣은 것이 의미가 있는 것이, 예를 들어 요즘 많이 문제 되는 LBO라든지 Bust-up Take Over라든지 그런 것은 사실 주주의 이익만 가지고는 보호가 안 되는 거거든요. 우리나라 전통적인 사고가 일본에 있기 때문에.

○ 송종준 위원장

핵심이죠. ‘회사의 가치’ 부분이. 회사의 가치 및 주주의 공동이익이라고 하면 안 될까요?

○ 권종호 위원

이거랑 똑같은데, 다만 차이가 있다면 ‘기업의 가치’가 ‘회사’로 바뀌는...

○ 이현철 위원

다 바뀌고 ‘확보’가 ‘유지’가 된 거고요. ‘향상’이 ‘증진’이 되고, 그 차이가 있는 거죠.

○ 송종준 위원장

그런데 꼭 필요할 경우에는 써도 되죠.

○ 이현철 위원

그런데 정확히는 ‘공동’보다는 오히려 표현상으로는 이상하긴 하지만 ‘전반’이 더 맞는 맞을 것 같아요. 그룹으로서의 주주라는

뜻이거든요. 개인적인 주주의 이익이 아니고.

○ 강희철 위원

그게 맞을 것 같아요, 저도. 그게 가장 적절한 표현 같아요.

○ 송종준 위원장

주주 전반의 이익.

○ 강희철 위원

공동 내지 공동도 한 명이라도 빠지면 공동의 이익이 아니라는 얘기가 나올 것 같거든요.

○ 송종준 위원장

주주 전반의 이익, 주주 전체의 이익이라는 표현은 좀 문제가 있으니까 주주 전반의 이익. 주주 일반의 이익?

○ 이현철 위원

주주의 일반적 이익.

○ 송종준 위원장

주주의 일반적 이익, 그렇게 하면 되나?

○ 강희철 위원

주주 일반적 이익은 좀...

○ 송종준 위원장

좀 이상하죠?

○ 이현철 위원

주주 일반의 이익.

○ 이준식 검사

그리고 여기 3항 3호에 권면액 말고 또 무액면주식을 상법에서 개정안에서 도입을 하니까 그거는 따로 표현할 필요는 없나요?

○ 이현철 위원

관찰을 것 같은데요. 아예 제한을 안 받으니까.

○ 이준식 검사

제한이 없으니까.

○ 이현철 위원

이거는 제한에도 불구하고 할 수 있다는 허용적인 그런...

○ 이준식 검사

그러면 그거는 어떻게 되나요? ‘자본금으로 계상하는 금액은 발행가액에서 2분에 1 이상으로써 회사가 정한다’ 이거는 그럼 어떻게 정리되나요?

○ 이현철 위원

그거는 예를 들어서 확인적으로 넣으려면 000조의3 이사회 결의를 할 때 무액면주식을 발행하는 경우에는 그 중에서 자본으로 계상할 금액, 이것을 이사회에서 정하도록 그렇게만 하면 원래 무액면주식이 일반적으로 적용이 될 테니까 따라 오지 않을까 싶은데.

○ 이준식 검사

무액면주식의 경우에도 자본금으로 계상

하는 금액은 이사회에서 결정하도록 되어 있으니까.

○ 이현철 위원

네. 그 원칙을 그냥 지켜서.

○ 이준식 검사

‘무액면주식으로 할 때 이게 1원으로 한 다’ 그럴 때 자본금으로 얼마를 계상할지는 이사회에서 결정을 해야 하거든요.

○ 이현철 위원

예.

○ 이준식 검사

그러면 0.5원 이상으로써 이사회가 정하면 되니까 상관없다는 얘기신가요?

○ 이현철 위원

예.

○ 강희철 위원

회사의 가치와 회사의 기업가치는 어떤가요?

○ 권종호 위원

애들은 보면 ‘기업가치’라고 해서 정의를 내리고 있지 않습니까, 그 부분을.

○ 이현철 위원

그래서 기업가치가 뭐냐고 그래서 ‘stakeholder interest’를 다 포함한, 회사의 이해관계자를 다 포함한 그런 개념이라고

해서 정의를, 그건 guideline이니까 자세하게, 그리고 ‘corporate value study report’ 이렇게 해놨는데 법에서 그렇게까지 할 수 없을 것 같아요.

○ 강희철 위원

아니요. 그러니까 가치와 기업가치가 다른 개념이나 하는 그런...

○ 이현철 위원

일본은 회사라는 표현을 쓰지 않고...

○ 강희철 위원

그냥 회사의 기업가치, 혹은 회사의 가치.

○ 이현철 위원

영어로는 corporate value거든요. corporate value니까 corporate가 한 번 들어가면 되는 게 아닌가 싶어서 제가 그냥, corporate를 ‘기업가치’라고 할 수 있지만 ‘회사의 가치’, 이렇게 지금 바꿔놓은 건데요.

○ 강희철 위원

기업가치하고 회사의 가치라는 게 개념적으로 좀 다를 것 같아서요. 기업가치라면 우리가 뭔가 와 닿는 개념이 있는데, 기업의 가치라면 그보다 좀 넓은 것은 그런 생각이 든다는 거죠.

기업가치하면 제 생각에는 우선 수치화할 수 있는 것처럼 열린 첫 감이 들어오구요. 그 다음에 수치화하지 않는다고 하더라도, 수치화할 수 있는 가치보다 넓은 개념

이라고 하더라도 회사의 가치보다는 넓은 개념 아닌가라는 느낌이 있습니다.

○ 이현철 위원

기업가치가 오히려 더 넓고, 회사가치는 조금 더 valuation 같은...

○ 강희철 위원

아니요. 회사의 가치가 더 넓은 것 같다는 그런 생각이 드는데요.

○ 이현철 위원

그런데 기업가치라는 것은 아마 상법에서 쓰지 않는 표현 같아서...

○ 강희철 위원

그냥 enterprise value 같은 그런 용어가 얼른 들어오거든요.

○ 이현철 위원

기업가치하면요?

○ 강희철 위원

예. 제 생각에는, corporate value라기 보다는, corporate value는 굉장히 넓은 의미인데, 그냥 회계학상이라든가 이런 corporate value라는 용어가 일반적으로 있는 것 같거든요.

○ 이현철 위원

그런데 통상 포이즌 필에서 쓰는 용어는 다 corporate value를 쓰죠. 이게 사실 corporate value에 해당되는 개념인데.

○ 강희철 위원

그건 일본에서는 기업가치라고...

○ 이현철 위원

기업가치라고 번역했죠. 기업가치라고 했는데 그건 가이드라인이니까 상당히 자유롭게 쓸 수 있는...

○ 이현철 위원

제 생각에는 기업가치라는 용어가 일반적으로 특정 의미를 가지고 쓰이는 것 같거든요.

○ 송종준 위원장

요즘 들어와서는 굉장히 일반화되었다고 볼 수가 있어요.

○ 이현철 위원

기업가치 많이 쓰죠.

○ 송종준 위원장

기업가치는 일본에서 채택했기 때문에 우리가 아는 게 아니라, 재무 쪽 사람들은 오래 전부터 그런 용어를 많이 사용하거든요.

○ 강희철 위원

많이 쓰거든요. 재무 쪽에서.

○ 송종준 위원장

우리 법학한 사람들만 그 개념이 생소하고...

○ 강희철 위원

재무 쪽에서 쓰는 그 기업가치를 생각하게 될 것은 생각이 들어서요.

○ 이현철 위원

그런데 그 재무 쪽에서 쓰는 기업가치는 사실은 그게 stakeholder interest는 포함이 안 된 것 같거든요, 보통은. 그게 shareholder interest라고요. 그러니까 결국 미래 cash flow를 현재가치화한 그것의 maximized corporate value하면 그런 개념이거든요.

○ 송종준 위원장

너무 편중되어 있는 것 같아요.

○ 이현철 위원

재무관리 개념에서는요.

○ 송종준 위원장

재무 쪽이 그 부분에 관해서는 매우 편중되어 있는 시각을 가지고 있더라고요.

○ 강희철 위원

저도 그래서 회사의 가치라는 게 기업가치보다는 더 낫겠다는 생각을 하는데, 그냥 화두를 던지는 겁니다.

○ 이현철 위원

상당히 불확정적인 개념이긴 한데, 어떻게 보면 법원의 판단에 맡기는 면이 있는 거겠죠.

○ 강희철 위원

우리나라에서는 특히 포괄적인 개념을 넣는 게 맞을 것 같아요.

○ 권종호 위원

3항 관련 논문이 무지하게 많이 나오셨네요.

○ 이현철 위원

주주 일반의 이익, ‘일반 이익’이 참 좋은 것 같은데.

○ 송종준 위원장

회사의 가치, 일단은 ‘회사의 가치 및 주주 일반의 이익’, 이렇게 해놓고 마지막 wording할 때 대안을 한 번 검토해보시기로 하고요.

아유, 벌써 엄청 했네요.

그러면 2조의 5항은 삭제하는 걸로 하고.

○ 이현철 위원

5항은 삭제하는 걸로요.

○ 송종준 위원장

그 뒷부분에서 4조에...

○ 강희철 위원

5항을 삭제해요?

○ 이현철 위원

뒤에 중복되는 게 있어서 그렇습니다.

○ 송중준 위원장

3조의 3항 ‘주주는 제1항 제2호의 효력 발생일에 신주인수선택권자가 된다.’라고 하는 표현이 괜찮은가요?

○ 권종호 위원

어디요?

○ 송중준 위원장

3조의 3항.

‘주주는 효력발생 일에 신주인수선택권을 행사할 수 있다.’ 이렇게 되어 있는데.

○ 권종호 위원

이게 그겁니다. 지난번에도 말씀드렸지만 이게 사실은 무상배정을 하는데도 이런 규정이 없어도 회사가 주주를 상대로 청약을 받아갖고 이렇게 할 수도 있는데, 그렇게 해갖고는 trigger 사건이 있을 때 똑바로 인수권자로 하기 위해서는 그게 안 되기 때문에 했는데...

○ 송중준 위원장

권리의 행사시점을 명확하게 한다는 취지죠.

○ 권종호 위원

그래서 자동적으로 준다는 건데, 이거는 좀 바꿀 필요가 있을 것 같아요.

○ 강희철 위원

그런데 이거 뭐 예를 들어서 익일에 뭐 된다고 하는 표현을 하면, 둘 필요가 있는

데, 효력발생일을 정해놨는데, 3항에서 더 들어가는 개념이 됩니까? 3항의 규정에 의해서 뭐가 분명해지나요?

○ 권종호 위원

권한의 결정을 정한 날에 신주인수권이 주어진 것으로 효력이 발생하고 그 날에 정한 사람이 신주인수권자가 되고, 그래서 거기서 행사를 할 수 있다는 그런 개념으로 집어넣은 거거든요. 그러니까 여기서...

○ 강희철 위원

기준일을 지금 말씀하시는 건가요?

○ 권종호 위원

네. 그렇게 보시면...

○ 송중준 위원장

이게 행사의 기준일이 아닌데요?

○ 권종호 위원

그러니까 trigger 사건에 있어서 예를 들어서 오늘 당장 사건을 발동시켜야 겠다...

○ 이현철 위원

아, 바로 하는 게 아니고? 이사회 결의를 하면서 효력발생일을 따로 정하는...

○ 권종호 위원

지금 그 개념으로 한 거죠. 지금 그러니까 여기서, 좀 헛갈리네.

1항에서 보시면 ‘이사회는 몇일날 효력이 발생한다. 신주권 부여하면 효력이 몇

월 몇 일날 발생한다.’고 딱 정해지면, 그러면 개가 정해진 날에 신주인수권자가 되어서 자기가 행사를 할 수 있는 권한자가 된다는 그런 의미로 한 거죠.

○ 강희철 위원

아니, 신주인수선택권이 부여되면 당연히 부여를 받은 자는 행사할 수가 있겠죠.

○ 권종호 위원

행사할 수 있는데 개가 행사할 수 있는 권한을, 행사할 수 있는 시점이 언제냐가 효력이 발생한 날 권한자가 되고, 그 다음에 행사의 기간이 따로 정해져 있으면 그 날 행사하고요.

○ 강희철 위원

예를 들어서 ‘오늘 이사회 결의를 한다.’ 이사회 결의할 때 다 기준을 정하겠죠.

○ 권종호 위원

2주 뒤에, 예를 들어서 ‘1주 뒤에, 아니면 3일 뒤에 효력이 발생한다.’ 1인당 예를 들어서 주주 비율에 따라서 하나씩 주는 게 효력이 발생한다고 그러면 그 3일 되는 시점에 정해진 시점에 기존의 주주는 신주인수권자가 되고 정당하게 권한을 행사할 수 있는 자가 되는데 그 행사기간이 정해져 있으면 그 날하고, 아니면 ‘권한자가 된 날부터 행사할 수 있으면 행사하자.’ 이런 개념이죠.

○ 안수현 위원

효력발생일을 지금 따로, 보통의 이사회 결의일에 효력이 발효된다고 있는데요. 이거는 이사회 결의라고 별도로...

○ 권종호 위원

부여한 날하고...

○ 안수현 위원

부여한 날하고 효력발생일은 좀 다르다고...

○ 권종호 위원

그렇게 해놨는데 그게 좀 이상하면...

○ 강희철 위원

그런 취지라면 효력발생일이라는 게 원래 효력발생일이라는 의미 자체가 그거지 않습니까? 그 날 말하자면 예를 들어서 효력발생일의 주주 아닌 다른 사람한테 뭘 주겠다고 그렇게 하겠죠.

기본적으로 효력발생일에...

○ 권종호 위원

신주인수권을 주는데, 그런데 그것이 부여한다는 게 효력이 언제 발생하느냐는 정해줘야 될 거 아닙니까?

○ 이현철 위원

그런데 1항에 있거든요.

○ 권종호 위원

아, 그래요?

○ 이현철 위원

1항 2호에서 신주인수권부여권의 효력발생일이 있거든요.

○ 권종호 위원

발생일이 있고 이 날에...

○ 이현철 위원

권 변호사 말씀은 그것만 있으면 되는 거 아니냐? 그러시면 그 날 효력이 발생...

○ 권종호 위원

효력이 발생하면 개가 당연히 발생일에 신주인수권자가 된다.

○ 강희철 위원

그건 당연한 거 아닙니까? 그래서 다른 의미를...

○ 송종준 위원장

인수권자가 되는 거고, 선택권자가 되고, 구체적으로 그 권리를 행사하기 위한 요건은...

○ 강희철 위원

5호에 행사기간 및 행사의 조건에 정해져 있죠.

○ 권종호 위원

제가 그런 취지입니다. 그러니까...

○ 송종준 위원장

그런 취지라면 3번은 친절한 설명이 되

어서, 1항 2호만으로도 모든 문제가 해결이 될 수 있지 않겠습니까?

○ 이현철 위원

000조의3의 제목을 어차피 아까 우리 할 때 무상으로만 하게 했으니까 신주선택권의 부여라고 할까요? 아니면 발행, 부여라고 하는 게 더...

○ 송종준 위원장

권리 발행은 좀 저거하죠.

○ 이현철 위원

예. 신주선택권의 부여, 부여로 하고.

그 다음에 00조의3 1항 1호 무상으로 신주선택권을 부여한다는 뜻은 필요하지 않을까 싶습니다.

○ 강희철 위원

무상으로라는 말은 다 빼야죠.

○ 이현철 위원

그냥 바로 2호를 1호로 해서 신주선택권의 효력발생일부터 그냥 바로 들어가도 않을까 싶습니다.

○ 강희철 위원

네. 그러면 되겠네요.

○ 이준식 검사

신주인수선택권을 부여할 때 신주발행하는 것처럼 일정한 배정일을 정해가지고 그 당시에 주주한테 주고 이런 것은 필요 없나요?

○ 이현철 위원

그게 지금 효력발생일이죠. 효력발생일 날 현재 주주가 지금 그렇게 한다는 거죠.

○ 권중호 위원

이 조항의 특징이 일반에 신주발행할 때 청약해가지고 거기다 배정하고 이거 다 생략하고 이사회가 결의하는 시점에 짝 뿌려 버린다고.

○ 이준식 검사

10월 5일 날 주주에게 신주인수권을 부여하겠다고 그러면, 그날...

○ 안수현 위원

이사회가 결의에 대해 효력이 결여되는 것들이 있고요. 아니면 이사회가 그냥 별도로 다른 날짜를...

○ 강희철 위원

아니요. 개념적으로 이렇습니다. 그것도 있고요. 배정일을 따로 정할 수도 있거든요.

○ 권중호 위원

그렇죠.

○ 강희철 위원

그래서 효력발생일과 배정일은 언제의 주주가 권리를 받느냐는 개념인데, 지금 배정일이라는 개념을 따로...

○ 이현철 위원

그런데 여기는 수반성이 있기 때문에 그

렇게는 안 될 것 같아요. 수반성이 있으면 항상 같이 가야 되니까, 배정일하고 효력발생일을 나눠버리면 두 개가 괴리가 생길 수 있지 않습니까? 그러니까 ‘몇일 자 주주에게, 그 날 현재의 주주에게 그 날짜로 부여한다.’ 이렇게 해야 2개가 처음부터 붙어버릴 것 같거든요.

○ 이준식 검사

그거가 떨어지는 건 문제없지 않나요? 그냥 ‘몇일 자 주주에게 부여한다. 그런데 신주인수청구권의 효력발생일은 언제로 한다.’ 이걸 떨어지더라도 상관없는 거 아닌가요?

○ 이현철 위원

그러면 그 사이 기간 동안은 주주가 바뀌지 않겠습니까?

○ 이준식 검사

예?

○ 이현철 위원

주주가 바뀌겠죠. 며칠 자 주주에게 부여하는데 주주가 바뀌어버리면 바뀐 주주가 이걸 받아야 되니까. 그러면 수반성은 인정하면...

○ 이준식 검사

배정일을 정한다고 그러면 바뀌더라도 상관없이 회사 입장에서는 이 날짜의 주주들에게 주겠다는 거잖아요.

○ 이현철 위원

주는데요. 수반성을 인정하면 2개를 나눌 필요가 없다는 거죠, 실익이. 왜냐 하면 어차피 같이만 움직이게 되어 있기 때문에 따로 뉘야만 이제 배정일과 효력발생일을 차이를 뒀을 때, 효력발생일 현재의 주주가 아니라 배정일 주주한테 주면 끝난다는 거 아니겠습니까? 그런데 그다음에 주식의 이동은 우리 고려하지 않겠다. 그거는 별도의 양도를 전제로 하는 것이고, 수반성에 있어서 같이 다니는 걸...

○ 강희철 위원

배정일일 수는 있죠. 배정일이라는 의미가 되는 것이 따로 하면 안 되는 것 같기도 하다. 배정일은 예를 들어서 ‘오늘 현재의 주주한테 주식을 주고 신주인수권 부여의 효력발생일은 2주 후에 효력을 발생한다.’ 그렇게 하면 안 되겠죠.

○ 이현철 위원

수반성이 그러면 떨어져버리니까.

○ 권종호 위원

아니, 그래도 그런 필요성이 굳이 있으면 모르지만...

○ 강희철 위원

오히려 그렇게 하면 안 되겠죠.

○ 송종준 위원장

그런데 지금 그것과 관련해서 양도 문제하고 관련지어서 보면 부여로 인해서 신주

선택권을 가졌어요, 주주가. 가져가지고 구체적인 어떤 triggering event가 생길 때까지는 시점이 있고, 행사 이후에 구체적인 선택권을 행사할 수 있는 권리가 생기는데, 그러잖아요. 그 triggering event가 생길 때까지도 양도를 수반하기만 하면 다 허용한다는 취지죠?

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 이현철 위원

주주하고 그냥 같이 붙어다니는...

○ 송종준 위원장

허용하는 그런 입장을 가지고 있는 거죠.

○ 이현철 위원

예.

○ 권종호 위원

지금 우리가 염두에 두고 있는 안은 신주인수선택권을 받는 자는 반드시 주식을 붙여가니까, 지금 문제는 신주인수선택권하고 주식이 따로 가면 어떤 일이 벌어지냐 하면 일정 시점의 주주에게 신주인수권을 줬는데 주식은 양보하고 애가 들고 있으면, 만약에 애가 그래서 행사를 하게 되면 적대적 매수자가 지분 비율이 떨어지면 괜찮은데 주식만 인수한 일반 주주까지 지분비율이 떨어지니까 이거는 안 된다는 거죠. 항상 수반성을 붙인 게 우리가 그래서 붙인 거죠.

○ 송종준 위원장

그건 정책적인 문제니까요. triggering event가 생길 때까지는 어떤 경우도 양도가 안 된다. 이렇게 할 수도 있지만, 그건 우리 선택하기 나름이기 때문에. 수반성으로 묶어 놓으면...

○ 권종호 위원

이게 좀 하나 생각이 되어야 될 것 중에 하나가, 이게 사실은 무기명주식이 발행된 경우에는 누가 주주인지 몰라.

○ 송종준 위원장

그런데 무기명주식 발행한 예가 있어요?

○ 권종호 위원

그러니까 지금 다행인 게 지금 현행법은 무기명주식이 발행이 가능하고, 지금 제가 알기로 대한민국에 무기명 주식을 발행하는 주식회사가 없다고...

○ 강희철 위원

우리나라에 없죠.

○ 권종호 위원

그러니까 사실은 무기명주식을 염두에 두면 손 더 봐야 되는데 현실이 그러니까 무시하고 이렇게.

○ 이현철 위원

그러니까 무기명주식이라 하더라도 아무튼 누구인지 회사는 모르지만, 누구인지 모르지만 아무튼 그 사람한테 신주인수선택권

이 있으니까.

○ 권종호 위원

주는데 문제는 개한테 주려면 공고해서 공탁을 하라든가 이런 절차도 우리 염두에 뒀야 되지 않겠어요?

○ 송종준 위원장

행사할 때.

○ 권종호 위원

그러니까 주려면, 주주가 분명히 존재하는데 누구 주주한테...

○ 송종준 위원장

권리 행사할 때는 당연히...

○ 강희철 위원

상법에 예를 들어서 신주인수권 같은 거 행사하고 그럴 때 규정이 되어 있는 거 아니에요.

○ 권종호 위원

우리가 사실 무기명주식을 염두에 두면 좀 이걸 손을 봐야 되는데, 현실은 무기명 주식이 발행된 예가 없으니까.

○ 송종준 위원장

그러니까 현재의 무기명주식도 결국은 권리를 행사하려면 나타나야 돼, 본인이. 회사에 그 주권을 보여줘야 되기 때문에.

그래서 그 문제가 해결이 될 수가 있을 것 같고, 제가 한 가지 걱정스러운 것은 뭐

냐 하면, 주식과 수반해서 선택권을 양도할 수 있다고 할 경우에, 주식과 수반해서 양도할 수 있잖아요. triggering event가 발생한 거랑 상관없이. 그럴 경우에 이것을 가지고 상당한 투기의 이런 것들이 일어날 수 있지 않겠는가? 적대적 매수자한테 나중에 파는 거 아무런 제한이 없잖아요.

○ 이현철 위원

주식을 팔아야죠. 같이 팔아야죠.

○ 송종준 위원장

같이 파는 거예요.

○ 이현철 위원

그 다음에 그게 아마 이렇게 될 것 같아요.

○ 송종준 위원장

어떻게 되는데요?

○ 이현철 위원

적대적 매수자는 회사 발행을 할 때는 적대적 매수자가 지금 가지고 있는 주식뿐 아니라 새로이 취득하는 주식에 대해서도 신주인수선택권을 행사할 수 없도록 이렇게 제한을 걸죠, 조건을. 새로 취득하는 것도, 자기가 기존에 갖고 있는 주식이 예를 들어 10%가 있다? 그러면 거기에 대한 신주인수선택권도 제한을 걸어버리고요, 새로 취득하더라도 막아버리죠.

그리고 나머지 주주들은 항상 붙어 있으니까 그냥 그게 주식처럼 이동하는데, 주식하고 똑같은 거죠, 어떻게 보면. 똑같이 이

동할 뿐이고. 이게 따로 양도를 해버리면 문제가 뭐냐 하면 이 신주인수선택권이 행사 조건이 성취되기 전까지는 가치를 모르지 않습니까? 행사될 수 있다면 엄청난 가치가 있는 거고 안 된다면 가치가 없는 거니까 그런 speculation을 막자는 취지인 것 같습니다. 수반성을 강제해버리는 것이.

○ 강희철 위원

오히려 지금 제가 생각을 쪽 하다 보니까요. 00조의3 3항, 이걸 조금 바꿔서 뒤야 되는 게 아닌가 싶으네요.

예를 들어서 효력발생일 현재의 주주에게 신주인수선택권이 주어진다는 그런 취지로 고쳐야 되는 거 아닌가 싶으네요.

○ 권종호 위원

하나 참고로 말씀드리면, 일본법은 이렇게 되어 있습니다. 사실 이거를 별 생각 없이 했는데 일본법이 이렇게 되어 있습니다. 효력발생일하고...

○ 이현철 위원

양도를 인정하지 않습니까? 양도...

○ 권종호 위원

아 좀 다르네.

○ 이준식 검사

이게 수반성이 있고 그렇지만 정관으로도 주주들이 도입해야 되고 하지만, 이사회 의 일방적인 결정에 의해서 신주인수선택권이 부여되는데, 그러면 기존 주주들에게 좀

알리고, 또 무기명 애들한테 공고하고 이런 절차는 좀 필요하지 않을까요?

○ 권종호 위원

그래서 4항에 행사기간 개시 2주 전까지...

○ 강희철 위원

행사기간 개시 2주 전까지네.

○ 권종호 위원

예.

○ 강희철 위원

행사기간이 아주, 예를 들어, 대개의 경우는 발행된 그 시점부터 행사 가능하도록...

○ 권종호 위원

이거 좀 줄일까요?

○ 이현철 위원

아니죠. 조건을 달거든요. 당연히 적대적 매수자가 어떻게 하는 경우에 조건을 달 거니까.

○ 강희철 위원

아니, 그러면 이 상태로 한다고 그러면 지금 신주인수선택권이 주어졌다는 사실에 대한...

○ 권종호 위원

주주는 모르죠. 주주는 모르고, 이사회에

서 결의해갖고...

○ 강희철 위원

등기만 되어 있겠죠.

○ 이현철 위원

등기를 통해 아는 거죠.

○ 강희철 위원

일반 주주들한테는 이럴 걸 주어진다는 걸 특별히 통지하거나 공고하지 않고 단지 행사기간 개시일 2주가 되면...

○ 이현철 위원

상장법인 발행규정 공시규정이나 자통법에서 발행 공시사항으로, 수시 공시사항으로 넣을 수는 있겠죠. 상장법인 같으면. 비상장법인의 경우에는 등기를 하게 하고, 필요하면 통지와 공고를 할 수도 있을 텐데, 등기를 하게 하고, 상장법인은 별도로 공시사항으로 추가를...

○ 권종호 위원

이게 무상배정제도를 도입하면 여기에 대해서는 동경증권거래소에서 이와 같은 사실을 disclosure하도록 그렇게.

○ 송종준 위원장

당연히 해야죠. 아주 중요한 거니까 당연히 해야 되는 것이죠.

○ 권종호 위원

이렇게 보시면 예를 들어서 주식공개매

수를 할 때, 하기 2주 전에 회사에 대해서 사전에 통지를 해라고 옵션을 걸어놓고, 그러면 애가 그것에 대해서 통지를 안 하고 공개매수를 걸었다? 그러면 이사회에서 결의해갖고 지금 이 시점에서 주주에게 무상 배정을 한다, 신주인수를 한다? 그래서 그 행사기간은 2주 뒤다, 이랬는데 2주가 너무 길면 1주로 줄여도 좀 어떻습니까?

○ 이현철 위원

그러니까 현실적으로 한 번 보십시오.

어떤 식으로 이게 발행이 되고 그 다음에 행사가 되고 적대적 공격행위가 있는지 생각해 보십시오.

우선 예방적으로 미리 해놓는다...

○ 권종호 위원

정관에다가?

○ 이현철 위원

예. 정관에 있고, 그렇게 하고 그러면 정관에 근거만 두고 통상적으로는 신주인수선택권을 부여를 안 하고...

○ 권종호 위원

그렇죠. 안 하고 가만히 놔두고.

○ 이현철 위원

구체적인 공격자가 나타나기 전까지는 이걸 방어하는 것이 회사의 가치 및 주주 전반의 이익이 되는지 안 되는지 모르니까 누가 emerge하면 그때 가서 이사회가 이걸 조건으로 해가지고 이사회 결의를 하겠죠.

○ 강희철 위원

그러면 배정을 하는 경우에, 오늘 배정을 한다.

○ 권종호 위원

예를 들어서 주식공개매수제도를 그냥 통지도 안 하고 지금 했어요. 그러면 이사회에서 오늘 결의를 하겠죠. 해갖고 오늘 현재 주주명부상에 명의개서가 되어 있는 주주에게 신주인수권을 부여한다, 무상으로 결의를 하고 그 사실을 주주에게 통지를 하죠. 그러니까 이대로 하면 신주인수권을 행사할 수 있는 기간은 2주 후가 되겠죠. 그러면 2주 뒤에 통지를 해서 “니가 2주 뒤에 한 주의 일원으로 행사할 수 있다.” 그렇게 알려주게 되겠죠.

○ 이현철 위원

보통 바로 그렇게 안 될 테고요. 순서가 있게 되겠죠. 정관이 있고, 그다음에 갑자기 누가 공개매수를 하고...

○ 권종호 위원

정해놓은 걸 안 하고?

○ 이현철 위원

아무튼 공개매수를 신청하고, 그러면 이사회가 결의를 해가지고 그 공개매수 결과에 따라서 30%, 또는 20% 보통 정해지죠. 매수 결과 20%를 누가 취득하게 되면 그걸 조건으로 해서 이 신주인수선택권을 행사할 수 있다, 행사의 조건으로 하게 되죠. 행사할 수 있다고 결의를 하고, 그다음에 그거

를 발행 공시규정이나 이런 것으로 공시를 하고 등기도 하고, 그러면 나중에 공개매수 결과를 봐가지고 행사를 할 것이냐 말 것이냐고 정해질 것이고, 공개매수가 실패하면 아예 그냥...

○ 권종호 위원
나두고?

○ 이현철 위원
예. 그러면 행사를 못하는 거고, 공개매수가 20%, 30% 성공하게 되면 신주인수선택권 행사조건이 성취됐기 때문에 행사를 할 수 있게 되고.

○ 권종호 위원
그때 주주에게 이 근거에 따라서 무상으로 배정하고 주주가 행사...

○ 이현철 위원
배정은 이미 되어 있고요. 그러니까 효력발생일이나 이런 것은 이미 배정이 되어 있고. 부여에 대한 되어 있고, 그런데 행사조건이 아직 성취를 못하는...

○ 권종호 위원
그렇지, 그렇죠.
이 규정이 없으면 사실은 회사가 어떤 거를 해야 되느냐 신주인수예약권을 발행해서 수반성 문제 때문에 신탁 같은 것을 해 놓고, 그리고 trigger 사건이 터지면 그 시점에 주주를 수익자로해서 뿌리는 방법으로 해야 되는데, 그러니까 그렇게 되면 먼저

사전에 신주예약권을 발행해줘야 되는 문제가 있고, 이게 있으면 발행은 안 해도...

그런데 2주 전은, 1주 전 정도만 하면...

○ 이현철 위원

글쎄요. 미리 안 해도 될 것 같긴 한데.

이건 뭐냐 하면 행사기간이라는 것은 결국 행사조건이 성취해야만 행사를 개시할 거니까. 그러면 조건 성취 후 행사기간 개시 전에 통지 또는 공고를 해야 되니까요, 기간을 2주로 안 넣어도 되지 않을까 싶은데.

○ 송종준 위원장

행사기간은 특별히 무슨 총량적인 기간, 예컨대 하나의 정관으로 이런 신주인수선택권제도를 도입했을 경우 일단 현재로 주주에게 이걸 다 배정을 했어요. 그 사유가 2년 뒤에 발생할 수 있고, 3년 뒤에 발생할 수 있고, 내년에 발생할 수도 있고 다양한 경우를 예정해서 뒀잖아요. 정관에 한 번 규정을 두면 이게 평상시에 발생하지 않고 몇 년 뒤에 발생할 때도 그때도 써먹기로 지금 해놓을 수 있냐 이거지. 그런 의미에서 행사기간...

○ 권종호 위원

소위 말하는 방어수단 중에 저런 경우 있잖아요. 유사시에 도입해서 유사시에 하는 거하고, 평시 도입, 유사시 발동행위라고 하는데 일반적으로 방어수단으로써 경쟁자의 자기가 개입이 될 되는 게 아무 사건이 터지기 전에 유사시에 어떤 객관적인 기준에서 방어수단을 도입하는 게 낫다고 그러잖

아요.

그래서 여기 지침본 보면 사건이 터졌을 때 도입하는 거보다 평상시에 도입해놓고 그렇게 하는 것이 완벽하다고 그렇게 얘기를 하죠.

○ 송종준 위원장

이것은 유사시에 대비하기 위해서 하는데...

○ 권종호 위원

대비하는데 도입은 적대적 M&A 상황이 아닌 경우에.

○ 이현철 위원

이렇게 대비를 시켜야 될 것 같아요. 일본 같으면 rights plan이라는 것을 도입하거든요. 그거는 아까 말씀드린 대로 주총 보통결의로, 권고형 결의로 rights plan을 도입하고, 그다음에 실제로 적대적 매수자가 등장하는 경우에 그거를 판단해가지고 보통 이사회가 포이즌 필을 채택할 건지 말 건지는 그때 가서 결정하고 이렇게 2단계로 가 있거든요.

그런데 우리는 어떻게 됐냐 하면, 이 초안은 rights plan에 해당하는 게 정관규정으로 이렇게 이렇게 할 수 있다는 걸 미리 하고, 실제로 적대적 인수자가 나타나는 경우에 이사회 결의로 정하고...

○ 송종준 위원장

배정하고.

○ 이현철 위원

배정하고 해서 이거를 방지하는 것이 회사의 이익이 되겠다고 해서 배정을 하고.

그러니까 지금 위원장님 말씀처럼 정관에 미리하고, 또 이사회 결의도 미리 해놓고 그거는 좀 어려울 것 같아요. 그러면 미리 해놓으면 결국은...

○ 송종준 위원장

하하! 그렇죠.

○ 이현철 위원

어떤 적대적 인수자가 나타나기도 전에 미리, 어떤 적대적 인수자든 아무튼 이거는 회사의 해가 되는 거라고 해서 미리 결정하는 것이기 때문에 적절한 결정이 아니지 않느냐? 등장한 다음에 이사회가 보고 그 다음에 회사의 가치나 주주의 일반의 이익이 되느냐를 보고 결정해야 되는 게 타당한 게 아닌가 싶거든요. 그래서 정관에 미리 정할 수 있지만 실제로 채택 여부는 이사회가 그 시점에 가서 누구인지를 실제로 보고, 이 사람이 남용적 매수자가 아닌지 판단하고...

○ 송종준 위원장

일반적으로 사전에 해두는 경우도 많이 있을 거라는 예상은 안 드세요?

○ 권종호 위원

예?

○ 송종준 위원장

미리 이사회에서 결정을 해놓는 거야.

○ 이현철 위원

사전에 하면 문제가 이거겠죠. 결국은 이 000조의 2 3항, 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지, 증진시키기 위해서만 해야 되는데, 미리 항상 누구든지 나타나면 다 막아버리겠다고 해서 이사회에서 결정을 해놓으면, 발행을 결정을 해놓으면 이거에 판단해서 굉장히 불리해지지 않을까? 물론 불가능하지는 않겠지만 법원에서 볼 때 이거는 불리해지지 않을까 싶거든요.

그러니까 이사회가 무조건 결정하는 게 아니고 아마 자기들 효력을 support하기 위해서, 유효성을 support하기 위해서 특별 사외이사로 구성된 특별위원회를 만든다든지, 그래서 지금 현재 적대적 인수자가 회사에 이익이 되느냐, 안 되느냐를 독립적으로 판단하게 한다든지 이런 것들이 많이 보강 장치가 나올 것 같거든요. 그래야만 법원에서 challenge 됐을 때 자기들 판단의 타당성이 인정될 거니까요.

○ 강희철 위원

현실적으로 공개매수 형태를 취하지 않은 형태로 인한 경우도 가능하지 않습니까?

○ 이현철 위원

가능하죠.

○ 강희철 위원

그런 경우에 대비해서는 현재의 조항이 특별히 문제 있는 조항은 없나요?

○ 권종호 위원

그거는 관계없이 회사가 정하기로 되는 거 아니겠습니까?

○ 이현철 위원

지금 현재 이거는 회사가 아무튼 적대적 인수자를 identify했을 때 일단, 그러니까 정관은 identify하기 전에 scheme을 도입하는 거고, 이사회는 그걸 identify하고 이 사람을 막아내는 게 우리한테 이익이라고 판단 하에 이걸 해야 되는 거 아니냐 싶거든요, 이 scheme 자체가 회사의 가치 및 주주의 이익을 증진을 위해서만 해야 되는 거니까.

○ 송종준 위원장

그게 가장 보편적으로는 적대적으로 공개매수를 하게 되는 경우에 가장 적용이 될 수 있겠죠.

○ 권종호 위원

그런데 저런 이야기가 있어요. 오히려 공개매수를 했을 때는 주주가 응하느냐 안 하느냐 갖고 주주의 총의를 결정해야 되고, 사실은 공개매수 안 하고...

○ 송종준 위원장

은밀하게 결정해갖고...

○ 권종호 위원

이런 거 같은 거. 사실은 일부 중에서는 공개매수에 대해서는 포이즌 필이 작동하지 못하도록 주장하는 게 굉장히 있지 않습니까? 그건 그야 말로 객관적으로 정보

disclosure 해갖고 주주가 응하느냐, 안 하느냐가 주주총회인데.

○ 송종준 위원장

그런데 공개매수 offer가 왔을 때 적대적으로, 이 회사가 포이즌 필을 발행하려고 이사회를 소집하겠죠.

○ 권종호 위원

제가 이해하는 거로는 소위 말해서 사전 경고형이라는 게 공개매수를 하는데, 이 공개매수를 할 때 공개매수를 하기 전에 그와 같은 사실을 통지 안 하고 했을 때 발동되는 거고, 그리고 통지를 하면 일단 스톱되는 거죠. 자기가 심사할 동안에 공개매수를 못 걸다가 공개매수하는 거 자체에 대해서 내부에서 판단해서 거기에 대해서 이거를 막아야 되겠다고 하면 그 의견을 주주에게 제시하고 주주가 판단하고...

○ 이현철 위원

그때도 이사회가 할 수도 있죠.

○ 권종호 위원

이사회가 할 수도 있고, 공개매수는 무조건 그럴 수 있는 게 아니고, 공개매수를 할 때는...

○ 송종준 위원장

우리는 그런 것이 사실 없잖아요.

○ 권종호 위원

어떤 게요?

○ 송종준 위원장

그러니까 지금 우리 법에 그런 것도 없고...

○ 권종호 위원

일본도 그럴 거고.

○ 송종준 위원장

정관에 그런 규정을 두지 않을 거죠.

○ 이현철 위원

예. 그러니까 이렇겠죠. 이거를 법은 이렇게 만들지만 각 회사가 이게 결국은 나중에 사법적으로 회사가 이거에 맞냐, 안 맞냐를 심사할 테니까요. 이것의 어떤 유효성을 높이기 위해서 회사가 어떤 보조장치를 더 만들 수는 있겠죠, 일본 거를 참조해서 더 만들 수는 있겠죠. 그런 어떤 플랜을 만들고 이런 절차를 지키라고 하고 “지키지 않으면 우리 발동한다.” 또는 우리 특별위원회를 두겠다든지.

○ 송종준 위원장

이 부분에 대해서 일종의 가치분 전쟁이 좀 벌어질 것 같은데...

○ 이현철 위원

많이 벌어질 것 같습니다.

○ 권종호 위원

다 그렇죠.

○ 이현철 위원

우리나라의 그...

○ 송종준 위원장

왜냐 하면 공개매수를 자꾸 이것이 모든 것을 적대적 M&A 막을 수 있다고 하는 일반적 인식이 강하다면 사실 공개매수는 불가능해요, 어려워진다고. 위임장 쟁탈이라든가 여러 가지 이런 상황들 어려워지는 측면이 있죠. 그래서 그거를 판단하는 것이 2조 3항에 들어가는 아주 좋은 게 있어서 다행이긴 하지만.

○ 권종호 위원

지금도 당장 들리는 소리가 일본 같은 데가 이거 때문에 위임장 권유가 굉장히 추가되고, 이게 많이 도움 되니까 방금은 위임장 권유해갖고 그걸 없애든지 이런 방법으로 가든가 할 수 있을 것 같습니다.

○ 강희철 위원

아까 죄송합니다. 제가 문제 던져놓고 자꾸, 아까 3항. 000조의3 3항 이게 의미가 배정일을 따로 못 둔다는 그런 취지 같네요, 지금 가만히 생각하니까.

이게 표현이, 그 취지가 적절한 표현인지는 모르지만 이미 배정일, 이거는 주주가 되려면 회사의 주주는 그 날 현재 주주명부에 올라와 있는 사람이 주주일 테고, 그 주주는 효력발생일에 신주인수선택권자가 된다고 해서 효력발생일 그 날의 주주가 신주인수권을 갖는 거지, 회사가 그 날이 아닌 어떤 다른 날을 정해서 그 날의 주주가 신

주인수선택권자가 되도록 그렇게 정할 수 없다는 그런 취지로 읽어야 될 것 같아요.

○ 이현철 위원

그러니까 제1항 2호 효력발생일 현재의 주주는 신주인수선택권자가 된다, 그 날자로. 이런 말씀이죠?

○ 강희철 위원

그렇게 읽어야죠. 그렇게 읽어야 의미가 있는 거 아닌가? 그리고 또 그렇게 규정할 필요도 있을 것은 생각이 들어요.

그러니까 한다면 아무튼 신주 효력 발생하는 날, 그 날 이전, 혹은 이후에, 이전에는 할 수 없을 테고, 이후에 주주로 한다고 그러면 이게 행사자하고 좀 달라질 수 있겠죠.

○ 권종호 위원

지금 해석을 강 변호사님처럼 말씀하신 게 좀 저도 그렇다고...

○ 송종준 위원장

효력발생일이라기보다 그렇다면, 그 취지로 한다면 기준일이라든가 이런 개념을 도입하면 그 뒤에 주주가...

○ 권종호 위원

기준일이라고 하나?

○ 이현철 위원

배정기준일, 원래 부여의 기준일이 되어야 되는데...

○ 송중준 위원장

권리자가 아니니까.

○ 이준식 검사

지금 완전한 수반한다고 하면 그건 필요 없는 거 아닌가요? 지금 완전하게 수반하는 것을 전제로 하면 효력발생일 당시에 주주가 아니라 그 다음에 주주한테 준다고 해도 특별한 의미는...

○ 이현철 위원

문제는 없죠.

○ 이준식 검사

모든 주식에게 지금 이게 다 붙어 있는 거니까.

○ 권종호 위원

행사자가 달라질 일은 없겠죠.

○ 이준식 검사

3항의 의미가 어떤 의미인지는 지금 명확하지는 않은 것 같아요.

○ 이현철 위원

그런데 사실은 기준일을 정하게 되면 그 날짜로 별도로 실질 주주명부를 만들어야 되느냐? 그런 조금...

○ 송중준 위원장

양도를 하면 다 같이 넘어가니까.

그러니까 기준일 현재 주주들이 받았어요, 그렇죠? 받았는데 그 사람이 그 다음

날 팔았어요, 같이 다. 그 이후에 주주라는 것은 새로이 신주를 발행하는 경우 이외에는 이미 선택권을 다 가진 주식을 사게 되는 거죠.

○ 이준식 검사

그렇죠. 결과적으로 모든 주식에게 이게 붙어있다는 거는 별다른 차이가 없죠.

○ 송중준 위원장

그 다음 날 또 새로이 또 줄 수는 없다는 거지. 그 기준일 하루만 딱 정해서, 어느 시점.

○ 권종호 위원

효력발생일을 기준일이라고 말을 한단 말이에요?

○ 강희철 위원

효력발생일이 기준일이인 셈이 되는 건데.

○ 송중준 위원장

기준일 개념으로 보면 효력발생일로 하게 되면 그런 오해가 생길 수 있어서 특정한 날을 현재 주주명부에 올라 있는 사람만, 자격제로 한다는 것이거든요. 그러니까 이거를 신주인수권 부여의 기준을 정하는 방법, 기준...

○ 권종호 위원

부여한 효력이 발생하는 날. 부여의 기준일...

○ 이현철 위원

아니면 이렇게 하면 어떨까요? 이거는 그냥 신주인수선택권 부여의 효력발생은 그대로 두고요. 아까 3항을 ‘신주인수선택권은 효력발생일 당일의 주주에게 부여된다.’ 이렇게 하면 어떨까요? ‘효력발생일 당일의 주주에게 부여된다.’

○ 권종호 위원

어떻게? 다시.

○ 이현철 위원

3항을요.

○ 권종호 위원

예, 3항을.

○ 이현철 위원

‘신주인수선택권은 제1항 제2호의 효력발생일의 현재의 주주에게 부여된다.’

○ 권종호 위원

제1항 제2호 효력발생일의 현재...

○ 이현철 위원

현재의 주주에게 부여된다.

○ 강희철 위원

그러면 그거를 1항 2호하고 3항을 별도로 두는 셈이 되는데, 그걸 합쳐서 하나로 할 수 있다는 생각이.

○ 이현철 위원

3항의 의미는 그 2개를 별도로 못한다는 뜻이겠죠.

○ 강희철 위원

당연히 주주가 신주배정일을 정하는 개념이 어떤 표현이 있나.

○ 이현철 위원

1항과 사실은 같은 의미기도 하고요. 000조의2 1항이 원래 주주에게 부여한다는 말이 원래 그 말일 수도 있고, 그 취지가 원래.

만약에 효력발생일 현재의 주주가 아닌 그 전의 주주한테 부여하면 이게 000조의2 1항하고 안 맞는 거죠, 주주에게 부여하기 때문에.

○ 권종호 위원

예, 그렇죠.

자, 그러면 3항의 신주인수선택권은 제1항 제1호의, 이것도 1호를 없앤다고 그랬으니까, 그렇죠? ‘효력발생일 현재의 주주에게 부여된다.’ 이렇게 해놓고 말을 좀 다듬어보죠.

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

아이고, 한 10분만 쉬었다가 해야 되겠네요. 너무, 하하! 안 끝났지만, 하하!

○ 강희철 위원

죄송합니다. 제가 지금 갑자기 상황이 생겨서...

○ 송종준 위원장

그러세요?

○ 강희철 위원

예. 5시 반에는 나가야 되거든요. 공항에 지금 6시 20분 비행기를...

○ 송종준 위원장

그러면 일단 '신주인수선택권은 제1항 제2호의 효력발생일 현재의 주주에게 부여한다.'

○ 권종호 위원

일단 이 정도 해놓고 제가 손을 한 번 다시 확인해보겠습니다.

○ 송종준 위원장

우리 스톡옵션에서, 스톡옵션 부여에 뭐라고 쓰죠? 부여 기준일이라고 쓰나? 뭐 그런 게 있을 것 같은데요. 스톡옵션 규정이요.

○ 이현철 위원

옵션 부여의 계약을 체결하거든요, 스톡 옵션은 별도로 이사회에서 부여할 임원들을 다 정하고요. 그 사람들하고 별도로 계약을 체결해버립니다.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그런데 이게 이렇게 해놓으면 현재의 주주에게 부여한다면 이게 상장주식의 경우에는 주주명부가 없거든요, 그 날짜 주주명부가. 그러면 그냥 증권회사가 가지고 있는 고객계좌부밖에 없는데. 그러면 그걸 어떻게 해야 되나요.

○ 권종호 위원

그런데 이번에 전자증권시스템 하면서 이와 유사시에는 1일마다 발행계좌부에서 알 수가 있습니다.

○ 이현철 위원

바로 실질명부에 나오나요?

○ 권종호 위원

예. 전자증권 도입되면서 이번에 그래서...

○ 이준식 검사

주주명부가 아니고요, 어차피 주주명부가 아니고 따로 주주명세서를 작성하게 되어 있어요.

○ 권종호 위원

예, 맞습니다.

○ 이준식 검사

그거는 항상 작성하는 게 아니라 특정한 목적을 위해서 요구할 때 주주명세서를 작성하고 그것을 주주명부로 보고, 발행계좌부나 이걸 말씀하신 지금 계좌부 이상의 의미

는 아닙니다.

○ 권종호 위원

그러니까 무슨 말인지 알겠는데요.

○ 이현철 위원

고객계좌부를 전제로 한다는 얘기에요.

○ 권종호 위원

우리가 파악하는 것은 사실 거래 이루어진 총량하고 cross-check도 하고 이렇기 때문에 사실은 예탁원에서는 그 날 그 날 알 수가 있거든요. 그러니까 사실 이것과 관련해서 실질주주명부를 만든 것처럼 그렇게는 안 할 수가 있을 것 같아요. 그쪽과 관련해서 특별법 쪽에서도 이런 문제가 있을 경우에는 거기에서 좀 이거를 당장 하루 만에 다 필요하고 이런 거 아니잖아요, 시간 term이 좀 있잖아요, 그렇죠?

○ 이준식 검사

모든 주주한테 부여한다고 하지만 사실은 모든 주식에 대해서 부여하는 셈이 되니까, 여기서 말하는 효력발생일이라는 말 자체가 무슨 의미인지는 약간 모호하거든요. 이사회에서 신주인수선택권을 부여하는 행위를 했는데 그게 몇 일자로부터 이제 우리 의사결정이 효력을 발생한다는 의미 이상은 아니잖아요.

○ 권종호 위원

오늘 이사회 결의해갖고 오늘부터, 아니면 내일부터 주주에게 신주인수선택권을 준

다고 그러면 그게 정한 날이 효력발생시점...

○ 이준식 검사

그 날짜를 명확하게 하기 위한 의미 이상은 아닌 것 같아요.

○ 송종준 위원장

기준일이 되겠네. 기준일 개념 아니에요, 그게?

신주인수선택권 부여의 기준일 하면 며칠 자 주주명부에 있는 주주를 옵션을 받을 수 있는 권리자로 보느냐, 정하는 기준이 있나요?

○ 이현철 위원

그런데 보통 양도성이 별도로 있으면 기준일이 중요한 의미를 갖는데요. 이거는 항상 주주한테만 인정되고 주주한테 붙어 다니기 때문에, 그 기준일이 사실 별도로 다른 배당기준일이라든지 의결권기준일이라든지 이런 거하고는 좀 다를 것 같아요. 그거는 딱 그날 주주만 되고 그 다음 주식 이동은 고려가 안 되니까.

○ 송종준 위원장

이것은 선택권을 받을 수 있는 자, 그것도 권리자를 확정하는 기준인데.

○ 이현철 위원

되지만 그 다음부터는 그 사람이 팔아버렸으면 새로 산 사람이 또 되거든요.

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그러니까 보통기준일은 안 그러지 않습니까? 보통기준일은 기준일자 주주 권리가 되고...

○ 송중준 위원장

양도에 의해서 이루어지는 거고, 이거는 최초로 부여할 당시에 받을 자를 정하는 기준일이 되는 거고.

○ 이현철 위원

그렇죠. 그런데 의미가 없다는 거죠.

○ 송중준 위원장

이하의 양도의 개념에서 양도되는 것이고, 그 부분은 신경 쓸 필요 없죠. 그래서 여기서 볼 때는 자꾸 부여의 효력발생일이라고 하니까 더 복잡해지는 거 같은 느낌이 좀.

○ 안수현 위원

보통은 배당과 관련해서 그런 용어를 쓰기 때문에...

○ 송중준 위원장

어디, 효력발생?

○ 안수현 위원

예. 부여일 당해 그 날짜에 주주가 될 수도 있고, 아니면 따로 정해서 이사회에서

따로 어떤 날을 잡을 수도 있고, 그런 의미로써...

○ 송중준 위원장

예, 그러면 그건 그렇게 합시다.

○ 권종호 위원

효력발생일 그대로?

○ 송중준 위원장

그러면 3항은 주주는 제1항 제2호 예컨대 효력발생일? 효력발생일 쓰면 되고, 아니면 '효력이 발생하는 날의 주주에게 부여된다'라고 풀어쓸 수도 있는 것인데 아무튼 좋은 표현을 한 번 생각해 보십시오.

○ 권종호 위원

'제1항 2호에 효력발생일 현재의 주주에게 부여된다.' 이렇게 하겠습니다.

○ 이준식 검사

그냥 이걸 '주주가 신주인수선택권을 부여받는 날' 이렇게 해버려도 의미는 같은 거 아닌가요? '효력발생일' 이렇게 해버리니까 약간 어려운데.

○ 안수현 위원

부여받는 날이 어느 날인가 그거를 정하는 거죠.

○ 권종호 위원

이사회 결의는 오늘 했지만 부여는 내일부터 부여한 효력이 발생한다고 할 수 있지

않나요.

○ 이준식 검사

주주가 신주인수선택권을 부여받는 날을 정한다는 취지니까, 000의3 1항2호에서는 이사회가 결정할 사항을 정하는 건데, ‘주주가 신주인수선택권을 부여받는 날’ 이래버리면.

○ 권종호 위원

주체를 회사가 결정하니까, 그러면 ‘주주에게 신주인수권을 부여하는 날’...

○ 송종준 위원장

그 말하고 효력발생일이라고 하는 표현을 썼을 때하고 어떤 차이가 있을 수 있겠냐 이거죠.

○ 권종호 위원

그러니까 오늘은 이사회 결의를 했지만 신주인수권이 부여되는 효력은 내일부터 발생한다...

○ 송종준 위원장

내일로 정할 수도 있고.

○ 권종호 위원

그러면 부여하는 날? 우리가 일반적으로 법률상 용어로는 어떻게 됩니까? 이쪽이 더 많으시지 않나? 효력발생일.

○ 송종준 위원장

우리가 이제 전달효과죠. 보는 사람이 쉽게 전달될 수 있도록 하는 표현을 가급적

이면 쓰는 게 좋다고 하는 생각이거든요. ‘부여의 효력발생일’ 그 말은 결국 신주인수선택권을 부여받을 수 있는 기준이 되는 날이 언제냐? 그것을 의미하는 거거든요.

○ 안수현 위원

부여의 조건을 붙일 수도 있거든요. 부여받지만 조건을 충족한 그 자만 된다는 경우에는 부여 행위하고, 조건을 붙이는 다른 경우가 있어서...

○ 송종준 위원장

그걸 다 포함해서?

○ 안수현 위원

그런 의미에서 본다면 부여와 조금 별개의 날짜를 전제로 한 개념을 만들 수도 있을 것 같아요. 항상 부여일일 수도 있고, 부여의 다른 날일 수도 있다는 측면에서 본다면, 부여일로 하면 굉장히 simple하지만 꼭 부여일이 안 된다면...

○ 송종준 위원장

조건이 도달할 수 있으니까.

그러면 효력발생일이라는 개념이 포괄적이네, 그럼. 그런 식으로 잠정적으로 하고요.

○ 강희철 위원

그 다음에 신주인수선택권을 행사하면 신주가 발행되는 거니까 납입을 해야 되고, 그러면 예를 들어 납입은행 같은 것도 신주인수선택권을 발행할 때 부여할 때 납입은

행 같은 것도 정해야 되는 거 아닌가요?

○ 송종준 위원장

그것은 일반적인 현행규정을 그대로 적용받지 않나요? 신주를 발행하는 관계기 때 문에.

○ 권종호 위원

그게 신주인수권의 행사만...

○ 송종준 위원장

350조.

○ 강희철 위원

그 부분에 관한 어떤 형태로든, 적용이 든 준용이든 뭐가 있어야 될 것 같은데.

○ 송종준 위원장

6조를 한 번 보시면...

○ 권종호 위원

000조의6에서 행사와 관련 그쪽에서 규 정은...

○ 강희철 위원

그런데 350조 제2항, 제3항은 다른 조항 같더라고요.

○ 송종준 위원장

전환주식의 효력발생 관련된...

○ 권종호 위원

그걸 넣어야 되겠네요, 그렇죠?

○ 이현철 위원

제가 이걸 지워버렸는데.

○ 강희철 위원

그리고 자기주식 교부하는 경우에는 금융기관에 납입하지 않도록 하는 그것도 조금 들어가야 될 것 같고요, 최소한. 금융기관에 내게 하는 거 맞나? 자기주식의 경우에도, 그건 그래야 될 것 같기도 하고.

○ 송종준 위원장

자기주식...

○ 권종호 위원

자기주식을 교부하면 당연히...

○ 송종준 위원장

자기주식은 자본 전혀 아무런 변화가 없는 거지, 이거는. 그렇죠?

○ 강희철 위원

통상적인 경우에는 자기주식 줄 때 그걸 꼭 특정 금융기관에 정해서 거기에만 납입하게 할 이유는 없죠.

○ 이현철 위원

자기주식 팔 때, 그렇죠?

○ 강희철 위원

예. 마찬가지로니까, 이건.

○ 송종준 위원장

자본에 직접 기여하는 부분이 있을 때

금융기관에 묶어둔단 말이에요. 여러 가지 가장납입이고 이런 것아...

○ 이현철 위원
네.

○ 송종준 위원장
자기주식 같은 경우는 이미 다 count가 된 거, 하하!
그리고 5조에 수반성이라는 용어를 쓰는데 적절합니까? 강조하는 의미 같은데요.

○ 강희철 위원
대단히 죄송합니다. 저는 좀 나가봐야 되겠습니다.

○ 송종준 위원장
아유, 수고하셨습니다. 쉬는 시간도 없이 그냥.

○ 강희철 위원
제가 만든 부분 만들어서 보내드렸는데 조금 손을 봐서 다시 보내드리겠습니다. 저는 오늘이 월요일로 생각하고 있었어요.

○ 송종준 위원장
하하하! 제주도 가세요?

○ 강희철 위원
아니요. 부산에 지금 상이 생겨서요.

○ 권종호 위원
잘 다녀오십시오.

○ 송종준 위원장
그러면 5분만 쉬었다 합시다.

(정회 17시 10분)

(속개 17시 20분)

○ 송종준 위원장
지금 2조, 다시 첫 페이지의 2조의 구성과 관련해서 신주인수선택권을 이용하는 범위가, 우리 이거를 기초할 때의 의도는 경영권방어 측면을 의도하신 거죠?

○ 이현철 위원
예, 그렇습니다.

○ 송종준 위원장
그런데 이 규정을 놓고 봤을 때 그것과 상관없이 일반적인 자금조달을 위해서 이거를 활용할 수 있는 여지는 없겠어요?

○ 이현철 위원
아주 없지는 않을 것 같은데요. 지금 1항과 2항까지는 그냥 neutral하게 되어 있거든요.

○ 송종준 위원장
예, 그렇죠.

○ 이현철 위원
그러니까 어떻게 보면 주주한테만 할 수 있긴 하지만, 그리고 무상으로만 해야 되지만 아무튼 신주인수선택권이라는 것을 미리

주주한테 부여를 해놓고, 그리고 행사기간은 나중에 해놓고 그러면 통상의 신주발행절차보다 조금 더 뭐라 그럴까요? 좀 시간을 두고 여유 있게 할 수 있는 거죠. 통상의 신주인수발행은 빨리 그냥 해야 되지만, 이거는 미리 배정해놓고 나중에 상황에 따라서 주주가 할 수 있게 하는 주주의 재량권을 인정해 주면서 할 수 있는 그런 방법으로도 쓰일 수 있을 것 같습니다.

○ 이준식 검사

보다 주주한테 좀 유리한 방식을 주는 건데.

아까 제가 드린 말씀이 1항의 경우에는, 그러니까 일반적인 신주발행의 경우와 다른 점이라면, 똑같은 점은 모든 주주에게 신주인수권이 주어지는데, 신주발행의 경우에는 그 당시에 신주를 인수할 건가 말 건가를 결정을 하고...

○ 이현철 위원

바로 결정해야 되고, 예.

○ 이준식 검사

이거는 상당기간을 주고 일정한 금액이 정해져가지고 그동안에 선택할 수 있는 방식이니까 보다 주주에게 좀 유리한 방식이고 그런 것 같은데, 이게 액면미달발행이 가능하다고 그러면 이거는 준용규정에 없으면 좀 곤란할 것 같거든요. 신주를 발행하는 것과 신주인수선택권을 발행해 가지고 그 다음에 이거를 액면미달로 행사를 하면 회사는 소극적으로 응해 주는 거니까 이거

를 신주인수선택권을 부여할 당시에 2년 이상이 되어야 되고, 주총 특별결의를 거쳐야 되고, 법원의 인가를 받고 이런 식의 준용이지 이거는 적용은 아닌 것 같습니다. 417조의 준용이지, 적용이라고 그러면 행사하는 단계에서 적용될 텐데...

○ 송종준 위원장

아, 적용 대신에 준용으로?

○ 이준식 검사

예. 적용이라고 그러면 행사단계에서 얘기를 할 텐데 그때는...

○ 이현철 위원

그렇죠. 그러니까 이 경우에 이렇게 발행을 하면 신주인수선택권에 따라서 항상 그런 건 아니고, 여기 보시면 3항의 경우에만, 3항에 따라서 그 회사의 가치나 전체 주주 일반의 이익을 보호하기 위해서 하는 경우에만 이제 권면액 미달로 활용할 수가 있고, 그리고 그 경우에는 417조를 적용하지 않는다는 말은, 말씀하신 그런 법원의 인가라든지 주총 특별결의 그런 게 필요하지 않고 하겠다, 그런 말씀이죠.

○ 이준식 검사

그런데 3항의 경우가 아니라...

○ 이현철 위원

그거는 관계없는 거죠. 그거는 적용되는 거죠, 당연히.

○ 이준식 검사

그게 적용이라고 볼 수 있나요?

○ 이현철 위원

적용이죠.

○ 이준식 검사

신주발행이 아니라 이진 신주인주선택권을 부여하고…

○ 이현철 위원

신주인주선택권을 부여해서 결국 신주를 발행하게 되니까.

○ 이준식 검사

그런데 그렇게 되면 신주를 발행할 당시에 모든 각각의 주주들이 이 권리를 행사하는 시점에서 주총 특별결의를 거치고 법원의 인가를 받을 수는 없잖아요, 하나하나마다.

○ 이현철 위원

그거는 제 생각에 미리 받아야 될 것 같은데요.

○ 이준식 검사

사전에 받아야 되니까 그거는 분명히 틀린 거니까. 신주발행절차에서 법원의 인가를 받는 게 아니라, 신주인주선택권을 부여하는 단계에서 법원의 인가를 받고 특별결의를 하라고 그러면 이거는 규정이 하나 있어야 될 것 같거든요. 이걸 부여하는 단계에서 ‘417조의 절차를 거쳐라.’ 이런 정도의 규정

은 하나 있어야 될 것 같은데.

그렇지 않고 신주발행에서만 한다고 그러면 주주가 청구해가지고 발행할 때마다 그 절차를 거칠 수는 없는 거고요.

○ 권종호 위원

그런데 3항이 아니고 1, 2항에 근거해서 일반 주주를 상대로 자금조달의 목적으로 신주인주예약권을 발행하면서 행사가격이 액면미달로 되도록 그렇게 자를 리가 없을 것 같은데.

○ 이준식 검사

아니, 시가보다 낮을 경우에는 얼마든지 가능한 거 아닙니까?

○ 권종호 위원

그런데 회사가 예를 들어서 행사가격이 자금조달의 목적인데 액면미달로 행사를 할 수밖에 없는 그런 상황이 된다면 그때는 그와 같은 규정이…

○ 송종준 위원장

자금조달이 아니지.

○ 권종호 위원

아니지, 그냥 그거는 그렇게 되면 안 되지.

그러니까 사실은 만약에 액면미달로 한다면 3항 경우에서 하게 될 것 같고, 1, 2항으로 걸면 액면미달이 되도록 해서 신주인수권을 준 예는, 만약에 그렇게 한다면…

○ 이준식 검사

시가가 액면액보다 한참 낮을 경우에는...

○ 이현철 위원

지금 적용조항을 안 봤다, 현재처럼 했다면 417조 적용된다고 안 볼까요, 이렇게 하더라도.

○ 이준식 검사

적용되는 게 결론에서는 맞을 것 같은데요. 이거는 신주발행하는 단계가 아니라 신주인수선택권을 부여하는 단계에서 이런 절차를 거치는 게 맞다고 보면 시스템이 틀리다는 거죠.

○ 이현철 위원

그런데 부여하면 그 다음부터는 회사는 아무 어떤 그게 leverage가 없으니까요. 그 다음부터는 주주가 옵션을 행사하면 발행해야 될 의무를 부담하게 되니까.

그런데 만약에 417조 1, 2항에 대해서는 적용되고 3항은 배제하고 그러면 입법기술상은 좀 복잡하긴 할 것 같습니다, 일반적으로. 그러면 좀 더 이런 거겠죠. 지금 검사님 말씀대로 하면 포이즌 필 이외에 일반적인 자금조달 목적으로의 신주인수권 사용을 많이 염두에 둔 것 같이 이렇게 좀 더 보일 것죠, 그렇게 하면. 두 가지 가능성이 다 있는 것으로. 이런 포이즌 필 말고도 일반적인 어떤 신주인수선택권 준용조항까지 넣게 되면, 하나의 준용조항을 넣고 하나는 적용하지 않는다고 넣고, 이래야 되지 않겠습니까?

까? 이런 양 갈래로 다 넣고 하면 굉장히 이거 이외에, '3항 이외에 일반적인 신주인수선택권도 염두에 많이 둔 것이구나, 입법자가?' 그렇게 생각도 많이 할 것 같은데.

○ 이준식 검사

제 말씀은 이게 417조가 당연히 적용되면 괜찮은데요. 이걸 적용되는 게 아니라 시스템이 틀리니까 이걸 신주를 발행하는 게 아니라 신주인수선택권을 부여하는 것이고, 그 다음에 행사에 따라서 신주를 발행해 주는 거니까 시스템이 틀려서 준용한다는 규정을 넣어줘야 되는 게 아닌가...

○ 이현철 위원

신주인수권부사채를 한 번 보죠. 그게 지금 말씀하신 거하고 같은 유형인 것 같은데. 신주인수권부사채를 발행하면 신주인수권 행사에 의해서 결국 그거를 하게 되니까, 그렇죠? 신주를 발행해야 되니까.

330조 한 번 보시겠어요? 330조 보시면 액면미달발행의 제한은 330조에 따라서 올려야 되는 거니까요, 그렇죠? 그러면 어떻게 보면 여기 저희 예외조항으로 330조를 또 넣어야 되겠네요. 왜냐하면 330조는 원래 안 되는 것이고, 417조는 허용규정이 아닙니까?

그러면 1항, 2항에 대해서 별도의 말이 없으면 330조에 따라서 안 된다고 봐야 될 것 같은데요, 액면미달발행 자체가요. 그렇겠죠? 이 417조 절차에 따라서 발행을 할 수 있으니까. 000조의 1항, 2항의 방식으로, 3항이 아니라 1항, 2항 방식으로는 할

수가 있고, 액면미달발행 자체가 원래 길이 없으니까, 별도로 허용한다는 말이 없으면.

○ 이준식 검사

그러니까 지금 그게 없으면 안 된다는 거잖아요. 1항, 2항의 경우에는 액면미달발행을 못하게 한다는 거 아니에요?

○ 이현철 위원

예, 그렇죠.

○ 이준식 검사

그거를 넣고, 417조를 준용한다는 규정을 하나 좀 넣어줘야 되는 게...

○ 이현철 위원

417조를 준용한다...

○ 이준식 검사

417조를 준용한다고...

○ 권종호 위원

그래야만 발행할 수 있다는...

○ 이현철 위원

그 말씀은 굳이 그러면 포이즌 필의 유형이 아닌 일반 신주의 선택권을 발행을 위해서 액면미달발행을 허용할 거냐, 말 거냐의 문제인 거죠.

○ 이준식 검사

아까 허용된다고 얘기하시지 않았나요? 허용하겠다고 얘기하신 것 같은데.

○ 이현철 위원

아니요. 그거는 3항의 경우에만.

○ 이준식 검사

제가 아까 3항에서 3호가 액면미달...

○ 이현철 위원

그렇죠. 3호는 그렇죠.

○ 이준식 검사

된다고 하면 이 반대해석으로 1항, 2항의 경우에는 안 되는 거냐고 그러니까, 된다고, 417조에 따라서 된다고 얘기하시는데.

○ 이현철 위원

예.

○ 이준식 검사

당연히 417조가 여기에 적용되는 게 아닐 것 같다는 거죠. 417조는 신주를 발행하는 거고, 이거는 신주인수선택권을 부여하고 그 청구에 따라서 신주를 발행해 주는 거니까, 그게 만약에 417조에 따라서 적용된다고 그러면 신주청구해 가지고 발행할 때마다 417조에 정한 절차를 거쳐야 되는데 그걸 요구할 수는 없을 테고, '신주인수선택권을 부여하는 단계에서 주총 특별결의를 거치고 법원의 인가를 거쳐라.' 아니면 상장회사들은 법원의 인가는 빼더라도요. 그게 맞는 방향이 아니겠냐는 거죠.

○ 이현철 위원

그렇겠죠. 정확하게 해 주려면 그렇게

할 텐데 그렇게까지 우리가 할 필요가 있을까 싶어요. 신주인수선택권에 대해서 우리의 원래 목표는 포이즌 필이 목표였고, 포이즌 필을 가기 위한 길로 이렇게 가는 건데.

○ 이준식 검사

그런데 1항, 2항이 들어가서 원칙적으로 지금 3항은 1, 2항에 대한 예외처럼 되어 있고요, 조문형식이.

○ 이현철 위원

그런데 지금 신주인수선택권부사채에도 지금 없지 않습니까?

○ 이준식 검사

예. 그런데 신주인수권부사채는 그게 불필요할 수 있는 게 사채 자체의 가격을 정하는데...

○ 이현철 위원

아닙니다. 신주인수선택권은 별도거든요, 2개 분리형이 많기 때문에 별도면 신주인수선택권은 어떻게 보면 같은 거거든요, 분리되어 버리면.

○ 이준식 검사

분리형의 경우에?

○ 이현철 위원

예. 별도로 없지 않습니까? 그런데 굳이 여가다 그걸 넣을 필요가 있을지 모르겠어요.

오히려 제 생각에는 4항에서 417조만 언급했는데 지금 검사님하고 논의를 하다

보니까 330조도 적용하지 않는다는 말로 끝나야 되겠네요.

○ 권종호 위원

적용하지 않는다?

○ 이현철 위원

예. 330조가 액면미달발행의 제한이 있으니까 그것도 적용하지 않는다는 말을 넣어야 되겠네요.

○ 이준식 검사

그거는 차라리 330조에다 넣는 게 체계상 맞지 않나요?

○ 이현철 위원

예.

○ 이준식 검사

개정안에 330조를 하나 더 만드는 걸로...

○ 이현철 위원

330조에다가 ‘그러나 417조 및 000조의 2 3항’ 이렇게...

○ 권종호 위원

‘3항의 경우에 적용하지 않는다. 그러하지 아니하다.’...

○ 이현철 위원

그래야 되겠네요.

○ 이준식 검사

그러면 이렇게 일반적인 신주인수선택권 1, 2항에 따라서 할 때는 액면미달 그것도 허용하시겠다는 건가요?

○ 권종호 위원

그건 안 된다고 봐야 되지 않나? 제가 한 번 생각을 잠깐 해봤는데, 우리 1, 2항을 이용한다면 사실은 주주를 상대로 해 갖고 스톱옵션을 주는 거하고 별 차이 없잖아요. 그리고 주주의 입장에서는 신주인수권 행사라면 시가 보다 싸야 될 거고, 그렇지 않습니까? 그렇죠?

그런데 그러면 여기서 만약에 발행을 하는데 시가에서 2년 내로 준다고 그러면 그와 같이 발행하는 시점에서 액면미달로 행사가 된다는 것은 가격을 정했을 시점인데, 2년 뒤에 주가의 변동까지 해서 그때 액면미달로 하는 경우라는 게 나는 그거는 인정해서는 안 될 것 같고, 그리고 만약에 액면미달로 행사가 된다면 행사가격을 산정하는 방법을 정해 갖고 액면미달이 될 수가 있을 것 같은데.

그런데 예를 들어서 주가가 액면보다 더 떨어져서 그런 주가에서 주주를 인정할 필요가 있을까? 나는 좀 그럴 것 같은데.

○ 이현철 위원

아무튼 말씀대로 신주인수권부사채하고 균형은 맞아야 될 것 같아요. 만약에 이쪽을 해주면 신주인수권부사채에 대해서도 뭔가를 해야 될 것 같아요.

○ 권종호 위원

그러니까 330조에 의해서 행사가격이 액면미달이 되면 안 된다고 보는 거로...

○ 이현철 위원

아무 말 없으면 417조에 따라서 할 수 있느냐의 문제는 별론이고, 그렇죠?

○ 권종호 위원

그러니까 우리는 1, 2항에 근거해서 발행하는 경우에는 330조에 걸려서 행사가격이 액면미달 되면 안 되는 것으로 보는 게 자금조달의 취지라든가에 맞지 않을까라는 생각이 됩니다.

○ 이현철 위원

원칙적으로 안 되고, 굳이 하려면 417조를 하려면 하든지 그거는 뭐...

○ 권종호 위원

417조를 안 하면 안 되는 걸로 그렇게, 그러니까 여기서 그런 규정이...

○ 이준식 검사

1, 2항의 경우에 원칙적으로 417조를 활용 못하게 할 취지라면 문제는 없습니다.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 이준식 검사

그런데 그게 가능하게 해 주려면 준용규정이 반드시 있어야 되겠다는 얘기죠.

○ 이현철 위원

그런데 그건 한 번 찾아보는 게 좋을 것 같아요. 제가 한 번 찾아봐서, 신주인수선택권부사채의 경우에 지금 어떻게 해석되고 있는지, 그렇죠? BW의 경우에 어떻게 되는지 그걸 한 번.

○ 송종준 위원장

그것과 관련해서 그건 한 번 검토해 주세요.

그런데 2조 3항에서 ‘회사의 가치, 주주 일반의 유지, 증진을 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는…’ 이것이 꼭 어떤 적대적 기업인수 이런 경우만 얘기할 수 있나요? 우리 의도는 그런 경우를 의도 하고 있는 건데.

○ 이현철 위원

일부 주주를 배제하는 거니까, 1호, 2호가요. 일부 주주를 아무튼 차별적으로 취급하는 거니까, ‘그 사람이 아무튼 이걸 가지게 되면 안 된다. 그러면 회사의 다른 주주한테 손해가 된다, 주주 일반에.’ 거기서 좀 착안된 건데.

3호는 그렇지 않을 수도 있겠네요. 위원장님 말씀 듣고 보니까 1호, 2호는 그런 면이 있고, 1호, 2호 말고 ‘차별적으로 취급 안 한다.’ 대신에 꼭 자금조달의 필요성이 있어서, 자금조달이 회사의 가치에 도움이 된다, 자금조달을 원활하게 하는 것이. 그래서 모든 주주한테 똑같은 조건으로 현재 주식 시가보다 낮은 가격을 행사가격으로 해서 옵션을 발행할 수도 있겠네요, warrant를

발행할 수도 있겠네요.

○ 송종준 위원장

음미하다 보면 그렇게 해서 그렇게 또 설계를 하지 않겠습니까?

그런데 그것은 우리가 의도 하는 것은 아니었죠, 그렇죠?

○ 이현철 위원

그렇죠. 그건 의도 하는 것은 아니죠.

○ 송종준 위원장

그래서 회사가 이리이러한 경우라고 하는 것이, 뭔가 일본사람들은 매수라고 하는데, 그런 관용어가 하나 붙어야 되지 않을까? ‘-와 관련하여 -한 경우에는’…

○ 이현철 위원

그런데 그러면 너무 적대적 매수가…

○ 송종준 위원장

너무 적나라한 거죠?

○ 이현철 위원

예. 그런데 예를 들어서 이렇게 할 수는 있겠죠. ‘1호 또는 2호 and 3호’ 이렇게 할 수는 있겠죠, 예를 들어서. 그러니까 3호만 독립적으로 갈 수는 없고.

○ 송종준 위원장

그러면 그것을 묶어두면 의도대로 사용할 수 있도록 설계방향을 정하게 되는 거죠, 그렇죠?

○ 이현철 위원

네, 그렇죠.

○ 송중준 위원장

그러면 그 취지를 어디다...

○ 이현철 위원

그러니까 3호만 하나 별도로 하지 못하게, 그 말씀이시죠?

○ 송중준 위원장

예. 그래야 될 거 아니에요.

○ 이준식 검사

1호, 2호는 놔두고 3호를 별개 항으로 해서 '제3항의 경우에 신주인수선택권 행사가 액을 권면액 미달로 부여할 수 있고, 이 경우에 417조를 적용하지 아니한다.' 이렇게.

○ 이현철 위원

좋은 말씀이네요, 예.
그러니까 4호 합쳐가지고...

○ 송중준 위원장

아, 4호하고 합쳐서.

○ 이현철 위원

예, 좋은 말씀이네요.

○ 권종호 위원

그러면 이 경우는 오로지 차별적인 취급하기 위해서만, 그때는 회사의 차별적인 취급만 한다.

○ 이준식 검사

그러면 1, 2항은 못한다는 것도...

○ 송중준 위원장

4항에 따라서 구체적인 발행가액, 행사 가액 이런 것은 4항에 따라서 결정이 되도록 하고.

○ 이현철 위원

그 경우에는 417조는 적용하지 않는다

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그러면 거의 범위가 spectrum이 굉장히 있을 수 있다고, 지금.

○ 권종호 위원

위원장님 완전히 이거는 회사의 이익하고 차별된 그때만 쓰도록 하자는 건가?

○ 송중준 위원장

그러니까 차별의 취지라는 것이 그런 상황이지 않겠냐는 거지.

○ 권종호 위원

그거만 하고...

○ 송중준 위원장

예컨대 송 씨 성을 가진 사람은 안 된다고, 경영권과 관계없이 감정적으로, 하하하!

○ 권종호 위원

제가 여쭙보고 싶은 게 지금 경영권방어 목적 없이 오로지 시가 발행한 일반 주주를

상대로 좀 싼 가격으로 파는 게 안 된다는
결로...

○ 송종준 위원장

그렇죠, 지금.

○ 권종호 위원

지금 빼면 안 된다는 소린데.

○ 이현철 위원

아, 그러니까 저건 있는 것 같아요. 권면
액 미달은 안 되겠죠. 330조는 안 되고 417
조에 따라서 할 수 있는지는 별론이고. 시
가 보다 미달하는 것은 지금 일반적인 주주
발행의 방식의 경우에는 가능하다고 보지
않습니까? 액면발행도 할 수 있고, 그거는
또 그대로 open되어 있겠죠. 그거는 되는지
안 되는지 이야기 없으니까. 그거는 그냥
일반론에 따라가면 되고.

○ 권종호 위원

그러면 이걸 빼면 결과적으로 이런 거
회사의 목적 없이도 주주에게 싼 가격으로
주는 게 가능하다는 쪽으로 가는 겁니까?
나는 좀 헛갈려요.

○ 이현철 위원

아니요. 그거는 일반적으로 그냥 가는
거죠. 지금 현재 주주배정방식으로 신주발행
할 때 시가보다 훨씬 낮게 액면발행으로 하
지 않습니까? 그런데 그게 가능한지 안 한
지는 좀 여전히 불투명하지 않습니까? 그거
에 대해서 그것도 안 된다는 분도 계시고,

주주배정할 때도 시가 보다 낮게 발행하면
그것도 회사에 손해라고 하는 분도 있더라
고요. 그러니까 그거는 여전히 남아 있는
거죠.

○ 송종준 위원장

그게 최근 케이스 때문에 문제가 되는데
그것은 제가 볼 때 저는 그 부분에 관해서
동의를 하지 못하는데, 하하하!

○ 이현철 위원

하하하!

○ 송종준 위원장

조금 무리한 해석 같아요, 제가 볼 때.

○ 이현철 위원

그렇게 보이네요.

○ 송종준 위원장

하어튼 뭐, 그런 취지가 발행이 되면...

○ 안수현 위원

그러니까 3항에 부가적으로 자금조달은
warrant로는 못 쓰게 한다는 것을 명확하
게...

○ 이현철 위원

warrant를 쓸 수는 있는데, 다만 ‘일부
주주를 차별하거나 권면액 미달을 하거나 그
거는 안 된다, 자금조달을 하기 위해서’ 이
런 거죠. 일반 권면액에 높게 더 발행하는
거는 1항, 2항에 따라서 가능한 방법이고.

○ 권종호 위원

1항, 2항은 그렇고, 3항에 의한 거는, 아유, 좀 헛갈리네요.

○ 이현철 위원

1항, 2항은 그냥 일반적으로 할 수 있다는 얘기고요.

○ 권종호 위원

3항에서 3호를 뺀다는 소리는...

○ 이현철 위원

3호를 빼는 게 아니고요. 3호를 4호로, '3호의 경우에는 4항을 할 수 있다.' 그러니까 무슨 말이나 하면, 차별적으로 취급하는 경우에만 액면미달이나 실질가액이나...

○ 권종호 위원

여기서 3호를 그대로 놔두면 이거와 관계없이...

○ 이현철 위원

4호만 이용할 수 있습니다.

○ 권종호 위원

3호만 할 수 있으면 그건 안 된다는 거 아니에요?

○ 송종준 위원장

그렇죠, 그렇죠. 하하하!

아니, 자꾸 범위가...

○ 이현철 위원

중요한 포인트인 것 같아요.

○ 권종호 위원

그래야 우리가 줄여놓고 해야...

○ 이현철 위원

아까 이 검사님 말씀하신 것처럼 우리가 회사의 자금조달도 필요하다, 그것도 회사의 가치를 증진시키기 위한 거 아니냐. 그러면서 권면액 미달로 할 수 있다는 거죠. 그렇게 될 때를 막기 위해서.

○ 송종준 위원장

그리고 또 한 가지는 우리고 주주가 그에 가진 종류에 따라서 준다고 되어 있는데, 우리가 주식배정을 할 때도 이런 원칙이 그대로 적용되잖아요?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그리고 제3자 배정을 할 수 있다는 것처럼 이와 같은 규정 상태에서도 신주 제3자의 배정규정을 원용해서 이것을 이용할 수 있는 여지는 없느냐는 거죠.

○ 권종호 위원

그거 안 되지.

○ 송종준 위원장

주주도 원래 주주는 자기가 가진 지분

수에 따라서 주식을 배정받을 권리가 있다고 그랬잖아.

○ 이현철 위원

이렇게 되어 있거든요. 지금 말씀하신 게 418조인데요. 418조에 ‘주주는 그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.’ 그런데 2항에서 ‘회사는 1항의 규정에도 불구하고 정관에 정하는 바에 따라서 제3자 배정을 할 수 있다.’ 이렇게 되어 있거든요.

○ 권종호 위원

여기는 주주에게만 줄 수 있다고 했는데, 이거의 규정에 관계없이 그러면...

○ 송종준 위원장

418조 2항이기 때문에 가능한 것이죠?

○ 이현철 위원

예.

○ 권종호 위원

우리도 여기서 기본적으로 주주에게만 신주 배정된다는 단서 규정이 없잖아요. 그러니까 3자는 못하죠.

○ 이현철 위원

그런데 이 조항을 보다 보니까 저희 조항 1항에 ‘그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라서’라고 해야 될 건지 모르겠네요. 여기는 ‘주식 수에 따라서’라고만 되어 있네요. 원래 신주인수권 조항에는 주주조항 배정에

는 ‘그가 가진 주식 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다.’, ‘주식의 종류 및 수’인데 그냥 ‘주식 수에 따라서’ 이렇게 해도...

○ 송종준 위원장

‘그가 가진 주식’이니까, ‘그가 가진 주식’...

○ 이현철 위원

이것도 ‘그걸 가진 주식의 종류 및 수에 따라서’.

○ 송종준 위원장

주주를 중심으로 하게 되면 주주가 갖고 있는 주식이 여러 가지 종류주식일 수 있지만 그거 불문하고 그 사람이 갖고 있는 주식에 따라서...

○ 이현철 위원

가진 주식, 내포되어 있는 거 아니냐는 말씀이죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그래서 구체적으로는 정관에서는 아까 말한 것처럼 신주의 종류, 다양하게 발행할 경우에는 그거 표시하라고 되어 있으니까 ‘주식의 수에 따라서’ 하면 되겠네요.

○ 이현철 위원

그것만 써도 되겠네요. 이거와 맞춰가지고 표현을 통일시키는 게 좋겠네요.

- 권종호 위원
수에 따라서?
- 이현철 위원
예. ‘그가 가진 주식 수에 따라서’...
- 송종준 위원장
그러면 A종류의 주식을 갖고 있으면 A종류의 수에 따라서 주는 거고...
- 권종호 위원
나는 이게 그대로 있는 게 좋을 것 같은데.
- 이현철 위원
‘종류’를 넣는 게요?
- 권종호 위원
예.
- 이현철 위원
그런데 이거하고 표현이 안 맞아요.
- 권종호 위원
아까도 말씀드렸잖아요. 지금 사실 이 규정에 보면 종류주식이 다양화된다고 이걸 전제로 안 두고 사실 만들어진 규정인데 우리는...
- 송종준 위원장
이 규정은 그래요.
- 권종호 위원
그렇기 때문에 규정을 자주 이렇게 만들
- 어놓고...
- 송종준 위원장
그래요. 하하하! 정리를 명확하게 하시고...
- 이현철 위원
누가 보고 이거 다르냐고 이야기할 수 있으니까.
- 송종준 위원장
우리 그동안에 많이 발전했다고. 그러면 다시 5조에 수반한다는 얘기는 조금 법전에 담기는 좀 어려울 것 같은데. 수반하는 표현을 쓰나요?
- 이현철 위원
제목은 원래 법의 표제어는 일부가 아니니까 좀 더 명확하다는 의미에서 수반성이 어떨까 싶고요, 그대로 두는 게.
- 송종준 위원장
그런데 뒤에 ‘수반하여’라고 하는 게...
- 이현철 위원
‘수반하여’ 그 부분은 ‘주식과 함께’...
- 송종준 위원장
그러니까 ‘신주인수선택권은 주식과 함께 양도할 수 없고’...
- 권종호 위원
신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도

할 수 없다고 하면 되지 않나?

○ 이현철 위원

‘양도할 수 없다.’까지만 하면요, 그러면 주식만 양도하면 어떻게 되냐 이거죠. 그러면 주식과 분리해서 양도하면 어떻게 될 것인가 두 가지가 생기거든요. 그것만 양도할 수 없고 주식이 가면 따라 간다는 말을 쓰고 싶었어요.

○ 송종준 위원장

‘주식과 함께 양도하여야 한다.’ 이렇게 ‘함께’라는 표현을 쓰면 안 될까? 아니면 거기다 표제만 수반성을 쓰고.

○ 이현철 위원

예. 표제어는 쓰고.

○ 송종준 위원장

‘주식과 함께 양도하여야 한다.’로 하면 안 돼요? ‘양도된다.’가 안 되고.

○ 이현철 위원

‘양도하여야 한다.’면 양도를 안 하면 어떻게 됩니까? 의무로 해버리면. 자동적으로 양도되는 걸로 해야 되잖아요.

○ 송종준 위원장

여기서는 양도하는 경우죠.

○ 이현철 위원

그러니까 제가 하고 싶었던 거는 ‘하여야 한다.’ 하면 의무를 부과하는 것 같고요,

주주한테. 그게 아니고 ‘주식을 양도하면 그냥 당연히 양도된다. 별도의 어떤 조치 없이도’ 이런 표현으로 지금 생각하는데.

○ 이준식 검사

여기 종물에 대해서 민법에 ‘종물은 주물의 처분에 따른다.’ 이게 민법 100조에 있는데요. 신주인수권은 주식의 처분에 따른다든가 이렇게 하면 비슷한 걸로...

○ 이현철 위원

예를 들어서 그런 것도 있겠네요. 질권 설정이나...

○ 송종준 위원장

그런데 주물과 종물의 관계에서는 반드시 수반해서 양도하라고 하는 얘기지 처분하라는 얘기는 아니죠, 그게.

○ 이현철 위원

그렇죠. 별도로 할 수도 있죠, 당사자가.

○ 송종준 위원장

그러면...

○ 이준식 검사

‘주식과 분리해서 양도할 수 없다.’ 이러면 통상은 주식에 수반해서 양도된다고 다들 이해는 될 것 같기는 한데요.

○ 이현철 위원

그렇죠. 그런데 그러면 주식만 양도할 수 있느냐는 question이 나올 것 같아서요.

그러니까 신주인수선택권 양도를 안 했고.

○ 이준식 검사

‘신주인수선택권과 주식은 분리하여 양도할 수 없다.’ 이러면…

○ 이현철 위원

아, 좋은 말씀이네요.

그런데 ‘분리하여 양도할 수 없다.’ 그러면 주식만 양도하면 어떻게 되느냐? 당연히 따라간다.

○ 이준식 검사

‘수반한다.’는 안 들어가 있는데…

○ 이현철 위원

분리해서 양도할 수 없으면, 주식만 했을 때는 어떻게 할 거냐? 분리해서 양도를 못하는데, 분리해서 양도를 하면 그 효력은, 수반된다는 말은…

○ 권종호 위원

이 말은 자동적으로 간주한다고…

○ 이현철 위원

간주요, 간주. 맞습니다.

○ 권종호 위원

이야기가 다른데 약간, 위에 4조에 5항 있지 않습니까? 이게 1항에 의해서 ‘회사가 신주인수선택권은 지체 없이 소각하여야 한다.’라고 하니깐 어떠냐 하면 ‘소각하여야

한다.’고 그러면 소각하는 절차도 다 규정을 해주고 이래야 되겠고, 이것을 갖고 소각한 것으로 간주한다고 표현을 해야 맞다고 하는 사람도 있더라고요.

○ 이현철 위원

‘그러면 효력을 상실한다.’ 이렇게.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 저도 그 점을 얘기하려고 그런 건데, 굳이 시간 질질 끌고 이런 거 할 필요가 없다는 거죠. 거기서 또 분쟁이 생길 수…

○ 권종호 위원

그러니까. ‘실효한다.’ 선택권은…

○ 송종준 위원장

취득한, 강제취득하면 취득한 시점에 실효한다?

○ 권종호 위원

그러니까 취득한 즉시…

○ 이현철 위원

‘효력을 상실한다.’

○ 권종호 위원

그러면 이렇게 하고, 밑에도 그렇게 가야 된다는 소리잖아요, 그렇죠?

○ 이현철 위원

그러니까 의무가 아니라 자동으로…

○ 송중준 위원장

예, 맞습니다.

○ 권종호 위원

그러니까 그렇게 봐야 될 것 같아요.

그러면 ‘주식에 수반하여 양도된다.’라고 하면 그런 의미도 있죠?

○ 송중준 위원장

‘신주인수권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다. 이 경우 주식의 경우도 마찬가지다.’ 이렇게 쓰면 되나? 하하하!

○ 이준식 검사

‘신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다. 주식이 양도되면 신주인수권도 함께 양도되는 것으로 본다.’ 이렇게 하면 좀 반복되는 느낌이 없고.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그렇게 하면, 그렇죠? 그러면 효력규정도 완전히 명확하게 해결할 수 있겠네요.

○ 이준식 검사

2문으로 넣어도 되겠고요. 1문, 2문으로.

○ 권종호 위원

그래서 ‘신주인수권과 주식은 분리하여 양도할 수 없다’ 그리고…

○ 송중준 위원장

이 경우…

○ 이현철 위원

‘주식의 양도하면 신주인수권도 함께 양도된다’…

○ 권종호 위원

‘신주인수선택권도 함께 양도된 것으로 본다’

○ 이현철 위원

이렇게 하면 아주 명확하네요.

○ 이준식 검사

5조 2항에서 주주총회 결의랑 이사회 결의는 아무나 먼저 하면 되는 겁니까?

○ 이현철 위원

그렇죠. 이거는 아무거나 2개 중에 선택이니까. 이거는 둘 다 권한을 주는 거죠.

○ 이준식 검사

이사회가 무상소각할 수도 있고…

○ 송중준 위원장

주총을 열어서 무상소각할 수도 있고.

○ 이현철 위원

이게 일본에서 말하는 주주의 어떤 ‘shareholder will’ 그거를 반영하라는 거겠죠. 이사회가 설사 채택하더라도 ‘shareholder will’을 반영하라는 거죠.

○ 송중준 위원장

소각 부분에 관해서는 쉽게 열어주는 게

좋아요. 쉽게 할 수 있도록, 까다롭게 하는 거보다. 그래서 회사가 선택할 수 있도록 해 주는 것도 좋을 것 같고.

그러면 표제는 ‘수반성 및 무상소각’ 그 대로 규정을 두죠?

○ 권종호 위원

그러면 2항을 살리니까.

○ 송종준 위원장

7조의 등기사항 중에서 2항을 보면 1호에 ‘신주인주선택권 행사로 인해 발행할 주식의 총수’ 여기도 앞에 하고 좀 맞춘다면 ‘주식의 종류와 수’...

○ 이현철 위원

저당권은 이렇게 되어 있네요. ‘저당권은 그 담보한 채권과 분리하여 타인에게 양도하거나 다른 채권의 담보로 하지 못한다.’

이거는 양도하지 못하면 예를 들어 압류하는 것도 별도로 못한다고 봐야 되겠죠.

○ 송종준 위원장

저당권 자체에 대해서만.

○ 이현철 위원

주식인수선택권 자체에서...

○ 송종준 위원장

자체만 떼어서 처분할 수 없으니까.

○ 이현철 위원

예. 압류도 못한다고 봐야 되는 거죠.

○ 송종준 위원장

그리고 혹시 이것은 저건데.

2페이지 3조에, 신주인수선택권을 부여할 때 이사회에서 이리이러한 사항을 정하도록 되어 있잖아요. 이 이사회에 대한, 예컨대 일본의 지침에서도 그렇지만, 이런 것이 방어수단으로써 효력이 있기 위해서는, 내용은 말할 것도 없이, 내용기준은 앞에 나와 있고, 절차의 공정성, 합리성을 엄청나게 요구하는데, 우리나라의 입장으로 보면 일본하고 다른 형편인데, 이사회를 좀 통제하는 구성이라든가 이런 것을 여기다 넣는 것은 어떨까?

○ 이현철 위원

특히 상장법인의 경우에 사외이사가 4분의 1 이상, 대규모 상장법인은 과반수니까, 그러면 사외이사 전원으로 구성된 내부위원회...

○ 송종준 위원장

사외이사가 과반수인, 사실상 어려울 것 같아요.

○ 이현철 위원

그런데 2조원 이상 대규모 회사는 당연히 가능할 거고요. 사외이사를 과반수로 하는 게 가능할 거고요.

○ 송종준 위원장

그러니까 왜 제가 그 생각을 하느냐 하면, 이것을 무턱대고 다 한다는 생각을 불식시킬 필요가 있고, 제 생각은. 꼭 필요한

데만 이걸 쓰라고 하는 취지는 이것은 진짜 바람직한 견해라고 보거든요. 아무나 남용하지 마라는 얘기인데, 불을 보듯 남용할 소지가 있다는 거지. 앞에 부분은 추상적이지, 물론 법원의 판결이 기다리겠지만. 이것을 이사회가 위임받은 재량권으로 모든 것을 결정할 텐데, 이사회라는 것이 구성이 우리가 흔히 얘기하는 것처럼 객관성이나 회사 전체의 이익을 볼 때 거기서 판단하고 해야 될 텐데 어느 정도의 합리적인 기준, 절차의 객관성, 공정성 이런 것을 담보하는 장치를 둔다면 이런 우리나라의 지배구조도 개선해 주는 효과가 있지 않겠느냐, 정책적으로. 그런 규정을 둬으로써 아무나 못한다고 명백히 시장에다 알려준다고 하는 그런 것도 있어서.

○ 이현철 위원

그런 의미에서 만약에 이런 조치가 좀 너무 우리가 포이즌 필을 도입하는 거에 대해서 비난을 많이 희석시키는 측면에서 전원 사외이사로 구성된 위원회로 하는 게 사실은 효과는 있는 것 같아요. 과반수는 사실 사내이사 사람들이 참여하면, 왜냐 하면 미국의 special committee 있지 않습니까? special committee는 다 전원 사외이사거든요. 사내이사가 참여를 안 하거든요.

○ 송종준 위원장

그러니까 거기서 소유가 굉장히 낮은 5% 미만으로 분산이 되어 있기 때문에 사실 현존 경영자가 주인도 아니라고. 그렇기 때문에 진짜 외부의 사외이사로만 구성해서

도 객관적으로 보고 기업의 장래가치 이런 것을 판단할 수 있는데, 우리나라는 소유구조가 일단은 다수와 주주가 명백히 존재하고 있는 상태에서 그 사람들을 다 빼고 회사의 어떤 장래의 가치라든가 판단하기는 굉장히 어렵다는 얘기죠. 우리는 과반수조차도 형성이 되어 있지 않은 상황이거든요.

○ 권종호 위원

우리 이 변호사님 말씀하시니까 생각하는데 완벽하게 사회적으로 저항이 없으려면 전원 사외이사로 하고, 그 중에 두 명은 시민단체 대표로 하고요. 하하하!

○ 이현철 위원

원래는 회사가 이런 규정이 없다 하더라도 스스로 이거의 유효성을 제고하기 위해서 그런 어떤, 제가 회사를 위해서 counsel 한다면 그런 counsel할 것 같거든요. “이거 미리 그런 조치를 취하는 것이 회사 입장에서 나중에 법원에서 challenge 왔을 때 훨씬 유리합니다.”라고 할 건데, 만약에 이거를 규정을 하게 되면요. 두 가지 측면이 있습니다. 지금 말씀하신 정당성을 제고 하는 측면이 있고, 또 하나는 일종의 도피처를 줄 수도 있습니다.

○ 송종준 위원장

그렇겠죠.

○ 이현철 위원

이런 거만 거치면...

○ 송중준 위원장

거치면 다 합법적이다.

○ 이현철 위원

예. 절차적인 것은 완전히 safe이다. 이렇게 하는 면도 있기 때문에 일단 그거를 법에서 강제화한다면 상당히 좀 strong하게 해야 되지 않을까 싶은 생각은 들거든요.

○ 송중준 위원장

그러면 포괄적인 기준, 일반 기준을 설정한다든가, 어떤 공정성이라든가 객관성, 이사회가 판단할 때.

○ 이현철 위원

그거는 회사의 가치 및 주주 일반의 이익이라는 이상으로 넣기는 참 쉽지 않을 것 같아요. 그러니까 어떤 substance 측면에서는. 그리고 procedure를 법에 강제할 거냐? 강제를 한다면 예를 들어서 지금 감사위원회 같은 경우에 대규모 법인의 경우에 3분의 2니까 그거보다는 더 높아야 되는 게 아닌가 싶은 생각도 들고, 그렇거든요.

아니면 대규모하고 보통 상장법인 나눠서 보통 상장법인은 과반수, 대규모 상장법인은 전원 할 수 있는 것도 방법이고, 조금 이걸 하신다면 현재 인정되는 것 중에 가장 엄격한 거, 가장 엄격한 정도보다는...

○ 송중준 위원장

어떻게 이사회 구성에 대해서 좀 관여하는 게 좋을 것 같습니까? 그 부분에 관한 동의가 되어야 다음 단계도 생각해보든지

할 수 있겠죠.

○ 권종호 위원

이사회 사외이사 몇 명 더 같아야 되면 집행임원하고 똑같은 건데. 전경련 이런데 들고 일어날 것 같은데. ‘과반수를 하라’ 이러면...

○ 이현철 위원

그런데 도입하면서 비난이 많을 거니까요. 그거에 대한 아무런 보호장치가, 하나밖에 없거든요. 어떻게 보면 회사의 가치 및 주주 일반의 이익이라는 추상적인 기준 하나밖에 없기 때문에 비난을 고려한다면, 만약에 이사회에서 전원이 됐든 얼마가 됐든 그 절차를 거치라고 하면 이런 것도 있다고 해서 하는 면은 있겠죠.

그런데 실제로 사외이사가 평소에는 말을 잘 듣지만, 경영진하고 한편이지만 이런 적대적 M&A 상황, 1대 주주와 2대 주주가 다투는 상황이라면 굉장히 사외이사가 이걸 쥐고 있으니까 굉장히 중요한 역할을 할 수 있겠네요, 이 상황이 되면.

○ 이준식 검사

7조 1항은 회사가 신주인수선택권을 부여한 때라는 것은 정관에 규정한 때를 말합니까, 아니면 이사회 결의로 부여한 때를 말합니까?

○ 이현철 위원

이사회 결의를 부여한, 예. 정관은 ‘부여할 수 있다’라고만 되어 있고...

○ 이준식 검사

여기 등기의 효력은, 등기는 이사회 결의로 부여하고 행사하기 직전까지 등기가 의미가 있을 것 같은데요.

○ 이현철 위원

네, 그렇죠.

○ 이준식 검사

그 기간이 얼마 정도 됩니까? 통상?

○ 이현철 위원

보통은 생각해 보면 길지는 않겠죠. 우리나라 같으면.

○ 이준식 검사

이게 triggering event가 났을 때 부여하는 이사회가, 그 전에 정관에 도입해놓고요, 이사회 결의로 부여할 텐데, 그로부터 행사할 때까지의 기간은 그렇게 길지 않을 것 같은데...

○ 이현철 위원

길지는 않겠죠. 20일에서 60일...

○ 이준식 검사

통상 이거 등기기간 30일 정도니까 이게 공시기능을 제대로 못한다고 하면 그 앞에 쪽에서 어디든지 간에 이사회 결의를 할 때 적어도 3조 2항 정도에서는 이런, 2조 3항 각호에 따라서 이런 이사회 결의를 할 때는 그 결의내용을 공시한다든지 등기 이외의 방식으로 공시하고, 그에 대해서 또 아까

절차적인 내용인데 감사가 감사 의견을 한다든가 이런 절차적인 규정이 좀 들어가 주는 게 어떨까 싶습니다.

○ 이현철 위원

상법이니까 공시는 아마...

○ 이준식 검사

본점 소재지나...

○ 이현철 위원

그러니까 공고나 통지방식으로, 공고방식을 아마 취해야 되지 않을까 싶은데요, 상법에 따르면.

○ 이준식 검사

이거를 만약에 이사회 결의가 있으면 결의를 하게 된 이유를 설명해서 그 설명서를 본점에 비치하게 한다든가 이런 정도의 절차적인 규정이 좀 있어야 될 거 아니겠냐 싶기도 하고.

○ 이현철 위원

본점에 비치하게 하고요. 상장법인은 당연히 공시가 되어야 될 것 같아요. 수시공시사항으로 해서 당일이든 익일이든, 그렇죠? 최소한 익일공시사항 정도는 될 것 같거든요.

○ 이준식 검사

등기 부분은 그래서 좀 생각을 해봐야 될 필요가 있는 것 같은데, 이사회가 부여하기로 하고 난 뒤에 등기를 하는 게 사실

공시로써의 의미의 별로 없어 보이거든요.

○ 송종준 위원장

등기는 필요한 사람만 떼기 때문에, 그렇지 않죠?

○ 이현철 위원

그건 있겠죠. 그런데 안 할 수는 없을 것 같아요. 공고나 통지, 그리고 상장법인은 공시, 이런 것들은 다 들어가겠죠.

○ 송종준 위원장

그게 좀 여기서도 일본 지침에서도 보니까 사전공시의 원칙을 중시하고 있기 때문에.

○ 이준식 검사

어떤 식으로든지 이거 특이하게 하는 경우는 좀 사전에 공시하는 그거를 넣었으면 좋겠는데...

○ 송종준 위원장

그렇습니다. 그러면 앞에서 통지, 공고라고 하는 것은 신주인수선택권을 취득할 때, 그때 요구하고 있고, 부여했을 때 통지, 공고라고 하는 것이 되어 있네요, 그렇지요?

○ 이현철 위원

지금 현재는 행사하기...

○ 송종준 위원장

개시일...

○ 이현철 위원

여기 1항에서 부여하기로 결정하고, 그러면 2항이나 3항 정도에서 부여하기로 결정한 때는 그 사실을 그 내용과, 그렇지요? 아까 설명서까지 비치하고.

○ 이준식 검사

어떠한 경우에 이게, 하하튼...

○ 권종호 위원

일간지에 공고하도록 하죠.

○ 이준식 검사

일간지까지는 몰라도...

○ 이현철 위원

원래 공고방법이 회사 정관에 있으니까 정관에 있는 방법으로 공고하면.

그런데 상장법인 같은 경우에는 좀 다르게 특칙을 줄 수 있을 것 같아요.

○ 이준식 검사

지금 그런데 그게 아주 간단하게, technical하게 될 수 있는 게 542조의2에서 규정한 상장회사, 새로 들어오는 상장회사, 상법개정안 보내드렸잖아요? ‘그 상장회사의 경우에는 사외이사 몇 명으로 구성된 어디에서 도입을 의결하여야 한다’ 이런 것들 하나 넣는 게 아주 쉽게 될 수 있거든요. 그게 아니면 몇 조 몇 항에 규정하는 상장회사의 경우는, 자산 2조원 이상의 경우에는 사외이사가 어떻게 구성된 어디에서, 아니면 사외이사후보 추천위원회라는 것도, 기

껏 사외이사 하나 추천하는 것도, 사외이사를 과반수 이상 되고 이런 데서 하는 건데, 이건 더욱 중요한 거니까 이현철 변호사님 말씀대로 그 이상의 요건을 요구한다고 해서 크게 잘못된 거는 아닌 것 같습니다. 사외이사가 추천하는 것도 사외이사 추천위원회에서 하는데, 이 정도 회사 운명을 결정할 수 있을 만한 거라면 좀 더 사외이사가 많은 감사위원회 수준 정도...

○ 이현철 위원

현재 지금 공정거래법에서 출자총액제한 물론 앞으로 폐지 될 거지만 출자총액제한 면제를 받으려면 사외이사후보 추천에도 전원 사외이사로 구성해야 되고요. 내부거래위원회도 전원 사외이사로 구성해야 되거든요.

○ 송종준 위원장

그러니까 그게 일종의 정부 전체의 범정책 방향이라고 보거든요. 너무 말을 안 들으니까. 그래서 지배구조 개선효과가 없다고. 그래서 큰 걸 주고 그걸 이용하려면 그런 시스템을 이용하라고 하는 것이 큰 흐름 같아요.

○ 권종호 위원

그런데 지금 방금 말씀하신 대로 그러면 우리 이사회의 결의로 하도록 하면 542조의 2의 적용을 받는 상장회사는 거기서 총 이사 중에 반수 이사가 사외이사이고 그런 조건에 해당, 그와 같은 이사에서 결의할 거 아닙니까?

○ 이준식 검사

그 부분에서 정확하게 제가 조문을 특정 못했는데 ‘542조의 12 정도 되면 감사위원회 파트, 감사위원회에서 어떤 회사의 경우는, 아니면 전체 상장회사의 경우에 사외이사가 3분에 2 이상으로 구성된 이사회에서 이 사항을 결정하여야 한다’ 이런 식의 규정을 넣는 것은 아주 무리한 내용은 아닌 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그러면 그 규정을 여기다 두는 것이 아니라 상장회사편에 해당의 조항을 하나 집어넣어서 거기서 이렇게 하도록 하면 안 될까요?

○ 이준식 검사

여기다 넣는 게 좋겠습니다.

○ 송종준 위원장

여기다 넣는 게 좋아요?

○ 이현철 위원

그러니까 결의를 이중으로 다 하라는 말씀이죠? 위원회에서도 하고 이사회에서도 하고.

○ 이준식 검사

추인을 받게 하든지 어떤 방식이 되든 간에...

○ 송종준 위원장

개정 상법상으로 위원회의 결의는 이제

는 중국적이예요.

○ 이현철 위원

그렇죠. 보통 일반적으로는 그렇죠.

○ 송종준 위원장

지금은 이사회에서 번복시킬 수 있으니
까 그거를 고려해서 개정법에서는 원래 그
렇게 하기로 했던...

○ 권종호 위원

아니요. 감사위원회의 결의만 그렇겠죠.

○ 이준식 검사

감사위원회겠죠.

○ 권종호 위원

그래야 되죠. 소수가 결정한 게...

○ 송종준 위원장

감사위원회.

○ 권종호 위원

감사위원회만 번복 못하도록.

○ 송종준 위원장

이사회 결의도 다 그렇게 하기로 했을
텐데.

○ 권종호 위원

아니예요. 감사위원회만 이사회에서 번
복을 못했어요. 하는 거고 나머지는...

○ 이현철 위원

그런데 위원회에서 승인을 받게 하는 건
좋은데요. 다른 건 다 지금 주식의 발행에
관한 사항이거든요, 일반적으로 보면. 주식
발행에 관한 사항을 위원회에만 다 맡기고
이사회는 더 이상 번복하는 권한만 가지고
있다는 건 상법 체계에는 안 맞는 것 같아
요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그러니까 이사회에서 결의하는 게 원칙
이고, 다만 상장법인의 경우에는 이런 사외
이사의 승인도 별도로 받도록, 사외이사로
구성된 위원회의 승인을 받도록 하는 게,
추가로 이렇게 하는 게 원래 맞는 것 같은
데요.

○ 권종호 위원

이사회 결의 plus 사외이사의 과반수
이상의 찬성? 그렇게 되어야 되나?

○ 송종준 위원장

이사회 결의 plus 사외이사들만 모아
놓은 과반수?

○ 권종호 위원

그렇게 하나?

○ 송종준 위원장

보통 사외이사는 이사회 전체를 구성원

으로 본 것 같은데, 그렇죠?

○ 권종호 위원

그래야 될 것 같은데.

그런데 우리가 방어수단을 도입하기 위해서 지금 우리 2조원 이상보다 더 요건을, 그와 같은 회사만 이사회 결의로 할 수 있다. 그러니까 이사 중에서 사외이사가 4분에 3 이상인 회사의 경우에만 이거를 도입할 수 있다고 하는 것은 너무...

○ 송종준 위원장

4분에 3은, 나는 과반수 정도만 해도 괜찮은데...

○ 권종호 위원

지금 2조원이 넘는 회사는 이사가 과반수 이상이 되도록 되어 있어요, 지금 현행 규정에. 그러니까 자동으로 이사회 결의를 하라고 그러면 상장회사 2조원이 넘는 회사는 사외이사가 구성되도록 그렇게 결의를 한 다니까.

○ 이현철 위원

그런데 미국의 special committee는...

○ 권종호 위원

그렇게 할 거냐, 말 거냐...

○ 이현철 위원

이사회가 모이지 말고, 모임은 따로 있고, 그 사람들만 모여가지고 자기들끼리 토의해서 결의하라는 거니까요. 인원수도 중요

하지만 자기들끼리 모여서...

○ 권종호 위원

그게 바로 일본의 특별이사제도거든요. 이사회 결의하는데 특별한 애가 반드시 결의에 참여하도록 해야 하는데, 우리도 보면 과반수로 하는데 그 중에서 사외이사 찬성자가 사외이사의 몇 % 이상, 이사회 결의 중에서 사외이사가 과반수 이상 찬성을 해야 되는 것으로 하든지 그런 식으로 해야...

○ 이준식 검사

6시 반부터...

○ 송종준 위원장

갑시다.

그러니까 조금 그게 생소해서 그래요.

○ 이현철 위원

또 위원회를 그 당시에 그거를 위한 특별위원회를 만들어서 구성해서 거기서...

○ 송종준 위원장

이사회 위원회를 구성하도록 유도한다든가...

○ 이현철 위원

그 위원회의 과반수...

○ 송종준 위원장

하나의 시스템으로 해줘야 된다는 거지, 복잡하니까.

아니면 이사회 결의의 과반, 내가 볼 때 과반

수 정도면 형식상으로 괜찮지 않을까 싶은데, '3분에 2 이상을 사외이사로 해야 된다.' 이렇게 하게 되면 이미 적용되는 회사는 아무런 문제도 아닌 거고, 다른 일반적인 회사에 대해서도 기업 지배구조 조금 유도하는 그런 효과도 조금 있지 않겠냐 싶은

느낌.

아유, 오늘 여기까지 합시다. 우리 안 교수님 준비 엄청나게 하셨는데, 하하!

(산회 18시 00분)

10. 제6차 소위원회 회의

- 구 분** 「경영권 방어법제 개선위원회」 제6차 소위원회
- 일 시** 2008. 9. 30.(화) 15:00 ~ 18:00
- 장 소** 서울중앙지검 6층 소회의실
- 참 석 자** ○ 위원장 송중준
○ 권중호, 이현철, 안수현 위원
- 법무부 검 사 이준식
공익법무관 이병주
- 토의사항** ○ 신주인수선택권 법안 논의 4
- 기타사항** ○ 차회 회의에서 논의 계속하기로 함

제000조의2 [신주인수선택권] ① 회사는 정관이 정하는 바에 따라 이사회회의 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라서 미리 정한 가액 (이하 "신주인수선택권 행사가액"이라 한다)으로 정해진 행사기간 (이하 "신주인수선택권 행사기간"이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리 (이하 "신주인수선택권"이라 한다)를 부여할 수 있다.

② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.

③ 제1항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에는 다음 각호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻
2. 신주인수선택권에 의하여 발행할 수 있는 신주의 종류 및 발행한도
3. 회사가 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득할 수 있도록 허용하는 경우에는 그 취지

④ 회사는 제3항에서 규정하고 있는 신주인수선택권에 관한 정관의 규정에서 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 신주인수선택권의 발행에 있어 다음 각호의 사항을 정할 수 있다는 내용을 기재할 수 있다.

1. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻
2. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

⑤ 회사는 제4항에서 규정하고 있는 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 신주인수선택권 행사가액을 신주인수선택권의 부여일 또는 행사일을 기준으로 한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.

제330조 (액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제000조의2의 경우에는 그러하지 아니하다.

제000조의3 [신주인수선택권의 부여]

① 회사가 주주에게 신주인수선택권을 부여하는 때에는 이사회는 다음의 각호의 사항을 정하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻
2. 신주인수선택권 부여의 효력발생일
3. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
4. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항

5. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건
6. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위
7. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 기타 별도의 행사내용을 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위

[상장법인의 경우 사외이사의 별도 승인?]

- ② 제1항 제2호의 효력발생일 현재 주주는 신주인수선택권자가 된다.
- ③ 회사는 제1항 소정의 이사회결의일로부터 7일 이내에 제1항 소정의 이사회결의의 내용을 주주에게 통지 또는 공고하여야 한다.

제000조의4 [회사에 의한 신주인수선택권의 취득 (유상소각)]

- ① 회사는 000조의2 제3항 제3호 소정의 정관 규정에 의하여 신주인수선택권을 취득하고자 하는 경우 제000조의3 소정의 신주인수선택권에 관한 이사회결의에서 다음 각호의 사항을 정하여야 한다.
 1. 일정한 사유가 발생한 경우 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 회사가 취득할 수 있다는 뜻
 2. 신주인수선택권의 취득대가로 주식을 교부하는 경우에는 주식의 종류 및 수 또는 그 산정방법
 3. 신주인수선택권의 취득대가로 주식 이외의 금전 기타 재산을 교부하는 경우에는 그 구체적인 내용
- ② 제1항에 따른 회사에 의한 신주인수선택권의 취득은 제1항 제1호 소정의 일정한 사유가 발생한 날에 자동적으로 효력을 갖는다. [별도 이사회결의를 요할 것인지?]
- ③ 회사는 제1항 제1호 소정의 일정한 사유가 발생한 경우 지체없이 신주인수선택권자에 대해 당해 사유가 발생한 사실을 통지 또는 공고하여야 한다.
- ④ 제1항에 의하여 회사가 취득한 신주인수선택권은 취득과동시에 효력을 상실한다.

제000조의5 [신주인수선택권의 수반성 및 무상소각]

- ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.
- ② 신주인수선택권이 부여된 이후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 함께 이전된다 것으로 본다.
- ③ 회사는 신주인수선택권의 행사 이전까지는 주주총회의 결의 또는 이사회결의로

써 신주인수선택권을 무상 소각할 수 있다.

제000조의6 [신주인수선택권의 행사] ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 이사회 결의에서 정한 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 신주인수선택권 행사 가액의 전액을 납입하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 신주발행의 방법에 의한 신주인수선택권을 행사한 경우 납입기일의 다음 날로부터 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항, 제355조의 규정을 준용한다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사에 대하여 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있다.

제000조의7 [신주인수선택권의 등기] ① 회사가 신주인수선택권을 부여한 때에는 동 부여일로부터 2주간내에 본점의 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 등기할 사항은 다음 각호와 같다.

1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수
2. 신주인수선택권의 행사가액
3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사 조건

③ 신주인수선택권의 행사로 인한 변경등기는 신주인수선택권을 행사한 날이 속하는 달의 말일부터 2주간내에 본점소재지에서 이를 하여야 한다.

제000조의8 [준용규정] 제424조, 제429조의 규정은 신주인수선택권 부여의 경우에 이를 준용한다.

(개회 15시 05분)

하는 느낌도 있습니다.

[신주인수선택권 법안 논의 4]

○ 이현철 위원
네.

○ 송종준 위원장

그러면 오늘은 ‘신주인수선택권 초안’에 대해서 먼저 검토를 하도록 하겠고요.

가급적인 그동안 여러 가지들을 많이 논의를 해 왔고 이런 내용들이 빠짐없이 가감이 되어서, 사실상 마무리를 좀 지었으면

○ 송종준 위원장

이 colorful한 것은 권 교수님이 수정하신 거예요?

○ 권중호 위원

네.

○ 송중준 위원장

그럼 이 두개를 수정해서...

○ 이현철 위원

그 중에 파란 건데, 제가 같이 보면서 한 번 말씀을 드리면 어떻겠습니까?

○ 송중준 위원장

아, 그러시겠습니까?

○ 이현철 위원

예, 제가 나눠드린 9월 23일, 그거 하고 권 교수님이 주신 거 하고 같이 보시면서 말씀하면 될 것 같습니다.

000조의2 1항에서는 지난번에는 ‘무상으로’라는 표현이 있었습니다. ‘회사는 무상으로 부여할 수 있다.’ 이렇게 되어 있었는데, 일단 지난번에 우리 회의에서 나온 의견들은 ‘무상으로’를 삭제했습니다. 그냥 ‘부여할 수 있다.’ 이렇게 하고, 그 ‘무상으로’라는 내용은 2항으로 갔습니다. 그래서 지난번에 회의할 때 이 경우 ‘무상으로 하여야 한다’ 이렇게 이제 일단 말씀이 됐는데, 법전에서 ‘무상으로 하여야 한다’ 이게 조금 법률상 용어가 좀 어떨까 해서, 제가 표현을 ‘회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다’ 이렇게 ‘무상으로 하여야 한다’는 표현을 이렇게 한 번 정리를 해 봤습니다.

그래서 이걸 반드시 무상으로 해야 된다

는 취지이고요, 2항은.

그리고 3항에서 ‘주주에게 신주인수선택권을 무상으로 부여할 수 있다는 뜻’, 이것도 이제 그냥 ‘무상으로’를 뺐습니다. 반드시 ‘무상’이 원칙이기 때문에, ‘무상’이 ‘의무’이기 때문에 그걸 뺐고.

2호에서는 권 교수님께서 ‘신주인수선택권의 행사에 의하여’ 이것은 ‘행사’를 넣는 것이 더 좋을 것 같습니다. ‘신주인수선택권의 행사에 의하여 발행할 수 있는 신주의 종류 및 발행한도’ 이렇게 지금 포함이 되어 있습니다.

‘발행’은 빼도 될 것 같습니다. ‘신주의 종류 및 한도’ 이렇게 하면 어떨까 싶네요.

○ 송중준 위원장

‘발행할 수 있는 신주의 종류 및 한도’지. ‘발행’이 있으니까요.

○ 이현철 위원

예, ‘발행’이 있으니까, 겹치니까 ‘발행’을 빼도록 하겠습니다.

○ 송중준 위원장

네.

○ 이현철 위원

그 다음에 3호에서는 지난번, 이걸 이제 취득에 관한 조항인데 일단 ‘강제’라는 표현을 뺐습니다. ‘강제’라는 표현이 법률상으로 적절하지 않다고 지난번에 말씀해 주셔가지고 ‘강제’를 뺐고, ‘회사가 전부 또는 일부를 취득할 수 있도록 허용하는 경우에는 그

취지’, 이렇게 했습니다.

지금 권 교수님 코멘트에 보시면 ‘취득할 수 있도록’을 ‘취득하는 것을’ 이렇게 되어 있는데요. 약간 표현상의 차이인 것 같습니다. 의미는 같은 것 같은데.

그래서 그 부분은 문구 정도의 문제인 것 같습니다.

○ 권종호 위원

그 2항도, 2호 같은 경우는 어떻게? ‘신주인수권에 의해서 발행할 수 있는’...

○ 이현철 위원

이거 ‘행사’를 포함하는 게 좋을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

‘신주인수선택권의 행사에 의하여’ 그렇게.

○ 이현철 위원

예, ‘신주인수권의 행사에 의하여’.

그 다음에 3항은 지금 변한 게 없습니까. 4항으로 그냥 바뀐 거 이외에는 변한 게 없고요.

그 다음에 제 버전을 보시면 4항으로 하면서, 이게 결국은 차별적 취급에 관한 조항입니다. 차별적 취급에 관한 조항인데, ‘회사의 가치 및 주주 일반의’, 지난번에 저희가 논의한 대로 ‘주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여’ 이렇게 표현을 조정했고.

그리고 1호, 2호는 다 차별적으로, 1호는 아예 ‘부여를 하지 않을 수 있다’, 2호는 ‘행사 조건을 달리할 수 있다’라는 게 이제

1호, 2호로 차별적 취급으로 들어갔고.

그리고 지난번 저희들이 논의한 대로 결국 이 경우에는 5항으로 별도 조항을 만들어가지고 ‘실질가치나 권면액에 미달하는 가액으로 할 수도 있다’라는 이야기를 5항으로 별도 조항으로 나와 있습니다.

그래서 5항에 보시면, 지난번에는 3호로 있던 것이 지금은 5항으로 조정이 됐습니다.

그래서 ‘4항에 규정하고 있는 정관의 규정에 따라서 신주인수선택권을 부여하는 경우에는 부여일 또는 행사일을 기준으로 한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여서 부여할 수 있다.’ 이렇게 돼 있습니다. 그리고 ‘이 경우 417조를 적용하지 않는다’ 417조는 주식 액면 미달발행에 관한 조항입니다. ‘417조 적용하지 않는다’

그리고 330조가 이제 액면미달발행을 원칙적으로 금지하는 조항이 330조인데. 그 330조, 현행 330조에는 ‘주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 417조의 경우에는 그러하지 아니하다.’ 이렇게 되어 있는데, 이것을 ‘000조의2’를 포함을 했습니다.

○ 송종준 위원장

그럼 5항에서, 2조 5항에서 표현은 전에 한 것을 지금 그대로 옮겨 놓으신 거죠. 그리고 거기 표현상...

○ 이현철 위원

네. 5항은 이전에 3호를 그냥 옮겨 놓은 겁니다.

○ 송중준 위원장

‘적용하지 아니한다’ 이렇게 끊어서 하신 거죠.

○ 이현철 위원

네, 지난번에는 그게 4항으로 있던 건데요. 4항으로 있던 것을 지금.

○ 송중준 위원장

그 두 번째 줄에, 5항에 두 번째 줄에 ‘신주인수선택권 행사가액’ 중간에 ‘의’라고 하는 말을 넣지 않고 이렇게 길게 쓰는 것이 좋을까요?

○ 이현철 위원

이 정의가 이제 위에, 1항에 보시면 ‘신주인수선택권 행사가액’ 해서요.

○ 송중준 위원장

아, ‘행사가액’, 저렇게 써 놨구나. 그렇군요.

○ 이현철 위원

정의로 지금.

○ 송중준 위원장

이것을 그러면 1항의 괄호를...

그거 굉장히 기네. ‘행사가액, 행사기간’이라 한다.’

○ 이현철 위원

그냥 그러면 ‘행사가액’, ‘행사기간’.

○ 권중호 위원

그냥 두면, 그러니까 ‘행사가액’이 맞을 것 같은데.

○ 송중준 위원장

아니, ‘행사가액’은 맞는데.

○ 이현철 위원

앞에 ‘신주인수선택권’이라는 말을 정의해서 붙일 것이냐, 아니면 그냥 ‘행사가액’이라고만 할 것이냐, 그런 문제가 있겠네요.

○ 송중준 위원장

‘신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사가액’ 이렇게 하면 어떨까요? 왜냐하면 ‘신주인수선택권’이라는 말이 계속 나오니까.

○ 이현철 위원

네, 네.

○ 송중준 위원장

그래서 ‘회사는 제4항에서 규정하고 있는 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사가액’ 하면 ‘신주인수선택권’밖에 없잖아요. 그렇죠?

○ 이현철 위원

네. 명확한 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

그래서 ‘그 행사가액’

그리고 뒤에도 ‘신주인수선택권’ 부분도

계속 ‘그’라고 하면 안 될까요? ‘그 부여일 또는 행사일을 기준으로’...

○ 이현철 위원

네. ‘그 부여일’.

○ 송종준 위원장

예, 예.

권 교수님 어때요?

○ 권종호 위원

지금 내가 어디인지를 잘 찾지를 못해서.

○ 이현철 위원

제 version에 1페이지 밑에, 5항에.

○ 송종준 위원장

이현철 위원님이 하신 자료를 갖고 하는 거예요.

여기서 지금 권 교수님이 한 것을 다 같이 반영하고 있기 때문에.

○ 권종호 위원

같이 보고 있는데.

○ 송종준 위원장

5항에.

○ 권종호 위원

5항에 ‘회사는 제4항에서 규정하고 있는 정관의 규정에 따라...’

○ 송종준 위원장

문구를 조금은 이제, 똑같은 말이 많이 들어간 경우를 가급적이면...

○ 권종호 위원

‘신주인수선택권 행사가액을 부여일 또는...’, 아, 이 말어요?

○ 송종준 위원장

그것을 ‘신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사가액을 그 부여일 또는 행사일을 기준으로 한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다.’ 그렇게 하게 되면 이제 자꾸 같은 말이 반복되지 않고 사용을 해서...

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 이병주 공익법무관

위원장님, 혹시 저번 회의 때 ‘그’라는 표현이 영어식 표현이라고 해서 좀 쓰는 것을 자제하신다고 위원님들께서 말씀을 하시지 않으셨나요? 그렇게 들었던 것 같은데.

○ 안수현 위원

이사 협의회할 때 ‘그 이사’ 그러지 않나요?

○ 송종준 위원장

그 이사?

○ 안수현 위원

그래서 ‘그’라는 표현은 잘 안 쓴다고. 그거는 외국의 표현...

○ 송종준 위원장

‘그 이사’라고 할 때는. ‘그 이사’...

○ 이현철 위원

그런데 예를 들어서 상법에 340조 보니까 ‘기명주식을 질권의 목적으로 하는 경우에 회사가 질권설정자의 청구에 의하여 그 성명과 주소를’ 이렇게 ‘그’가 쓰이고 있습니다. 그러니까 그것은 그냥...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 확일적으로 볼 필요는 없을 것 같고.

○ 이현철 위원

335조의7에도 ‘그 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로’ 이러한...

○ 송종준 위원장

‘그’를 안 쓰고 똑같은 용어를 반복하면 그것도 좀 우습잖아요.

괜찮은 것 같아요.

○ 권중호 위원

아니, 그런데 여기 ‘그 행사가격’하고 ‘부여하는 경우에 신주인수선택권 행사가격’ 하고 했을 때, 위에 정의도 물론 그렇지만, 그보다는 그냥 그대로 써도 괜찮을 것 같은 느낌이 확 드는데.

○ 송종준 위원장

이게 말이 너무 길고, 같은 단어가 계속 나오니까. 그래서 그런 거죠.

○ 이현철 위원

그러면 앞에 정의가 필요 없겠네요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그러니까.

○ 이현철 위원

따로 정의를 할 필요가 없고, 그냥.

○ 송종준 위원장

예, 예.

○ 이현철 위원

‘미리 정한 가액’으로 괄호는 다 지워버리고.

○ 송종준 위원장

아니면 1항에서 ‘미리정한 가액 (이하 “행사가액”이라 한다)’ 앞에 행사가액이라는 표현이 없으니까 그것만은 그냥 ‘행사가액이라 한다’ 이렇게 하고, 뒤에 ‘정해진 행사기간’은 따로 ‘행사기간이라 한다’ 할 필요가 없는 거죠. 그냥 ‘행사기간’이라는 용어를 그대로 쓰면 될 거 아니에요. ‘이하에’ 이 표현을 빼도 ‘정해진 행사기간 내에 회사에 대해서 신주 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)’ 이것은 좋은 표현이죠.

그래서 ‘미리 정한 가액 (이하 “행사가

액”이라 한다)’라고 하나만 정해 놓으면 뒤에서 ‘행사가액’이 나오기 때문에 이것을 받아서 하는 것이구나, 이렇게 이해가 될 수 있을 것 같은데요.

○ 안수현 위원

여기서 1항에서 ‘정해진 행사기간’이라고 할 때는 상식적으로 사전에 정해진 거는 빼놨지만, 여기는 어떻게 보면 ‘사전’이라는 의미를 조금 명확하게 할 필요가 있는데. 저희가 옵션은 늘 사전에 행사까지 행사기간이라고 하는데, 여기서는 ‘정해진’이라고 써 있으면 혹시나...

○ 이현철 위원

‘미리’를 넣자는 말씀이신가요? ‘미리 정해진 정한가액으로’...

○ 안수현 위원

‘미리 정해진 행사기간’ 이렇게 읽을 수도 있기 때문에...

○ 이현철 위원

‘미리 정한 가액으로’...

○ 안수현 위원

‘정해진 행사기간’.

○ 이현철 위원

‘정해진 행사기간’, 예.

○ 안수현 위원

‘미리’를 ‘사전에’라고 하는 것보다, ‘미

리’라고 하는 게...

○ 이현철 위원

‘미리’를 한 번 더 쓰자? ‘미리 정한 행사기간’.

○ 안수현 위원

‘미리’라는 말이 조금 어색한 것 같아서 ‘사전에’.

○ 이현철 위원

‘사전에’...

○ 안수현 위원

‘미리 정한 가액으로’ 거기에 이어서 ‘미리 정해진 행사기간’이나, 아니면 ‘미리 정한 가액으로 사전에 정해진’...

○ 송종준 위원장

뒤에서 ‘정해진 행사기간’ 앞에 그 표현이 안 붙으니까 조금 보는데 헛갈릴 수도 있겠다. ‘미리 정한 가액으로 미리 정한 행사기간’.

○ 이현철 위원

‘미리 정한’을 두 번 쓰자는 말씀이신가요?

○ 송종준 위원장

‘미리 정한 가액으로’...

○ 이현철 위원

‘미리 정한 가액으로 미리 정해진 행사

기간' 이 말인데...

○ 송종준 위원장

조금 부자연스럽기는 한데, 두 번 쓰니까.

○ 이현철 위원

그걸 이제 한 번에 쓸 수 있는...

○ 안수현 위원

‘미리 정한 가액과 행사기간 내에’, 그러니까 ‘으로 정해진’을 빼버리면 그냥 ‘미리 정한 가액과 행사기간’, 그러면 ‘미리 정한 가액’, ‘미리 정한 행사기간’으로 연결되지 않겠나요?

○ 이현철 위원

그런데 ‘내에’로 하면 앞에 ‘가액’이 연결이 안 되잖아요.

○ 송종준 위원장

‘내에’가 있으니까. ‘내에’는 기간에 따라는 거고.

○ 이현철 위원

‘미리 정한 가액 및 행사기간 내에’ 하면 ‘가액’으로 되는데.

○ 권종호 위원

‘미리 정한 가액으로’...

○ 안수현 위원

‘미리 정한 가액과 행사기간 내에’.

○ 송종준 위원장

‘미리 정한’이 꾸미는 것은 ‘가액과 행사기간’ 양쪽 다 해당이 되죠?

○ 이현철 위원

그렇죠. 그건 다 꾸미죠.

○ 송종준 위원장

그러면 ‘수에 따라서 미리 정한 가액으로 가액과 행사기간 내에’.

○ 이현철 위원

그러니까 ‘미리 정한’ 꾸며지는데 뒤에 ‘내에’가 이제...

○ 송종준 위원장

그렇지. 그게 걸려서 지금. ‘미리 정한 가액으로’, ‘미리 정한 행사기간 내에’...

○ 이현철 위원

그러면 ‘미리’라는 말을 뒤에를 빼도 이게 옵션은 당연히 이렇게 해석하지 않나?

○ 안수현 위원

그런데 처음에 정해진 경우도 실제 있거든요.

○ 이현철 위원

행사기간이?

○ 안수현 위원

네, 그러면 그거는 그냥 bonus 형태를 아무나 가져다가 하는 건데, 사전에 정한다

는 거는 조건이 충족될 때만 사람이 정할 수 있고.

○ 이현철 위원

그런데 여기는 그건 있거든요. 000조의3 1항을 보시면 이사회에서 부여할 때 이사회 결의내용으로 행사기간이 정해지도록 되어 있지요. 5호에 보시면요. 그래서 ‘부여하는 때에는 이사회에서 이 사항을 정하여야한다.’ 이렇게.

○ 송종준 위원장

‘행사기간도 정한다.’

○ 이현철 위원

네. 행사기간도 정해야 하는 거죠.

○ 안수현 위원

미리 하는 걸로 지금 되어 있는 거죠. 저는 그냥 조금 명확히 해야 될 필요, 혹시나 그런 경우도 있을 수 있을 것 같아요. 사후에 가격도 정하는 경우가 있어서, 사후에 한 가지만 정확히 맞추면 그러한 경우에는 사전에 조건 없이 언제나 충족되는 경우를 일부러 만드는 경우가 발생할 수 있어서.

○ 권종호 위원

단순히 국어학적으로 하면, ‘행사기간이 정해진’ 이런 의미는…

○ 송종준 위원장

안 쓰지, ‘회사가 정한’이라고 ‘한’으로

해야지. 위에는 가액은 정하고, 기간은 정해진, 수동형으로 쓰면 좀 이상하죠.

○ 이현철 위원

그러네요.

○ 송종준 위원장

다 능동형으로 써야죠.

그러면 혹시 이렇게 바꾸면 어떨까? 순서를 바꾸면 어떨까? ‘미리 정한 행사기간 내에’ 이것도 마찬가지네.

○ 이현철 위원

‘일정한 가액으로’, 그렇게 하면 ‘일정한 가액으로’일 텐데, 그렇죠?

○ 송종준 위원장

‘미리 정한 가액으로’.

○ 이현철 위원

지금 안 교수님 코멘트하신 것은 뒤에 제000조의3 1항으로 커버를 할 수 있기는 할 것 같은데요. 미리 이사회에서 정하라고 요구하는 것이니까, 행사가액이나.

○ 안수현 위원

행사를 붙이실 때요, 이제 사전에 한다는 의미는 특히 000조의3에 의해서 명확히 어떻게 하겠다…

○ 이현철 위원

‘미리 정한 행사기간 내에 일정한 가액으로’ 그게 더 표현이 좀 자연스럽네요. 그

렇죠? ‘미리 정한 행사기간 내에 일정한 가액으로 회사에 대하여 신주의 발행을 할 수 있다.’ 이렇게 하는 것이 좀 표현상으로는 더 자연스러운 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그렇죠, 뭐. 바꾸는 방법도 있는데.

○ 권종호 위원

그러면 ‘미리 정한 가액으로 일정한 행사기간 내에’ 그것도 뭐...

○ 송종준 위원장

그게 원래 ‘가액’이 사실은 앞에 나오는 게...

○ 이현철 위원

앞에 나오는 게 더 자연스러운 거죠.

○ 송종준 위원장

네. 앞에 나오는 게 자연스러운 거죠.

○ 권종호 위원

네. 그럼 ‘미리 정한 가액으로 일정한 행사기간’.

○ 이현철 위원

‘소정의 일정한’...

○ 권종호 위원

그것도 똑같은 것 같은데, 차라리 그냥 한다면 말을 이렇게 하는 게...

○ 송종준 위원장

‘일정한 행사기간’이라고 하지 말고 ‘일정한 기간 내에’.

○ 이현철 위원

‘기간 내에’ 그러네요.

○ 송종준 위원장

그리고 괄호하고 이하 ‘행사기간이라 한다.’ 하면 되네.

○ 이현철 위원

앞에는 ‘행사기간’이라는 표현 안 썼으니까 그러네요.

○ 권종호 위원

‘미리 정한 가액으로 일정한 기간 내에’.

○ 송종준 위원장

이하 ‘행사기간이라 한다.’ 이렇게 하면 되겠지 않습니까?

○ 이현철 위원

네, 좋네요.

○ 송종준 위원장

안 교수님은 이렇게 하면 되겠어요? 그 정도?

○ 안수현 위원

네, 저는 좋습니다.

○ 송종준 위원장

그러면 작문이 좀 된 것 같네.

그러면 3조는...

○ 이현철 위원

3조는, 지난번에, 제목을 ‘부여’로 2조하고 맞췄습니다. ‘부여’라고 해서 맞췄고. 원래 1호에 ‘무상으로 부여한다는 뜻’ 이렇게 들어 있었는데, 이것을 ‘무상’이라는 표현은 이제는 안 쓰기로 했으니까 ‘주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻’ 이렇게 바꿨고요. ‘부여의 효력발생일’은 그대로 있고.

그 다음에 3호는 그대로입니다. 4호도 그대로입니다. 5호도 그대로고.

그 다음에 6호하고 7호는 이제 지난번에는 그게 2항으로 별도로 있었는데, 이게 2항에 있던 것을 같은 항, 1항 안에 다 넣었습니다. 그래서 ‘이렇게 하는 때에는 그 취지 및’ 그러니까 ‘일부주주에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위’, 그다음에 ‘행사를 제한하거나 기타 행사내용을 별도로 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위’라고 해서 지난번에 1항과 2항으로 별도로 있던 것을 한개 항으로 합쳤습니다.

이건 왜냐 하면 굳이 구분할 필요 없지 않은가, 어차피 어떤 경우에 이렇게 할 수 있다는 것은 2조에서 나와 있고, 3조에서는 이사회 결의에서 정할 사항을 규정하게 되어 있는데, 이런 걸 차별적으로 취급하게 된다면 그 내용을 이사회에 결의해서 정하라고 이렇게 되어 있기 때문에 굳이 나누지

않아도 되지 않을까 해서 제가 합쳐 봤습니다.

그리고 지난번에 논의 되었던 상장법인의 경우에 사외이사의 별도 승인을 요구할 것이냐? 이것은 지난번에 논의하다가 결론이 아직 나지 않은 것 같아서 일단 오픈으로 놔뒀고요.

그 다음에 2항은 지난번에 논의됐던 겁니다. 그래서 신주인수선택권을 이제 이사회에서 부여한다면 효력발생일을 정하는 경우에, 그러면 그 효력발생일의 의미가 뭐냐에 대해서 지난번에 논의를 했었는데, 그래서 ‘효력발생일 현재의 주주가 신주인수선택권자가 된다’ 그렇게 제가 wording을 만들어 봤습니다.

권 교수님이 주신 것에서 3페이지를 읽 부분을 보시면, 여기에는 ‘신주인수선택권은 효력발생일 현재의 주주에게 부여된다’ 이렇게 지금 되어 있습니다.

○ 송종준 위원장

그리고 3항은?

○ 이현철 위원

3항은 이제 ‘이사회 결의를 하게 되면 7일 이내에 이사회 결의내용을 주주에게 통지하거나 공고하여야 한다.’ 이걸 알려야 되는 거 아니냐고 지난번에 논의가 됐기 때문에, 그 내용 넣었습니다.

○ 송종준 위원장

예, 그러면 3항에서, 먼저 1항 쪽에서 조금 수정할 것이 있습니까?

○ 권종호 위원

그게 지금 1항에서 저게 확실히 누가 봐도 읽어야 되는 게, 이사회에서 결의를 하면 주주는 어떤 상태로든 자기가 신주인수권자가 되기 위해서 청약을 하고 거기에 대해서 회사가 배당을 하는 이런 절차는 전혀 필요가 없다는 것을, 이제 그 목적으로 이 규정을 둔 건데, 그렇게 보입니까?

이사회에서 결의를 딱 하면 신주인수선택권은 3월 3일 날 풀어 준다고 하면 그날 3월 3일 후에 주주한테 신주인수권이 확 뿌려져 갖고 개가 이제 신주인수권자가 되고, 그래서 행사기간은 또 따로 언제 정해지고 그래야 되는데, 이 취지는 바로 그것 때문에 우리가 만든 건데, 그렇게 지금 읽혀지지요?

○ 이현철 위원

1항과 2항을 합쳐서 읽혀지죠.

○ 권종호 위원

그렇죠. 저는 읽으면 그렇게 읽혀지는데 혹시 다른 사람은 이렇게 안 읽히면 이걸 굉장히, 그렇게 안 읽힌다고 하고 만약에 ‘그 주주가 신주인수권을 하기 위해서는 청약을 해야 되고 배당해야 된다.’ 이런 절차가 만약에 된다고 하면 우리가 의도하는 사전예방형 방어수단 같은 것을 도입하지 못하게 됩니다.

○ 송종준 위원장

그러면 지금 이게 신주인수선택권이라고 하는 것이 주주의 청구에서 되는 것이 아니

고, 회사만 이제 청구와 관련된 것이고.

○ 권종호 위원

그렇죠. 회사가 결정해야만 중단을 막을 수 있는 거죠.

○ 송종준 위원장

회사가 일방적인 의사표시로 주는 거잖아요.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

결정한다고 하는 의미죠. ‘부여’.

○ 권종호 위원

‘부여’는 굳이 풀면 ‘무상배정’이라는 그런 의미가 있는데.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 우리가 ‘무상증자’를 생각하면 되겠죠.

○ 권종호 위원

그렇죠, 그렇죠.

○ 송종준 위원장

자본전입에서 그냥 주주들 의사 상관없이 주는 것하고 똑같은 개념으로 되는 것이고.

그래서 여기서는 뭐, 특별히 문제될 것은 없을 것 같은데요.

○ 권중호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

청약 뭐, 배정, 이 절차 자체가 신주발행 절차와 관련된 부분을 여기에 준용할 여지는 없다는 거죠?

○ 권중호 위원

예, 그렇죠.

○ 이현철 위원

그런데 회사는 기본적으로 유상으로 신주인수선택권을 주려면 청약을 받아갖고 배정을 하는 방법이 있을 수가 있는데, 여기서 그런 거 없애고 무상으로 하는 것이니까 회사에서 결의해갖고 주주를 주면 몇월 몇일부로 준다고 하면 그 시점에 주주명부에 있는 자가 신주인수선택권자가 되고, 거기서 행사하는 것은 따로 정하는 행사기간 요건에 따라서 행사하고 그렇게 가는 거거든요.

○ 송종준 위원장

3호에서 '신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법' 이렇게 되어 있는데, '또는'이라고 하는 표현은 앞에 예컨대 '발행할 주식의 수'가 이제 결과만 쓸 수도 있고, 선택사항으로 해 놨거든요.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그 결과가 어떻게 해서 내가 몇 주의 신주를 인수할 수 있는 권리가 생기는 것인지는 주주는 몰라도 될 수 있겠죠. 또는 선택권으로 하게 되면. 그럴 경우 그 산정방법을 같이 표시해야, 그게 어떻게 해서 나왔는가 하는 것을 이사회에서 같이 정하도록 하는 것이 더 clear하지 않을까요? '또는'이라고 하면.

○ 이현철 위원

그때 '산정하는 방법'이라는 것은 수를 딱 정하는 것이 아니고요. 몇 주를 이렇게 한다고 생각하는 것이 아니고.

○ 송종준 위원장

산정하는 방법.

○ 이현철 위원

예, 방법으로. 종류를, 수를 명확히 하지 않고 그냥 방법만 정해 놓고 그 방법에 따라서 추후에 어떤 변수에 따라서 정해지도록.

○ 송종준 위원장

아, 그럼 됐네요. 그래도 되죠.

4호에서 '행사가액과 그 조정'이라고 하는 표현이 있는데. '그 조정'은...

○ 이현철 위원

이것은 이제 혹시나 발행 후에 주가가 떨어지면 re-fixing하는 그, 주가가 떨어져버리면 혹시 우리가 정해 놓은 행사가액보다

더 낮아질까봐 그렇게...

○ 권종호 위원

거기 뭐, 행사가액을 fixing을 해 놔는데 이번처럼 막 미국이 이래갖고 주가가 완전히 폭락하고 이렇게 되면, 만약에 그런 염두가 있을 때는 그건 상황을 봐서 조정할 수 있도록...

○ 송종준 위원장

그리고 6호에서 ‘일부주주’ 이게 좀 항상 말썹을 부릴 수 있는 규정들이죠. 그러니까 ‘일부주주에 대해서 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위’...

○ 이현철 위원

이제 2조 4항, 이거 표현을 통일시키겠습니다. ‘주주의 일부’라고 앞에 되어 있고요. ‘일부 주주’ 이것도 ‘주주의 일부’라고 하면 될 것 같습니다. 표현을 통일시켜서, ‘주주의 일부에 대하여’

2조 4항하고 지금 맞물려 있는 조항인데요. 그 발행할 수 있는 그런 요건은 2조 4항에 지금 규정되어 있고, 그렇게 발행을 한다면 이사회 결의에서 포함시켜라 하는 것은 3조 1항에서 들어있고.

○ 송종준 위원장

그래서 ‘해당 취지 및 그 해당 주주의 범위’라고 하는 표현은 괜찮은가요? ‘해당 주주의 범위’.

○ 이현철 위원

정확하게는 ‘해당 주주의 특정’인데, 그렇지요? 해당 주주를 특정하라는 건데.

○ 송종준 위원장

바로 그건데.

○ 이현철 위원

예, 예. 누구라고 이름을 쓰려면 이름을 쓰고, 어떻게 하라는 건데.

○ 권종호 위원

그러니까 뭐, 예를 들어 갖고 키가 1미터 90 이상은 안 되고, 이런, 하하하!

○ 송종준 위원장

그러니까 일종의 어느 ‘해당 주주의 범위’라고 하면, 예컨대 ‘누구누구는 안 주겠다’ 이런 방법도 있겠고. 일정한 기준을 정해서.

○ 이현철 위원

예를 들어서 몇% 이상 주주에게는 한다든지.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

거기에 이제 ‘충족이 되는 경우는 안 된

다.’ 그런 것을 정할 수도 있는데, 그런 취지를 담을 때 ‘해당 주주의 범위’라고 하는 말이 그것이 그런 내용을 다 충분히 반영하고 있는 것으로 보여지느냐? 이런 뜻이죠.

‘부여하지 않기로 한 때는 그 사유 및 취지’.

○ 권종호 위원

‘부여하지 않기로 한 때는 그 취지 및’...

○ 이현철 위원

사유는 원래 이사회 결의의 배경이 되는 것이고. 결의사항의 사유가 있으니까.

○ 송종준 위원장

그러니까 기준입니다, 기준. 이거 말한 취지는.

○ 이현철 위원

기준은 지켜야 되는 것이고, 이사회 결의에서 이러이러한 사항을 고려해서 기업 가치라든지.

○ 송종준 위원장

그러니까 ‘어느 주주에게 이것을 안 주겠다.’

○ 이현철 위원

그 취지라는 것은 ‘누구에게 안 준다’라는 결의. 그런 결의내용이 될 때가 있고.

결의의 이유가 되겠죠, 사유는. 하는 이유.

○ 송종준 위원장

아, 사유는. 그렇죠.

그러니까 나는, 그 취지가 아니라, 이제 ‘어느 선까지 누구는 안 된다’라고 하는...

○ 권종호 위원

그러니까 이 취지는 그 말이죠. 모든 주주한테 주는 것은 아니고, 일부에 대해서는 안 줄 수 있다.

○ 송종준 위원장

안 준다, 누구누구는 안 준다. 그 취지, 그 내용이죠.

○ 권종호 위원

그래 놓고 그게 이제 일부에 대해서 “안 줄 수 있다”라고 한 것이 취지고. 그렇죠?

○ 송종준 위원장

네.

○ 권종호 위원

그리고 그 다음에 여기에서 해당하는 취지의 범위는 쉽게 말하면 누구냐가 구체적으로 하는 그것인데.

○ 송종준 위원장

그 표현이 ‘해당주주주의 범위’라고 하는 표현으로 다 커버가 되어 있네요.

○ 권종호 위원

이제 그것을 어떻게 바꾸냐인데. ‘부여하지 않은 그 취지 및’...

○ 송종준 위원장

‘그 취지 및 해당 기준’ 이런 거 쓰면 안 될까?

○ 권종호 위원

‘주주선정 기준’.

○ 이현철 위원

그 기준이 아니고 그냥 특정할 수도 있거든요. 아예 그냥 누구라고 해 버릴 수도 있거든요. 그러니까 예를 들어서 ‘tender offer를 누가 하고 있다, hostile tender offer’ 그런 상황에서 이사회 결의를 하면 주주이름을 쓰지 않겠습니까? 누구누구 및 특수 관계인. 이렇게 할 텐데. 그런 식으로 아마 할 것 같은데요.

○ 권종호 위원

그런데 이게 누가 왔는데, 왔기 때문에 개를 하기 보다는 제가 염두에 두는 것은, 이것 같은 경우는 예를 들어 갖고 공개매수를 할 때, 그러면 “하려면 좋다, 하기 전에 한 이유 같은 것에 대해서 이사회에게 통지를 하라”든가 이랬는데 개가 통지를 하지 않고 공개매수를 했을 때 뭐, 이런 식의 조건이 될 것 아닙니까?

그것은 누구 특정이 돼 버리면, 그것은 특정하고 어떤 식으로 그 조건을 걸어 놓고 조건에 걸리면...

○ 이현철 위원

그거는 가능성이 둘 다 있을 것 같아요. 지금 말씀하시는 건 사전경고형으로 하고,

그냥 이사회 결의로, 그런데 제가 생각하는 이 조문을 만들 때의 취지는 그것하고는 좀 다르거든요. 정관으로 일단 도입이 되어 있으면, 정관으로 이렇게 이렇게 할 수 있다고 되어 있으면 이사회 결의를 하는 시점에서 이미 정관으로 사전경고는 이미 이루어져 있고요. 사전경고는 이루어져 있고, 특정 누가 나타나면 거기에 대해서 이제 ‘이사회 결의의 조건을 배제한다.’ 이렇게 할 수도 있고.

지금 권 교수님 말씀대로 어떤 포괄적인 하나의 플랜을 만들어 가지고 정관도 만들고 그에 따라 이사회 결의하면서 ‘이러이런 유형의 주주는 바로 배제한다’라고 할 수도 있을 거고. 양쪽으로 다시 하면...

○ 권종호 위원

그럼 뭐라고 해야 되나? ‘해당 취지의 범위’ 그래도 되지 않나?

○ 송종준 위원장

‘해당 주주의 범위’.

○ 이현철 위원

그냥 기준만 쓰시면 구체적으로 특정하는 것하고는 좀 안 맞지 않습니까? 이름을 써 버리는 경우에.

○ 송종준 위원장

아무래도 구체적으로 신주인수권을 부여하기 때문에 좀 구체화된다고 하는 것.

○ 안수현 위원

‘요건’ 이런 것은 안 되나요?

○ 이현철 위원

‘요건’이 아닐 수도 있어요. 이름을 그냥 쓸 수도 있거든요. 예를 들어 뭐, 어느 어느 무슨 fund에서 공격을 한다고 그러면 ‘fund 및 특수 관계’ 이렇게 이사회 결의에서 할 수도 있을 것 같거든요.

○ 송종준 위원장

그렇지.

○ 권종호 위원

‘해당 주주의 범위 또는 선정기준’.

○ 송종준 위원장

2조 4항, 첫 페이지 2조 4항에서는 ‘부여하지 않을 수 있다는 뜻’, ‘다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻’ 거기에서 이제 어떤 사유나 추상적인 기준이 거기서 요구가 되겠죠?

○ 이현철 위원

그렇죠. 그게 이제 정관에서 그 위에 본문을 보시면요. 4항 본문을 보시면 ‘이러이런 내용을 기재할 수 있다’ 이렇게 되어 있거든요. 그러니까 정관에서는 이런 내용을 기재할 수 있도록 되어 있으니까 이 내용을 기본 골격으로 해서 거기서 내용을 정관에 서처럼...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 여기서 요구하는 게 지금 우리가 얘기하는 그 추상적인 기준이 여기서 나오는 거고. 여기서 이제 이사회 결의는 구체적인 배제될 자의 범위를 정하는 것이기 때문에 ‘해당 주주의 범위’가 관찰됐다.

○ 권종호 위원

그러니까 여러 가지가 있을 수 있고. 예를 들어 여기서 4항에 의하면 정관에다가 그냥 크게 경우에 따라서 일부의 주주에서 배제할 수 있다고 정해 두고 이사회 결의에서 구체적으로 정하는 방법도 있을 수가 있고, 정관에다가 할 수 있다고도 구체적 내용도 할 수도 있고, 양쪽으로 다 그렇게 할 수 있을 것 같은데.

그러면 여기서 보면 어쨌든 지금 000조의3 같은 경우는 이쪽에서는 이사회에서 구체적으로 사건이 터져갖고 구체적으로 발동 여부라든가 대상을 타깃으로 한다고 보면 ‘주주의 범위’ 같은 게 좀. 여기서 예를 들어 ‘주주를 정하는 기준’ 이렇게 하면 그것은 차라리 앞에 정관 쪽에서 정하는 쪽으로 하고.

○ 송종준 위원장

네, 거기가 있으니까. 4항에서 그게 커버가 되기 때문에 거기서는 추상적인 기준, 그냥 사유고. 여기서 누가 배제되느냐? 그러면 이제 협상이 올 거 아니에요. “나니 회사 관심 있는데 얼마에 매각하기로 하자” 했는데 협상이 결렬되면 “자 그래. 그럼 두고 보라. 공격해 오겠다.” 하면 이제

그 사람을 딱 정하겠죠, 이사회에서.

그러면 지금 앞서 2조 4항에서는 ‘누구를 부여하지 않을 수 있다, 배제할 수 있다.’ 이런 것을 이제 정관에서 마음대로 정할 수 있도록 허용하는 것인데, 이것과 관련해서 그 사유는 일체의 법이 관여하지 않기 때문에 예컨대 어느 회사의 주식을 20% 이상을 우리 동의 없이 취득할 때 취득한 자라든가, 또 위임장을 권유해서 의결권을 확보하는 자라든가 이런 거, 모든 것을 다 할 수 있는 거.

○ 권중호 위원
할 수 있죠.

○ 이현철 위원
그게 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지, 증진시키는 그러한 경우로만 해야 되니까.

○ 송종준 위원장
모든 것을 다 열어주되, 그것이 적법한가의 여부는 그 앞에 있는 ‘회사의 가치나 주주 일반의 이익’ 여기에 적합하느냐의 여부를 판단해야 되는 문제이죠.

○ 권중호 위원
그건 이제 결과적으로 거기에 대한 최종 판단은 법원에서 하고.

○ 송종준 위원장
당초 생각했던 모든 내용, 방어내용들이 다 들어가게 되는 셈이죠, 거기에.

○ 권중호 위원
그러니까 우리는 사실 이제, 제가 최근에 어디 돌아다니면서 이야기할 때 항상 당구장 표시를 해 가지고 제가 이야기한 것 중에 하나가, 그 회사법상에서 방어수단으로 이용될 수 있는 제도가 무지하게 많아졌다는 것이 곧바로 정당화되는 방어수단이 많아졌다는 것과고는 완전히 다른 것이다. 그것은 이야기가 완전히 다른 이야기이다. 다만, menu가 많아진 것이고, 정당화된 방어수단이 되느냐, 안 되느냐는 그건 완전히 별도 이야기이고, 그러니까 방어수단이 많아진 것이 곧바로 정당화되는 방어수단이 많아진 것하고 동일시해서는 절대 안 된다는 이야기를 굉장히 하고 돌아다니는데, 그래서 이제 바로 그런 취지예요.

여기서는 이것 갖고 뭐든지 다 만들 수 있지만 그것이 정당화되느냐는 그건 차원이 별개예요.

○ 송종준 위원장
아, 그렇죠. 맞습니다.
그게 핵심적인 key point인데. 다 menu를 주고 행사했을 때 대부분이 공격자와 방어자 간에 가처분 전쟁이 벌어지겠죠. 그렇다면 불가피하게 법원에 의해서 일반원칙이 도출이 되는 거라 개별 case의 특성을 고려해서 나타난 것이기 때문에 이론적으로도 굉장히 그것이 바람직한 것이 아니냐는 느낌이 든다 이거죠.

○ 이현철 위원
기본적으로 지금까지 법원 입장은 ‘적대

적인 상황에서 경영진은 중립성을 지켜야 된다, 그건 주주의 문제다.’ 그렇게 이제 보는 것이었는데, 이런 조항이 들어가면 결국은 그 방어 자체도 이런 이익, ‘회사의 가치나 주주일반의 이익’이라는 그런 목적 하에서 이렇게 할 수 있는 거 아니냐?

○ 송중준 위원장

아, 그렇죠.

○ 권종호 위원

그렇죠. 적극적으로 길을 열어주는 거죠.

○ 송중준 위원장

예, 그게 가장 큰 소득이라고 봐야죠. 이번 법 개정에서는 그게 가장 발전된 이론적인 발전이라고 봐야 되는데.

그럼 뭐, ‘주주의 일부’라고 하는 표현으로만.

○ 이현철 위원

예, 표현 고치겠습니다.

○ 송중준 위원장

그리고 6호, 7호는 그렇게 표현을 바꾸고 나머지는 뭐, 특별히 손댈 필요가 없을 것 같고.

○ 권종호 위원

이것과 관련 해 갖고 제가 이해한 것을 제가 좀, 이 변호사님하고, 저는 6, 7호를 빼면 예를 들어 갖고 4, 5호까지 하면 이거

는 이제 모든 주주에게 무상으로 주는 거죠. 그렇죠? 신주인수선택권을 주고, 이렇게 놔 놓고 적대적으로 들어오는 애들도 주주인 이상 받는데, 그것을 고려했을 경우에 그것을 차별을 안 했을 경우로 넘어가는 게 바로 000조의4로 넘어가 갖고, 여기서 그중에서 일부주주에 대해서 유상으로 신주인수선택권을 취득하면서 주식을 주는 방법으로. 취득대가로 주식을 주는 방법으로 해 갖고, 개는 빼고. 그러니까 적대적 매수자가 갖고 있는 것에 대해서는 유상으로 취득, 개는 제외하고 일반주주에 대해서 신주인수선택권을 취득하면서 대가로 보통주식을 주는 방법으로 해 갖고 희석시키는 방법이 관계되는 게 이제 4조.

○ 이현철 위원

4조는 그런 것 같아요. 4조는 이제 발행기간을 주고 행사가액, 행사기간을 주고 발행을 했는데 주주가 행사를 안 할 수도 있잖아요. 아무리 싸다하더라도 행사 안 해 버리면 이 효력이 떨어지니까, 회사가 강제로 그냥 그런 경우에는 주식으로 전환시켜 버릴 수 있도록, 그런 case, 그걸 두기 위해서 4조를 지금 만들었습니다.

○ 권종호 위원

그렇죠. 맞습니다.

4조를 그래서 뒀고, 무상소각 같은 경우는 완전히 이제...

○ 이현철 위원

그거는 이제 redemption, 아예 없애버리는.

○ 권중호 위원

없애는 그런 방법이고.

○ 이현철 위원

더 이상 방어의 필요가 없을 때는 아예 이 제도를 없애버리는 게.

○ 권중호 위원

그렇게 된 제도이기 때문에.

사실 이 나눠갖고 전체를 봐야 겠더라고요. 안 그러면 잘못하면 여차하면 그럴 가능성이 있는 것 같아서.

○ 송중준 위원장

그러면 3조에 이제 1호, 각호의 내용 그렇고. ‘상장법인의 경우 사외이사의 별도 승인’ 문제가 여기서 이제 그것이 다투어지는 이유는 모든 방어에 적합한 어떤 환경요건이라고도 볼 수 있는데, 거기에서 이제 의사결정 절차가 공정해야 된다고 하는 것이 보편적으로 요구가 되고 있거든요, 그래서 한 번 논의를 해 봤던 것인데.

지금 이것이 사외이사, 상장회사의 경우는 지금 이제 상장회사 관련 상법이나 자동법에서 사외이사의 이사회 구성비율이 돼 있죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송중준 위원장

그래서 상장회사는 원칙적으로 4분의 1 이상이 사외이사가 되게 돼 있고. 자산이 2

조원이 넘으면...

○ 권중호 위원

3명이고. 사외이사가 3명이고 그것이 과반수, 반수입니까? 과반수입니까?

○ 송중준 위원장

과반수. 과반수이상이어야 되고. 이렇게 되어 있기 때문에 그 자본, 자산 2조원 이상인 경우에는 뭐, 특별히 문제가 없지만 자산이 2조원 미만인 상장회사의 경우, 4분의 1. 증권회사의 경우는 또 예외가 되겠지만 4분의 1의 사외이사를 가지고 이런 결정을 이제 하게 될 경우에.

○ 권중호 위원

1명밖에 없는 경우도 할 수 있거든요.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그랬을 때 이제 이것은 두 가지 방법이 있을 것 같아요. 어쨌든 뭐, 알아서 하도록 하고, 나중에 문제가 되었을 때 “이 사회의 결의의 절차라든가 이런 것들이, 법이 그렇게 있지만 이런 거 할 때는 좀 공정성을 기하기 위해서 그렇게 좀 해가지고 결정해야지, 이게 되냐?” 법원에서 그렇게 따질 수도 있겠죠. 거기다 맡기는 방법도 있습니다. 여기에서는 관여하지 않고.

○ 이현철 위원

그러니까 회사가 자살적으로 이것의 효율성을, 유연성을 더 증강시키기 위해서 사외이사 또는 외부전문가로 특별위원회를 구

성해 가지고 그렇게 하는, 뭐 이런 규정이 없더라도 그렇게 할 가능성이 상당히 있을 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그럼 법률가들이 그렇게 자문을 해 주겠죠.

○ 권종호 위원

저는 지배구조와 관련 해 갖고 제 개인적인 생각 중에 하나인데, 하여튼 그 지배구조, 업종도 다르고 회사도 다 다른데 지배구조를 그냥 획일화, 법적으로 획일화한다는 것에 대해서는 저는 본질적으로, 그런 생각이 있어서 그런지 모르는데, 만약에 예를 들어 갖고 이것이 결의를 할 때 이사회는 사외이사 과반수 이상으로 해야 된다고 했을 때, 만약에 그 요건을 충족할 경우에는 방어수단이 정당화되는 하나의 형식적인 기준이 된다고 하면, 여차 잘못하면 그 기준만 맞추면 모든 게 정당화될 우려가 굉장히 있을 수가 있고.

○ 이현철 위원

그런 우려가 있습니다. 예.

○ 권종호 위원

또 경우에 따라서 사실은 회사로서는 사외이사가 필요성이 그다지 높지도 않음에도 불구하고 만에 하나 있을지도 모르는 적대적 M&A 때문에 사외이사를, 사실은 회사에서 필요성도 없으면서 두어야 할 우려도 생길 수도 있고, 그런 측면이 있다는 게 분명히 있을 것 같아요.

그래서 사실은 제가 어떤 형태로든 방어수단이 이제 적대적 M&A가 뭐냐 하면 이게 100% 소송으로 다 갈 건데, 거기에서 그 방어수단이 정당화되느냐, 안 되느냐는 사실은 사외이사도 하나의 고려요소고, 그리고 사외이사 중에서도 말도 안 되는 사외이사가 있을 수 있다는 거예요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

사외이사가 충족, 뭐 이런 것이기 때문에, 오히려 법률에서 잘못 하면 이걸 이제 수요자한테 욕만 실컷 얻어먹고 효과도 없을 가능성이 분명히 있는 것 같고, 제가 당장 몇몇 사람들하고 이야기해 봤을 때도 아주 그냥 여기에 대해서, 이사회 그런 데에 대해서는 굉장히 아주...

○ 송종준 위원장

아, 그렇죠. 거부반응이 있죠.

효과상으로 봐도 잘못하면 이제 형식적인 욕구만 채우면 공정한 것으로 규정한다는 취지가 아니겠느냐고 해석해서.

○ 권종호 위원

그래서 그것과 관련 갖고 제가 막연히 생각한 건데, 저는 지금 우리위원장님도 하고, 외국의 예 같은 경우도 ‘방어수단의 경영권은 어떤 사람이 말아야 된다’ ‘회사 지배는 경영을 하는 사람은 어떤 사람이어야 되고. 그러니까 쉽게 말해 갖고 우리 회사

는 이익을 증진시키고 그런 사람이 회사의 경영을 맡아야 된다'는 그런 지침이라고 해 갖고 원칙 같은 경우는 사업부설명서라든가 이런 데서 쓰게 하고 거기에 대해서 경영자가 자기에 대한, 그런 자기 현재 기업에 대해서 그런 기준을 마련했고, 거기에 대한 평가 같은 것을 함으로 해 갖고 예를 들어 갖고 방어수단이 회사가 말하는 우리 회사의 경영자는 이런 이런 경영자로 해야 되는데 실제적으로 작동한 방어수단은 그와 반대로 가고 이랬을 경우, 이런 것에 대해서 재무제표라든가 disclosure 쪽에서 지금 외국에 그런 경우가 굉장히 많지 않습니까, 그렇죠?

차라리 그런 쪽에서 이제 넣어갖고 감사도 거기서 감사를 하도록 하는 방법도 하나의 남용을 막는다면 한 번 그런 방법도 생각해 갖고 좀 하는 것도 방법이지, 이게 direct로 하는 것은 형식화 시킬 가능성이 굉장히 있지 않을까 하는 생각을 해 봅니다.

○ 송종준 위원장

예, 그러면 그 사외이사, 특별히 이사회 구성 요소에 관해서 우리법에서 관여하는 방법은 지양하도록 하죠, 그거는.

○ 이준식 검사

하나 좀, 늦게 와서 죄송한데, 지나가기 전에 얘기를 좀 해야 될 것 같아서요.

3조 1항 1호가 지금 뭐, 특별히 의미가 없는 호 같거든요. 그전에는 1호가 '주주에게 신주인수선택권을 무상으로 부여한다는 뜻.' 이게 '무상으로'가 들어 있어서 의미가

있었는데, 지금은 '주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻' 이것을 각 호로, 별개 호로 할 이유가 없는 것 같고, 신주발행이라든가 전환사채라든가 이런 데서 전환사채를 발행한다는 뜻을 이사회가 결정한다든가 그런 것은 없거든요. 그러니까 1호는 현재 '무상으로'가 빠진 상태에서는 무의미한 호 같습니다.

○ 송종준 위원장

네, 맞습니다.

○ 이현철 위원

예, 그렇겠네요. 그 위에도 뭐, '신주인수선택권을 부여하는 때에는' 되어 있으니까. 이거는 뭐, 없어도 될 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

그러네.

○ 권종호 위원

그거는 지난번에 우리 빼기로 했는데.

○ 이준식 검사

아, 그랬어요?

○ 권종호 위원

네. 빼기로 하고 저도 삭제를 했는데.

○ 이현철 위원

지난번 제가, 그랬네요. 메모에 다 빼는 걸로 되어 있는데 안 뺐어요. '무상으로'만 제가 뺐 것 같습니다.

○ 권종호 위원

아, 그것만 빼셨구나. 전체 다 빼도록 하
고요.

○ 송종준 위원장

그 ‘1항 2호의 효력발생일 현재주주는
신주인수선택권자가 된다’

○ 권종호 위원

결과는 같지 않습니까? 어떻습니까? 저
도 그 취지는 ‘신주인수선택권은 효력발생
일 현재의 주주에게 부여된다’ 그러니까 그
걸 바꿔놓고 이야기하면, 효력발생일 현재의
주주가 신주인수권자가 되는 거 같은 이야
기 아닌가 싶은데, 어떻습니까?

그 때 우리가 wording은 제가 이렇게
알아갖고 받아 적었거든요.

○ 이현철 위원

예, 지난번에는 그랬는데 고친 것 같아요.

○ 송종준 위원장

‘신주인수선택권은 제1항 2호의 효력이
발생하는 날의 주주에게 부여한다.’

○ 권종호 위원

이렇게 해 갖고 제가 이렇게 받았는데,
그런데 이걸 가만히 생각하니, 이렇게 이
변호사처럼 되지 않나?

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 2항 이렇게 이제 뜻은 뭐
다 똑같은 건데, 이제 그 법의 wording의

표현방법이죠.

뒤, ‘선택권은 뭐뭐에게 부여된다.’

○ 이현철 위원

그런데 제가 좀 표현하고 싶었던 의미
는, 어떤 조치가 필요 없이 그냥 주주가 자
동적으로 그냥 신주인수선택권자가 된다는
의미를 좀 더 강하게 표현하고 싶어서 그런
게 된 거거든요.

○ 이준식 검사

그 2호 관련해서 효력발생일 특정한 날
짜의 주주가 이제 신주인수선택권을 갖는다
는 거죠.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 권종호 위원

아무런 액션 없이 자동으로.

○ 이준식 검사

아무런 액션 없이.

○ 송종준 위원장

그럼 지금 말한 대로 하면 되겠네요.

○ 이준식 검사

그렇게 그냥 풀어서 쓰면.

○ 송종준 위원장

‘제1항 2호의 효력발생일 현재의 주주는
신주인수선택권을 갖는다.’

○ 권종호 위원

어. ‘권자가 된다.’ 그 말이 그거 아닌가?

○ 송종준 위원장

‘갖는다.’ 된다고 하는 것인데...

○ 권종호 위원

신주인수선택권을 가지면 그 사람이 권자가 되냐고?

신주인수선택권을 가지게 되면 가지고 있는 사람을 뭐라고 부르냐하면 신주인수선택권자라고 그러잖아요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그러니까 그거 하면 그 표현이, 이 변호사가 한 표현이 되잖아.

○ 송종준 위원장

그러니까 같은 뜻이야, 같은 뜻인데 표현이 ‘신주인수선택권자가 된다’ 그런 유사한 표현이 되는데.

○ 이준식 검사

그냥 2호를 갖다가 좀 풀어 써가지고 ‘일정한 날을 정하여 그 날의 주주가 신주인수선택권자가 된다는 뜻’ 이런 식으로 풀어 쓰면 어떨까 싶기도 하고요. ‘효력발생일’이라는 말을 뒤에서 인용하는 게 없으면...

○ 송종준 위원장

그러면 1항 2호예요. ‘신주인수선택권 부여의 효력발생일’하지 말고 ‘신주인수선택권 부여의 효력이 발생하는 날’.

○ 이현철 위원

‘신주인수선택권을 정하여 그날 현재의 주주가 신주인수선택권...’

○ 이준식 검사

‘자가 된다는 뜻’ 이라든지, 그런데 이 날짜, 효력발생일은 이사회가 마음대로 그냥 정해도 되는 건가요?

○ 권종호 위원

‘오늘 결의했는데 내일 모레부터 효력이 발생한다.’ 이렇게 정할 수 있지 않겠어요? 오늘 이사회결의하면서. 그건 이사회에서 당연히 정할 수, 배정일...

○ 이준식 검사

이게 굉장히 좀 어떻게 보면 중요한 정보가 될 수 있을 텐데, 주가 변동이라든가 이런 거에도. 그래서 신주 배정할 때도 특정한 날을 정해서 그 날짜에 신주를 배정한다는 사실을 공고를 하고 이런 절차를 거치는데, 여기는 그냥 급박할 수는 있겠지만 ‘이사회가 어떤 날짜를 아무렇게나 정해서 그 날짜에 주주에게 신주인수선택권을 부여한다.’ 이것은 굉장히 중요한 정보고 그래서, 이 의사결정에 참여할 수 있을 만한 사람들이라면 굉장히 중요한 정보인데 이걸 일반인들에게 알려서 그 주가에도 영향을

미칠 수 있게끔 팔고 사는 거, 의사결정에도 어느 정도 할 수 있게끔 이 사실을 알리거나 이런 게 필요하지 않을까 싶은 생각이 드는데.

○ 이현철 위원

그런데 수반성을 인정하면...

○ 이준식 검사

수반성을 인정하는데 지금 현재 3,000원 짜리를 갖다가 이 신주인수선택권을 부여된다고 하면 조금 더 비싼 가격으로 거래되지 않을까요? 그렇지 않을까요?

○ 이현철 위원

그렇죠. 종전하고 똑같이 부여 되면 그냥 어떻게 보면 주식분할하고 똑같은니까.

○ 이준식 검사

그렇지 않을 경우 이제 모든 주주에게 똑같이 부여되지 않을 경우에는...

○ 이현철 위원

일부 주주를 배제하는 거예요?

○ 이준식 검사

그럴 때는 좀 올라가겠죠, 가격은.

○ 안수현 위원

그러니까 지금 말씀하신 거는 이중에 불공정거래가 걱정이 되니까 조금 더 명확하게 하거나, 짧게 하거나 이렇게 말씀하셨는데, 그거는 어떤 날짜로 하든지 간에 불공

정거래는 예상할 수가 있는 거고요. 오히려 특정일을 정하면, 예를 들어 이사회결의 그거는 너무나 더 명확한 거죠. 그날 주가가 영향을 미친다는 것을 알기 때문에 사전에 어떤 행위를 해도 그거는 더 쉽고, 오히려 제가 볼 때는 이사회 결의에서 정하는 날짜로 하는 게 그런 사전의 그 정보를 입수하기가 좀 힘들고.

○ 이준식 검사

아니, 저는 이사회 결의 날짜를 효력발생일로 하자는 얘기는 아니고요. 효력발생일자를 약간의 통제를 뭐...

○ 이현철 위원

지금 3항을 보시면 7일 이내에 공고, 공지를 하게 돼 있거든요. 그럼 예를 들어서 지금 이 검사님 취지대로 하면 그날 이후로 해야 된다, 최소한.

○ 이준식 검사

그렇게 해야겠죠. 최소한.

○ 이현철 위원

그전에 아마 통지보고도 되기 전에 그날 효력발생을 하게 되면 모르는 사람이 하게 되니까.

○ 송종준 위원장

그리고 이제 이걸 회사법적인 disclosure 방법이고. 우리 상장회사편에서도 그걸 둘 수 있는지 모르겠지만, 사실 자통법에서 수시공시 상으로 집어넣어야 해야 될 거예요, 이걸.

○ 이현철 위원

이건 넣어야 되요. 이걸 당일공시 또는 익일공시 상으로 넣어야 될 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그게 지금 자통법상 수시공시의 기준이 뭐, 종전과 크게 달라진 것은 없잖아요.

○ 이현철 위원

네, 그러니까 뭐, 결국 당일공시사항들이 있고 익일공시사항들이 있거든요. 발행공시 규정에, 금융위의 발행공시규정에 이제 이걸 반영해야 될 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그렇게 해서 하게 되고, 나머지 구체적인 내부자 거래라든가 불공정거래부분은 이제 자통법상의 해당 규정에 따라서 규제를 할 수 있는 것이기 때문에 천상 그것에 의존할 수밖에 없을 것 같은데요.

○ 이준식 검사

그럼 3항과 관련해서 그냥 ‘효력발생일, 이사회결의일 다음 날로 해서 그 날짜에 주주들에게 신주인수선택권을 부여한다.’ 하는 결의도 문제는 없는 건가요? 그냥 이미 부여된 상태에서 뒤 늦게 통지를 하는 것이 되는데요.

○ 권종호 위원

몇월 몇일 부로 준다고 하고 결의를 봐서 7일 이내에.

○ 이준식 검사

그러니까 내일자로 부여한다고 해 놓고.

○ 이현철 위원

그건 자기도 모르는 사이에 부여가 돼 있는 거고.

○ 이준식 검사

그렇죠. 그리고서 이제 7일 이내에 통지하게 만드니까.

○ 이현철 위원

한 가지 방법은 7일, 통지한 날 이후로 해야 된다.

○ 권종호 위원

그래요.

○ 이준식 검사

꼭 그래야 된다는 얘기는 아닌데.

○ 이현철 위원

이게 수반성이 있고 양도를 별도로 못하게 하면, 이게 갈라져야 하는 거죠? 이게 갈라질 일은 별로 없긴 없을 것 같은데.

○ 권종호 위원

그런데 저런 경우가 지금 제가 좀 우려되는 것 중에 하나가, 내가 주식은 양도는 받았는데 명의개서를 안 했어. 그러니까 수반을 한다고, 갖고 있는 사람들이 준다고 해도 회사에서는 기명주식 같은 경우는 준다고 그래도 적어도 주주명부에 있어야 하

여튼 줄 거 아니에요. 그러니까 주식은 줬는데 양도는 받은 애가 명의개서를 안 한 상태에서는 준다고 하면 주주명부 상의 주주에게 주게 되면 결과적으로 분리가 돼 버리니까.

○ 이현철 위원

똑같겠죠. 그러니까 어차피 주식도 그러면...

○ 권종호 위원

아, 그렇지.

○ 이현철 위원

네. 주식도, 주식의 소유권은 물론 넘어가겠죠. 명의개서 안 되더라도 소유권은 넘어가는 거고. 다만 회사의...

그거는 주식이나 이거나 똑같은 상태에 있는 거고.

○ 권종호 위원

개한테만 가는 거죠.

그러니까 적어도, 이것도 또 제3자한테 주는 것은 허용이 안 되니까 주주한테만 주는 거니까 사실 주주의 이익의 침해라는 것은 없을 것 같은데.

○ 송종준 위원장

그런데 지금 이걸 투자 판단 상에 중요한 정보자료가 될 수 있는데. 거래법이나 이런 데서는 이제 수시공시사항으로 즉시 공지를 해서 주주는 물론 잠재적인 투자자들에게 이제 알 수 있도록 해 주는 것인데.

즉시 공시한다는 얘기죠.

○ 이현철 위원

예, 당일공시나 익일공시.

○ 송종준 위원장

그런데 이제 여기서는 해당주주에게 알려주는 것은, 이사회결의 내용을 알려주는 것을 7일 이내로 하면 시간적 term은 있네요.

○ 이준식 검사

‘즉시’ 하면 안 돼요? ‘즉시’.

○ 이현철 위원

‘즉시’ 할까? 그런데 상법에서 ‘즉시’라고 하는 게 언제인지 모르겠어요.

○ 권종호 위원

‘지체 없이’ 해야지. ‘지체 없이’로 그래야지.

○ 이현철 위원

그런데 보통은 ‘지체 없이’ 하면요. 심의에서 해석하기는 상당한 기간이 있다고 생각해요. 아니면 당일, 익일 딱 이렇게 정해야만 그렇게 생각하지.

그런데 그 회사법에서 ‘당일, 익일’로 하는 경우는 없죠. 7일이 제일 빠른 것 같은데요.

○ 안수현 위원

거기 있는 회사법에 보면 행사기간 개시

일 전에까지, 2주 전까지 통지하라고 되어 있는데, 저희는 이사회결의일로부터 7일 이내에, 특별한 이유더라도...

○ 권종호 위원

아니, 그러니까 원래가 행사기간 개시일, 저도 이제 원래 안은 행사기간 개시일 2주 전이라고 그랬던 건데 1주 전으로 했거든요. 그런데 이제 보니까...

○ 송중준 위원장

행사 개시일?

○ 권종호 위원

개시일.

○ 송중준 위원장

그럼 그전에는 알려주지 않아도 되나요? 일본에서는.

○ 권종호 위원

행사 개시일.

○ 송중준 위원장

행사개시일이 있고, 부여일이 있잖아요. 행사개시일이 있고 부여일이 있는데, 부여하기로 이사회에서 결정할 때는 안 알려줘요?

○ 권종호 위원

그건 안 가르쳐 주고 주주입장에서는 적어도 그렇잖아요. 공짜로 모든 주주한테 다 주는 거니까.

○ 송중준 위원장

몰라도 된다.

○ 권종호 위원

준다고 결정해 놓고, 하고 부여일하고 몇 월 몇 일에, ‘그날 주주에게 이거 준다.’ 라고 해 놓고 ‘행사는 몇 월 며칠부터 행사할 수 있다.’ 이렇게 이제 정할 것 아닙니까? 그렇죠? 그런데 중요한 것은 주주입장에서 중요한 것은 모든 주주에게 부여가 다 되니까 줘야 되는 것을 해 놓고 내가 언제 해 갖고, 행사를 언제 할 수 있도록, 그것만 행사하는데 지장이 없도록 그러니까 행사가 내일인데 오늘 가르쳐주면 너무 급박하니까 그것을 기간보다 2주 전으로 해 가지고 기간을 term을 주는 방법으로 해 놨거든요.

그래서 지난번에 2주 전이 너무 길다고 그래 갖고 1주일 전으로 이제 당긴 건데.

○ 송중준 위원장

그래요.

○ 이준식 검사

그거는 일종에 그러니까 행사기간이든지 뭐, 효력발생일을 통제하는지, 아니면 행사이걸 통제하든지 간에 일정한 기간 상에 통제를 가한 거죠. ‘적어도 이 행사하게 하려면 2주 전까지는 통지해라.’ 그 전에 까지 알려 줘라 하는 거니까. 약간 통제를 가한 것 같고.

○ 권종호 위원

그래서 행사기간은 적어도 결의를 하고

부여를 결정하고 난 뒤에 2주이상의 term은 있어야 된다는 점이죠.

○ 이준식 검사

우리의 요구는 그냥 효력발생일에 대한 아무런 통제장치는, 날짜를 아무렇게나 정해가지고.

○ 권종호 위원

그러니까 우리는 지금 이거 바꾸면서, 3페이지에 보면 행사기간 개시일 일주일 전까지로 하게 되면 적어도 그 결의는, 부여하는 결정은 적어도 일주일 전에 하라는 게 여기서 자동으로 정해지게 되는 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그러니까 여기 글자가 바뀌었는데, ‘결의 일로부터’는 이것을 원래대로 ‘회사는 신주 인수선택권 행사기간 개시일 1주 전까지 주주에게 배정된, 통지를 공고해야 된다.’ 이렇게 하면.

○ 이준식 검사

그 일본법이 2주 전인데 또 1주 전으로 바꾸는 거는...

○ 권종호 위원

그러니까 지난번에 이야기할 때 2주 전은 너무 기니까 짧게 하자고.

○ 송종준 위원장

2주 전이면, 그러니까 1주 전으로 하게 되면...

○ 권종호 위원

충분하지.

○ 송종준 위원장

충분해요?

○ 권종호 위원

2주를 주는 이유는, 행사를 준비하는 데도 최소한 2주 준비하라고 그 얘기입니다.

○ 송종준 위원장

그런 거죠.

○ 권종호 위원

그러니까 이거 뭐, 사실은 여기 갖고 행사한다는 게 지금 제가 보기에는 우리 이 현행법상으로 해 갖고 무상으로 주라고 행사한다고 하면, 적어도 회사가 아직 1원짜리, 1원 주고 이런 금액으로 하게 되니까 행사할 때 준비는 사실 2주까지 준비할 필요는 사실 없습니다. 일본은 그래요, 하여튼 2주요. 애들은 소집통지, 이런 거 발송 기간이 2주고, 이런 걸 맞춰서 2주로 한 것으로 내가 그렇게 알고 있는데.

저는 2주까지 할 필요는 없을 것 같고.

○ 송종준 위원장

그러면 “부여하기로 결의했던 거, 그때 날짜를 기준으로 해서 곧바로 알려줄 필요

는 없더라도 행사기간을 기준으로 해서 얼마 전까지 해라.” 이런 식으로 하자는 이런 얘기죠. 일본처럼.

○ 권종호 위원

그렇죠.

그리고 지금 아까도 말씀하셨지만 수시 공시 같은 게 지금 우리 ‘부여한다’ 이러면 그거 회사 주요 경영사항이기 때문 현재, 지금 그 다음 날 거래 설정된 주식은 수시 공시해야 되거든요. 그러니까 그것을 사실은 결의한 것은 자통법에 의해서 그 당일 공시가 되고 여기서 이렇게 하면 term은 적어도 이 기간은 1일주일이상 주게 하는 방법으로 하는 게.

○ 이준식 검사

그거를 단축한다고 그러면 행사기간에 대한 우리 신주인수선택권 행사기간에 대한 통제 지금 법률상으로 아무것도 없는데, 이게 행사가 유리할 경우에는 모르고서 행사 못하는 사람들한테는 분명히 불리한 결과가 될 수 있거든요. 하니까 2주 전을 1주 전으로 줄 인다는 것은 주주들한테 불리할 수 있는 것 같아요. 그러니까 그건 그렇게…

○ 권종호 위원

그런데 행사기간이 너무 지나치게 길면 이게 공방관계가 상당히 그만큼 길어질 수 있다는 면도 사실 있기 때문에, 주주의 이익이라는 측면하고 회사가 어떻든 경영권을 둘러싸고 싸움 시간이 길어진다는 건 또 바람직하지도 않고 이런 측면이 있으니까, 이렇게

보면 한 1주일 쥐도 갠찰을 것 같은데.

○ 이현철 위원

그러면 발행할 때 바로 행사기간을 정할 수는 없네요.

○ 송종준 위원장

어떻게 ?

○ 이현철 위원

예를 들어 발행하면서 한 1주일후로 행사기간을 정하려고 하면 2주 전에 통지해야 한다고 하면, 그런 원칙의 제한을 두는 거죠.

○ 권종호 위원

그러니까 여기서 이야기가 반드시 개시일로 함으로 해 갖고 이 기간만큼 term을 두자, 결국은 term을 주는 기간이 되니까. 2주는 좀 제가 봐서는 좀.

○ 이현철 위원

굳이 그럴 필요 있나요? 행사기간 개시 이전에 할 필요 없고, 그냥 이사회 결의하면 3일 이내에 하든지, 익일에 하든지, 일주일일에 하든지 그것만 강제하면 되지 않나요?

○ 이준식 검사

그 행사기간이 굉장히 짧다고 할 경우에는 지금 우리 안에 의하면 효력발생일 다음 날로 정해 놓고, 행사 날을 그 다음 날로 정해 놓고, 행사기간이 짧다고 하면 진짜로 1원짜리로 행사할 수 있을 때 행사 못한 사람은 손해 보는 거 아니겠어요? 그거를 주

주들이 알 수 있는 어느 정도 기간은 필요하다는 거죠.

○ 이현철 위원

그러면 최소한 그걸 강조할 수는 있겠죠. 예를 들어서 지금 ‘7일 이내에 행사해야 한다’고 되어 있는데. 이걸 ‘어떠한 경우에도 그 행사기간 이전에는 통지, 공고해야 한다.’ 이렇게 할 수는 있겠죠.

○ 이준식 검사

그거를 ‘이전에’가 아니라 일본법처럼 2주 전으로 한 것은, 적어도 행사기간 전에 2주 전에 충분히 주주들이 알 수 시간을 줘서 유리한 조건일 경우에 여기에 응하지 않으면 자기는 결국 지분적인 손해를 보는 것 아니겠습니까?

그런 것을 막자는 주주보호 차원도 있으니까 행사기간 2주 전까지...

○ 이현철 위원

그럼 두 가지 요건을 다 하는 것이 좋을까요?

‘이사회 결의로부터 얼마 내에 통지하게 하고, 또 그 통지일은 최소한 행사기간 개시일로부터 2주 전에 해야 된다.’

왜냐하면 비상장법인이라고 하더라도 이걸 발행하는 것을 결의해 놓고, 부여를 결의해 놓고 아무것도 알려주지 않는 것은 좀...

○ 권종호 위원

그건 알려줘야 되죠.

○ 송종준 위원장

일본 같은 경우는 이사회에서 결정해 놓고 안 알려주는 거예요, 지금. 일본법은

○ 권종호 위원

아니, 이사회 결의해 놓고.

○ 송종준 위원장

결의하고 곧바로 안 알려주는 시스템이잖아.

○ 권종호 위원

그거는 안 가르쳐 주고. 이렇게 되면 내가 몇 주 행사할 수 있다는 것을 개시일 2주 전에 가르쳐준다는 소리는 무상했다는 것을 알려주는 거잖아요.

○ 송종준 위원장

그러니까 이 판단할 기간을 이미 결정된 중요한 사실이 있는데 회사법에서는 disclosure를 요구하지 않는다 이거지. 거래법상으로는 수시공시로 해서 할 수 있지만 그것은 모르겠어요. 모든 주주들이 다 알 수 있는지 모르겠지만 그것은 우리회사법에서 요구하는 disclosure 방법이 아니라니까요.

○ 권종호 위원

그렇죠. 그건 그렇죠.

○ 송종준 위원장

그래서 이런 것이 이제 어떤 적대적인 매수자가 나왔을 때 내가 이것을 선택해서 이 경영자를 도와줄 것이냐, 말 것이냐? 이

런 것들이잖아요. 그 중에도 싫어하는 사람도 있을 거 아니에요.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 그런 부분에 관한 사실이 굉장히 중대한 문제인데, 회사가 이런 제도를 채택했으면 일단 알려줘야 된다는 절차는 필요하다 이거지. 그럴 경우 그 채택된 사실이 언제 뒤로 행사될지는 모르지만, 그때 이제 투자 판단할 때 숙려할 수 있는 기간을 준다고 하는 의미에서 얼마 전까지 이름 확보할 수 있도록 하는 것이고 오히려 더 명확한 것 같은데요.

일본법은 조금 그 부분에 관해서는 안 알려주다가 갑자기 행사기간을 알려주기로 하고, “이거 뭐예요? 갑자기” 이렇게 될 거 아니겠어요?

○ 권종호 위원

아, 그런데 그게 그거 아닌가? 그러니까 내가 몇 주 몇 주 배당받았다는 것을 행사기간 2주 전에 알려주라는 소리는 적어도 2주 전에는 자기가 몇 주 배당을 받은 것보다 알았다는 소리인 것 같은데.

○ 송종준 위원장

그러니까 제 생각은 나쁘게 본다면 일반 주주들이 미리 알고 있지 말고, 어떤 일이 터졌을 때 미리 그때 딱 주면 “이게 뭐냐?” 하고 이제 갑자기, 이런 생각을 충분히 하

지 말라고 하는 그런 의미가 있는데 그것은 unfair한 거라는 거지.

우리 회사가 ‘아, 이 포이즌 필을 채택했구나’ 이걸 알고 했어야 되는데, 구체적으로 나중에 행사하고 뭘 하고는 둘째 문제고.

○ 권종호 위원

위원장님 말씀은 부여하기로 결정하면 결정한 걸 똑바로 알려주고, 그다음에 “너가 행사하는 기간은 언제 언제 까지다.” 그걸 하는 방법은 이렇게 하면 마찬가지로 안 되세요? 행사하는데 지금 당장 가르쳐 주나, 만약에 금방 가르쳐 주고 내일 행사하라는 것보다는 차라리 어쨌든 너 알려주고 난 뒤에는 행사 기간에 2주 전의 term이 있다고 해 놓고도 주주가 더 생각하는 기간은 솔직히...

○ 송종준 위원장

그러니까 생각할 수 있는 기간을 2주만으로 제한한다는 의미죠. 그거는.

○ 권종호 위원

최소한 2주는...

○ 송종준 위원장

행사에 관한 결정을. 그런데 그런 것을 법이 어떻게 주주들, 개별 주주들한테 기간 제한을 설정해서 그 기간 내에서 판단하려고 강요할 수 있는 효과가 있는데 그렇게 할 수 있겠느냐 이거지. 어떤 중요한 사실이 발생하면 disclosure를 바로 해 주는 것이 법의 정신인데, 어떨 것 같아요?

○ 이현철 위원

저도 바로 하는 것이 좋을 것 같은데. 지금 통지 공고라고 제가 일단 표현을 썼는데, 지금 보니까 상법에서는, 상법 363조를 보니까 통지가 원칙이고 공고는 이제 무기명주식을 발행한 경우에만 공고할 수 있게 돼 있고, 증권거래법에서는 이제 일정한 규모이상 법인의 경우에는 공고, 1% 이상 주주에 대해서는 공고할 수 있게 되어 있지요.

그래서 여기서도 이게 뭐, 내용을 그럼 '363조 방법에 의한 통지 또는 공고를 하여야 한다.' 이렇게...

○ 송종준 위원장

363조.

○ 이현철 위원

상법에서는 그렇게 표현하는 게 맞긴 맞는 것 같은데.

○ 이준식 검사

363조가 아니라 더 뒤에서 2백8십몇 조, 회사가 정한 공고방법, 통지공고방법에 따라서 해야 되는 것 아닌가요?

○ 이현철 위원

아니, 363조에 이제 그렇게 되어 있거든요.

○ 이준식 검사

그건 주주총회 소집통지...

○ 이현철 위원

다른 조항에서도 그렇게...

○ 송종준 위원장

서면 또는 전자문서로 통지발송하게 되어 있는 거고.

○ 이현철 위원

363조를 인용하고 있는 조항이 있거든요.

○ 권종호 위원

여기는 '통지 또는 공고'라고 나와 있는데 곤란하겠네.

○ 이현철 위원

이제 다른 조항에서 '363조에 따른 통지 또는 공고를 하여야 한다' 이렇게 되어 있더라고요, 조항이. 그래서 여기서도 그렇게 인용할 수는 있을 것 같아요.

○ 권종호 위원

만약에 이게 통지 또는 공고해야 된다고 하면 그대로 읽으면 기명주식으로 발생된 경우도 통지 안 하고 공고만 해도 되겠지요.

○ 이현철 위원

아니, 363조에 따른 통지 또는 공고.

○ 권종호 위원

아, 그렇게.

○ 이현철 위원

그냥 그렇게.

○ 송중준 위원장

363조 1항.

○ 이현철 위원

예, 1항에, 363조에 따른.

○ 권종호 위원

그런 식으로 하면 무기명주식이 발행됐을 경우에만 공고를 하고 그렇지 않은 경우는 통지를 하도록 하는 게 되는. 그런데 우리나라에 무기명주식을 발행한 예가 없다면 서요.

○ 이현철 위원

예.

그런데 지금 행사기간 2주 전에 통지하게 하는 그 조항은 지금 신주인수권 조항을 보니까 같은 취지가 있네요. 우리 현행 상법에도.

○ 권종호 위원

행사기간 2주 정도로 그렇게.

○ 이현철 위원

예, 예. 그 신주, 청약기간 2주. 개시일 2주 전에 하기로.

○ 권종호 위원

그래야지 돈 같은 거 준비하니까 그렇죠? 우리도 그러면 신주인수권의 경우에도 이사회에서 인수인수권 발행한다는 결의를 했을 때 그걸 주주에게 통지하는 것은 아니잖아요.

○ 이현철 위원

그 조항이 419조 3항에 있습니다.

○ 송중준 위원장

그런데 이 경우에 유상증자를 하기로 이사회에서 결의를 했다. 이 사실을, 결의사실을 통지하는 바로 통지하도록 하는 절차는 없죠?

○ 권종호 위원

없어요.

○ 송중준 위원장

없고, 그 ‘최고’를...

○ 권종호 위원

돈 내기 2주 전까지 하라는 거죠.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 일정한 기일까지 청약하지 아니면 잃는다는 뜻으로.

○ 이현철 위원

‘최고’니까. 417조 3항에도 그렇게 되어 있거든요. ‘그 날의 2주간 전에 공고하여야 한다’

○ 송중준 위원장

‘뭉뚱의 전에’, 거꾸로 다 그런 형식으로 되어 있네.

그러면 이 신주 발행하는 이런 것의 성질하고, 다 이사회 결의사항인데, 이거 신주인수선택권 부여하기로 이사회에서 결의한

사항을 똑같이 취급해서 본다면, 일본식으로, 지금 현행 우리 법, 그런 식으로 행사기간 얼마 전까지 알려준다고 하면 될 것이고, 이제 이것이 회사의 지배권 변동과 관련된 매우 중대한 사안이라고 하는 점을 중시한다면 미리 알려줄 수 있는 방법도 있는데, 실제로는 양쪽에 공시를 요구하면 비용은 유발이 되겠죠.

○ 이준식 검사

예, 이중으로.

○ 송종준 위원장

비용은, 이중의 비용 유발이 되겠죠.

○ 권종호 위원

그리고 경영권이라는 측면에서 중요한 것은, 사실은 신주 발행도 마찬가지로 수가 있지 않습니까? 신주 발행을 했을 경우에도.

그것도 더 이해관계라는 측면을 보면 신주 발행 했을 때는 내가 직접 돈을 내 갖고 안 내면 발행가격에서 내가 지분이 떨어지고, 지분 가치가 떨어지고 이런 가능성은 분명히 있음에도 불구하고 납입기일의 2주 전으로 했는데, 여기서 무상으로 하는 것이기 때문에 사실 주주의 입장에서는 모든 사람에게 똑같이 뿌려지기 때문에 이게 침해하는 정도가 우선 신주보다는 더 훨씬 낮죠. 낮기 때문에 여기서도 더 높은데도 납입기일을 기준으로 하면 여기서 행사기일을 기준으로 하는 것이 맞는 것 같은데.

행사기간 개시일을 기준으로 하는 것. 그 결의한 것을 알려 줄 필요는 전혀 없고

오히려 이보다도 더 낮으니까.

○ 이준식 검사

그런데 이사회가 이런 결정을 할 때는 정관에 있는 거 외에도 이사회 결정할 때는 이제 적대적 M&A라든가, 아니면 이 상황이 닥쳐 가지고 하는 것인데, 이러이러한 게 있다는 것은 좀 알려주는 것이 필요할 것 같은데요.

○ 이현철 위원

예, 그리고 418조 3항도 다시 보니까, 419조 3항은 이제 행사기간, 청약기간 2주 전에 해야 된다는 이야기인데, 418조 3항은 그 배정기준일, 신주인수권 배정기준일 2주 전에 하라는 취지인 것 같습니다.

그 날의 2주간 전이라는 것이.

○ 송종준 위원장

그러네. 기준일 형식으로.

○ 이현철 위원

배정기준일인 것 같습니다. 신주배정기준일.

○ 송종준 위원장

배정기준일은...

○ 이현철 위원

이걸로 말하면 효력발생일이죠.

○ 권종호 위원

이거는 저 이야기 아닙니까? “너가 지금

명의개서 같은 것 안 해 놓으면 빨리 지금 신주를 발행할 거니까 빨리 명의개서 해 갖고 너가 이름을 제대로 고쳐 놔라. 그래야 그 날 기준이 된 날 너가 받는다.” 그런 의미에서 그 이야기이고.

○ 이현철 위원

예, 그러면 우리 같은 경우에 예를 들어서 효력발생일 2주 전에 그러면 통지 또는 공고를 하도록 할 것인지.

○ 권종호 위원

효력발생일.

○ 이현철 위원

여기는 아예 공고라고만 되어 있네요. 통지는 아예 없고. 배정기준일 2주 전에 하는 것은 공고만 하면 되는 거네요. 배정일 지정 공고.

○ 송종준 위원장

그러면 이것도 사실 뭐, 공고가 오히려 더...

○ 권종호 위원

그렇겠네요.

○ 송종준 위원장

비용절감을 해 주는 효과가 있고, 특별히 개별적으로 통지할 필요는 없다 하더라도.

○ 이현철 위원

네. 그럼 이걸 우리 scheme에 대입하면

효력발생일이 있고, 그 날 현재 주주한테 배정이 되고, 그 날의 2주 전에 공고를 하게 하고.

그 다음에 개별적인 행사기간 도래일 2주 전에 다시 통지를 하게 하거나 공고를 하게 하는 그런 방법에 의해서 하는, 그렇게 해야죠.

○ 권종호 위원

양쪽으로 다?

○ 송종준 위원장

양쪽으로 다.

○ 권종호 위원

공고는 뭐, 비용도 안 드니까.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 공고는.

○ 권종호 위원

그건 또 홈페이지에 공고해도 되고.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 다른 공고방법은 전자방법으로 하는 것은 다 이게 준용이 되죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

네. 그렇기 때문에 그것을 활용할 수 있으면 비용 문제는 없을 것이다.

그래서 양쪽에서 다 알려주는 방법을 선택하는 것으로 하고.

○ 권종호 위원

그러면 이사회 부여하기로 한 결의내용에 관해서는 익일에 공고를 하기로 하고, 그 다음에 구체적으로 몇 개를 받았고, 배정된 신주인수선택권 내용이나 수에 관해서는 행사하기 1주 전에 통지를 하는 그런 방법으로?

○ 이현철 위원

이거하고 대입해서요.

○ 권종호 위원

아, 그렇죠?

○ 이현철 위원

그건 이제 대입해서, 효력발생일 2주 전에 공고를 해 주고.

○ 권종호 위원

그렇지.

○ 이현철 위원

익일이 아니고. 익일은 상장법인 익일로 하죠. 일반적으로는 효력발생일 2주 전에 공고를 하게 하고. 그 다음에 실제 행사기간 2주 전에 통지를 해 주기로 하고.

○ 권종호 위원

그러면 통지하는 내용하고 공고하는 내용하고는, 공고는 이런 결정을 했다는 것이

고, 통지하는 것은 구체적으로 개별주주에게 구체적으로 ‘니가 몇 주의 신주인수선택권을 받았다’ 이런 것을 통지해 줘야 되잖아.

몇 개가 부여되었고 그런 거.

○ 이현철 위원

이게 계속 수반 돼서 같이 다니니까 참 그것도 문제네요. 이게 이제 신주발행의 경우에는 딱 한 번 배정기준이 fix되면 그냥 그 다음부터는 관계없이 그 사람으로 확정되니까 누구한테 통지해 줄 것인지가 명확한데, 이걸 같이 수반돼서 다니면 행사기간 개시일 현재 주주가 누가 될지 모르지 않습니까? 그러니까 누구한테 통지를 해야 되느냐? 이게 공고만 하도록 하는 게 적절할 수도 있겠네요.

○ 송종준 위원장

신주인수권부여의 효력발생일은 신주인수권을 배정할 때 유상증자를 할 때 기준일과 같은 개념으로...

○ 권종호 위원

예를 들어 위급한 사항이잖아요, 그렇죠? 이사회 결의해 갖고 “신주인수권을 준다, 부여한다” 그럼 오늘 결의하면서 내일부로 주주에게 신주인수권을 준다고 그렇게 결정할 경우에 그런데 만약에 그것을 효력발생일 전에 하라고 그러면 이 term이 한 2주가 되는데다가 행사기간, 난 이거 너무...

○ 이현철 위원

아니면 완전히 틀을 바꿔가지고 이거는

그냥 상장법인은 관계없이 3일 이내, 익일 이렇게 해 가지고 그냥 공고하게, 공고만 하도록. 통지 이야기하지 말고 공고만 하도록 하고, 이 공고이라는 게...

○ 송종준 위원장

앞에는 짧게.

○ 권종호 위원

그래요. 앞에는 짧게 하고.

○ 송종준 위원장

많은 term을 주면...

○ 이현철 위원

그것만 하게 하고 그냥 끝나면 어떻까요? 아예 다른 것은 안 하면. 모든 내용은 거의 다 쓰게 하고.

○ 송종준 위원장

쓰게 하고, 거기에 행사기간이 다 정해져 있으니까.

○ 이현철 위원

어차피 통지는 못하는 거예요, 계속 주주가 바뀌니까. 이 통지하고는 친하지 않은 개념인 것 같고요.

그냥 공고 한 번하고 끝. 이걸 행사기간 다 나오니까.

○ 권종호 위원

그래 다 나오지.

○ 송종준 위원장

다 거기에 나오니까.

○ 이현철 위원

네, 심플하게.

○ 권종호 위원

그러니까 그 공고를 빨리 해야 돼.

○ 이현철 위원

그러니까 익일 또는 3일든지 2일 이내든지, 그렇죠?

○ 권종호 위원

그리고 행사기간은 적어도 이 검사님 말씀처럼 하면 최소한 2주로 해 주려면 행사기간은 공고일로부터 2주는 해야 된다고 이런 옵션을 걸어놓든지.

○ 이현철 위원

그걸 할 필요가 있을까요? 회사가 이제 어떻게 보면 이게 행사하도록 해야만, 보통은 조건을 걸 거거든요. '누가 공격이 성공하면 행사할 수 있다' 이렇게 조건을 걸지 그냥 행사하도록 하지는 않을 것 같은데, 방어수단을 쓰려면.

지금 공격자가 20% 이상 주식을 취득하는 조건으로 행사 가능하게 아마 이렇게 조건이 걸릴 것 같은데요.

○ 이준식 검사

그런데 그런 2주 정도의 시간을 주는 것은, 행사를 안 하게 되면 자기는 지분비율

이 떨어지고, 또 그 시간은 공격자나 지금 현 경영진이나 어느 쪽이 더 합리적인 사람 것인가 하는 숙려기간이 될 수 있으니까, 그건 마냥 그렇게 줄이기는 좀 그럴 것 같은데.

○ 이현철 위원

공고일로부터 2주 간. ‘최소한 2주 간 지난 후에 행사기간이 개시되도록 하여야 한다.’

○ 송종준 위원장

그것도 괜찮은 방법일 수 있겠네요.

○ 이준식 검사

그리고 이게 수반성 때문에, 1항 2호 ‘신주인수선택권 부여의 효력발생일’이랑, 2항 ‘제1항 2호의 효력발생일 현재 주주는 신주인수선택권자가 된다.’ 그런데 2항의 의미가 조금 약간 그런 것 같아요. 신주인수선택권 부여 효력발생일 이후에 주식을 가지고 있는 자는 누구든지 신주인수선택권자가 되는 것 아니에요. 수반성이 있기 때문에.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 이준식 검사

그러니까 이게 특별한 2항의 의미가 크게 와 닿지가 않는 것 같아요. 수반성이 없으면 2항은 의미가 특별하게 그 시점에서 있는 사람만이 신주인수선택권자가 되니까 규정의 의미가 있는데, 사실은 이것을 풀어

서 이야기하면 효력발생일 이후에 주식을 가지고 있는 사람은 누구든지 신주인수선택권자가 된다는 의미잖아요. 그 수반성과 함께 묶어서 본다면.

○ 이현철 위원

같이 보면 그렇게 되죠.

○ 이준식 검사

그렇다면 그냥 2항을 특별히 두는 것이 이게 아무 액션 없이 권리를 하려고 하는 것을…

○ 권종호 위원

그러니까 그 취지를 명확히 하려고 그러는 거지.

○ 이준식 검사

그것을 그러니까 2호로 그냥 풀어버리면 되지 않을까요?

○ 이현철 위원

그러면 될 것 같네.

○ 권종호 위원

2호에다가?

○ 이준식 검사

네. 2항 자체가 수반성이랑 엮이니까 큰 의미가 없어 보입니다.

일정한 날을 정해서 그날의 주주가 신주인수선택권을 갖게 된다는 뜻. 이렇게만 하면 2항 자체가 불필요한 항이 될 수도 있거

든요. 삭제를 하더라도 같은 의미가...

○ 이현철 위원

사실은 행사기간이 개시되기 전까지는 별 의미가 없어요. 사실은 그렇죠? 어떻게 보면 추상적으로 그냥 갖고 있다는 것뿐이지. 언제 효력발생을 하느냐가 사실 아무 의미가 없어요.

○ 송종준 위원장

그러면 1항 1호에 신주인수선택권 부여의 효력발생일 및...

○ 권종호 위원

‘효력발생일 현재의 주주가 신주인수권자가 된다는 취지, 뜻’ 이렇게?

○ 이현철 위원

효력발생일을 아예 쓰지 말자는 말씀이 짱아요. ‘일정한 날을 정하여 그날 현재의 주주가 신주인수선택권자가 된다는 뜻’ 이렇게...

○ 송종준 위원장

그렇지, 그렇게.

○ 이현철 위원

네, 그렇게 그냥.

당연히 그냥 그날 주주가 된다는...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 거기에 다 들어가게 되는 거죠.

○ 권종호 위원

그러면 2항 빼 버리고.

○ 송종준 위원장

네.

○ 권종호 위원

‘일정한 날에 주주가 신주인수선택한 자가 된다는 뜻’ 이렇게.

○ 이현철 위원

‘일정한 날을 정하여 그 날 현재의 주주가 신주인수선택권자가 된다는 뜻’.

○ 송종준 위원장

‘그 날 현재의 주주’라는 것이 여기 418조 3항을 보면 비슷한 게 있거든요. ‘회사는 일정한 날을 정하여 그 날의 주주명부에 기재된 주주’ 이렇게 되어 있거든. ‘그 날 현재’라고 하는 말이 좀 모호하지 않은가?

○ 이현철 위원

주주명부에 기재된 주주가? 이것은 그런데 주주명부하고 주주가 예를 들어 다르다, 그러면 우리는 기본적으로는 상장법인을 염두에 두면요. 주주명부는 다 증권예탁원에 올라가는데, 그럼에도 불구하고 주주명부가 사실 증권예탁원이 되고, 그날 현재 실질주주명부를 안 만들 거거든요. 실질주주명부를 안 만들면 주주명부밖에 없는 것인데, 그럼 예탁원 밖에 안 나오니까. 주주명부로 제한을 해 버리면 실제로 거래를 하고 있는 일반 주주들이 안 나오게 되는 거죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 여기서 말하는 주주명부라는 것은 그 실질주주명부 개념이 반영이 안 되는 거예요?

○ 이현철 위원

실질주주명부가, 그거 만들라고 강제하기도 어려워요.

○ 송종준 위원장

아니, 예컨대 증권시장에서 상장주식을 내가 샀어요. 오늘 샀는데 이 회사가 그 달에 이사회 결의로 유상증자를 한다는 말이죠. 그럴 경우 현재 주주명부를 기준으로 해서 나한테 증자 통지를 해 주는데...

○ 이현철 위원

그건 실질명부를 만들죠, 그때는.

○ 송종준 위원장

다 만들잖아요.

○ 이현철 위원

이거를 만들거냐는 거죠. 이게 왜냐하면 이거는 이제 그냥 주주라고만 하면요, 주주명부를 안 쓰면, 주주라고만 하면 회사에 대한 대항개념이 없고, 그냥 주주라고 하면 증권거래법에 따라서 고객계좌부에 의해서 이전되면 주주의 소유권이 이전된 것으로 추정하니까.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

예. 그러니까 이 주주명부에 그 이야기를 안 하고 그냥 주주라고 하는 게 더...

○ 송종준 위원장

‘그 날 현재의 주주가’...
신주인수선택권을 가진다는 뜻?

○ 권종호 위원

‘권자가 된다는 뜻’.

○ 송종준 위원장

‘권자가 된다.’는 표현은 좀 이상한 것 같은데.

○ 권종호 위원

신주인수선택권을 가진다는 뜻?

○ 이현철 위원

‘선택권을 부여받게 된다는 뜻’.

‘그 날 현재의 주주가 신주인수선택권을 부여받는다는 뜻’.

○ 송종준 위원장

‘부여받는다는 뜻’

○ 권종호 위원

그런데 ‘일정한 날을 정하여 그 날 현재’ 하고 ‘일정한 날의 주주가’ 하고 ‘일정한’은 일정한 소견은 정해진다는 그런 뜻.

○ 송종준 위원장

효력발생일을 정한다는 개념이죠.

- 이현철 위원
그건 이제 상법에 있습니다.
- 권종호 위원
그래요?
- 송종준 위원장
그런 표현이 있다가.
- 이현철 위원
418조 3항에 ‘일정한 날을 정하여’라는 표현이 있습니다.
- 송종준 위원장
다 그렇게 풀어서 쓰더라고. 그러니까 효력발생일이라고 하는 개념, 이런 개념은 우리가 이제 강학상이나 이론적으로 글을 쓸 때 쓰는 거고. 여기서 보면 이렇게 짝한꺼번에 붙여서 쓰는 표현이 없어요, 법전에는. 다 ‘효력이 발생하는 날’, 이런 개념으로 쓰는 거지.
- 권종호 위원
제가 생각하기에 ‘일정한 날을 정하여’라는 소리는 ‘일정한 날’이라는 것이 ‘정해진’ 그 말 속에 그런 뜻이 포함되어 있지 않은가라는 생각이 들어서.
- 송종준 위원장
특정된, 일정한 날을...
- 권종호 위원
특정한 날을 정하여?
- 송종준 위원장
‘어느 하루를 정하여’ 이런 개념인 건가?
- 이현철 위원
‘일정한 날을 정하여’ 습니다.
- 송종준 위원장
아, ‘일정한 날을 정하여’ 이거 본문에 있어요, 418조 3항에.
- 권종호 위원
네, 알겠습니다.
- 송종준 위원장
그러면 이제 2항 빠지네.
- 권종호 위원
2항 빠지고.
- 이현철 위원
2항 빠지고 3항을 좀 고쳐야 되겠네요, 그렇죠?
- 송종준 위원장
네. 3항을...
- 이현철 위원
3항을 결국은 ‘행사기간은’ 그러니까, 1항 5호의 행사기간은...
아, 3항도 2항에 그것부터 써야겠네요. ‘이사회결의일로부터’ 뭐 얼마로 할까요? ‘7일 이내’ 대신에 그럼 ‘익일, 다음 날’...

○ 권종호 위원

그럼 ‘1항 소정의 이사회결의부터 익일’이라고 씁니까?

○ 이현철 위원

‘익일’이라는 표현은 공시규정에서는 쓰는데요.

○ 권종호 위원

‘1일 이내에’라고 하나?

○ 이현철 위원

그러니까 이제 이거는 상장법인, 비상장법인 다 포함하는 개념이니까 익일까지 그렇게 빨리 하게 할 것인지, 아니면 3일 정도로 할 것인지.

○ 권종호 위원

이게 여유를 줌, 3일 이내로 하면 그 다음 날 해도 되고, 그렇죠?

○ 이현철 위원

그 다음 날로 하면 상당히 빠른 것 같은데.

○ 권종호 위원

‘3일 이내’로 해 놓으면 그 다음 날 해도 되고, 3일을 넘기지만 않으면 되잖아요.

○ 이현철 위원

네.

○ 권종호 위원

그렇게 하면.

○ 이현철 위원

‘3일 내에 제1항 소정의 이사회결의의 내용을’...

○ 권종호 위원

‘공고하여야 한다.’

○ 이현철 위원

‘주주에게 통지는’ 빼고 그냥 ‘공고하여야 한다’

○ 권종호 위원

그렇지. ‘공고하여야 한다’

그럼 이때 행사기간은?

○ 이현철 위원

‘1항 5호의 행사기간은 위 공고일로부터 2주 이후여야 한다.’

○ 이준식 검사

그 뒤에 공고를 또 한 번 하신다는 말씀인가요?

○ 이현철 위원

아니, 아니요. 행사기간은 공고한 날부터 2주를 뒤야 된다는 얘기에요.

○ 이준식 검사

그럼 그냥 제2항에, ‘제3항의 공고는 행사기간으로부터 2주 전까지 하여야 한다.’ 이런 식으로.

○ 이현철 위원

공고는 이미 3일 이내에 하도록 정해 놨거든요. 공고를 빨리 하라는 뜻이 아니고, 행사기간은 공고일로부터 아무튼 2주 간 거리를 뒤야 된다고 하는 게 더 자연스럽지 않을까 싶습니다.

○ 이준식 검사

같은 결과가...

○ 이현철 위원

말씀은 알겠는데, 결과는 같은데, 공고일은 아무튼 이사회 결의일로부터 3일 이내에 하게 되어 있거든요. 그거는 공고는 더 이상 낼 수도 없고, 행사기간은 아무튼 이거 보다는 2주 간 뒤로 뒤야 된다는 것이 논리적인 순서잖아요.

그런데 말씀하신 대로 행사기간으로부터 최소한 2주 간 전에 공고하여야 한다면 마치 공고를 하는 것을 강제하는 것처럼 보이니까 행사기간을 우리가 좀 거리를 두자는 취지인데.

○ 권종호 위원

그렇게 되면 반대로 저런 경우가 있어요. 공고가 무지하게 늦게 이루어 질 수도 있잖아요.

○ 이현철 위원

그건 그러니까 3일로 제한했으니까.

○ 권종호 위원

우리가 이렇게 3일로 제한하는 것이 그

래야 시간이, 행사기간도 적어도 3일 plus 2주 되면 반드시 행사가 되는 것이 되는데, 반대로 하게 되면 공고를 무지하게 늦게 해 버리면 행사기간도 굉장히 늦어질 수가 있으니까.

○ 이준식 검사

공고를 3일 이내로 하는 경우가 여기 상법에 있나요?

○ 권종호 위원

없어요.

○ 이준식 검사

통상 일주일 정도 하는데.

○ 송종준 위원장

상법에서는 보통 ‘즉시’, ‘지체 없이’라는 표현을 쓰지 않아요?

○ 이현철 위원

‘지체 없이’는 보통은 굉장히 지체를 하고...

○ 송종준 위원장

그거 미국에서도 그렇더라고. ‘promptly’라고 하는 표현이 우리의 ‘즉시, 지체 없이’라는 표현으로 번역이 될 수 있는데 판례상에 그 ‘promptly’ 기간이 3일부터 7개월, 8개월까지도 나오고.

○ 이준식 검사

그거는 더군다나 이거 일간신문 공고를

하게 될 경우에는, 일간신문에 의뢰하고 이게 나오고 해야 되는데...

○ 송종준 위원장

그런 실무적인 기간.

○ 이준식 검사

사흘이면 힘들 수도 있는 것으로 보이는데.

○ 이현철 위원

그럼 1주간으로 할까요? 원래대로 7일 이내?

○ 이준식 검사

7일 이내에 그냥 공고하면 크게 상관은 없을 것 같은데요.

○ 이현철 위원

7일 이내도 상당히 빠르죠.

○ 이준식 검사

네.

○ 권종호 위원

‘7일 이내에 공고를 하여야 한다.’

○ 이현철 위원

‘제1항 5호의 행사기간은’...

○ 권종호 위원

‘공고일로부터 2주를 초과할 수 없다.’

○ 이현철 위원

‘위 공고일로부터 2주 이후에’...

○ 권종호 위원

‘2주를 초과할 수 없다’고 그러면.

○ 이현철 위원

아니, 초과해야죠.

○ 권종호 위원

아, 그렇지.

○ 이현철 위원

‘2주 이후에 하여야 한다.’죠. ‘2주 이후에 게시하여야 한다.’

○ 권종호 위원

Ok.

○ 송종준 위원장

행사기간은 그 공고 후 2주 간 뒤에 있어야 된다는 취지죠?

○ 이현철 위원

네, 그런 뜻입니다.

이후에 게시하여야 한다.

‘2주간 이후에 게시’는 좀 이상한데. 최소한 2주간 뒤야 된다는 뜻인데.

○ 이준식 검사

그리고 전반적으로 이게 이거를 조금 조문을 잘랐으면 하는 생각이 좀 들거든요. 그러니까 처음에 그냥 000조의2는 신주인수

선택권에 대해서 1항 2항 정도만 하고, 절차에 따라서 그 다음에 조항을 하나 더 만들어서 정관에는 이런 내용을 기재하여야 한다는 정도하고, 그 다음에 이사회 결의는 이렇게 해야 한다는 것을 조문을 하나 만들고, 그 다음에 통지라든가 공고 규정을 별개 조문으로 하나 하고, 이렇게 하나씩 하나씩 절차에 따라서 조문을 하나씩 만드는 게 어떻겠나 싶습니다.

한 조문 안에 지금 이사회 결의와 통지 이게 다 들어가 있으니까.

○ 송종준 위원장

이게 지금 신주인수선택권의 부여라고 하는 표제지요?

○ 이현철 위원

그런데 따로 만들면 표제를 많이 만들어야 되는데.

○ 이준식 검사

이사회 결의 사항, 그 다음에 공고라든지.

○ 이현철 위원

그런데 지금 신주인수권부사채 같은 것도 보면 여러 개 내용을 많이 넣긴 넣어놨거든요.

516조 1항 보시면 ‘신주인수권부사채 발행할 수 있다’도 있고, 그 다음에 ‘이사회가 정하도록 하는 사항’...

○ 송종준 위원장

그러면 하여튼 그것은 나중에 한 번 생

각을 해 보고요.

○ 이준식 검사

네.

○ 송종준 위원장

3조에서 지금 이제 2항은 없어지고 3항을 2항으로 하는 거죠?

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

그 wording을 한 번 불러주세요. 어떻게 수정하셨는지.

○ 이현철 위원

조금 더 맞춰봐야 될 것 같은데요.

‘회사는 제1항 소정의 이사회 결의일로부터 7일 이내에 제1항 소정의 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.’

‘제1항 5호에’ 이걸 별도 3항으로 만드는 게 어떨까 싶습니다.

그 다음에 3항으로 ‘제1항 5호의 행사기간은 제2항의 공고일로부터 2주 간 이후에 개시하여야 한다.’

○ 권종호 위원

그런데 보면 우리가 1항 1호가 지금 없어요.

○ 이현철 위원

그건 조정하겠습니다.

- 권중호 위원
그건 염두에 두셔야 될 것 같아요.
- 이현철 위원
예.
- 송중준 위원장
법문에다가 ‘소정’이라는 표현을 쓰나요?
- 이준식 검사
‘소정’은 잘 안 쓰죠.
- 송중준 위원장
‘제1항 소정의’
‘1항에 따른 이사회 결의일’...
- 이준식 검사
‘소정’만 지우면 될 것 같습니다. ‘제1항의 이사회 결의일로부터’...
- 송중준 위원장
‘제1항의 이사회 결의일로부터’ 이렇게.
- 이현철 위원
그 다음에도 이제 ‘제1항의 이사회결의의 내용을’...
- 송중준 위원장
그럼 이제 3항에다가.
- 이현철 위원
‘제1항 제5호의 행사기간은 제2항의 공고일로부터 2주간 이후에 개시하여야 한다.’

- 송중준 위원장
네, 그건 그렇고. 일단 3조는 그 정도로 하고요.

4조는...

- 이현철 위원
4조는 이제 취득에 관한 조항인데요. 이게 이제 결국 주주가 임의로 자발적으로 행사하지 않는 경우 회사가 행사를 강제하도록 하는 그런 조항입니다.

의미는 ‘유상소각’에 해당하는 개념입니다. 그래서 취득으로 해도 될 것 같고, ‘유상소각’이라는 표현을 쓸 수 있을지 모르겠습니다.

구조를 보시면, 일단 이사회 결의에서, 원래 이제 신주인수선택권을 발행하는 이사회 결의에서 취득에 관한 사항을 꼭 정하도록, 그래서 ‘일정한 사유가 발생한 경우에 회사가 취득할 수 있다는 뜻’.

그 다음에 ‘취득대가로 교부하는 주식의 종류 및 수 또는 산정 방법’ 그다음 ‘그 이외의 재산을 주는 경우에는 그 내용’ 이렇게 정리 되어 있습니다.

그래서 지금 2항을 보시면, 4조 2항을 보시면 ‘일정한 사유가 발생한 날에 자동적으로 효력을 갖도록’ 취득이 효력을 갖도록 이렇게 되어 있거든요. 마치 형성권인 것처럼 이렇게 되어 있는데, 형성권으로는 해야 될 것 같습니다. 이건 무슨 청구권 식으로 할 것은 아닌 것 같고요.

- 송중준 위원장
그렇죠.

○ 이현철 위원

그런데 자동적으로 하도록 할 것인지 아니면 별도의 이사회결의를 하도록 할 것인지, 아니면 별도 회사에서 의사결정을 하도록 할 것인지, 그것은 조금…

그러니까 지금 1항 1호를 보시면 ‘취득할 수 있다는 뜻’ 이렇게 되어 있거든요. 그래서 어떤 사유가 있으면 회사가 취득을 할 수 있다, 유상소각을 할 수 있다는 뜻만 적고, 사유가 발생했을 때 회사가 이것을 유상소각 할 것이냐, 말 것이냐는 것은 회사가 별도로 정하면 되는 것 아닌가 싶은데.

그런데 여기 권 교수님이 처음 주신 wording에서는 자동적으로 효력을 갖도록 되어 있는데요. 이게 일본에 이렇게 되어 있는…

○ 송종준 위원장

이게 자동적이라는 표현이 좀…

○ 권종호 위원

제가 첫 번째에서 ‘자동적으로’ 이렇게 되어 있었습니까?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그래서 표제도 ‘유상소각’이라는 말은, 어려운 말은 쓸 필요가 없을 것 같고요. ‘회사에 의한 신주인수선택권의 취득’.

○ 이현철 위원

그냥 ‘취득’으로.

○ 송종준 위원장

네, 그렇게 하면 되고. 풀이 상으로 ‘유상소각’ 이런 개념으로 내용에 들어가 있으니까.

○ 이현철 위원

그런데 이제 기본적으로 한 가지 좀 의문은, 당초 발행 이사회 결의할 때 신주인수선택권을 부여하는 부여 이사회 결의에서 굳이 이 취득에 관한 조항을 넣을 것인지 말 것인지입니다.

그러니까 예를 들어서 신주인수선택권은 부여했는데 추후에 보니까 주주가 자발적으로 행사 안 할 것 같아서 그냥 이것을 취득하기로 결의하고, 그냥 취득한다고 하면 바로 형성적 효력이 생겨가지고 취득하고 새로이 신주를 부여하든지, 다른 재산을 주든지 그렇게 해야 되지 않나?

○ 권종호 위원

그대로 일본에 이 제도가 도입된 취지고 뭐냐 하면 취득조항부 신주예약권 제도가 바로 이 제도인데, 이것은 저걸 염두에 둔 거예요. 그러니까 신주예약권을 다 줬다가 강제적으로 회사가 상의해 봐갖고 경우에 따라서는 일반주주로부터 그것을 강제적으로 사들여갖고 주식을 주는 방법, 아니면 적대적 매수자가 갖고 있는 신주예약권을 사갖고 그냥 현금을 쥐버리는 방법으로 하든지, 이와 같은 방법으로 하기 위해서 도

입된 제도가 일본에서는 취득청구권부 주식으로 그렇게 도입이 된 건데, 그런데 가만히 놓고 보면 취득청구권, 결국은 회사가 그냥 취득하는 것이니까 전부 이렇게 바꾼 거거든요.

그래서 제가 좀 확인을 해 봐야 겠는데…

○ 안수현 위원

거기에 본문에 보면 276조에 일본에서는 그냥 1항에서 ‘주식회사는 자기신주예약권을 소각할 수 있다. 이 경우에는 소각하는 자기신주예약권의 내용 및 수를 정하여야 한다.’ 이렇게 되어 있거든요.

○ 권종호 위원

그거 취득청구권부주식이예요?

○ 안수현 위원

예, 예.

○ 이현철 위원

그건 소각에 관한 거.

○ 권종호 위원

그건 소각제도고.

○ 안수현 위원

지금 그러면…

○ 권종호 위원

이거는 취득조항부주식이라고 해 갖고 따로예요.

○ 안수현 위원

취득조항부요?

○ 권종호 위원

그거는 소각제도는 반드시 필요한 거고, 그건 소각제도고.

○ 이준식 검사

그런데 이게 이 조항 자체는 근본적으로 ‘부여’는 000조의2조 4항이 아니라 3항에 따라서 부여를 해 놓고, 취득을 할 때는 그런 4항의 요건은 없이 회사가치라든가 주주 일반에 이익 제공하는 그런 요건 없이도 전부나 일부를 회사가 일방적으로 취득할 수 있다면 그 결과는 불평등을 그냥 가져올 수 있거든요.

○ 이현철 위원

그거는 할 수 있다는 말이 없죠.

○ 이준식 검사

네?

○ 이현철 위원

할 수 있다는 말이 없죠.

○ 이준식 검사

여기 1호에, 4조 1항 1호에 ‘일정한 사유가 발생하면 신주인수선택권의 전부나 일부를 회사가 취득할 수 있고, 취득대가로 주식을 교부하는 경우에는 주식의 종류나 수, 그리고 기타 재산을 교부할 때는 그 구

체적인 내용'인데, 이걸 일방적으로 회사가 대가 지급방법을 선택하고 주식의 전부라든가 일부, 지금 균일하지 않게 취득할 수 있는 거 아닙니까? 1호에 따르면, 주식의 전부나 일부를 취득할 수 있는데, 그 대가도 주식을 줄 수도 있고, 아니면 금전을 줘서 그냥 취득해 버릴 수 있고 이러니까, 그 결과는 모든 사람들에게 공평하게 줬다가 일부에게는 주식을 주고 일부에게는 현금을 줘서 지분비율이 달라지는 결과를 가져올 수 있잖아요.

○ 송종준 위원장

거기서 주주평등의 원칙이 똑같이 옵션을 받은 사람들 간에 주주평등의 원칙이 좀 깨질 수가 있겠네요. 그 얘기하시는 거죠?

○ 권중호 위원

방금 말씀하신 게 놓고 보면 어떤 형태로든 적대적 매수자고 신주인수권자인데, 대개 방어수단으로 이용되면 적대적 매수자가 어떤 형태로든 피해를 보게 되는데, 그것은 법이 허용하는 주주평등의 원칙에 반하는...

○ 이준식 검사

이게 적대적 M&A가 아닐 때는 문제가 될 수 있다니까요.

○ 권중호 위원

그런데 적대적 M&A가...

○ 이현철 위원

그럼 주주평등 때문에 안 되긴 안 될 텐데.

○ 권중호 위원

이게 적대적 M&A가 아닐 때는 이렇게 관계적으로 회사가 선별하고...

○ 이현철 위원

이럴 수는 있겠죠. 일부라면 예를 들어 이제 특정한 사람으로부터 일부라는 말도 될 수 있고요. 일정한 비율로 할 수도 있다는 뜻인데.

사람으로 치면...

○ 이준식 검사

이게 가능한 거 아닌가요? 이거 자체가.

○ 이현철 위원

그러니까 예를 들어서 각 사람이 가진 것 중에 절반을 유상으로 소각한다.

○ 이준식 검사

그건 크게 문제가 없어 보이는데.

○ 이현철 위원

그런데 이제 사람을 선택, 선별적으로 하는 것은 기본적으로는 주주평등의 원칙에 위배 될 테니까.

○ 이준식 검사

그게 꼭 위배된다고 할 수 있나요? 어쨌거나 이게 조문 구조상 000조의 2에는 주주간의 불평등한 그거를 가할 때는 일반적으로 회사의 가치나 주주일반의 이익이라는 요건을 갖춰야지 그렇게 할 수 있게 해 놔는데, 취득을 할 때는 그 요건을 안 갖춰도

가능하게끔 되어 있는 자체가 좀 문제가 아닌가 싶어가지고.

○ 권종호 위원
이 4조예요?

○ 이준식 검사
네.

○ 권종호 위원
아, 이거는 당연히 그렇게, 여기에서 말하는 것을...

○ 이준식 검사
이게 똑같이 주주들에게 쥐놓고 1대 주주한테는 현금으로 주고, 2대 주주에게는 주식을 쥐버리면 지분 비율이 확 바뀌어 버리지 않습니까? 최대 주주도 바뀔 수 있고.

○ 송종준 위원장
그렇죠. 이미 이것을 받는 사람들 간에도. 그러니까 '신주인수선택권의 전부 또는 일부'라는 표현이 아까도 적용되는 경우가 여러 가지가 있을 수 있는데, 모든 주주, 그러니까 적대적 공격자한테도 다 주되 행사에서 배제하는 방법, 이런 것도 있을 수 있잖아요. 그때 그 사람 것만 안 줄 수도 있고요. 사들일 수도 있는 것도 있고, 그런 의미도 사실, 그것 때문에 전부 또는 일부를 했다고도 볼 수 있고 아니면 '모든 주주가 가지고 있는 신주인수선택권의 50%만을 다 똑같이 회사가 사겠다' 그럴 경우는 또 일부라는 개념에 해당 될 거고, 그런 경우를

다 포괄하고 있다고 볼 수 있는데.

○ 이현철 위원
일본 조항에서 발췌하신 거죠?

○ 권종호 위원
예, 맞아요. '2항도 자동적으로 효력을 갖는다.'

○ 이현철 위원
그것도 일본 조항에서.

○ 권종호 위원
그래야 되죠. 이것은 사실은 어떻게 보면 강제취득인데, 어느 시점에 조건이 충족 되면 그 시점에 주주는 정해진 조건대로 강제로 취득하는 식으로, 자동으로 취득하는 것이 돼야, 그게 안 되면 상대방이 팔아가지고 사고 이렇게 되면 이게 효과가 없으니까, 이거는 들어가야죠.

○ 이준식 검사
이게 그런데 어떨 경우에 쓰는 조문입니까?

○ 권종호 위원
이 규정이 갖고 있는, 취득조항부 신주예약권 제도요?

○ 이준식 검사
네.

- 권종호 위원
이건 완전히 100% 방어수단으로 이용되는 것만 염두에 두고 일본에서 도입한 제도죠.
- 이현철 위원
Bulldog Sauce에서도 이거 썼잖아요.
- 권종호 위원
예?
- 이현철 위원
Bulldog Sauce case에서도 썼잖아요.
- 권종호 위원
거기는 이제...
- 이현철 위원
1엔으로 행사가액을 정했는데, 그것도 실제로는 행사하도록 내버려 둔 것이 아니고 회사가 그냥 주식으로 전환시켜서...
- 이준식 검사
그러면 최소한 이게 4조의 요건이 그 앞에 주주 전반의 이익이라든가 이걸로 해야지 이게 정당화될 수 있는 것 아닌가요? 정말로 시가보다 더 많은 대가를 줬다고 하면 그게, 물론 그것도 역으로 그럴겠지만 그 대가를 받은 사람이 내가 주주평등의 원칙에 반하는 취급을 받았다고 할 수 있나?
- 이현철 위원
그럼 예를 들어 4항 3호에다가 그 말을
- 좀 넣어야 되겠네요. 2조 4항 3호에다가 그런 취지로 하나 넣어야 되겠네요.
- 권종호 위원
그러니까 이게 뭐, 방어수단으로 쓰이는 것을 전제로 해 갖고 기업가치나 주주 공동 이익으로 해서...
- 이현철 위원
아니면 3항 3호를 4항 3호로 보낼까요? 그 내용을 좀 고쳐가지고.
- 이준식 검사
네?
- 이현철 위원
지금 2조 3항 3호의 경우에 그게 결국은 방어수단으로 쓸 때만 의미가 있는 것 아니겠어요? 일부주주권을 취득하는 것은. 방어수단을 안 쓸 때는 회사가 강제취득할 필요가 없죠. 아니면 무상소각을 해 버리면 되니까. 그럼 방어수단으로 쓴다는 것은 4항 이니까, 3항 3호의 내용을 4항 3호로 보내면.
- 이준식 검사
보내야죠.
- 송종준 위원장
전에 4항 3호 있던 것을 3항으로 올렸던 거지요?

○ 이현철 위원

아닙니다. 4항 3호에 있던 것을 5항으로 보냈습니다.

○ 송종준 위원장

아, 그랬었나요?

○ 이현철 위원

네, 5항으로 갔고요.

○ 송종준 위원장

아, 그러면 지금 그것을 4항 3호로 보내면 지금 같은 선택권을 취득할 때도...

○ 이현철 위원

‘신주인수선택권을 회사가 취득하는 경우에도 결국 회사가치나 주주일반 이익을 위한 경우에만 해라.’ 그렇게 하는 것이...

○ 이준식 검사

이걸 준 것을 갖다가 함부로 그냥 마음대로 회사가 일방적으로 뺏는다는 건 경영 방어 외에는...

○ 이현철 위원

아, 이걸 뺏는 것이 아니고 행사를 안 해도 우리가 그냥, 행사를 원래 하면 행사 가액을 넣어야 되잖아요. 행사가액도 안 내도 그냥 주식 쥐버리는 거예요. Bulldog Sauce도 1원으로 했는데 1원도 안 받고 그냥 쥐 버린 거거든요. 그러니까 어떻게 보면 주식을 막 나눠 주는 거죠. 주식배분 비슷하게. 그러니까 결국 방어 상황에...

○ 권중호 위원

그러니까 주식 분할하는 거죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이준식 검사

이거는 취득하는 거니까 회사가 취득하는 것 아닙니까, 이거는?

○ 이현철 위원

예, 3호는.

○ 이준식 검사

회사가 취득하는 것이니까 이미 주주들한테 준 신주인수선택권을 갖다가 회사가 일방적으로 뺏는 것이니까, 그 중에 일부를 뺏어버리면 공격자에 대한 것을 뺏어버리면 이거는 경영권방어가 될 테고.

○ 이현철 위원

그 전부를 뺏으면서, 예를 들어서 일부는 다르게 주는, 대가를 주식으로 주고 현금으로 주고, 그게 이제 Bulldog Sauce처럼, 그러니까 여기 wording 이렇게 바뀌야겠네. ‘회사가 이사회결의로 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득할 수 있다는 뜻’ 이렇게 해야 되겠네요. 그렇죠? 여기 3호로 가면서 ‘할 수 있다는 뜻’ 앞에 것하고 같이.

○ 송종준 위원장

자기 신주인수선택권 취득할 때도 회사가 치 주주일반이익, 이게 여기서 걸려져야 되냐?

○ 이현철 위원

어떤, 자기주식에 대한 거요?

○ 송종준 위원장

4항 3호를 집어넣으면 그렇게 된다는 얘기잖아요?

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 송종준 위원장

지금 이제 회사가 신주인수선택권을 취득할 때도...

○ 이현철 위원

취득하는 상황이 주주가 이제 배정을 해줬는데, 공격자는 부여를 안 하거나 다른 조건으로 부여했는데, 이 주주들이 잘 행사해 주면 아무 문제없는데, 굳이 강제취득을 할 필요가 없는데, 행사를 안 할까봐 걱정이 돼서 그냥 강제취득 해 버리고, 그 일반 주주한테는 주식을 주고, 적대자에게 돈을 주는 거거든요.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

그러니까 그런 상황이 아니면 굳이 신주인수선택권 부여했다가 취득을 강제로 할 필요가 없을 것 같아요.

○ 권종호 위원

그때는 소각을 해 버리면 되니까.

○ 이현철 위원

아예 무상소각해 버리고, 아니면 행사하게 내버려 두면 되고.

○ 송종준 위원장

그러면 됐어요. 그렇게 하고.

○ 이준식 검사

그러면 이제 두 가지 scheme이 되는 거잖아요. 하나는 주는 것에서 경영권방어를 할 수 있을 테고, 다 쥐 놓고, 평상시에 그냥 다 쥐 놔다가 취득하는 것을 통해서 소극적으로 경영권 방어하는 방법하고.

○ 이현철 위원

그런데 취득하는 것은 이제 앞에 조건을 쓰게 되어 있기 때문에 이제 그걸 써야 되겠죠. 어떤 경우에 누구를 차별하는 이유는 뭐다. 그러니까 우리가 주는 것은 똑같이 주는데 나중에 우리가 취득할 때 차별을 어떻게 하겠다는 것을 이사회가 정하라는 측면이니까.

○ 권종호 위원

사실 대가는, 지금 여기 봤을 때 대가로 하면 ‘일정한 경우에 일부의 회사를 취득할 수 있다는 뜻’ 그리고 ‘대가를 주식으로 교부하는 경우에는’ 이렇게 하고, ‘금전 이외의 재산을 교부한 경우에는’ 이렇게 하고, 만약에 하나도 안 주고 그대로 무상으로 강제취

득을 하는 것도 지금 해석상 되지 않아요?

○ 이현철 위원

그거는 저기...

○ 권종호 위원

이렇게 대가를 주고도 취득할 수가 있고, 이거 우리 가서 그런데, 사실은 이게 조항이 없다면 이거 교부하는 경우에 이렇게 하라는 소리고, 교부 안 할 때는 그대로 갖고 갈 수 없다고 생각을 하면 어떤 개념이냐 하면, 주는 것도 공짜로 줬다가 나중에 경우에 따라서 거둬들인 것도 회사, 이걸 해 갖고 강제로 그런 의미로 사실은 일본에서는 제가 이해하기로는 무상배정제도를 하면서 취득조항을 이런 식으로 막 끌어놨는데, 여기서는 우리 무상소각제도를 따로 뒀기 때문에 이제 해석이 이렇게 되는 쪽이 거든요.

○ 송종준 위원장

그러니까 무상소각으로 행사 이전까지는 언제든지 소각할 수 있도록 해 주고.

○ 권종호 위원

예, 우리는 이제 그렇게 정해 놔으니까 이것은 유상소각이 되는 셈이죠.

○ 이준식 검사

그럼 5조 3항에 그 무상소각이라는 것은 신주인수선택권 전부를 무상소각하는 경우를 말하는 거죠?

○ 이현철 위원

예, 아예 없애버리는 거죠.

○ 이준식 검사

통으로 없애버린다는...

○ 이현철 위원

예, 예. redemption이라고 하죠.

○ 송종준 위원장

그럼 거기도 '신주인수선택권의 전부를 무상소각할 수 있다.' 이렇게 해야 되지 않겠나?

○ 이현철 위원

네. 항상 전부를 말합니다. 일부만, 예를 들어 공격자 것만 소각하고 이런 거는...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이준식 검사

공격자 것을 소각하려면...

○ 이현철 위원

그렇게는 잘 안 되겠죠.

○ 송종준 위원장

주주평등의 원칙...

○ 이현철 위원

만약에 2조 4항에 따르지 않고 그런 식으로 하면 그거는 공격을 받겠죠.

○ 이준식 검사

지금 4조 1항 제2호에 ‘주식’이라고 그러면 그 회사의 주식을 말하는 거죠?

○ 이현철 위원

그렇죠. ‘주식’이라면 당연히 그렇죠.

○ 이준식 검사

‘주식을 교부한다’ 이게 취득대가로 주식을 교부한다는 건 자기주식을 교부하는 것은 아닐 테고, 신주를 발행하는 얘기를 말하시나요?

○ 이현철 위원

자기주식은 있어요. 조항이...

○ 이준식 검사

뒤에 따로 있으니까, 여기서 주식을 교부한다는 것은 wording이 약간...

○ 이현철 위원

그렇네. 그럼 이걸 자기 주식을 교부하는 거고.

○ 이준식 검사

‘신주인수선택권 취득대가로 신주를 발행하는 경우에는’ 이 말 아닌가요?

○ 권종호 위원

지금 우리 두 가지로 대가로 주는 것은 자기주식도 줄 수 있고...

○ 이현철 위원

그건 이제 따로 조항을 만들어서 했으니까 앞에서는 원칙적으로 계속 똑같이 가자는 말씀이시죠.

○ 이준식 검사

주식을 교부한다고 그러면 다른 회사 주식을 교부하는 것도 포함하는 것 같이 보이는데, 신주발행을 말하시는 거죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그럼 그걸 명확하게 해야 되겠네. 3호에서 ‘주식 이외의 금전 기타 재산’이라고 하는 것은 사실 앞에서 말한 주식은 그 회사의 신주나 자기주식을 말할 것이고, 3호에 따르면 그 회사하고는 다른 회사의 주식은 금전 기타 재산에 포함되는 거 아니에요?

○ 권종호 위원

그래야 되겠네.

○ 송종준 위원장

그렇죠?

○ 권종호 위원

네.

○ 송종준 위원장

네. 그러니까 그것을 명확하게 해야 되겠네.

○ 이준식 검사

6조 3항에 그러니까 자기주식을 교부하는 것으로 해 봤으니까, 회사가 여기서 취득대가로 주식을 주는 것은 그냥 신주 발행만을 말하는 것일 거예요.

○ 이현철 위원

그건 신주발행이라고 표현하는 게 맞죠.

○ 이준식 검사

신주를 발행하는 거예요.

○ 이현철 위원

예, 신주발행이라고 해요.

○ 권종호 위원

그렇습니다. 이거는 뭐, 신주만 주는 것으로.

○ 이현철 위원

뒤에서 포괄적으로 해 봤으니까. 그렇지?

○ 이준식 검사

네.

○ 송종준 위원장

그러면 4조 1항에서 아까 조금 이야기가 나왔지만 누구한테는 신주를 주고 누구한테는 금전을 줄 그런 부분에 관한 것은 따로 여기서 적절한 어떤...

○ 이현철 위원

차별취급이 가능하다는 말을 어디 넣어

야 될 것 같은데.

지금 2조 4항 3호로 가져가더라도 여기에 차별취급이 가능하다는 취지가 들어가야 되지 않을까요?

○ 송종준 위원장

그렇지 않게 되면 그 단계에서는 equal treatment 원칙이 적용이 돼야 되기 때문에.

○ 이현철 위원

차별 취급이 가능하다는 이야기가 좀 해 주는 것이 괜찮을 것 같습니다.

○ 안수현 위원

참고로 여기 000조의2 3항 3호에 ‘취지’만 해 놓으셨잖아요. 그런데 이제 일본 같은 경우를 봤더니, 일본의 경우에는 ‘취지’하고 ‘대가’하고 이런 걸 다...

○ 이현철 위원

정관에 쓰게 되어 있나요? 정관에서?

○ 안수현 위원

우리는 이제 지금 정관에 돼 있지만, 애네는 주총에서 결정할 때...

○ 이현철 위원

우리는 이사회 결의는 다 쓰거든요.

○ 안수현 위원

예. 우리는 이사회 결의인데 여기는 주총하고 그 다음에 이사회 결의 특칙이 있어요. 여기 보면 지금 저희하고 차이가 어쨌든 정

관의 규정에는 취지만 했는데, 사실은 중요한 것이 취지뿐만 아니라 차별대가, 대가의 유형...

○ 이현철 위원

그런데 일본의 신주예약권은 이사회 결의로 하는 것 아닌가요? 특별히 유리발행 아니고.

○ 권종호 위원

이사회 설치 회사의 경우는 이사회에서 하고 그렇게 되어 있어요. 지금 우리가 여기에 둔 것은...

○ 이현철 위원

이사회 설치해서 그래요.

○ 권종호 위원

우리가 여기에 둔 것은 이사회에서 한다고 보시면 되고.

그거 지금 일본 회사법은 그게 소규모 회사를 기준으로 했기 때문에 주주총회라고 되어 있는데, 이사회 설치 회사의 경우는 이사회에서 하는 것이니까 우리처럼 이렇게...

○ 이현철 위원

이사회 결의죠.

○ 안수현 위원

그 대신 저희는 하나가 더 있는 게 정관에 규정을 기본적인...

○ 이현철 위원

우리는 해야 됩니다. 일본에는 정관 규정이 없습니다. 그걸 우리가 차이죠.

○ 안수현 위원

지금 이제 이 차별취급에 관해서는 취지만 정관에 있고 나머지는 자유롭게 지금 이사회에 맡기고 버리고 있습니다. 그래서 소각이나 아까 말씀하신 취득조항이나 이런 성격들이 이사회에서 마음대로 정한다면 나중에라도 그런 차별적 취득에 대한 문제가 좀 있지 않을까?

○ 이현철 위원

그런데 그거는 앞에 1호, 2호도 마찬가지로 지않아요. 그러니까 부여하는 단계에서도 원래 차별취급을.

○ 안수현 위원

그런데 부여할 때는 여기에 정관 규정에 관해서 신주인수권 선택의 발행에 있어서 할 수 있다고 되어 있는데, 이것을 취득하는 것, 다시 취득하거나 소각하는 것에 대해서는 이 내용이 안 될 것 같거든요. 그래서 제가 볼 때는 정관에 그냥 이사회 결의를 신주인수선택권의 전부, 일부를 취득할 수 있도록 허용하는 경우에 취지 이외에 대가에...

○ 권종호 위원

대가의 차별?

○ 안수현 위원

네. 대가의 방법 또는 차별취급 이런 것을 조금 정관에 따라 쓰는 것이 어떤가 싶은 생각이 들어요. 왜냐하면 이사회 결의도 나중에 사후적으로 차별할 수 있다고 볼 수도 있을 것 같거든요. ‘부여’는 2조에 의해서 뭔가 다 차별적인 것이 다 정관에 규정도 되어 있고 이 경우에만 된다는 것이 나타나는데, 나중에 소각이라든가 이런 부여 이후의 단계에서는 그런 것에 대해 명백히 알 수 있는 그런 절차적 규제 같은 게 조금 떨어지지 않나? 이사회 결의만 거치면 마음대로 차별할 수 있는 그런 사항을...

○ 이현철 위원

그런데 그거는 제 생각에는 1호, 2호에서 원칙적으로 그렇게 해 놓은 것 같은데. 원래 이사회 결의로 그냥 차별할 수 있는 것은 정관이 이제 회사 가치나 주주 일반 이익을 위해서 할 수 있도록 수권을 한 것 같거든요.

○ 안수현 위원

부여도 그렇고, 나중에...

○ 이현철 위원

소각하는 것, 그러니까 취득하는 것도.

제 생각에는 3호 wording을 회사가, ‘이사회 결의로’는 필요 없을 것 같아요. 밑에도 나왔었기 때문에.

이 ‘회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득할 수 있으며, 이 경우 주주를 차별적으로 취급할 수 있다는 뜻’ 이런 취

지로.

○ 권종호 위원

네, 그 정도로 해 두면.

저는 만약에 우리 이런 규정을 두면 사실은 차별 취급해도 법에서 행하는 차별취급이기 때문에 주주평등원칙은 그다지 안 될 것 같아요.

○ 이현철 위원

주주평등으로 방어가 안 되죠.

○ 권종호 위원

우리가 지금 이게 사실 주주평등원칙도 법이 허용한 것은 예외가 그렇게 되는데...

○ 이현철 위원

아니, 나는 이 경우 ‘주주 일부에 대해서 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻’...

○ 송종준 위원장

차별이라는 말을 안 쓰고 그렇게.

○ 권종호 위원

자, 다시 한 번 말씀해 주시죠.

○ 이현철 위원

다시 한 번 하시면요, ‘회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득할 수 있으며, 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻’.

그거를 2조 4항 3호로.

○ 송중준 위원장

‘일부를 취득할 수 있다는 뜻 및 이 경우’ 그렇게 해야 되겠죠?

○ 이현철 위원

네. ‘있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻’

○ 송중준 위원장

네.

○ 권종호 위원

지금 우리 신주인수선택권은 일본 신주예약권하고 완전 다릅니다.

○ 이현철 위원

많이 달라지고 있습니다.

○ 송중준 위원장

많이 달라요.

○ 권종호 위원

이게 독특한, 이게 완전히 한방에 아주 그냥.

○ 이준식 검사

그게 좋은 거죠.

○ 안수현 위원

그런데 그럴 수밖에 없는 게 여기는 이 신주예약권이 그냥 자금조달에 대해서 경영권 방어 옵션이 다 들어가는데, 이 3개가

다 포함되는 것에 들어가는 것은 해 주고, 거기서 다시 무상발행의 경우를 또 하나만 해도 나머지 다 앞에 의해서 모든 게 다르게 하고 있어서요.

○ 송중준 위원장

그래요. 맞아.

○ 권종호 위원

나중에 이거 법안 나오면 웃기는 일이 무지하게 많을 것 같아요.

일본 같은 경우는 신주예약권을 유상으로 발행하는 것을 전제로 해 갖고 뭐든지, 무상배정을 예외로 빼놨거든요. 그래 갖고 또 이게...

○ 송중준 위원장

기본적으로 자본조달 생각을 했으니까.

○ 권종호 위원

완전히 다른 이야기라. 이거 완전히 세계에서 아주 독특한...

○ 송중준 위원장

네. 독특한 법이에요. 중요한 법이에요. 좋은 법입니다, 하하!

그리고 2항에 보면 ‘자동적으로 효력을 갖는다.’라고 하는 표현이 괜찮아요?

○ 권종호 위원

자동적이라는 말은 빼도 되지 않겠어요?

○ 송중준 위원장

‘자동적으로’.

○ 이현철 위원

아니면 이런 것은 어떨까요? 그러니까 처음에 발행 이사회, 부여 이사회 결의를 할 때 이렇게 할 수 있다는 내용을 좀 기준을 제시해 놓고, ‘어떤 주주에 대해서는 주식을 주고, 어떤 주주에 대해서는 돈으로 준다.’ 이런 이야기를 써놓고, 그 다음에 가서 실제로 그것을 할지 말지는 또 나중에 이사회가 현실적으로 가서 어느 시점에 가서 결의할 수 있도록 하는 게, 그런 길을 지금 여기는 없거든요. 그냥 일정한 사유를 원래 정해 놓고 그냥 그때 가면 그 사유에 해당되면 자동으로 그냥 되게 돼 있는데, 꼭 그렇게만 제한할 필요가 있을지.

○ 송중준 위원장

그것은 아까 신주인수선택권의 행사금액과 그 조정에 관한 것은 예전 것이 아니었죠, 그것은?

○ 이현철 위원

예, 그것하고는 좀 다릅니다.

○ 송중준 위원장

3조 4호로 되어 있는 게, 행사액과 그 조정에 관한 것과는 다른 것이었죠?

○ 이현철 위원

네, 그거 하고는 다르죠.

○ 송중준 위원장

지금 2항, 3항, 4항은 다 일정한 사유가 발생하면 자동적으로 효력발생하고, 그냥 통지해 주고, 자동으로 효력도 잃고 이렇게 쪽 되어 있지 않습니까?

○ 권종호 위원

이것도 이제 간단히 얘기하면 회사가 취득하겠다고 마음먹으면 별 다른 액션 없이 그냥 그대로 하게 되는 거죠.

○ 이현철 위원

그런데 마음 먹음이라는 게 일정한 사유라는 게 이제 미리 정한 사유가 있을 수 있죠. 그런데 미리 정한 사유가 A, B, C가 있는데 그게 아니라도 강제취득을 하고 싶은데, 그러면 그런 것을 어떻게 넣을 수 있을지.

○ 권종호 위원

그걸 넣는 쪽으로?

○ 이현철 위원

이사회 조건은 이사회결의로 할 수 있든지, 이렇게.

○ 권종호 위원

일정한 조건 없이 이사회가 결의해 갖고 그냥 정해 놓은 것 없이 하겠다고 하면...

○ 이준식 검사

그냥 1호에서 ‘일정한 사유가 발생한 경우’를 빼버리면 어떤가요?

○ 이현철 위원

그냥 빼면요?

그러면 1호 자체가 필요 없을 수 있겠네요. 1항 본문 자체가 원래 신주인수선택권을 특정이 돼 있으니까, 그렇게 하고자 하는 경우에는 다음 사항을 정하여야 된다고 해서...

○ 이준식 검사

그럼 1항 본문에서 '전부 또는 일부'라는 말은 넣어야 되지 않습니까?

○ 이현철 위원

이제 거기는 그걸로 해야 되겠죠, 오히려. '주주의 일부에 대해서 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻 및 해당 주주의 범위', '달리 취급하는 주주의 범위' 이렇게. 아까 우리 3조 1항 6호, 7호에 있던 내용. 이거대로 해야 되겠네요.

'주주의 일부에 대하여 신주인수권의 취득에 관해서 달리 정하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위' 이렇게.

○ 송종준 위원장

1항에다가 그걸 집어넣자고요?

○ 이현철 위원

네, 1호에다가. 1항 1호에다가 1호 지금 내용을 빼 버리고.

○ 송종준 위원장

아까 하나 빼졌었는데, 그거 대신에...

○ 이현철 위원

예, '주주 일부에 대하여 신주인수권의 취득'.

○ 권종호 위원

'주주의 일부에 대해 신주인수선택권 취득에'...

○ 이현철 위원

'관해'...

○ 권종호 위원

'-에 대하여, 관해'...

○ 이현철 위원

좀 많이 겹치는데.

○ 송종준 위원장

앞에 '회사가'라고 하는 표현을 안 써야 될까? '회사가 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 취득'...

○ 이현철 위원

그건 앞에 1항에서 이미 '회사는 이러이러한...'

○ 송종준 위원장

아, 그렇게 돼 있구나. '회사가 부여하는 경우에는 이사회는 부여한다.' 이거는 부여하는 경우고 회사가 취득하는 경우인데.

○ 이현철 위원

예, 취득하고자 하는, 4조 1항에서 이미

‘회사는’ 그제 나오거든요.

아니면 ‘신주인수권의 취득에 관하여 주주의 일부를 달리 취급하는 경우에는’...

○ 송종준 위원장

아, 그렇게.

주주의 일부를 달리 어떻게 해야죠?

○ 이현철 위원

달리 취급하는 경우인가.

○ 송종준 위원장

취급?

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

취급하는 경우에는...

○ 이현철 위원

그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위.

○ 송종준 위원장

Ok.

○ 이현철 위원

2, 3호는 그냥 그대로 두되 ‘신주’라고 표현을 바꾸고, ‘신주의 발행’.

그러면 그거에 따라서 별도의 이사회 결의를 그럼 하도록 해야 되겠네요. 하거나 그래야 되겠네요.

○ 송종준 위원장

원칙은 그렇게 하죠.

○ 이현철 위원

네, 원래 이사회 결의.

○ 송종준 위원장

예, 그렇죠.

○ 이현철 위원

취득에 관한 이사회결의는 별도로 하고.

○ 송종준 위원장

취득에 관한 이사회는 따로 해야죠. 의사표시, 의사결정을 해야 되고.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그제 지금 2항에서 그 사항을 넣을 것인가 그 여부를 결정하면 되는 거죠?

○ 이현철 위원

예, 아니면 그냥 3항에 합쳐서 ‘회사는’...

‘회사는 제1항에 따라 신주인수선택권을 취득하고자 하는 경우 이사회결의로써 하여야 한다.’ 이렇게 돼야 되겠네요.

○ 송종준 위원장

그거 단서로 처리하면 어때요? 단서로. ‘다만 이 경우 신주인수선택권의 취득은 이

사회결의에 의하여야 한다.’

○ 이현철 위원

실제 취득하는 거니까.

○ 권종호 위원

지금 1항에서, 본문 보면 ‘신주인수선택권을 취득하고자 하는 경우에는 이사회에서 다음 사항을 결의해야 된다’하면서 신주인수 취득의 효력, 언제 취득 효력이 발생하느냐도 이사회에서 결의를 해야 된다고 할 것인지, 아니면 몇 일 부로 취득효과가 생긴다든가.

○ 이현철 위원

아니면 무슨 조건이 발생하면 바로 할 것인지.

○ 권종호 위원

그렇지. 그래야 되는 건데.

○ 이현철 위원

대표이사한테 위임할 때 할 것인지, 여러 가지 가능성이 있을 텐데.

○ 권종호 위원

그런데 여기서 이 규정의 취지를 보면 신주인수권을 취득한 효과는 사전에 정해 놓은 어떤 날이 되면 자동적으로 취득효과가 있는 것으로 봐도 되나요?

○ 송종준 위원장

그 취지네.

○ 권종호 위원

그렇게 되어 되는데 여기서 또 취득하면 효력이 발생하면 이사회에서 결의할 그건 아닌 것 같은데.

○ 이현철 위원

그러면 예를 들어서 뭐, 공격자가 있으면 그 공격자가 일정 % 이상의 주식을 취득하게 되면 자동적으로 이게 처리가 돼 가지고…

○ 송종준 위원장

그렇죠. 또 이사회 결의를 한다고 하는 것 자체에 여러 가지 법률문제가 또 생길 수가 있기 때문에, 굳이 그 절차가 넣을 필요는 없다고 보여요.

○ 권종호 위원

그래갖고 여기 보면 표현을 우리 이 변 호사님이 굉장히 그 취지를 확실히 알게 ‘자동적’이라는 말을 썼는데, 원래 한 게 ‘제1항에 따른 신주인수권의 강제취득의 효력’인데, 여기서 ‘강제’를 빼면 ‘제1항에 따른 신주인수선택권 취득의 효력은 이사회결 의에서 정한 일정한 사유가 발생한 날에 발생한다.’라고 이렇게 되어 있거든요.

그러니까 이사회 결의에서 일정한 사유를, 여기서 앞에 1항에서 결의를 할 때 정해 버리면 그냥 하는 걸로…

○ 이현철 위원

그럼 1호를 별도로 다시 만들어 가지고요. ‘일정한 사유가 발생한 경우 회사가 신

주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득한다는 뜻' 이렇게 해야 되겠네요. 할 수 있다는 뜻도 아니고, 그냥 그거는 자동적으로 취득하게끔 그냥, '일정한 사유가 발생한 경우 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득한다는 뜻' 이렇게 하는 게 맞네, 1호를. 그렇죠?

○ 송중준 위원장

네.

○ 이현철 위원

한다는 뜻하고, 2호에서 아까 만들었던 '신주인수선택권의 취득에 관하여 주주의 일부를 달리 취급한다.'

지금 2호를 3호로 하고.

그럼 2항을 이렇게 하면 어떨까요? '회사는 제1항 제1호에 따른 사유가 발생한 날에 신주인수선택권을 취득한다.'

○ 권종호 위원

아, 그렇지. 그렇게 하든가.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그렇게 하면 뭐, 예.

'제1항 1호의 일정한 사유가 발생한 날에 신주인수선택권을 취득한다.'

○ 이준식 검사

그렇게 하면 아까 '일정한 사유가 발생하는 경우뿐만 아니라 그냥 회사가 마음대로 취득할 수 있다' 이 취지는 지금 안 살아있는 거죠?

○ 이현철 위원

안 살아있는 겁니다. 그러니까 처음부터 아예 정하라 이거죠. 이사회결의 한 번으로.

○ 권종호 위원

이 조항은 정해 놓고 그 사항이 되면 그걸 취소하고 이 조항으로 써야 될 것 같아요.

○ 안수현 위원

그러면 '일정한 사유'를 빼고 조문에다 하는 것은 상관없나요?

○ 권종호 위원

그걸 조문에 정하면 너무 한정이 되니까, 다양한 사항이 있으니까 이제 '일정한 사유로' 해 놓고, 회사가 알아서 정하는 그런 거죠.

○ 송중준 위원장

회사가 정하는 사유가 있으면 그거에 따라서 효력이 자동적으로 결정이 되도록, 이런 시스템으로.

○ 이현철 위원

그러면 3항은 별도로 하지 말고, 2항 2문으로 만들 수도 있겠네요.

'이 경우 회사는 신주인수선택권' 이게 통지는 어려울 테니까 어차피 그렇죠? '이 경우 회사는 지체 없이 공고하여야 한다.'라고 하든지 '며칠 이내에 공고하여야 한다.' 그 사실을 이제 2항에서 회사는 1항 1호에 '일정한 사유가 발생한 날에 신주인수선택권을 취득한다. 이 경우 회사는 지체 없이

그 사실을 공고하여야 한다.’ 이렇게 하면 어떨까요?

○ 송종준 위원장
‘공고해야 한다.’

○ 이준식 검사
그 공고를 언제 하라는 겁니까?

○ 송종준 위원장
‘지체 없이’라고 돼 있네.

○ 이준식 검사
효력이 발생했을 때...

○ 이현철 위원
이 경우라는 것은 이제 일정한 사유가 발생해서 회사가 취득하게 되는 때...

○ 이준식 검사
취득했을 때 공고하라고요?

○ 이현철 위원
네, 네.

○ 안수현 위원
그런데 이거는 상법 개정할 때 옵션은 그냥 원래 그대로 주식만 하신 거고, 옵션은 안 하셨어요?

○ 송종준 위원장
아니, 원래 2005년도부터 개정 논의할 때 warrant 있지, warrant.

○ 안수현 위원
예.

○ 송종준 위원장
그거를 도입하기로 했었어요. 그러니까 그걸 이용해서 다양한 자금조달 모형을 그럴 수 있도록. 그런데 그것이 이제 최종적으로 법안이 안 올라왔지, 다 토의가 됐는데 안 올라온 거야.

○ 권종호 위원
그게 첫째 우리 위원회의 성격이 방어수단법제라는 그 위원회의 성격상 방어수단에 하는 게 맞다는 거 하나하고, 두 번째로 방금 말씀하신 거 다 하면 스톡옵션 손대야 되고, 신주인수권부사채, 전환사채 손대야 되고, 현재 입법 기술적으로 사실은 불가능한...

○ 안수현 위원
그 때 안 들어왔는데, 그러다 보니까 지금 이제 M&A 방어수단을 하려니까 확실히 다시 변형된 형태의 이제 그것만 옵션처럼...

○ 권종호 위원
그래서 아주 좋은 입법인 것 같아요.

○ 송종준 위원장
이건 수출, 수출...

○ 권종호 위원
나중에 이제 다시 손보려면 이제 그거는 또 그렇지만.

○ 이준식 검사

다음에 손 볼 때는 이거 싹 없어질 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

싹 없어지고, 이제 free하게...

○ 권종호 위원

기본적으로 신주인수선택권 그 자체가 하나의 유상으로 팔 수 있도록 하고 이렇게 해야 되니까 이 조문 다 없어져야 돼.

○ 이준식 검사

그러니까요.

○ 송종준 위원장

그래요.

○ 권종호 위원

그렇게 누가 할지 모르겠는데, 하하!

이렇게 하는 것도, 이게 이 변호사님을 존경 안 할 수가 없어요. 지금 이렇게 잡아 갖고 나와 갖고 하는 것도, 제 머리로는 도저히 이게 안 잡히더라고.

○ 이준식 검사

이거 4조 1항에서는 이사회 결의가 지금 원안대로 이사회 결의가 아니라 별도로 하는 이사회 결의죠.

○ 권종호 위원

그래요?

○ 이준식 검사

예. 신주인수선택권을 부여하는 이사회 결의에서 이걸 정하라는 것이 아니라, 그 이후에도 할 수 있고, 그 이사회에서도 할 수 있고.

○ 권종호 위원

이게 정관에 규정해 갖고 여기서 차별할 수 있다는 그걸 받아갖고...

○ 이준식 검사

그걸 근거로 해서

○ 권종호 위원

그래서 이사회가 따로 이렇게 되는 거죠.

○ 이준식 검사

부여할 때부터 이걸 이사회에서 결정할 수도 있을 테고, 그렇지 않고 나중에 부여하고 난 뒤에도 할 수 있다고 그러면, 이 1항에 대한 이사회결의에 대해서도 공고라든가 이런 절차는 필요하겠네요.

○ 권종호 위원

그래서 지금 공고하지 않습니까? 3항에서.

○ 이준식 검사

여기는 취득하고 난 뒤에 공고하는 것인데.

○ 안수현 위원

여긴 사유발생 시...

○ 권중호 위원

사유가 발생했을 때.

○ 이준식 검사

사유가 발생했을 때는 자동적으로 취득하니까. 내가 취득했다는 사실을 준비를 하는 건데.

○ 권중호 위원

“니 거는 강제로 우리가 취득을 했다.” 그 사실을 알아라는 뜻의 공고네, 그렇죠?

○ 이준식 검사

이건 주주들한테 다 쥐놓고 내가 누군가가 적대적 M&A를 한다고 그러면 “니 것은 내가 강제로 취득할 수 있다.” 이 사실은 사전에 공지가 돼야 될 것 아니겠습니까?

○ 권중호 위원

제1항의 결정사항은 이사회 결의 후, 지 난번처럼 우리 몇 주, 일주일 후?

○ 이준식 검사

7일 이내에.

○ 권중호 위원

그러니까 5항을 새로 만들어 갖고, 아, 이러면 안 되고 반대로 중간에 집어넣어야 되겠구나. 그러면 2항에다가 집어넣는 것으로.

○ 이준식 검사

2항을 신설해서 그래야겠죠, 순서적으로.

○ 권중호 위원

우리 여기 결의한 것을 4조 1항에서 이사회에서 결의한 사항에 대해서 주주에게 알려 줄 필요가 있다고…

○ 이현철 위원

그것은 원래 그 결의는 3항 결의에 포함되게 되어 있거든요.

○ 이준식 검사

그게 별도로 지금 봐야…

○ 권중호 위원

별로도 지금 봐야 되지 않겠어요?

○ 이현철 위원

아니요.

○ 이준식 검사

원안은 그 결의에서 하라고 그런 건데, 그 결의에서 안 하고 나중에도 할 수 있는 것으로 지금…

○ 이현철 위원

나중에 할 수 있는 건 아니죠.

여기 보면 4조 1항을 보시면 선택권 규정에서 ‘선택권을 취득하고자 하는 경우 3조 소정의 신주인수선택권에 관한 이사회 결의에서 다음 각호 사항을 정하여야 한다.’

○ 이준식 검사

예, 원안은 그렇게 만들어 오셨는데, 아까 이야기하실 때 이 결의를 갖다가 부여할

때만, 부여할 때 한꺼번에 취득할 수 있다는 것까지 의결할 수도 있을 테고, 그렇지 않고 부여는 해 놓고 나중에 가서...

○ 이현철 위원

그건 안 하기로 하셨잖아요.

○ 이준식 검사

아, 하기로 아까...

○ 송종준 위원장

예, 하나로 합시다. 처음에 그렇게 했다 가, 처음에 여기서 부여할 때 그걸 모두 다 정하는 이사회결의에서...

○ 권종호 위원

여기서 이 검사님이 말씀하시는 것은 이것만, 쉽게 말해서 회사가 강제적으로 취득할 수 있는 것만 따로 이사회 결의를 할 수 있는 거라는 거죠.

○ 이준식 검사

아까 결론이 그렇게 났으면 문제가 없어요.

○ 이현철 위원

안 그러면 너무 또 이사회결의를 자꾸 해야 되니까. 처음에 그냥 이사회결의를 할 때부터 하나로 그냥 다.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

몇%, 공격자가 20%...

○ 권종호 위원

제가 아까 이야기한 것은 그런 취지는 아니고, 이것은 따로 결의를 하는데 여기서 1항의 결의를 할 때하고, 2항에 대해서는 또 따로 효력발생이 언제 하는 것은 이사회에서 결의할 그럴 필요도 없고, 1항에서 이루어지면 1항에서 정해 진대로 2항에서 결의 효력은 그대로 난다는 그런 의미에서...

○ 송종준 위원장

아니, 그런데 그러니까 부여할 때 이사회 결의를 해야 되죠?

○ 권종호 위원

네.

○ 송종준 위원장

취득할 때도 이사회 결의를 해야 되느냐 이거예요, 지금 논의 쟁점이.

○ 권종호 위원

취득하는데.

○ 송종준 위원장

그러니까 어느 쪽이 바람직하냐 이거지. 그 부분에 관한 방침이 정해져야.

○ 권종호 위원

저는 그렇게 생각해요. 부여하는 것도 이사회 결의를 해야 되고, 취득하는 것도

이사회 결의를 해야 되고.

○ 송종준 위원장

따로 이사회 결의를 해야 된다 이거죠?

○ 권종호 위원

네. 그렇게 하는데. 그래서 이것은 바로 4조 1항은 취득하기 위한 이사회 결의고, 이것이 부여하는 순간에서 취득하는 것까지 동시에 결의할 수도 있고, 떨어져서도 할 수 있다고 저는 그런 생각을 하거든요.

그렇게 놓고 본다면...

○ 송종준 위원장

그러니까 4조 1항의 취지를 보면 부여할 때 여는 이사회 결의에서 취득하는 문제도 다...

○ 권종호 위원

할 수도 있고.

○ 송종준 위원장

할 수 있도록 되어 있는 취지죠, 이게. 4조 1항이, 왜냐 하면 3조 ‘소정의 원칙’...

○ 권종호 위원

그러니까 그러면 우리는 이제 결의하는 거죠. 그러면 “이사회 부여할 때 취득하는 것까지 다 해라.”

○ 이현철 위원

네, 지금 그렇게 조항이 되어 있습니다. 중간에 이제 하는 거...

○ 권종호 위원

이게 왜냐 하면, 부여해 놓고 이거로 안 가고 무상소각으로 가는 경우도 있을 수가 있지 않아요?

○ 이현철 위원

그렇죠. 갈 수 있죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 맞습니다.

○ 이현철 위원

사유가 발생하기 전에, 예를 들어 이때 사유라는 것은 주로 아마 누가 20%, 30% 주식을 취득한 경우를 사유로 할 텐데요.

○ 권종호 위원

Ok. 그렇게 하나로 묶어도 되겠네. 주면서 동시에.

○ 이준식 검사

그런데 회사임장에서는 조건을 정해가지고 차별적으로 취급하는, 부여할 수도 있겠지만, 그렇게 부여해 놓고 난 뒤에 애한테 취득을 해 버리는 것도 가능한 거 아닌가요? 애한테 그냥 행사 못하게 해 놓고 “이걸 내가 너 돈 주고 취득하겠다” 이것도 사후적으로 가능하지 않을까 싶은데요.

○ 이현철 위원

그렇게 못할 바는 아니겠죠. 그런데 그걸 입법적으로...

○ 권종호 위원

입법적으로 이제 묶자는 거죠.

○ 이현철 위원

처음에는 차별취득에 관한 조항을 안 넣었다가 사후적으로 이사회를 하게 해 주는 거 아닙니까? 그건 뭐, 논리적으로 묶는 것은 아니겠죠.

○ 이준식 검사

알겠습니다.

○ 권종호 위원

이거 마지막...

○ 송종준 위원장

그거 하여튼 오늘 검토된 내용을 한 번 조금 수정해 가지고, 한 번 mail로 각 위원 들한테 보내줬으면 좋겠네요. 보내줘서 미리 좀 봤으면 좋겠어요. 그래서 혼자 조용히 연구실에서 보고, 또 좋은 표현이 있으면 자주 의견을 달아서 하나로 모아서, 대충 마무리가 돼야 되니까요, 이제.

수고하셨습니다.

○ 이현철 위원

네. 수고하셨습니다.

○ 권종호 위원

수고하셨습니다.

○ 이준식 검사

수고하셨습니다.

위원장님, 오늘 우리도 한 번 오랜만에 일찍 끝내죠.

○ 권종호 위원

끝냅시다, 우리 이거 하고...
6시, 아니, 지금 끝 내지 뭐.

○ 송종준 위원장

그렇까?

○ 권종호 위원

이거는 지금 무상소각하고 수반사업...

○ 송종준 위원장

그럼 오늘 끝내려고 했더니 다음 주까지 해야 되겠네.

○ 이준식 검사

천상 이걸 오늘 다 못 끝낼 것 같은데요, 어차피.

○ 권종호 위원

이거 지금 딱 세 개 남았네요.

○ 송종준 위원장

그래요. 끝냅시다.

그래요. 다음 주에 하지요.

(산회 17시 21분)

11. 제10차 소위원회 회의

| | |
|--------------|--|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제10차 소위원회 |
| 일 시 | 2008. 11. 4.(화) 15:00 ~ 18:30 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송중준 ○ 권중호, 이현철 위원 ○ 법무부 검 사 이준식 공익법무관 이병주 |
| 토의사항 | ○ 신주인수선택권 법안 논의 5 |
| 기타사항 | ○ 소위원회에서 논의한 결과를 제9차 전체회의에 상정하여 확정하기로 함 |

제000조의2 [신주인수선택권] ① 회사는 정관이 정한 바에 따라 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액 (이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간 (이하 “행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리 (이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.

② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.

③ 제1항에서 규정하고 있는 정관의 규정에는 다음 각호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻
2. 신주인수선택권의 행사에 따라 발행할 수 있는 신주의 종류 및 한도

④ 회사는 제1항에서 규정하고 있는 정관의 규정에서 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 신주인수선택권의 부여에 있어 다음 각호의 사항을 정할 수 있다는 내용을 기재할 수 있다.

1. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻
2. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻
3. 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

⑤ 회사는 제4항에서 규정하고 있는 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사가액을 그 부여일 또는 행사일을 기준으로한 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.

제330조 (액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제000조의2의 경우에는 그러하지 아니하다.

제000조의3 [신주인수선택권의 부여] ① 회사가 신주인수선택권을 부여하는 때에는 이사회가 다음의 각호의 사항을 결정하여야 한다.

1. 일정한 날을 정하여 그 날 현재의 주주가 신주인수선택권을 부여받는다는 뜻
2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항
4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건
5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위
6. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 기타 별도의 행사내용을 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위

② 회사는 제1항의 이사회결의일로부터 7일 이내에 그 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.

③ 제1항 제5호의 행사기간은 제2항의 공고일로부터 2주간 이후에 개시하여야 한다.

제000조의4 [회사에 의한 신주인수선택권의 취득] ① 회사가 000조의2 제4항 제3호의 정관의 규정에 의하여 신주인수선택권을 취득하고자 하는 경우 이사회가 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 일정한 사유가 발생한 경우 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득한다는 뜻
2. 신주인수선택권의 취득에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
3. 신주인수권의 취득대가로 신주를 발행하는 경우에는 신주의 종류 및 수 또는 그 산정방법
4. 신주인수선택권의 취득대가로 신주 이외의 금전 기타 재산을 교부하는 경우에는 그 구체적인 내용

② 회사는 제1항 제1호의 사유가 발생한 날에 신주인수선택권을 취득한다. 이 경우 회사는 지체없이 그 사실을 공고하여야 한다.

③ 제2항에 의하여 회사가 취득한 신주인수선택권은 취득과 동시에 효력을 상실한다.

제000조의5 [신주인수선택권의 수반성 및 무상소각] ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.

② 신주인수선택권이 부여된 이후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사 이전까지는 주주총회의 결의 또는 이사회결의로써 별도의 대가 없이 신주인수선택권을 소각할 수 있다.

제000조의6 [신주인수선택권의 행사] ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 그 행사가액의 전액을 납입하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 신주인수선택권을 행사한 경우 납입기일의 다음 날로부터 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항, 제355조의 규정을 준용한다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사에 대하여 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있다.

제000조의7 [신주인수선택권의 등기] ① 회사가 신주인수선택권을 부여한 때에는 동 부

여일로부터 2주간 내에 본점의 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 등기할 사항은 다음 각호와 같다.

1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수
2. 신주인수선택권의 행사가액
3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사 조건

③ 신주인수선택권의 행사로 인한 변경등기는 신주인수선택권을 행사한 날이 속하는 달의 말일부터 2주간 내에 본점소재지에서 이를 하여야 한다.

제000조의8 [준용규정] 제424조, 제429조의 규정은 신주인수선택권 부여의 경우에 이를 준용한다.

(개회 15시 00분)

[신주인수선택권 법안 논의 5]

○ 송중준 위원장

그러면 오늘 10번째인가요, 소위원회가?
10차 소위원회를 시작하겠습니다.

앞서서 세 가지의 안건 ‘복수의결권 주식’, ‘주주총회 특별결의요건 가중’, ‘동의권 부 주식’ 이 부분은 일단 잠정적으로 그 소결을 지었고, 오늘 마무리가 되지 않았던 신주인수권 도입 안에 대해서 마무리를 짓는 것으로 이렇게 하겠습니다.

지난번에 저희가 논의한 게 무상소각까지 했었죠. 행사, 뒤에 남은 게 지금 6조, 7조, 8조죠? 6조, 7조, 8조.

글쎄요. 일단 앞서 또 다른 문제들이 있을 수도 있겠고 의문도 있을 수 있겠지만 일단 6, 7, 8조 보고, 뒤에 이제 양도성 인정 시기라고 하는 것은 권 교수님이 추가하신 거였죠?

○ 이현철 위원

아, 그건 원래 제가 맨 처음 초안에 들어 있다가요. 중간에 양도성을 인정할 필요가 있겠느냐 해가지고 뒤로 예비적으로 놔두었습니다. 이 부분은, 예.

○ 송중준 위원장

일단 6, 7, 8조에 대해서 좀 논의를 해보겠습니다.

6조는 신주인수선택권 행사에 관련된 규정인데요. 주로 여기는 뭐 특별한 문제가 없을 텐데. 한번 뭐 얘기를 해주시죠.

‘인수권 행사하는 자는 행사기간 내 청구서 2통을 회사에 제출하고 행사가액의 전액을 납입해야 한다’ 전액납입주의를 취하고 있고, 납입기일 다음부터 주주가 된다는 얘기가 돼 있고.

그 다음에 350조 2항, 3항, 355조 이것은 뭐, 이익배당과 관련된 등등 그런 규정들이죠?

○ 이현철 위원

네, 그런 규정입니다. 네.

○ 송종준 위원장

그리고 ‘신주발행에 갈음해서 자기주식을 교부할 수 있다.’ 이런 것을 써 놨는데요.

○ 이현철 위원

네.

그래서 위원장님이 주신 코멘트에는 자기주식에 관해서는 다른 조문부분에도 쪽 표시를 하시는 걸로 주셨는데요.

이 6조 3항은 지난번에 강희철 위원님이 아이디어를 주셔서가지고 다른 조항들은 다 신주발행으로 다하고, 딱 한 군데만 이렇게 하면 입법적으로는 굉장히 간편한 것 같습니다. 이걸 다 바꾸면...

○ 송종준 위원장

신주라는 표현도 쓰기 어렵고...

○ 이현철 위원

예. 조금 그런 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그래서 제 생각은 이제 ‘자기 주식을 줄 수 있다.’라고 하는 것을 행사, 행사 국면에 서...

아니면 최소한 정관에 관해서는 ‘이런 걸 줄 수 있다.’라는 얘기가 들어가야 하는 것이 아니냐는 느낌도 좀 있고...

○ 이현철 위원

네, 정관이 정한 바에 따라...

○ 송종준 위원장

정관이 정한 바에 따라...

○ 이현철 위원

‘회사는 정관이 정한 바에 따라 신주인수권을 행사에 대하여’

○ 송종준 위원장

그래서 정관에 그런 걸 집어넣도록 해야 상세하게 주주들이 알 수 있을 것 같아서요.

○ 이현철 위원

네, 그렇습니다.

그러면 ‘회사는 정관이 정한 바에 따라 신주인수선택권 행사에 대하여 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있다’ 이렇게 하겠습니다.

○ 송종준 위원장

6조에서는 뭐 특별히 문제될 게 있겠습니까?

그 법무부 안에서는 2항을 조금...

○ 이준식 검사

wording만...

○ 송종준 위원장

wording을 좀 하셨죠? 그러면 그거 한번 비교를 해보죠. 법무부 안이 제1항에 대하여 행사가액을 ‘납입한 때’에는 ‘납입기일

의 다음날'부터, 앞에 행사한 경우...

○ 이준식 검사

wording 자체는 '신주발행에서 납입금액을 전액납입하고 나면 그 다음 날부터는 주주가 된다.' 하는 것에 따라서...

○ 송종준 위원장

몇 조죠?

○ 이준식 검사

4백 2십 몇 조일 것 같은데요.

423조 1항에, 이게 조금 더 명쾌하게 되려면 '신주인수예약권자는 제1항에 따라 행사금액을 납입한 때에는 납입기일의 다음 날부터 주주가 된다' 이렇게 했으면 좋은데, '신주인수예약권자'라는 용어가 앞에서 정의된 적이 없는 것 같아가지고 그 말은 따로 안 넣었습니다.

○ 송종준 위원장

'신주인수선택권자'라고 하는 표현은 틀린가요?

○ 이준식 검사

예?

○ 송종준 위원장

'신주인수선택권자'라는 표현을 쓸 수가 없을까요?

○ 이준식 검사

따로 앞에 정의된 바가 없어서 안 넣었

는데 뭐, '신주인수선택권'이라는 말 자체가 정의되니까, 거기에 '자' 자만 붙이는 거니까 넣어도 상관없다면, 그걸 넣으면 423조의 1항의 wording이랑 그대로 같이 가는 거거든요.

○ 송종준 위원장

글쎄요. wording은 기존의 있는 규정하고 맞추는 게 좀 괜찮을 것 같아요.

세련미가 좀 있게, 그러면...

○ 이현철 위원

법무부안이 좋은 것 같은데, wording이.

○ 송종준 위원장

제1항에 따라 행사의 가액을, '신주인수선택권자'라 하는 주체가 빠져 있는데, 주체가...

○ 이현철 위원

아, 주체가...

○ 이준식 검사

예.

○ 권종호 위원

'신주인수선택권을 행사한 자'를 괄호 해가지고 '신주인수선택권자'라고 하고 위에 1항에다가 넣으면 안 돼요?

○ 이준식 검사

그거 정의 안 해도 그냥 괜찮을 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

일본에서 ‘신주예약권자’라고 하는 것도 따로 정의합니까? ‘신주예약권’만 정의하면 그게 행사한 사람이 ‘신주예약권자’이니까…

○ 권종호 위원

굳이 한다면 ‘신주인수선택권을 행사한 자를’…

○ 이현철 위원

주주가 없어도 의미가 명확한 것 같기는 한데, 당연히 납입한 사람이 주주가 된다면.

○ 송중준 위원장

그래서 원안이 신주인수권 선택한 경우 하면, 그 속에 이제 주체가 의미가 스며져 있는 거죠.

○ 이현철 위원

아니면 ‘제1항에 따라 행사가액을 납입한 자는 납입기일 다음 날부터 주주가 된다’

○ 송중준 위원장

예. 제2항에 따라…

○ 이현철 위원

‘때는’을 ‘자’로만 바꾸면…

○ 송중준 위원장

‘행사가액을 납입한 자는 납입기일의 다음 날부터 주주가 된다’

예, 아주 괜찮네요.

어떻습니까? 법무부가 볼 때는.

○ 이준식 검사

예, 좋은 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

괜찮죠? 예.

그리고 3항에서 ‘신주 발행에 갈음하여’라는 표현을 쓰는 게 좋겠죠. 이 경우에는 그러니까 그, ‘one or nothing’ 개념이 아닌 것이죠.

○ 이현철 위원장

뭐, 반씩 뭐 할 수 있고…

○ 송중준 위원장

예, 그런 건 특별히 제안하는 것은 아니죠?

○ 이현철 위원

예. 그건 아닙니다.

○ 송중준 위원장

그래서 문헌상으로 그것을 금지하고 있는 것이 아니기 때문에 이런 표현은 넣어도 괜찮을 것 같고요. 해석의 문제로, 그러면 그거는…

○ 이준식 검사

이게 준용규정을 항상 잘 살펴봐야 될 것 같은데요.

○ 송중준 위원장

350조.

○ 이준식 검사

예, 뭐 잘못됐다는 취지가 아니라 350조 2항을 적용하는 걸로 하면 준용하면, 그 350조 2항을 준용하면 ‘주주명부 폐쇄기간 중에 신주인수선택권을 행사한 주주는, 행사에서 신주의 주주가 된 자는 그 기간 중의 총회에 관해서 의결권을 행사할 수 없다’ 이것이거든요.

이건데 이게 그대로 준용되면 되는지 싫어요.

○ 권종호 위원

이거는 방어수단으로 쓰려고 하는데...

○ 이현철 위원

그러니까요.

○ 권종호 위원

그 시점에 해갖고 그 주주들이, 다른 주주들은 의결권을 행사할 수 있느냐에 그 효과가 다른데, 이것은...

○ 이준식 검사

우리는...

○ 송종준 위원장

350조 2항이 ‘주주총회 폐쇄기간 중에 전환된 주식의 주주는’...

○ 이준식 검사

우리는 주주명부 폐쇄기간 자체가 없고 ‘특정한 날’을 정해서 그 날의 주주가 신주 인수권예약권자가 된다고 공고하고, 행사기

간을 그로부터 2주 후부터 시작해서 행사할 수 있도록 하는 것이니까 ‘주주명부 폐쇄’라는 개념 자체는 지금 없는 거죠.

○ 송종준 위원장

기준일이 적용되겠죠?

○ 이현철 위원

우리의 기준을...

○ 송종준 위원장

부여하는 것에 있어서?

○ 이준식 검사

예?

○ 송종준 위원장

부여에 있어서?

○ 이현철 위원

부여에 있어서는 없죠.

○ 이준식 검사

우리가 말이에요. 우리의 규정은 ‘신주인수예약권규정’은 특별하게 신주발행이라든가 이런 것처럼 전환이나 이런 것처럼, 일정하게 폐쇄기간을 두는 게 아니라, 이사회에서 ‘일정한 날’을 정해서 그 날의 주주가 신주예약권자가 된다고 공고를 해버리고, 그 시점에서 바로 되는 거니까 그렇게 돼 버렸는데, 총회에서 굳이 이걸 사용하지 못하게 할 필요가 있겠느냐 하는 건 판단을 해봐야...

- 권중호 위원
의미가 없습니다.
- 이현철 위원
이것은 그게 아니고요. 이때 폐쇄기간은 주총에 관한 폐쇄기간...
- 이준식 검사
주총 폐쇄기간...
- 이현철 위원
‘주총을 하기 위한 폐쇄기간 중에 전환이 이루어지면, 여기 있던 행사를 하게 되면 그 주주는 그 주총에서는 의결권 행사를 못한다.’ 그런 취지인 것거든요.
- 권중호 위원
이쪽 것을 적용을 하면 지금 주주명부 폐쇄기간 중에 적대적 M&A가 얼마든지 있을 수가 있고, 그렇지 않나? 주주명부 폐쇄기간 중에 진행이 되면...
- 이현철 위원
그때 M&A 해봐야 자기가 의결권행사를 못하죠. 네.
- 송종준 위원장
그 기간 동안에는 자격이 없으니까.
- 이현철 위원
자기도 못하죠, 공격자도.
- 권중호 위원
그런가요? 주주명부 폐쇄가 된 기간 동안에는 일어날 수가 없네. 공격을 못하겠네.
- 송종준 위원장
먼저 사람 모집하고 준비하고는 할 수 있어도 그 기간 내에 총회...
- 이현철 위원
회사가 그건 조정을 할 수 있지 않을까요?
예를 들어서 임시주총을 한다. 이사 선임을 위한 임시주총을 한다고 그러면, 자기가 이런 방어수단을 쓰게 되면, 강제전환도 가능하니까 그거 행사가 이루어진 다음으로 해서 주주명부 폐쇄를 하든지, 아니면 기존 일을 잡든지 뭐 그렇게 하지 않을까요?
회사가, 방어수단을 쓰려면, 그걸 뭐 그 기간 중을 행사하도록 그렇게는 안 할 것 같은데.
- 권중호 위원
공격하는 자 입장에서 보면 주주명부 폐쇄기간 중에 해봐야 명의개서가 안 되니까 그건 그렇고, 폐쇄기간이 아닐 때 하게 될 것이고, 그러면 자기는 적용 안 될 것이고.
- 송종준 위원장
그러니까 이 준용규정을 안 두게 되면 문제가 생기기 때문에 이걸 준용해서...
- 이현철 위원
예.

- 송종준 위원장
그걸 좀 명확하게 하려는 거죠.
- 이현철 위원
불분명하니까 그러니까요. 폐쇄기간 중에...
- 송종준 위원장
전환주식 전환과 관련한 부분과 신주인수권 선택해서 신주를 받는 경우와 같다고 볼 수 없기 때문에...
- 이현철 위원
예, 당연히 적용된다고 볼 수 없는 것이고.
- 송종준 위원장
예.
- 이현철 위원
신주인수권부사채도...
- 송종준 위원장
신주인수권부사채도, 신주인수권부사채는 몇 조냐...
- 이현철 위원
350조가 지금, 516조 보시면 전환사채의 경우에도 지금 350조 준용하게 돼 있고, 516조 2항을 보시면.
그 다음에 516조의9 '신주인수권부사채'입니다.
516조의9에는 350조 2항 및 3항 이렇게 준용하게 돼 있습니다.

- 이준식 검사
이걸 준용하는 것을 그대로 읽어보면 '주주명부 폐쇄기간 중에 신주인수선택권을 행사하여 주주가 신주인수권 행사해서 신주의 주주가 된 주주는 그 기간 중의 총회결의에 관해서 의결권을 행사할 수 없다'
- 송종준 위원장
예, 그렇죠. 그래야 당연한 거죠.
- 이준식 검사
그리고 3항을 준용하는 것을 의결권 행사된 주식의...
- 송종준 위원장
배당에 대해서는...
- 이준식 검사
배당에 관해서는 영업연도 말에 된 것으로 보고.
- 이현철 위원
예. 그렇죠. 그 회사는 정관으로 당길 수 있고.
- 이준식 검사
355조를 준용하니까, '회사는 신주예약권 납입기일 후에 지체 없이 신권을 발행해야 하고, 납입기일 후가 아니면 발행하지 못하고, 이것의 규정에 위반하여 발행한 주권은 무효로 하지만, 발행한 자의 손해배상의 청구에 영향을 미치지 아니하고...', 다 이렇게 준용해도 문제가 없는 거죠?

○ 권종호 위원

이제 주주명부 폐쇄기간이 예를 들어 3개월이 됐다. 3개월이 되는 시점에 공개매수를 해가지고, 그 때 그 기간 중에 공개매수를 추진해서 폐쇄기간이 끝나고 나면 명의개서 해가지고 할 수 있죠.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그렇죠? 그러면 그 당시에 공격하는 쪽에선 폐쇄기간에 관계없이 확인은 할 수 있으니까...

○ 송종준 위원장

매수는 할 수 있죠. 공개매수를 할 수가 있죠.

○ 권종호 위원

폐쇄기간이 지나고 하면 자가 명의개서를 해가지고...

○ 송종준 위원장

서로 폐쇄기간 내에...

○ 권종호 위원

그러니까 회사로서는 공개매수기간 중에도 방어수단으로, 폐쇄기간에도 방어수단으로 써야 될 것 아니야, 공격이 들어오니까. 그렇죠?

그레가지고 방어수단을 쓰고 난 뒤에, 폐쇄기간이 끝나고 나면 공격하면 명의개서

를 하려고 할 것이고...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그 때도 방어 쪽에서 그 때 주식으로 받아가지고 명의개서를 막으려 할 것이니까, 어차피 폐쇄기간 중에서는...

○ 송종준 위원장

‘방어 행위’, ‘방어’ 자체가 금지되는 게 아니죠. 주주명부 폐쇄기간 동안 의결권 행사가 없다고 한다 하더라도...

○ 권종호 위원

기간 중에 발행된 의결권이 없다고 해도, 준용을 해도, 공격해서 취득해서 취득해도 그건 명의개서가 안 되니까, 못하니까.

이건 준용을 해도 문제가 없을 것 같은데...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 준용해도 문제가 없고, 임시주총을 설사 그 폐쇄기간 내 소집청구를 했다고 하더라도 폐쇄기간에는 명의개서를 할 수 없으니까, 그렇잖아요.

○ 권종호 위원

폐쇄기간은 제가 이해하기로는 100% 정기주주총회를 위해서 폐쇄를 하는 거죠.

○ 이현철 위원
보통 정관에...

○ 권종호 위원
정관에 해놓고 보통은 거의 다가...

○ 이현철 위원
기준일 잡고 폐쇄하고.

○ 권종호 위원
기준일하고 폐쇄를 같이 섞어가지고 3개월이 되지 않은 범위 내에서, 그러니까 12월 결산해서 2월 28일 날 이 정도 이렇게 해가지고 같이 폐쇄하다가...

○ 송중준 위원장
그런데 임시 주총에서는 그게 없나요?
임시주주총회에서도 폐쇄기간 안 잡나요?

○ 이현철 위원
기준일 잡고 폐쇄...

○ 송중준 위원장
주주총회를 하려면 해야 되겠죠. 다만 신주발행이라든가...

○ 권종호 위원
그러면 회사로서는 그럴겠네요. 1년에 지금 우리가 저기, 주주명부 폐쇄기간이 3개월이 넘을 수 없다면, 1년 영업으로도 total 3개월이라고 봐야 되는 거네.

○ 송중준 위원장
그렇죠. 하나의 주주총회...

○ 이현철 위원
주주총회 한 번 할 때.

○ 송중준 위원장
할 때마다.

○ 권종호 위원
그렇게 보면 곤란한 게, 우리가 일반적으로 주주명부 폐쇄기간도 3개월 이상 못 넘도록 하는 것은 주주명부 폐쇄는 실질적으로 주식의 양도를 제한하기 때문에 기간을 제한한다고 하는데, 그러면 예를 들어가지고 총회에 할 일이 굉장히 많으면 total기간이 뭐 90일, 한번도 3달 못 넘는다고 그러면 총회를 많이 하면 기본적으로 그건 아닌 것 같은데. total이 30일로 봐야 되니까 그걸 염두에 두고 12월 결산도 2월 말까지 두 달 정도 폐쇄하고, 3월 가득 채우지 않는 것이 아닌가라는 생각이...

○ 송중준 위원장
그러나 정기총회에는 여러 가지 결산서류들이 있고 그것이 굉장히 빠듯하다고 그랬잖아요. 3개월 정도 그것이 reasonable하게 책정이 되었던 것 같고, 그 이내, 그런데 나머지도 3개월 이내에서 조금 더 길게...

○ 이현철 위원
보통은 한 2~3주 정도 하는 것 같아요.

- 송중준 위원장
2~3주 정도 그 이내로 하는 것은...
- 이현철 위원
12월 말로 하면, 한 1월 중하순까지 폐쇄가 보통 일어나고 있죠.
- 권종호 위원
total 3개월, 영업연도 내에서 3개월 모 든 걸 total 그렇게 받을 것 같은데...
- 송중준 위원장
total?
- 권종호 위원
예.
- 송중준 위원장
한 영업연도 내에...
- 권종호 위원
예.
- 송중준 위원장
하하!! 그렇지는 않을 겁니다.
- 권종호 위원
폐쇄기간을 추진해가지고 실제로 제한되니까...
- 이현철 위원
그런데 지금...
- 권종호 위원
하하!
- 이현철 위원
355조 준용 부분은 한번 check를 해 봐야겠네요. 지금 보니까 '신주인수권부사채' 거기에 대해서는 355조가 지금 준용이 안 돼 있거든요.
그렇다면, 우리가 굳이 신주인수선택권에서도 준용을 해야 될지는 한번 생각을 해 볼 필요가 있을 것 같습니다.
준용해도 아마 문제가 없을 조항이긴 한 데 조항을 보면...
- 송중준 위원장
355조 지금 통째로 준용한다고 되어 있잖아요. 그런데 1항은 '납입기일에 지체 없이 주권을 발행해야 된다' 그 소리가 지금 여기에 없거든요.
그러니까 준용할 필요성이 있는 것이고, '납입기일 후가 아니면 발행하지 못한다' 이것도 없으니까 준용할 필요성이 있는 것이고, 그 '위반해서 발행한 주권은 무효로 한다' 이것도 지금 없단 말이에요.
- 이현철 위원
이제 한 가지 의문이 드는 게 신주인수권부사채도 사실은 동일해야 하는데, '왜 거기에는 준용기준이 없을까' 하는 게, 지금 두 번째가 보는 게.
- 송중준 위원장
중요한 거 발견하셨네. 하하!!

○ 이현철 위원

전환사채도 없고 두 개 다 없습니다. 그래서 ‘왜 이걸 없을까?’라고. 351조 준용은 제가 7조 3항에 커버했거든요. 351조를...

○ 송종준 위원장

351조의9를 보면 주주가 되는 시기로 BW의 경우에 행사한 때는 ‘납입을 한 때에 주주가 된다.’ 이렇게 되어 있고, ‘이 경우 제350조 2항, 3항의 규정을 준용한다’ 이렇게 되어 있거든.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

350조...

○ 이현철 위원

그게 방금 저희가 준용하고 있는...

○ 송종준 위원장

그런데 355조는 전환사채에도 그런 게 없죠?

○ 이현철 위원

예, 355조는 없습니다.

○ 송종준 위원장

그러면 지금 신주인수권부사채나 전환사채 이거 전환권 옵션 행사할 때, 천상 이제 그 때는 355조와 관련해서 그럼 그 전에도 주권을 발행하면 되냐?

○ 이현철 위원

당연히 적용된다고 보는 거죠. 준용이 아니고 적용된다고 봐야 하는 거죠, 신주니까.

○ 송종준 위원장

신주니까.

○ 이현철 위원

신주니까 당연히 적용된다.

○ 권종호 위원

이쪽으로, 우리도 규정을 만들면 그렇게 해석되나?

○ 이현철 위원

그렇지 않고는 이걸 준용 안 했을 리가 없을 것 같은데요. 입법불비던지.

355조는 이 신주발행이 뭐 어떤 경우든지 제한을 안 하니까. 성립, 회사설립 시도 있고 뭐 다 있으니까...

○ 송종준 위원장

중복적인 규정이 될 수도 있다.

○ 이현철 위원

적용되는 것이 아니냐.

○ 권종호 위원

이철송 교수님은 그렇게 지금 신규발행 쪽에서 교과서 설명에 ‘전환사채에서 전환권을 행사했고, 신주인수권부사채에서 신주인수권을 행사했다’라는 게 전부 신주발행은 이리로 간다고 표현했죠.

○ 이철희 교수님

예, 350조와 다른 게 그건 전환주식에 관한 규정이거든요. 350조의 조항은 전환주식에 관한 규정이니까 이거는 준용할 필요성이 있는 것 같고요.

다른 종류의 신주인수권부사채나 전환사채의 경우에는 전환주식하고 다르니까, 355조는 그런 게 아니고 일반적인 조항이니까 그래서 아마 준용을 안 한 것 같기도 합니다.

○ 송종준 위원장

신주가...

○ 이현철 위원

그렇죠, 네.

○ 권종호 위원

전환사채나 신주인수권부사채나 실질적으로 거기서 옵션은 사실은 이거하고 똑같은 거잖아요.

○ 송종준 위원장

인수권 행사하는 것이니까 청약 받아서 납입하고 발행하고 이렇게 되는 것이죠.

○ 권종호 위원

저 같은 경우는 옵션을 행사하는데 납입 금액을 자기 사채금액으로 집어넣는 것이고, 상환 받아서 그것을 집어넣는 것이고, 신주인수권부사채는 옵션을 행사했는데 그 때 옵션의 대가로 그 때 사채를 별도로 주는 것이고...

○ 이현철 위원

그렇죠, 예.

○ 권종호 위원

이것도 사실은 똑같은 거는 신주인수권부사채에 있어서 신주인수권은 똑같은데, 전환사채 경우는 그런 게 성격이 같다 보니까 일본 같은 경우는 신주예약 들어오면 전환사채하고 신주인수권부사채를 없애버리고 하나로 하는 거니까. 그래놓고 보면 그걸 준용 안 하고...

○ 이현철 위원

우리도 355조는 빼고 '적용'이라고 생각하고 빼버리면 될 것 같네요.

그 다음에 이거 제가 보다 보니까 또 한 가지 이거는, 지금 516조의 9를 보면 '신주인수권부사채의 경우 신주인수권을 행사한 자는 납입을 한 때에 주주가 된다.' 이렇게 되어 있습니다.

우리는 '납입기일의 다음날 주주가 된다'고 되어 있기 때문에, 이거는 일반적인 경우에 신주발행의 경우 납입기일 다음 날 이고, 신주인수권부사채의 경우에는 납입을 한 때라고 되어 있거든요.

의미가 그러면 '오늘 납입하면 바로 그 때부터 주주가 된다.'라는 의미처럼 보이긴 하는데...

○ 송종준 위원장

그러니까 거기서 전환권이나 신주인수선택권은 형성권이란 말이에요.

○ 이현철 위원

예. 그렇죠.

○ 송종준 위원장

권리를 행사하면, 전환권 권리를 행사하면 되는 것이고, 신주인수권은 돈만 내면 바로 주주가 되는 것이죠, 그 부분에 관해서.

○ 이현철 위원

그렇죠. 납입을 한 때에...

○ 송종준 위원장

신주인수권은 납입을 해야 하는 거죠.

○ 이현철 위원

예, 예. 우리도 그렇게 보면 납입을 해야...

○ 송종준 위원장

그러면 신주 부분과 또 다른 특성이 있네?

○ 이현철 위원

그런데 그렇게 해 버리면 문제가 '신주의 발행에 같음해서 자기주식을 교부할 수 있다'고 했는데 그러면 교부를 어떻게, 메카니즘을 어떻게 만들 거냐?

○ 권종호 위원

주식매수선택권 그러면 볼까요? 그것과 같으니까...

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 이준식 검사

'납입을 한 때 주주가 된다' 그러네.

주식매수선택권이 340조의5에서 준용규정에서, 516조의9 전단을 준용하게 되어 있거든요. 516조의9 전단, '납입을 한 때 주주가 된다' '납입을 했을 때 주주가 된다'

○ 권종호 위원

납입을 한 때...

'행사가액을 납입한 자는 납입한 때 주주가 된다.' 이렇게 나왔거든요.

○ 송종준 위원장

이게 똑같은 옵션인데, 이것만 달리하는 것은 안 어울리지.

○ 권종호 위원

그런데 주식매수선택권하고 신주인수권 사채하고는 똑같으니까...

○ 송종준 위원장

예, 똑같으니까.

그런데 실제로 보기에 '스톡옵션이나 신주인수권부사채의 경우 납입한 때 주주가 된다', '다음 날 주주가 된다'

전환주식, 전환사채를 전환할 경우에는 상관없지요? 그것은 그때 바로 내는 거지만 이거는 돈을 내고 납입을 하는 시스템인데...

○ 권종호 위원

신주인수권사채는 신주인수권을 행사하면 돈을 바로 따로 내잖아요.

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그렇죠? 그러니까 그걸 보면 사실 돈 내라고 해놓고, 돈을 냈는지 안 냈는지 그것도 납입기간이 따로 있는데...

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그러니까...

○ 권종호 위원

그러니까 그건 회사가 확인만 올리면 사실은 그 다음 날이 맞는데...

○ 송중준 위원장

그 다음 날이 맞을 것 같은데, 그게 이제...

○ 권종호 위원

예를 들어서 전환사채 같은 경우에는, 사채권자가 전환권을 행사하면 돈 1원도 내는 것 없이 direct로 변제가 되면 되는 거 같아요.

○ 송중준 위원장

그러니까 당일부터 전환권 행사한 날 주주가 돼야 하는 것이고...

○ 권종호 위원

이거는...

○ 송중준 위원장

스톡옵션.

○ 권종호 위원

스톡옵션 같은 경우는 돈을 내야 하는데 돈도 신주발행이기 때문에 그 납입구간기간에 내야 돼요.

○ 송중준 위원장

그렇습니다, 예.

○ 권종호 위원

그것을 냈는지 안 냈는지는 회사가 확인하려면 하루 정도 지난 뒤에 하는 거니까...

○ 송중준 위원장

다음 날 하는 게...

○ 이현철 위원

그렇죠. 다음 날 하는 게 맞죠.

○ 송중준 위원장

오히려 다른 것이 이상한데요.

○ 이현철 위원

신주인수권부사채가 이상한 것 같아요.

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

예. 저도 그래 사실은 그렇게 보고 그랬었는데...

○ 권중호 위원

별 생각 없이 했는데, 나머지 사람은 또...

○ 이현철 위원

그게 아마, 전환사채랑 같이 만들다 보니까 두 개가 이렇게 그럴 수도 있겠네요.

그 부분은 지금 현재 조항...

○ 송종준 위원장

현재 조항대로 하죠.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

우리 현재 조항대로, 나중에 바닥에서 뭐가 나오겠지.

○ 이현철 위원

두 개 통일시켜야 되나, 이쪽을 오히려 바꾸던지.

○ 이준식 검사

오히려 '청구한 때'로 하는 게 맞지 않습니까?

○ 송종준 위원장

납입한 때...

○ 이준식 검사

'납입한 때'로 하는 게 이 예약권, 신주 예약권이 형성권이라고 하면 자금의 납입금

액의 납입을 조건으로 하는 형성...

○ 송종준 위원장

납입의 조건부다?

○ 이준식 검사

그러니까 신주인수권부사채도 '납입한 때'로 되어 있고, 스톡옵션도 '납입한 때' 신주인수권부사채를 준용하도록 되어 있고요.

그런데 이 신주발행의 경우에는 이건 형성권이나 이게 아니니까 실제로 납입행위가 이루어지고 일정한 시점을 아무렇게나 정하는 것이니까, 다음날로 명확하기 위해서 한 건데.

이걸 '형성권'으로 성격을 유지시킨다고 그런다면 내가 청구하면, 내가 신주인수선택권을 행사하면 그걸로 끝인데 돈을 안 냈으니까, '납입금액의 전액납입을 조건으로 해서 효력이 발생하는 형성권이다'라고 판단하면 '납입한 때'로 하는 게 논리적으로 일관성이 있는 것이 아닌가요?

○ 권중호 위원

그런 측면도 있고, 지금 방금 이야기가 실제적으로 전환사채 같은 경우는 그야말로 행사만 하면 자기가 추가로, 사채권자가 돈을 안 내도 되는 사항이니까 '한 때'로 하면 타당할 수도 있는데.

그런데 이거 '돈을 내야 하는 경우' 같으면 물론 그렇지만, 보관기관에서 돈을 받아갖고 그것이 회사가 확인을 해 갖고 돈을 냈는지 안 냈는지 확인해야 하는 시간 gap

이 있기 때문에, 그래놓고 보면 ‘다음 날’로 하는 것이 사실은 맞다는 그런...

○ 이준식 검사

신주인수권부사채도 마찬가지 아닌가요?

○ 이현철 위원

그렇게 된 게 그게 잘못된 건지, 우리같이 이쪽인데 오히려 우리 쪽이...

○ 송종준 위원장

그러니까 오히려 350조 2항에 신주발행한 부분과 관련해서 일반 신주발행을 할 때는 왜 그러면 납입한 때 주주가 되도록 해야지 그 다음 날 주주가 되도록 했느냐고 하는 근본적인 문제가 있거든.

그래서 어떤 사람은 9시부터 돈 내는 사람도 있고, 3시 30분에 내는 사람도 있긴 한데, 그 시점마다 주주가 되는 시기가 다른데, 이런 것은 회사가 어떤 질서법이기도 하기 때문에 그런 부분은 그런 시점별로, 어떤 경우에는 납입한 날 주주가 된다고 한다면, 예컨대 3시에 되는 사람은 10시 30분에 주주총회 있을 때, ‘권리행사 할 수 있는, 주주권을 행사할 수 있느냐’고 하는 다툼이 있단 말이지. 그럴 경우 그날 주주가 된다고 한다면 다 할 수 있다는 얘기거든, 돈 안 낸 상태에서도.

그런 해석상에 문제가 있을 수 있지 않을까 싶은데...

○ 권종호 위원

그런데 사실은 ‘행사한 때’라고 하는 거

는, 사실 그런 문제는 법률관계가 획일적으로 처리하는 것이 아니거든요.

○ 송종준 위원장

아니죠.

○ 권종호 위원

그것은 사실...

○ 송종준 위원장

시시각각으로 다를 수 있기 때문에.

○ 권종호 위원

사실 그런 막연하게 그런 생각을 합니다.

○ 이현철 위원

이럴 수가 있겠네요. 지금 한 가지 ‘납입기일’이라는 말씀이 있지 않습니까?

○ 송종준 위원장

네.

○ 이현철 위원

그런데 보통의 신주발행의 경우 납입기일이 있지 않습니까? ‘언제까지 납입해야 한다.’

○ 송종준 위원장

예.

○ 이현철 위원

그래서 423조 1항에서 ‘납입기일’이라는 표현을 쓰고 있는데요, 신주발행 이후에.

우리같이 신주인수선택권의 경우 납입기 일이라는 게 없지 않습니까? 행사하면서 바로 납입가액 전액을 납입하면 되고, 납입기일이 정해져 있는 것은 아니거든요.

표현 자체는 ‘익일’로 하든지 그것은 결정해야 되겠지만 행사는 ‘납입을 한 때’라는 표현, ‘납입을 한 날 다음 날’이라고 하든지, 아니면 ‘납입한 때’로 하든지, ‘납입을 한’이라는 표현을 쓰는 게 납입기일보다 맞는 것 같습니다.

왜냐 하면 납입기일이라는 개념이 신주인수선택권에는 없으니까요. 행사하면 행사의 방법으로 납입을 하는 거지, 그게 보통의 신주발행처럼 납입기일이라는 게...

○ 권종호 위원

납입기일 정해놓는...

○ 이현철 위원

정해놓는 게 아니니까, 납입기일이라는 개념을...

○ 이현철 위원장

‘납입한 날의 다음 날’이라고 하든지 ‘납입한 때’로 하든지.

○ 권종호 위원

납입한 자는 납입한...

○ 이현철 위원

그런데 표현은 516조의 9 있지 않습니까? 그게 원래 draft wording이랑 비슷한데, ‘어떤 규정에 의하여 신주인수선택권을 행

사한 자는’, ‘자’라고 표현했습니다. ‘행사한 자는 동향의 납입을 한 때에 주주가 된다.’

우리 것은 그러면 익일로 하면, ‘납입을 한 날의 다음 날에 주주가 된다’ 이렇게 되어 될 것 같습니다.

516조의9하고 표현 자체는 맞추는 게 맞을 것 같네요.

‘납입한 때’로 할지 ‘납입한 날의 다음 날’로 할지 그것은...

○ 권종호 위원

규정이 여기서는 지금 위원장님 안하고 우리 이 변호사님 안하고 같네요. 그런 식이 되겠네요. 규정에 의하여 신주인수권을 행사한 자는...

○ 이현철 위원

처음에 저는 ‘행사한 경우’라고 했는데 ‘행사한 자’는 이라는...

○ 권종호 위원

행사한 자는 ‘동향의 납입을 할 때에, 동향의 납입을 한 다음날 주주가 된다’ 이래야...

○ 이현철 위원

그런데 이런 면도 있는 것 같습니다. 보통의 신주발행은 그게 어떻게 보면 좀 단체법적으로 모든 신주발행은 같은 회차에는 같은 날 딱 주주로 만들 필요가 있으니까.

예를 들면 납입기일을 3일을 줬다, 그러면 첫 날, 둘째 날, 셋째 날 납입을 한 시점이 다를 수 있고, 그래도 ‘주주가 되는 시점

은 아무튼 같은 발행이니까 납입기일이 끝나는 날에 그 다음 날에 주주가 된다' 그렇게 통일적으로 하는데, 이제 신주인수선택권이나 신주인수권부사채의 경우에는 그런 개념이 아니라 그걸 옵션을 주고 그걸 행사를 자유롭게 하는 것이니까, 행사기간 정해 놓고, 그러니까 행사한 때에 바로 납입하면 바로 그때 주주가 되고, 꼭 다음 날까지 기다릴 필요가 없이...

○ 송종준 위원장

어, 그러면 그렇게 그게 맞겠네요. 어때요? 그렇게 들어보니까 맞는 것 같아요?

○ 권종호 위원

그런데 그런 측면도 있고, 여기서 같은 경우에는 방어수단으로 쓰려고 생각하면 어느 시점에 딱 정리가 되고...

○ 이현철 위원

그러면 '행사기간 만료일 다음 날' 그렇게 할 수도 있겠죠.

○ 권종호 위원

그니까 방어수단을 쓰는 모든 시점에 딱 해가지고 count를 해야 되는 쪽이 되니까...

○ 이현철 위원

동일하게 만들려면 '행사기간 만료일 다음 날에 주주가 된다.' 그렇게 하면 딱 명확하게 되겠네요. 행사기간 딱 정해 놓을 거니까...

○ 권종호 위원

그렇게 봐야 될 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

그러면 그 취지를 반영하면 2항을 손을 봐야죠?

○ 이현철 위원

예.

○ 송종준 위원장

납입기일이라고 하는 용어가 이제 사용하면 조금...

○ 이현철 위원

예. 보니까 그러네요.

○ 권종호 위원

납입한 자는 행사기일 다음날로 해야 되죠.

○ 이현철 위원

'행사한 자는 행사기간의 다음 날, 행사기간 만료일의 다음 날로부터 주주가 된다.' 이렇게 되겠네요.

그러니까 '제1항의 규정에 의해 신주인수선택권을 행사한 자는 행사기간의 만료일의 다음 날로부터 주주가 된다.' 이렇게...

○ 송종준 위원장

만료일의? 기간으로?

- 권종호 위원
‘행사기간의 다음’ 하면 안 되나?
- 송종준 위원장
그러니까 ‘행사기간의 만료일’이라고 하면 납입의 의미가 이제…
- 이현철 위원
납입은 그 중간에 자유로이 행사…
- 송종준 위원장
할 수 있는데…
- 이현철 위원
예, 예.
- 송종준 위원장
이렇게 ‘행사기간의 만료일’만 하게 하면 되면 납입을 하지 아니한 자도…
- 이현철 위원
전 항에 ‘행사한 자’는 이미 납입이라는 말이 포함되어 있으니까요.
- 송종준 위원장
만료일 다음날…
- 이현철 위원
통일적으로 하려면 이렇게 해야 통일을 시킬 수 있으니까요.
- 권종호 위원
그런데 행사기간 만료일 빼고, 행사기간

- 다음날로 하면 해석이…
- 이현철 위원
기간 다음날이요.
- 송종준 위원장
기간이 종료된 시점을 정해줘야 하니까.
- 이현철 위원
기간을…
- 권종호 위원
보통 납입기일은 하루를 잡습니까?
- 이현철 위원
납입기일을, 그러네요.
여기에 하루를 잡은 것처럼 되어 있는데요, ‘기일’이라는 말을 찾으니까.
- 이준식 검사
납입기일은 회사가 자유롭게 정할 수 있게끔 돼 있는 것으로 되어 있잖아요.
- 이현철 위원
납입기일이 하루가 아니면 그러면 납입 기일이…
- 이준식 검사
그러니까 이게 문제라는 게, 아까 신주발행이라는 것은 납입기일이 정해져 있어서 하는 거지만, 다 하면 그 다음 날로부터 일률적으로 모든 주주에게 하고, 지금 전환주식이나 신주인수권부사채나 전환사채나 다 전

환의 기간이나 청구할 수 있는 기간이 있지 만, 자기가 납입을 한 날, 했을 때 바로 주 주가 되는 것으로 하니까.

우리 신주인수선택권도 납입을 했을 때 주주가 되는 걸로 하는 게 좀 더 논리적으로 일관성이 있는 것 같아요.

○ 권종호 위원

그것은 이제 아직 다 하면 그런데, 이쪽 은 사실 우리가 염두에 두고 있는 것은, 일 정시점에 있어서 의결권을 count를 이제 해 야 할 그러니까, 이런 측면에서 보면 신주 발행한 채로 그런 식으로 봐서 기간 다음 날로...

○ 이준식 검사

그렇게 이야기하시면 그런데 등기부분도 수정을 해야 됩니다.

등기를 신주인수선택권을 행사한 날이 속하는 달의 다음 말일부터 2주 내로 하는 이유가 이것은 그때그때 할 때마다 권리자 가 주주가 된다는 전제 하에서, 회사가 그 때마다 할 수가 없으니까 한 달 단위로 이 제 두 달, 세 달 이런 식으로 등기를 하라 는 거고, 매일 하라는 게 아니거든요.

그러니까 이 조항도 등기규정도 행사한 때를 주주가 되는 것을 전제로 해서 규정이 있으니까, 그리고 이 전환주식이나 신주인수 권사채 전환사채가 다 그런 행사할 수 있는 기간이 있음에도 불구하고 내가 행사했을 때 주주가 되는 것으로 하니까. 돈을 냈을 때, 돈을 내야할 필요가 있어서 돈을 냈을 때, 돈을 낼 필요가 없으면 청구했을 때 이

걸로 되니까.

이것은 ‘돈을 낼 필요’가 있으니까 ‘행사 하면서 돈을 납입할 때 주주가 된다’ 신주 인수권부사채라는 구조가 똑같은 거 같아요. 주주가 돼야 하는 시점은...

○ 권종호 위원

그러면 우리 이 검사님이 말씀하신 것을 전제로 해 갖고 행사기간이 예를 들어 길 면, 행사는 주주가 다 차별이 굉장히 많아 질 것 아닙니까, 그렇죠? 그렇게 되면 적어 도 만약에 주주총회가 있다면 회사로서는 주주총회 전에, 행사가 적어도 주주총회를 2주 전에, 행사가 다 끝나면...

○ 송종준 위원장

행사기간을 자기들이 알아서 정하겠죠.

○ 권종호 위원

잡겠죠. 그렇죠?

○ 송종준 위원장

다 거기에 적응하는 방법으로.

○ 권종호 위원

거기서 기간이 길어서 각자 하더라도, 다르게 해도 회사입장에서는 하여튼 2주 전 에 다 행사할 수 있도록 해 갖고, 서류통지 발송해 가지고 참가시키도록...

○ 송종준 위원장

그것은 자기들이 계산을 해야 되는데...

- 이현철 위원
보통은 강제 있지 않습니까? 강제로 하는 것.
- 권종호 위원
강제…
- 이현철 위원
그걸로 해버리면 그냥 한 번에 다 할 수 있습니다. 행사를 자발적으로 하도록 기다리는 게 아니고.
- 권종호 위원
그러면 여기서는 ‘주주가 되는 시점은 납입을 한 때로 하는 것’은 변함없고, 그것은 회사가 알아서 ‘납입을 하는 날’을 뭐 하루로 fix를 하든지…
- 송종준 위원장
납입을 한 때…
- 이현철 위원
516조의9하고 표현을 같이 하면 될 것 같습니다.
- 송종준 위원장
그러면 제1항에 따라…
- 이현철 위원
제1항의 규정에 의하여 ‘신주인수선택권을 행사한 자는 동항의 납입을 한 때에 주주가 된다.’ 이렇게, 예.
- 송종준 위원장
동항의, 동항?
- 이현철 위원
표현이 여기도 ‘동항’이라고 되어 있습니다.
- 송종준 위원장
그건 앞의 516조의8 제1항…
- 이현철 위원
1항.
- 송종준 위원장
1항이라고…
- 이현철 위원
여기도 제1항이라고…
- 송종준 위원장
동항? 하하!
- 이준식 검사
옛날에 썼던 표현이고 ‘제1항’이라고 쓰면 될 것 같습니다.
- 이현철 위원
‘제1항’ 한 번 더 쓸까요?
- 송종준 위원장
제1항의 ‘납입한 날’, ‘납입을 한 때’에. 그러면 뭐 516조의9나 똑같은 내용이 되겠네요.

○ 이현철 위원

네. 똑같은 내용이죠. 준용까지 똑같이 돼 버렸으니까.

○ 송종준 위원장

준용하는 부분까지 똑같아 지는데. 그럼 이 516조의9를 준용한다고...

○ 이현철 위원

그대로 준용하면 되긴 될 것 같은데.

○ 이준식 검사

그럼 되겠네요, 진짜로.

○ 이현철 위원

어, 그럼 진짜.

○ 송종준 위원장

그럼 2항을 ‘제1항의 규정에 의하여 행사금액을 납입한 자에 대하여는 516조의9를 준용한다.’

○ 이준식 검사

그리고 밑에 3항에 대해서 조금 의문이 있는데요.

‘회사가 정관으로 정하는 바에 따라 신주인수선택권의 행사에 대하여 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있다’ 이렇게 되어 있잖아요, 3항이.

그러면 증권거래법에서 교환사채 같은 것처럼 조금 생각이 되는데, 교환사채도 교환권을 형성권이니까, 교환권의 행사를 형성권으로서의 성질을 유지하기 위해서, 회사가

자기주식을 교환대상으로 하는 그 교환사채를 발행할 때는 자기주식을 예탁원에다 예탁하게 되어 있잖아요.

그런데 회사가 ‘정관이 정하는 바에 따라 신주인수권선택에 대해서 신주를 발행에 갈음해서 자기주식을 교부할 수 있다’ 이렇게 해놓고, 형성권인데 이게, 우리가 생각하기에 형성권이고 해서 돈만 납입하면 회사가 가진 자기 주식은 이미 주주의 것이 되는 것이 아닙니까?

그런데 ‘자기주식을 안 갖고 있다고 하면, 정관에서 자기주식으로 하겠다’ 해놓고 또 이사회 결의도 그렇게 다 했는데, 자기주식을 안 갖고 있을 때에는 자기주식을 교부할 수 없는데 형성권이 되는 문제가 생기거든요.

형성권이라는 게 돈을 납입하고 권리를 행사해 버리면 회사가 가진 자기 주식이 내게 돼 버릴 것이 아닙니까?

○ 송종준 위원장

자기 주식을 주는 경우에는 형성권적 효력이 발생한다는 얘기죠.

○ 이준식 검사

자기 주식뿐만 아니라 지금 신주인수선택권의 법적 성질 자체를 우리가 형성권으로 생각하는데...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

이거는 이런 면이 있는 것 같아요. 이거는 자기주식 교부를 언제 할 것이냐?

○ 이준식 검사

네.

○ 이현철 위원

그런데 표현이 지금 ‘신주인수선택권의 행사에 대하여 신주의 발행에 갈음하여 자기주식을 교부할 수 있다’ 이렇게 되어 있거든요.

사실은 그래서 앞에 하고 안 맞는 면이 있는 것 같아요. 저는 어떻게 생각했느냐 하면 ‘신주인수선택권을 행사하면 신주를 교부할 수도 있고 회사가 선택을 해서 자기주식을 교부할 수도 있다’ 이렇게 컨셉을 생각했는데요.

○ 송종준 위원장

처음부터?

○ 이현철 위원

예, 처음부터 저는 그냥 처음에 신주인수권선택권 해서 가고 행사할 때까지 신주라고 생각하고 행사를 하는데, 거기에서 회사가 결정을 ‘아, 이거는 신주를 줄 게 아니라 자기주식 납은 게 있으니까 주겠다, 선택에 의해서. 뭐 주주한테는 아무 차이가 없으니까.’ 그렇게 생각을 했는데, 만약에 행사를 한 때, 납입을 한 때에 바로 신주의 주주가 돼 버리면 회사가 자기주식을 주고 말고 할 타이밍이 없잖아요, 그렇죠? 그럼

신주의 주주가 돼 버렸으니까.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 행사에 의해서...

○ 이현철 위원

바로 자동적으로 돼 버리니까. 그럼 자기주식교부라는 행위를 언제 할 수 있느냐? 신주가 이미 발행돼 버린 것 같은 추상적으로 형성권적으로 생겨버렸는데, 자기주식 교부를 그 형성권 행사에도 불구하고, 예를 들어서 불구하고 회사가 아무튼 우리 자기주식이 있으니까 준다. 신주가 아니라 자기주식을 준다고 일종의 형성권 효력을 약간 일부 줘...

○ 송종준 위원장

자기주식을 준다고 하더라도 납입은 해야 하죠.

○ 이현철 위원

납입을 다 했다 이거죠. 신주인수선택권 행사하고 납입도 했는데, 그러면 이 조항에 의해서 이미 신주의 주주가 되지 않습니까? 돼 버렸는데 회사가 신주를 주지 않고 구주를 주겠다, 자기주식.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그런 경우 대비해서 지금...

○ 이현철 위원

저는 그렇게 생각해서...

○ 송중준 위원장

3항을 넣어 놓은 거죠. 그럴 경우 3항의 취지는 저는 뭐, 특별히 나쁘다고 보지는 않는데 이런 자기주식을 앞에는 전혀 그런 얘기가 없다가 여기만 나오니까, 이것이 어쨌든 뭐 ‘신주로도 줄 수 있고, 자기주식으로도 줄 수 있다’라는 취지를 일단 정관에는 정해두기는 해야 될 것이 아니겠느냐?

○ 이현철 위원

예.

○ 송중준 위원장

그런 생각에서 앞애다 그걸 좀...

○ 이준식 검사

정관이 정한 바에 따라...

○ 송중준 위원장

일단은 한 번 그래서 필요하다는 얘기죠.

○ 이현철 위원

네.

○ 이준식 검사

그러면 이해한 게 틀린 것 같은데, 저는 이걸 갖다가 지난번의 회의에서는 모든 경우를 갖다가 신주 대신에 자기주식 교부로 대체할 수 있는 걸로...

○ 이현철 위원

발행할 때부터.

○ 이준식 검사

네.

○ 이현철 위원

신주인수선택권 발행 시부터 이걸 자기주식으로 한다.

○ 이준식 검사

네.

○ 이현철 위원

그런데 이러면 표현이 바뀌어야 할 것 같아요. 왜냐하면 신주인수권의 행사에 대하여...

○ 이준식 검사

지금 말씀하신 게 더 합리적인 것 같고, 그래서 제가 이해한 것은 일단 자기주식을 전제로 해서 모든 규정을 적용하는 것, 처음부터 자기주식을 주겠다고 정관에 기재하고 이걸 다 절차를 그렇게 된 걸로 생각했는데, 그렇게 되면 무조건 자기주식은 어떤 방식으로든 예탁을 해야 되거든요.

그런데 지금 이미 행사된 다음에 내가 신주를 발행하거나 자기주식을 주거나 하는 거라면 없으면 신주발행을 하면 되니까 예탁을 할 필요는 없을 것 같아요.

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

보면 340조 2항의 주식매수선택권 일반

적으로 이야기할 때 우리 그리 하잖아요. 지금 현재 우리 주식매수선택권은 주주가 신주인수 행위 있고, 자기주식 행위 있고, 현금차입 행위 세 가지가 있다고 그런데, 거기에 대한 선택권은 회사에 있다고 일반적으로 이야기하잖아요, 그렇죠?

○ 송종준 위원장

계약에서 정한 사항이죠.

○ 권종호 위원

그러니까 여기 조항을 보면, 조문 자체에 430조 2항을 보면 ‘정관으로 정하는 바에서도 주주에게 신주인수권, 매수선택권을 줄 수 있고’, ‘다만’ 해갖고 곧 뒤의 문헌을 보면 이것은 정관이 정한 이사들 안에서도 해석에 따라서, 그렇죠? 340조의2...

○ 송종준 위원장

예. 1문에...

○ 권종호 위원

1문은 보면 반드시 주주에게 신주인수권을 주려면, 신주인수권을 주는 방법은 정관이 정하는 방법에 따라야 되고, ‘다만’으로 보면 사실 여기 보면 이것은 정관에 규정이 없어도 회사가 이래 할 수도 있는 것 같이 읽을 수도 있거든요, 지금 현행 규정어.

○ 송종준 위원장

자기주식을 양도할 수 있다.

○ 권종호 위원

이래 돼 있다고. 우리 취지도 여기서 보면 그거 이야기할 때, 회사는 자기주식을 주려면 거기에 대비 해가지고 미리 자기주식을 취득해 두어야 하는 것으로 그렇게 하잖아요.

○ 송종준 위원장

그렇겠죠, 예.

○ 권종호 위원

우리 같은 경우도 자기주식을 준다고 하면 회사가 거기에 예비해가지고 사전에 자기주식을 취득해 두는 방법으로 해가지고 하는 것이고, 만약에 자기주식이 없으면 못 주고 그러는 것은 아닐 것 같은데...

○ 이현철 위원

예, 자기주식으로 신주발행해 주면...

○ 권종호 위원

이번에 할 때 자기주식을 준다고 했으면 예측가능성이라도 있고, 그리고 또 그러려면 그거에 대비해서 자기주식을 비축해둬야 하는 것이고, 없으면 회사가 그냥 행사하고 신주를 발행하는, 이렇게 가는 것이고...

○ 송종준 위원장

그러니까 정관에도 ‘줘야한다’ 이런 것은 절대 안 쓰겠지요.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

‘신주 또는 자기주식으로 줄 수 있다’라고 써 놓고 그때그때 사정에 따라 자기주식을 줄 수도 있을 것이고, 실제로도 신주를 많이 발행하지 않겠어요? 어떻겠습니까? 자기주식 주겠습니까?

○ 권종호 위원

저 같은 경우는...

○ 이현철 위원

회사들이 보통 아껴놓죠.

○ 송중준 위원장

안 주죠. 당연하죠.

○ 이준식 검사

그런데 가치가 차이가 있는 것 아닙니까?

회사가 어떤 사람, 그 신주를 모든 사람들에게 신주를 발행해 주는 경우랑 자기가 가지고 있는 주식으로 교부하는 경우랑 차이가 좀 있는 것이 아닙니까?

○ 송중준 위원장

행사한다면 엄청난 차이가 있지요.

○ 이준식 검사

만약에 쥐버린다고 한다면, 어! 많이 차이가 있는 것이 아닌가요?

모든 사람들이 다 청구했다고 했을 경우에, 신주를 발행해주는 것은 특별한 의미가 없겠지만, 자기주식을 주는 것은 지분율...

○ 송중준 위원장

예컨대 신주는 뭐 5,000-6,000에 발행하는데 자기주식은 1만 원에 사 났다. 그러면 오늘 뭐 몇 천 원은... 이러한 것이기 때문에.

○ 이현철 위원

하나 복잡한 것을 없애려면 아예 자기주식을 쥐버리는 것을 없애버리는...

○ 송중준 위원장

없애버리는 방법?

○ 이현철 위원

예. 아예 그냥 이걸 ‘신주로만 발행해라’, 말 그대로.

○ 송중준 위원장

신주로만?

○ 이현철 위원

예, 그랬다고 해서 회사한테 크게 나쁠 것 같지는 않거든요. 자기주식에 대해서 어차피 그 메카니즘...

○ 권종호 위원

회사로서는 사실은 어떻게 보면 돈이 들어오는데, 1원이라도 들어온 것을 생각하면...

○ 송중준 위원장

그렇죠.

- 권종호 위원
신주인수권 행사를...
- 송종준 위원장
회사는 자기들이 쓴 돈을 주주들에게 distribution한다는 취지에서 ‘자기주식도 줄 수 있는 것이다’라고 생각을 해서 이 규정이 들어간 것 같아요.
- 이현철 위원
네.
- 송종준 위원장
그런데 실제 그 가능성은 많지는 않은 것 같고...
- 이현철 위원
경영권 방어만 생각하시면 굳이 자기주식을 안 넣어놔도 신주만 해도 뭐...
- 송종준 위원장
‘자기주식 취득’ 자체가 회사로서는 방어의 일기능을 담당하고 있기 때문에 이것을 풀지 않을 것이라 이야기이죠?
- 이현철 위원
네, 그렇죠.
- 송종준 위원장
고가로 이것을 매도할 기회를 찾는 것이지.
- 권종호 위원
저런 개념이 아니겠어요? 자기주식을 준

다는 개념은 회사가 자기주식을 갖고 있으면 의결권이 없으니까, 주주한테 줘 갖고 의결권을 행사하게 된다는 취지로 봐도 되겠죠.

- 송종준 위원장
자기주식을 주주한테 주니까...

- 권종호 위원
그렇죠.

- 이현철 위원
이게 저희가 처음에 만들 때에는 자본조달, 이 규정이 들어갔던 배경이 자기주식, 그리고 자금조달의 목적도 좀 달성해주자고 했는데요. 저희가 그걸 목적을 많이 줄이자면 이거 굳이 빼도, 제가 보기에 원래의 목적은 달성하는데 문제가 없을 것으로 보입니다, 자기주식을.

- 송종준 위원장
알겠습니다.

- 이준식 검사
자기주식을 주는 것은 적대적인 M&A나 이런 경우가 아니라 2조 1항의 경우에 일반적으로 발행했을 때에는, 행사가액이 얼마 뒤 5,000원 밖에 안 되는데 시가를 1만 원 주고 산 자기주식을 갖다가 5,000원에 배분해버린다 하면 문제가 없을까요?

- 이현철 위원
그러면 회계상으로는 자기주식 처분 손

실이 생기거든요.

○ 이준식 검사

네.

○ 이현철 위원

그것은 회계적으로는 거기에 대해서 자본을 줄이게 되고 세무상으로는 손실이 돼요, 비용이 되고.

단순히 신주를 발행하는 것하고는 완전히 다르죠. 회계나 세무적으로, 조금 복잡해질 것 같아요.

○ 송종준 위원장

글쎄요. 그 분야에서는 그렇게 될 경우에 큰 더 복잡한 문제가 생길 수 있을 것 같아요.

이미 지금 배제된 인수자, 또 2대 주주 일 수도 있고 3대 주주 일 수도 있거든요, 거기네요. 하하!! 아무것도 다른 사람들은 다 싸게, 자기주식 비싼 걸 공짜로 받는데.

○ 이현철 위원

공짜로 받는데...

○ 송종준 위원장

거기서 완전히 배제가 되는 이런 상황이 되어서, 생각 같아서는 이것 때문에 의도적으로 이런 상황을 만들 가능성도 있지 않겠느냐? 그런 경우도 있을 수 있지 않겠느냐? 저것 제껴버리고 우리끼리 이번에 왕창 우리 저거 하자고 하는...

○ 권중호 위원

우리 그거 하기 위해서 기업공동이익하고 그것 넣은 것 아니겠어요?

○ 이현철 위원

그래서 회사가 기본적으로 자기주식은 자기의 기본적으로 asset으로 생각하는 경향이 강하거든요, 자기자산으로.

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

회계처리는 물론 자본조정으로 하지만, 자기 자산으로 생각하고 세무상으로도 자기주식 처분이익을 익금으로 잡고요. 처분손실을 손금으로 잡고요. 이렇게 하기 때문에 사실은 신주발행하고는 여러 가지로 취급을 많이 달리하고 있거든요.

○ 송종준 위원장

지금 법률상으로는 자기주식을 처분했을 때 그 처분액은 일단 자본금 준비금으로 넣어야죠?

○ 이현철 위원

예, 자본조정으로요. 자본의 일부로 들어가죠. 자기주식 처분이익이 생기면, 자기주식을 사면...

○ 송종준 위원장

사가지고 처분이익이 생기면?

○ 이현철 위원

자기주식 처분이익이 생기면 그것은 회계상으로는 어떤 이익이 아니고요. 그냥 자본조정의 자본준비금의 일부로...

○ 송종준 위원장

자본준비금으로, 법률 상법상으로 자본준비금의 일부로 들어가기 때문에 그것이 나중에 자본으로 전입할 수 있는 기초자산이 되는 거잖아요, 그렇죠?

그러니까 모르겠어요. 이거 어떻게 할까요? 하하!

○ 이현철 위원

제 사건은 빼는 게...

○ 송종준 위원장

신주로 막 smart하게 그냥, simple하고.

○ 이현철 위원

방어목적으로만 우리가 포커스를 맞추기는 그것만으로는...

○ 송종준 위원장

이게 많이 악용될 소지도 있을 것 같아요?

○ 이현철 위원

예, 예, 조금 논란의 소지가 좀...

○ 권종호 위원

주식을, 자기주식을 주라고 하면? 제가 보면 자기주식 말고, 그냥 신주만

행사 하라고 해도 악용은 얼마든지 있을 수 있지. 그것을 막자고 한 게 우리...

○ 이현철 위원

그런데 자기주식을 쥐서 실익이 없을 것 같거든요. 주는 걸 허용함으로써 이게 포이즌 필을 생각하면 신주만으로도 충분하거든요, 포이즌 필을 목적으로 하면.

○ 송종준 위원장

절대 자기주식을 주지 않겠죠. 신주만 갖고도 당연히 목적달성을 다 하는데.

○ 이현철 위원

이거는 자기 실탄을 아껴 놓은 게 낫죠, 회사의 입장에서는 방어를 위해서는.

○ 송종준 위원장

그러면 이런 효과를 생각해 봐요. 지금 자기주식 취득을 해서 방어를 한다면 그것이 지금 주범이거든요. ‘너무 고비용이다. 이것이 투자를 저해한다. 그러니까싼 비용으로 방어 수단을 달라.’ 그래서 이렇게 검토하는 건데.

만약에 이 warrant를 도입하게 되면 회사들이 자기주식을 취득하는데 신경을 안 쓸 것이다. 그런 효과는 있지 않겠느냐? 이런 생각은 해 볼 수 있는데, 취득할 일이 없잖아요, 이제 자기들 말대로 한다면.

○ 권종호 위원

아, 아, 그거는 이게 없어도...

○ 이현철 위원

신주란 말로 충분합니다.

○ 송중준 위원장

그러니까.

○ 권중호 위원

이걸 주면 앞으로 회사가 자기주식을...

○ 송중준 위원장

필요 없는 거야, 비싼 돈 주고. 그것 가지고 투자하라는 거지. 그게 가장 대표적인 논리 중의 하나야, 가장 중요한.

○ 이현철 위원

맞아요. 그런데 엇그제인가 제가 일본 교수를 만났어요. 연구실에 왔길래 이런저런 얘기하면서, 오늘 경북대학교에서 국제심포지엄 하는데, “일본 요즘 주식시장 어떨냐?”고 했더니 지금 주식시장 떠받치기 위해 야단인데 그 중의 하나가 자기주식 취득하는데 재원규제까지 없앴다는 거야, 한시적으로.

○ 송중준 위원장

무슨 규제?

○ 이현철 위원

재원.

○ 송중준 위원장

재원규제?

○ 권중호 위원

배당가능이익으로 하는 것까지 없애가지고, 그러면 빚 내갓고, 예를 들어서 “회사 그래도 되냐?”고 하니까 자기가 알고 있는 범위 내에서는 그 정도래.

그 왜 그러느냐 하면, 주가 떠받치려고, 그러니까 사실은 일본의 논리는 자본준비금도 깨서 쓰고 있고 하는 것은, 그것 하나는 오로지 주가 떠받치는 자원으로 쓸려는 개념에서 그렇게 한 거거든.

○ 송중준 위원장

그게 지금 내어지는 조치는 정상적인 상황에서는 안 하죠. 매우 특이한 조치라고 봐야 되고, 이 자기주식 취득은 사실 재무쪽에서는 주가관리라고 하는 이런 것들, 또 warrant를 도입하지 못하는 경우도 있을 것 아니에요. 정관에서 부결이 돼 버리면 그런 회사는 방어할 길이 없잖아. 그렇잖아요. 그럴 경우 어쨌든 자기주식의 취득의 소유는 분명히 있죠. 주가관리라고 하는 차원도 있고 다 여러 가지 목적이 있는데, 여기서 이것을 넣지 않는다고 하더라도 뭐 그런 것을 취득하는데 무슨 영향을 주는 것이 아니라고 하는 것이죠.

그래서 자기주식은 종전에 해왔던 것처럼 알아서 하고, 여기서 신주발행에 의해서만 방어를 하도록 한다면 방어와 목적으로 자기주식을 취득하는 경우는 상당부분 신경을 안 쓸 것이고, 재무관리 차원에서 기업들이 이걸 운용을 할 것이다.

○ 권종호 위원

그러니까 결과적으로 사실은 이 제도가 도입됨으로 해가지고 자기주식 취득이, 주가 재무적인 관리 차원이 주가관리 측면에서만 사용되는 것으로 가고, 방어수단으로 이용되는 것은 자기주식을 쓸 필요가 없고 이걸로 가는 것만 되는 것이 되고, 만에 하나 이게 도입이 안 되는 회사는 또 아주 고비용 들어가지고 자기주식을 취득해가지고 하든지.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그렇게 할 수도 있고 자기주식은 다른 스톡옵션이런 데서 필요할 수도 있는 것이기도 하는 것이니까, 자기주식에 관련된 재무적 기능은 우리 법학자들은 잘 모르거든요.

그런데 이게 사실상 이것을 가지고 재무 전략적으로 많이 사용하는 게 보편적이라고.

○ 권종호 위원

우리가 생각하는 이상으로...

○ 송종준 위원장

예.

○ 권종호 위원

사실은 자기주식처럼 했는데...

○ 송종준 위원장

아, 그럼요.

○ 권종호 위원

사실은 일본의 버블 꺼지면서 기업집단

의 중심적인 은행에서 갖고 있던 주식을 내다 팔잖아요. 주가 떨어진 게 사실은 안 맞추면 주가 계속 떨어지니까.

○ 송종준 위원장

그래요.

○ 권종호 위원

그래서 자원을 다 깎 것이라고요. 사실 그래가지고 파는 족족 회사가 사 들어가지고 주가를 유지하는데, 사실.

○ 송종준 위원장

그런데 사실 이게 이런 긴급처방이지. 긴급처방이고 사실 자기주식취득 재원규제를 완전히 풀었을 경우, 모르겠어요. 우리처럼 '이익배당재원에서만 하라' 이런 배당재원 규제를 하지만, 회사가 망하지 않는 한도 내에서만 너희들 마음대로 하라는 것은 사실 똑같아서, 하하!!

○ 권종호 위원

사실은 주가는 건전한 시장에서 움직여 가지고 시장에서 결정되는데, 그걸 인위적으로 자기주식 사서 떠받치는 건데, 이것도 안 맞지만...

○ 송종준 위원장

안 맞죠. 그건 정상적인 것은 아닌데, 사실 미국 같은 insolvent test 같은 경우는 미국 시장을 전제로 했을 때 사실 성립하는 것인데, 우리법의 취지로 보면 배당재원규제를 하기 때문에 기업 내용이 좋은 데는 사가지

고 방어를 하도록 법정책이 사라져 있는 것이고, 이 이익배당재원이 없는 데는, 재무구조가 나쁜 데는 그거 살 수도 없어요.

그런데 우리가 M&A라고 것이 기업구조 조정의 기능이 있다고 본다면 나는 그 정책은 옳다고 보거든요. 부실한 데를 해서 잘 해서 그거해라. 왜 좋은 데만 사 가지고 저거 하려고 하나는 측면도 있거든요.

그래서 나는 재원 규제하는 부분은 저는 괜찮다고 보는데, 지금은 어쨌든 굉장히 위기니까 주가가 장난이 아니더라고요. 어마어마하게 떨어져 있는 상태더라고요.

그래서 그러면 결국 자본시장의 의미가 없어지고 자본조달을 할 수 없기 때문에 상장도 안 하고, 그러니까 옛날에 미국에서 겪었던 똑같은 전철을 겪게 되는 거예요. 다 폐쇄회사로 돌아가 버리고, 이런 식이 되면 경제 전체에 영향을 주기 때문에 아마 극약처방을 한 것이 아닌가? 우리도 아마 그렇게 논의를 할지도 모르죠. 일본이 했다면, 그 부분. 지금 너무나 낮기 때문에, 주가가. 대단하네요.

그러면 자기주식은 어떻게? 그냥 좀 빼는 방법?

○ 이현철 위원

예, 괜찮을 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 더 간단해지고 좋네.

○ 이현철 위원

빼는 게 뭐...

○ 송종준 위원장

그러면 3항은 굳이 있을 필요가 없네.

○ 이현철 위원

예, 3항은 다 빼버리고.

○ 송종준 위원장

뭐 금방 다 끝날 것처럼 보이는데 이것도 그렇지 않네, 그렇지?

○ 이준식 검사

오늘 마지막 회의라서 한번 다 screen해야 될 것 같은데.

○ 송종준 위원장

예, 그 다음에 행사국면에선 따로 추가로 들어갈 건 없겠죠. 이거면 되겠죠?

두 개 1항, 2항으로 되는 것이고요. 그리고 7조에 등기 부분으로 한번 가볼까요?

등기 부분에서는 이 신주인수선택권의 등기와 관련된 내용이 다른 유사한 법조항이 있었던가요?

○ 이현철 위원

516조의7 보시면요. 신주인수권부사채에...

○ 송종준 위원장

예, 예.

조문 구조로 보게 되면, 여기는 1항에서는 등기하여야 한다. 등기사항을 규정하고, 516조의7에선 돼 있고, 2항에서는 514조의2 전환사채의 등기절차에 관련된 것, 즉 ‘납입

에 관련된 날로부터 2주간 내 본점 소재지에서 전환사채의 등기를 하여야 한다' 그 규정을 준용하고.

○ 이현철 위원

1항, 2항은 합쳐버리면 되지 않을까요?

○ 송종준 위원장

그래서 516조의7과 같은 식으로 하고 다른 규정을 준용하는 방법도 있지 않을까 싶어요.

○ 이현철 위원

예, 516조의7하고 똑같이 만들어도 되기는 될 것 같은데요.

지금 밑의 준용조항 514조의2 1항이 '2주간 내에 하여야 된다'라는 권 교수님이...

○ 송종준 위원장

회사가 신주인수선택권을 부여한 때에는 다음의 사항을 등기하여야 한다. 이렇게 하고 '1, 2, 3, 4호'로 해놓고 '2항 이하의 준용규정' 하는 식으로 할까요? 다른 규정과 유사하게요.

○ 이현철 위원

준용은 그러면 지금 516조의7처럼 514조의 1항, 3항, 4항 이렇게 있는데요.

514조의2 1항은 본점 소재지에서 2주간 내에 하는 것이고.

○ 이준식 검사

그건 앞에 나와 있는 거고요.

○ 이현철 위원

지금 위원장님 말씀은 앞에 나와 있는 것처럼 하지 말고 그냥 516조의 7처럼 바꾸자는 말씀이잖아요.

○ 송종준 위원장

위의 1항이 원래 부여일로부터 2주간 내에 하라고 하는 것은 그게 514조의2 2항을 준용하는 그런 거 아니에요? 그러니까 중복이 되니까 준용하는 것으로 통일하면 되지 않겠나 싶어요.

○ 이현철 위원

3항은 183조.

변경등기에 관해서는 뭐, 이 사항의 변경등기, 준용해야 되겠네요.

○ 송종준 위원장

준용해야 되겠죠.

○ 이현철 위원

4항은 등기할 사항이 외국에서 생길 때에는 등기기관은...

○ 권종호 위원

이것은 외국에서는 할 일이 없잖아요.

○ 이현철 위원

외국은 관계없는 것 같은데, 이런 기본적인 사항이 외국하고는 관계없는 것 같은데요.

○ 송중준 위원장

다른 뭐 이런 것들은 자본조달로 전환사채나 신주인수권부사채는 외국조달할 수 있죠. 그럴 경우 얘기하는 것이고 이것은 외국에서 조달하는 것과 관련이 없잖아요.

○ 권종호 위원

예를 들어 외국인 주주가 있다고 해도...

○ 이현철 위원

해도 발행은 그냥 하면 되죠.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 발행은 하면 되는 것이죠.

○ 이현철 위원

1항하고 그러면 3항만 준용하면 될 것 같습니다.

○ 송중준 위원장

‘1항하고 3항은 제1항의 등기에 관하여 준용한다’

그래서 이 등기 부분은 신주인수권부사채 등기와 똑같은 체제로 하면 될 것 같고요.

그 다음에 기재해야 할 등기사항의 내용은 특별한 문제가 없겠죠. 발행할 주식의 종류와 수, 신주인수선택권의 행사금액, 행사기간 및 행사조건. 자, 등기사항은 그것으로 정리를 하고요. 8조를 보면 준용규정입니다. 424, 429조가 유지청구권하고 무효의 소, 424조가 유지청구권.

○ 이준식 검사

여기서 유지청구권은 굉장히 소송으로 연결될 가능성이 높고 이런데, 해당조항을 보면 ‘회사가 법령이나 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법에 의해서 주식을 발행함으로써 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 유지·청구할 수 있다’이거거든요.

그런데 현저하게 불공정한 방법에 의해서 주식을 발행한다, 발행해서 불이익을 받을 염려가 있다, 이것은 그대로 놔두어도 될지 어떨지 모르겠네요. 소송으로 봤을 때 가장 핵심적인 조항인데, 차라리 굉장히 중요한 조문이니까 유지청구권을 그냥 준용할 것이 아니라, 아예 조문을 하나 만들어가지고 회사가 법령 또는 정관에 위반하거나 회사의 가치라든가 주주일반의 공동의 이익, 일반의 이익을 증진하거나 유지시키지 아니함에도 불구하고 뭘 발행했거나, 이런 경우에 할 수 있다든가, 2조의 1항이랑 4항은 유지청구권을 행사할 수 있는 요건이 좀 달라질 것 같거든요. 1항은 모든 주주한테 그냥 해주는 거니까 유지청구권을 행사할 때 준용을 하더라도 크게 문제가 없을 것 같고, 424조 자체를 그대로 준용하더라도. 4항의 경우에는 이제 주주 간의 차별을 전제로 하는 건데 이것은 ‘유지청구권을 어떠한 요건에서 사용할 수 있다’라는 것을 차라리 direct하게 좀 규정을 두는 게...

○ 이현철 위원

그런데 이것을 안 하면 안 될까요? ‘현저하게 불공정한 방법’...

○ 송중준 위원장

아니요. 아까 정관에 아까 말한 것처럼 ‘회사의 가치라든가 주주 공동이익을 지켜야 된다’라는 규정이 들어가도록 해 놔주세요.

만약에 정관 위반으로 다룰 수가 있어요. 그리고 그걸 예컨대 우리 법에서 회사가 정관의 일부를 배제하기 위해서는, ‘회사의 이익이나 공동의 이익을 증진시켜야 된다’라고 못 박아버리면 법령 위반이 되는 것이고, 그렇죠? 그 밖에 우리가 예상할 수 없는 기타의 사정을 현저히 불공정한 방법, 이런 것들로 묶어놓은 것이거든요.

그러니까 제가 볼 때에는 해석으로도 그것이 가능하지 않을까 생각이 드는데, 정확히 그러한 표현을 안 쓴다고 하더라도.

○ 이준식 검사

가령 예를 들어서 2대 주주가 1대 주주에게 보다 더 많은 주식을 모집하려고 한다. 이러한 경우에는 주주 간의 지분비율의 1, 2, 3, 4, 5대 주주, 대주주 간의 지분변동에 관해서 사전에 경영진에게 notice 없이 주식을 매입하는 경우에는 뭐, ‘그 사람에게 대해서는 그때는 포이즌 필을 발동하겠다’ 이런 정관이 있다면 여기에 대해서는 어떻게 유지청구권이 가능한가요?

○ 송중준 위원장

가능할 수가 있지요. 그게 가장 중요한 것이 포이즌 필과 관련해서는 회사 기업가치 개념, 그게 굉장히 추상적인데, 기업가치나 주식공동의 이익 그것을 가지고 결국은 엄청나게 다룰 수밖에 없지 않겠는가? 그게.

결국 법원이 결정을 했을 텐데, 그 개념이 모호한 것은 사실이에요. 법의 현저히 불공정하다고 하는 것도 모호한 것이지만 천상 그와 같은 놀음, 규범을 우리 법에서 하나만 주면 해석에 의해서 할 수밖에 없겠는가? 법률위반, 법령위반이 되겠조.

○ 권종호 위원

지금 현실적으로 기업이 적대적인 M&A 상황에서 방어수단을 쓰게 되면 공격하는 사람이 할 수 있는 방법이 딱 두 가지밖에 없다고 일반적으로 이야기를 하더라고요.

하나가 ‘불공정 방어수단 자체가 불공정한 방법이다’ 그걸로 다투고, 그것이 되느냐 안 되느냐가 하나의 관건이고, 두 번째는 위임장 권유를 해가지고 이사를 바꿔가지고, 두 개의 방법 밖에 사실 없다 이거예요.

이 규정은 사실은 법령이나 정관에 위배 하나도 안 해도 인위적으로 지배권의 변동을, 사실은 방어수단이라는 게 그렇잖아요, 그렇죠? 법령이라든가 정관에 위반 하나도 안 해도 인위적으로 방어책을 써가지고 변동하려고 하니까 당연히 불공정으로 대개가 하는 것이 현저하냐, 안 하나 갖고 다투는 것인데.

○ 송중준 위원장

천상 이 부분은 법원에 답을 가지고 있는 것 같아요.

○ 권종호 위원

사실 조문만 갖다 놓고 이것은 맡길 수밖에 없는 것 같은데.

○ 송중준 위원장

그래서 준용을 해도 이 유추한 조항을 준용해도 지금까지 말한 규정들이 다 규정 안에 해석에 의해서 집어넣을 수 있을 것 같아요.

○ 이준식 검사

424조의2 이거는 준용할 필요가 없나요?

○ 송중준 위원장

424조의2, 불공정거래의 주식을 인수한 자?

○ 이준식 검사

불공정거래의 주식을 인수한 자의 책임.

○ 권종호 위원

아, 이거는...

○ 송중준 위원장

이거는 회사가 조금 다른 관점인데...

○ 권종호 위원

이것은 저거 아닌가?

○ 송중준 위원장

이 자체를 불공정하게 발행하는 것을 법 자체에서 명문으로 허용하고 있는 상황이거든요.

○ 권종호 위원

424조의2 같은 경우에는 이것은 기본적으로 좀 저런 거죠. 특정 주주에 대해서 아

주 싼 가격으로 발행함으로 해가지고 기존의 이것을 침해하는, 뭐 방어 이런 것 하고는 관계없고, 이거 같은 경우는 이쪽은 우리가 하는 것은 차별하는 것도 전체 주주의 힘을, 다수의 힘을 이용해서 막는 것 이런 것이 아니겠습니까?

○ 송중준 위원장

신주발행 무효의 소에 관련된 것들은 지금 무효의 소는 주주, 이사, 감사에 한해서 다룰 수 있도록 해 놓았죠, 6개월 이내의 소만으로. 원인관계는 규정을 두고 있지 않고, 이 warrant 부분에서도 무효 소를 주주, 이사, 감사로, 주주, 이사, 감사는 다 포함되나요? 주주, 이사, 감사.

이 주주 중에는 절대적인 숫자도 포함이 되겠죠. 누구든지 제한이 없지요.

○ 권종호 위원

이해관계자로 예를 들어 공개매수나 주식이 한 주도 없는 자가 공개매수를 하려고 하는데...

○ 송중준 위원

한꺼번에 다 하려고 할 때.

○ 이현철 위원

그러면 중요한 이해관계가 있는데, 429조 하면 소의 적격이 없어져버리죠, 그렇죠? 또 하나가 이 준용하는 것 자체가...

○ 송중준 위원장

그니까 요즘에는 주식을 한 주도 갖고

있지 않은 사람이 유통주식을 그냥 다 100% 인수하겠다는 목적으로 공개매수를 하는 경우가 있을 수가 있겠죠.

○ 권종호 위원

지금 보면 424조하고 429조는 사전에 막든지, 못 막으면 사후에서 서로 하라든지 이건데, 일단 방어가 성공이 된 상황에서...

○ 송종준 위원장

어쨌든 이런 것들이 너무 지나치게 현저히 불공정하거나 말도 안 되는 경우에는 법원이 '이것은 무효다'라고 판단할 수 있어야 하는데, 그 기회가 예컨대 429조를 적용해서 '소의 방법을 6개월 내에 하도록 제한하는 것이 옳을 것이냐'라는 게 하나 있을 수 있을 거고, 준용하는 것이. 그러니까 신주발행에 준해서.

지금 '전환사채나 신주인수권부 무효의 소도 이 준용이 준용 된다.'라고 일단 법원은 보고 있죠? 대법원이. 물론 반대하시는 분도 있기는 하지만.

○ 이준식 검사

그런데 이거가 유지청구권이라는 이 신주발행 무효의 소의 메카니즘이 어떤 사람이 공격을 하려고 할 때 그 회사 정관에 포이즌 필이 있는데 그게 현저하게 정관이나 법령에 안 맞다.

○ 송종준 위원장

정관 자체를 다룰 수는 없겠죠. 왜냐 하면 정관 자체가 법에 따르니까, 실제로 그

거에 따라서 이제 신주인수선택권을 부여했을 때 결국은 보통은 오히려 부여하는 것에 대해서 다투기는, 이 조항은 사실은 신주인수선택권 부여 자체를 유지·선고하거나 자체의 효력을 다투는 것이 아니겠습니까?

그런데 실제로는 오히려 그것보다 원래 신주발행 쪽으로 가가지고, '그 부여된 신주선택권의 기여한 신주를 발행하지 마라' 그렇게 가처분신청을 할 가능성이 많을 것 같아요, 실제로는.

○ 이준식 검사

그러니까 이게 다투는 방식을 어떤 회사가 적절하지 않게 포이즌 필을 규정을 해 놨다고 하면...

○ 이현철 위원

규정이 아니고 그것을 부여했을 때요. 규정 자체는 적절하지 않을 것 없잖아요. 법에 있는 것 그냥 도입해서 정관에 넣어 놨다 이거죠. 넣어 놨는데 내가 공격하려고 딱 들어가니까 그쪽에서 발행을 할 움직임을 보인다든지, 발행하기 위한 이사회 소집을 지금 한다든지 그러면 바로 신주선택권 부여를 못 하게 하는 가처분 신청을 할 수 있겠죠.

또는 이미 부여를 해버렸을 때에는 그거에 기여한 신주발행을, 그러니까 행사를 금지를 구하는 가처분을...

○ 송종준 위원장

금지하는 구하는 가처분을 신청할 수 있을 것이고.

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 권종호 위원

그 이유가 되는 것은, 그 이유로 하는 것은...

○ 이현철 위원

예, 법령위반이나 정관위반. 정관에서 예를 들어 회사의 가치나 이렇게 할 수 있다고 했는데...

○ 이준식 검사

제 말씀은요. 어떤 법에서는 이렇게 만들어 놔는데 어떤 회사 정관이 우리 회사 주식을 25% 이상 취득하면 무조건 그 사람에 대해서는, 기존의 25%가 아니고, 가진 자 말고 누구나 25% 이상을 취득하면, 그 자에 대해선, 나머지 자에 대해서는 포이즌 필을 주겠다는 이런 정관이 있다면 누가 그걸 공격을 하겠어요? 그 정관을 제거하지 못하면 공격을 못 할 것 아니겠어요? 이 불합리한 정관을 다룰 수가 없으니까.

○ 이현철 위원

그런데 정관 자체를 다룰 실익이 별로 없을 것 같은데, 내가 공격을 했다 이거죠. 그런데 누가 그 정관에 기해서 포이즌 필을 발동한다? 그러면 그걸 다투면 돼요. 그게 법령 위반이니까.

○ 이준식 검사

그런 정관이 있는데 어떻게 그것을, 그

회사를 공격을 하겠어요?

○ 송종준 위원장

그니까 ‘꼭 인수를 하려고 한다면, 협상을 하라.’ 이런 취지가.

○ 이준식 검사

협상을 할 수도 없는 것 아니겠어요?

○ 이현철 위원

그거는 그 정관이 무효라고 ‘법령위반’ 아니겠습니까?

그러면 예를 들어 법령위반의 정관이 있다? 그러면 ‘정관 무효의 소를 낼 수 있는냐?’ 이 문제잖아요? 예를 들어 정관 자체가...

○ 이준식 검사

그거를 제거하거나 하지 못한 상황에서 내가 어마어마한 돈을 들여가지고 25%를 취득하는 사람이 어디 있겠느냐는 것이죠?

○ 이현철 위원

아니죠. 그 취득하기 전에 이미 발동이 될 것 아니겠어요? 발동이 되니까 그 발동이 되는 단계에서 다룰 수가 있잖아요.

○ 이준식 검사

언제, 어떻게 25%가 안 되는데 어떻게 발동이 될 수 있어요?

○ 이현철 위원

그러니까 내가 주식을 취득해 봤다 이거

죠. 그럼 그 쪽에서 그거에 대한 신주를 발행하려고 하지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 이현철 위원

발행할 수 있다고 되어 있으니 그거에 대한 유지를 청구하면 되는 거죠, 신주발행 유지를 청구하든지.

○ 이준식 검사

아니, 제 말씀은요. 그렇게 해서 다뤄지고 난 뒤에는 이해가 되겠는데, 어떤 회사가 택도 없는 정관을 가지고 있던 말이에요. 우리 회사는 창립 시에, 주주 외에는 누구나 25% 이상 주식을 취득하지 못한다는 규정을 딱 갖고 있던 말이에요. 그리고 ‘누구든지 그렇게 취득하면 나머지 자에 대해서 포이즌 필을 주어서 신주인수예약권을 주고 1원으로 행사할 수 있게끔 주겠다.’ 이런 정관을 만들어 냈다고 했을 때, 내가 저 회사를 하려고 공격하려고 해도 어떻게 그 걸...

○ 이현철 위원

그거는 신주인수선택권만의 문제는 아닌 것 같아요. 법령위반의 정관에 관한 일반적인 문제죠. 법령에 명백히 반하는, 예를 들어 주주평등에 명백히 반하는 정관규정이 있다, 그러면 그 자체를 정관의 효력을 다룰 수가 있느냐, 바로.

예를 들어 뭐 정관 효력정지가처분, 그

렇죠? 또는 정관 무효확인 소, 그런 것을 제기할 수 있느냐? 그런 문제겠죠, 그건.

○ 이준식 검사

그러면 그런 회사에 대해서 할 수 있나요?

○ 이현철 위원

저는 실무에서는 별로 정관 자체의 효력을 정지하는 가처분은 못 본 것 같아요.

○ 송종준 위원장

구체적인 event가 생겼을 때, 그 정관에 게서 action이 벌어지지 않아요. 그 행위를 금지해달라고 청구를 하거나 등등 이런 방법으로 되겠지요.

실제로 우리나라 정관 속에 사실 상법의 취지에 반하는 규정을 두는 데가 굉장히 많은데, 어떤 event가 발생하지 않았어. 그런데 우연히 어떻게 알아가지고 주주가 무효의 소송을 제기하는 일은 사실상 없을 거예요. 어떤 일이 벌어질 때, 이제 다투게 되는데.

○ 권종호 위원

회사 측의 주주총회 뭐, 이사회 하는 회사 몇 회사 되겠어? 조그만 회사 하나도 안 하지.

○ 송종준 위원장

하나도 안하지요.

○ 권종호 위원

그러다가 사이가 나쁘고 이제 그러니까

일부에서 하는 소리가, 회사법 규정이 오히려 불신을 키운다고, 없으면 소송도 안 할 건데, 사이가 좋을 때는 주주총회 하나도 안 열고 이리 했다가, 사이가 나쁘면 언제 안 열었다, 이래 되니까.

○ 송종준 위원장

항상 세상들이 극단적인 상황, 그 때를 커버하기 위해서 법의 규정이 필요한 거라고요, 평상시에는 아무 문제도 없어요, 어디나. 우리 뭐, 행정 하는 것도 마찬가지죠, 다.

○ 이준식 검사

뭐, 문제가 없으면 넘어가지요.

○ 송종준 위원장

그래서 아니 그 문제는 충분히 다룰 소지가 있는데, 근본적으로. 그러니까 정관에 뭐 차별을 주는 것이 어떤 사람이 예컨대 위헌소송을 제청할 수도 있지. 그 상법이 그렇게 허용했다면 헌법정신에 반한다.

예컨대 또 하나는 어떤 경우도, 일체 누구도, 현존 지배주주 이외에 있는 다른 사람이 더 많은 주식을 취득해서 경영권을 취득할 수 있는 길을 완벽하게 차단해 버릴 경우, ‘이게 과연 타당한 것이냐?’라고 하는 문제를 가지고 다룰 수가 있지요. 그것은 엄청난 권리 침해의 문제로서 다뤄질 수 있을 여지가 있다는 거죠.

○ 이현철 위원

소의 이익만 있으면, 지금 이 검사님이 말씀하신 ‘무효의 정관이 있으면 그 정관은

효력이 없다’라는 확인을 원하는 거죠. 확인의 소를 제기해볼 수 있을 것 같은데.

그런데 그런 문제가 있다. 내가 이제 M&A 하려고 그러는데, 이런 황당한 조항이 있어서 아예 시도도 못 하겠더라. 그러면 일단 내가 최소한 몇 주라도 가지고 있는 주주라면 예를 들어서, 그 주주의 자격에 기해서 확인의 소를 구하고, 무효를 구하고 그렇게 하면 되지 않을까 싶긴 한데. 그건 신주인수선택권 고유의 문제는 아닌 것 같고.

○ 송종준 위원장

그럼 8조 준용규정은 특히 무효의 소도 준용하고, 아까 한 가지 말한 것이 이제 주주는 아닌데 새로운 이제 공개대수환급을 왕창 취득하려고 하는 사람들, 그 사람은 다투지 못 하네, 공격자인데도.

○ 이현철 위원

보통은 그렇지는..., standing 얻으려면 주주 한 주는 가지고 있어야 하지 실제로는 어려운 문제는 아닌 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

자기들이 알아서 하겠죠. 하하!!

○ 이현철 위원

주주도 아닌 사람이 그런데 또, 내가 취득하려고 한다고 해가지고 다투기가 좀...

○ 송종준 위원장

사실, ‘이해관계가 누구냐?’ 이것도 다툼

이 혼란이 있고, 자기가 맞춰서 하겠죠. 한 주 맞추면 괜찮죠. 이런 개념으로요. 이게 숫자 제한이 있는 것이 아니니까요.

○ 이준식 검사

준용규정에서 430조나 431조 이런 것은 어떤가요? 432조, 이런 것도 검토해 봐야 할 문제가 아닌가 싶은데, 430조는 그냥 소의 이익이라든가 이런 것들, 하자보완 뭐, 청구기각 이런 것들이라서 뭐, 준용 못할 것만 빼놓고 준용하면 될 것 같기도 하고요.

○ 송종준 위원장

아, 430조요? 430조는 소의 절차를 써 놓고 있는 거죠? 429조를 준용한다고 하면, 430조가 따라오는 것 아닌가요?

○ 이준식 검사

글쎄요.

○ 송종준 위원장

그 이하로 전부 규정한다고 해야 되나요?

○ 이준식 검사

그러면 431조도 준용이 되는 겁니까?

○ 송종준 위원장

무효판결의 효력.

○ 이준식 검사

예. 장래를 향해서만 효력을 잃는다는 게?

○ 이현철 위원

431조는 좀 다르겠네요.

○ 송종준 위원장

어, 다르네?

○ 이현철 위원

431조는, 그냥 429조를 인용하지는 않고 있으니까, 그냥 신주발행 무효의 판결이.

○ 송종준 위원장

그럼, 신주인수부사채와 같은 그런 부분에서는 이거 규정이 어느 있던가? 516조의 10을 한 번 볼까요?

일체 없거든요.

○ 이현철 위원

아예 없습니다.

○ 송종준 위원장

아예 없거든요. 그래서 지금 해석론의 다툼도 있었지만, 대법원이 신주발행 무효의 소에 이것을 준용하고 있는데, 그럴 경우 431조, '신주인수권의 행사로 신주발행 무효 판결이 났을 때 그 신주의 효력은 장래에 대해서 효력을 잃는다'라고 계속 받을 거 아니겠어요?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그런데 이 옵션을, warrant를 행사했을

때 ‘행사해서 받은 신주가 장래에 대하여 효력을 잃는다’고 하면 문제가 있나요?

○ 이현철 위원

그게 어차피 행사되기 전에는 소급인의 장래나 의미가 없는, 똑같은 거 같은데요. 그 자체로는 별 의미가 없습니다.

○ 이준식 검사

그런데 신주발행 무효의 소는 이미 발행되고 난 뒤에, 그거 발행이 무효라고 제기하는 소가 아닌가요? 429조의 소는 신주, 우리 신주인수예약권이 선택권이 행사하고 난 뒤에, 행사돼서 신주가 발행 됐을 때 그게 무효라는 소…

○ 송종준 위원장

네, 그렇죠. 여기서는 신주인수선택권이 행사되어서 회사가 신주를 발행했다 말이에요.

‘그것이 불공정하다. 무효 원인이 있다.’라고 하는 무효를 다투는 소송을 해서 판결이 확정되면, 회사가 신주를 발행했다고 하더라도, 그 신주는 그 판결 이후부터 무효가 되는데, 사실 그 이전에는 소송의 기간이 걸리는데, 그 이전에 뭐 신주인수권을 줘서 의결권이 많아지고 뭐 권리행사를 하고 이런 것은 존중한다는 의미가 아니겠어요?

○ 이현철 위원

그런데 한 가지 좀 사고를 바꿔 가지고요. 아예 준용 규정을 안 두는 방안이 어떨

까 싶은 생각도 들어요.

○ 송종준 위원장

아예?

○ 이현철 위원

이거는 기본적인 목적이 신주를 발행하기 위한 신주인수선택권이니까, 아예 그 자체가 부적법하고 그러면 신주 유지청구권도 있고, 신주발행 무의 소가 있지 않습니까?

그냥 그것만 있으면, 그러니까…

○ 송종준 위원

그것만 있으면.

○ 이현철 위원

신주인수선택권에 대하여는 별도로 유지청구권이나 무효의 소 규정을 두지 말고요. 얼핏 생각나는 것은 신주발행에 대해서는 유지청구도 가능하고 무효판결도 가능하니까, 어차피 이거는 그 자체로 독립적인 의미가 있는 게 아니고 하나의 가능 개념이지 않습니까?

그러면 이거는 발행했던 것은 다룰 필요가 없고, 아예 이것에 기해서 신주를 발행을 못 한다는 유지청구가 그건 여전히 가능하니까요. 그것에 기해서 주주가 발행되면 그것도 무효판결, 무효청구 가능하고, 그것만 여전히 424조하고 429조만 현재대로 있으면, 별도로 신주인수선택권에 대해서는 별도로 준용조항을 안 두더라도 피해구제는 되는 것이 아닌가 싶은 생각이 드는데.

○ 이준식 검사

그런데 그게 그렇게 하면 이현철 위원님 말씀은 8조를 두지 말자이잖아요.

○ 이현철 위원

예를 들어 신주인수선택권, 우리나라의 신주인수권부사채처럼 별도로 둘 필요가 있겠네요.

○ 이준식 검사

그거는 당연히 424조랑 429조가 아까처럼 적용된다는 전제잖아요.

○ 이현철 위원

그러니까 이런 거죠, 신주인수선택권에 기해서 신주를 발행하려고 하지 않겠습니까?

○ 권종호 위원

그때 적용된다는 거지.

○ 이현철 위원

그것을 못하게 하는 거죠, 그냥. 유지청구권이 있으니까, 424조에 대한 유지청구권이 있으니까

○ 이준식 검사

거기에 따른 유지청구권을 하고, 그런데 유지청구권이 행사가 안 되고 발행이 돼 버렸을 때는요?

○ 이현철 위원

그러니까 무효의 판결을 하고.

○ 이준식 검사

그러면 무효판결의 효력도 당연히 적용 되겠네요.

○ 이현철 위원

그렇죠. 무효조항이 다 적용되는 거죠.

○ 이준식 검사

그러면 무효판결이 이게 적용되면, 장래 효를 인정한다고 그러면, 지금 한 사람 공격자를 제외한 나머지 사람들한테 신주를 발행을 해줘가지고 그 상태에서 의결권을 행사한 걸 다 존중해주겠다는 것 아니겠어요?

○ 이현철 위원

그것까지는 존중해야죠. 만약에 그전까지...

○ 송종준 위원장

방어권 행사한 효력을 인정해주겠다는 취지에요.

○ 이현철 위원

그러니까요, 그러면 그 이게...

○ 송종준 위원장

실익이 없어지는 거네.

○ 이현철 위원

그러니까 공격자는 그런 거죠, 공격자는 그 전에 조치를 취해야 하는 거죠.

예를 들어 포이즌 필이 부여됐다. 그러

면 빨리 가처분이 들어가가지고 그 포이즌 필에 기한 신주발행을 금지하는 가처분을 받아야 되는 거죠.

○ 이준식 검사

그런데 우리 법에서는 항상 유지청구권 전에 사전에 유지청구권을 행사할 수 있고, 그것을 적절히 못했을 때에는 무효판결을 선고할 수 있고 이런데, 지금 장래효만을 인정한다고 그러면 부적절하게 포이즌 필을 해 가지고...

○ 이현철 위원

그런데 그걸 신주인수선택권이라고 해서 소급효를 인정하기에는 곤란하지 않을까? 원칙에 좀 안 맞는 것 같은데.

○ 이준식 검사

다른 신주발행의 경우에는, 신주발행의 경우에는 이 무효라고 된다는 게 이렇게까지 차별적으로 되는 것은 아니잖아요, 통상은.

○ 이현철 위원

차별성이 없죠.

○ 이준식 검사

예, 그러니까 물론 주주들에게 공정하게 배정해주는 것을 전제로 하고 이런데, 한 사람에게엔 안 주고, 나머지 사람에게 줘 놓고 그거에 따라서 의결권 행사하는 것이 다 인정을 해주겠다, 판결 3년이든 4년이든 인정해주겠다는 것은, 그리고 난 뒤 나중에 가서 무효가 판결됐는데도 그 예전의 것들

다 인정해준다, 문제점이 있을 수 있는 것이 아닌가요?

○ 송종준 위원장

예컨대 신주도 제3자 배정을 할 경우, 무효를 다룰 수 있지요.

그 경우는 일반 주주는 못 받고, 제3자만 받는 그런 형식인데, 그 국면하고 크게 차이가 있을까요?

○ 이현철 위원

예, 가격이 부당하다든지, 일부만 발행한다든지.

○ 권종호 위원

이제 그렇게 됐을 경우에, 현저하게 불공정할 때 무효가 되면 일반적으로 학설은 거기서 거래안전 해가지고, 제3자가 가지고 있는 것은 주식이 무효고, 그것이 다른 사람에게 전매가 됐을 때는 그 취득하는 사람이 그 사실을 모르게 했으면 유효고, 뭐 거기서는 무효지만 대항을 못 한다. 그래서 '상대적 무효설' 이렇게 나오잖아요, 그렇죠.

그런데 이것 같은 경우는, 사실은 어떻게 보면 3자 배정 같으면 행사가격이 나오는 대로 좀 싸더라도 근대시장까지 근접해 행사하는데 여기는 뭐 이런 하고...

○ 송종준 위원장

아주 불공정하지죠, 아주 불공정하지.

○ 이현철 위원

어, 그걸 해가지고 행사한 것은 이미 행

사한 것이기 때문에 ‘장래효만 놓겠다’ 그렇게 해 버리면 이건 좀 아닐 것 같은데.

이거는 뭐 소급해서 그것은 무조건 소급하고, 그 다음에 그렇게 행사한 것에 대해서는 6개월 내에는 매각 못하도록 하죠. 응? 그러니까 여기서 소송도 6개월 내로 하도록 하고...

○ 송종준 위원장
제한하고 있지요.

○ 이현철 위원
어, 6개월 내로 소송을 재개하도록 했으니까 신주예약권을 행사해서 취득한 재산에 대해서는, ‘이전하는 것은 회사에 대해서는 대항하지 못한다’고 규정을 두고, 거기서 장래효를 인정하지 않는 것으로 소급적용을 하면 피해자가 나는 게 하나도 없잖아.

○ 이준식 검사
사실 어떻게 보면 신주발행 무효의 소가 장래효를 가지느냐, 아니냐 하는 것은, 논쟁의 논리를 위한 것이지, 신주발행이 되진 않을 테니까, 포이즌 필 누가 공격해가지고 되진 않을 테니까.

적대적인 M&A 상황에서 뭐, 이거는 아닌 것 같고, 나머지 적대적 M&A가 아닌 상황에서 발행을 했을 때 이거가 무효가 되는 것 정도 이외에는 실제 실익은 별로 없는 논쟁이 아닌가 싶어요.

○ 권종호 위원
아니죠. 예를 들어 가지고 지금 문제가

있어. 이걸 방어수단, 신주예약권을 행사한 것이 문제가 있다는 것을 전제로 한다면 사전에 못 막아서 사회에서 막으려고 소송을 제기했는데, 그런데 이 소송은 설령 무효라 하고 장래밖에 효과가 없다고 하면 그것은 ...

○ 이준식 검사
우리가 포이즌 필이 있음으로 해서 미국이나 일본에서도 실제 행사되는 예가 없다고, 신주, 얘기를 하지 않습니까?

그러니까 공격자나 협상이 돼가지고 그 걸로 끝날 것이지, 그게 안 돼가지고 포이즌 필이 있는 회사를 상대로 해가지고, 신주를 짝 떼가지고 행사하고 이렇게 해서 그것이 무효를 다투고까지 갈 것 같진 않다는 거죠.

○ 이현철 위원
그렇죠.

○ 권종호 위원
그런데 제 이야기는 그럴 바에는 준용이 된 이상, 준용을 한다면 규정이 제대로 의미를 가지려면, 사실은 소급효로 장래의 효력이 있다고 하면 안 되는 거고.

○ 송종준 위원장
소급효를 주자.

○ 권종호 위원장
지금처럼 그렇다면, 아예 이거는...

○ 송중준 위원장

혹시 일본 법전 있어요? 일본에 있을 텐데.

○ 권중호 위원

그 때 찾아봐도 찾지를 못 해가지고.

○ 송중준 위원장

못 찾았어요?

○ 권중호 위원

예.

○ 이현철 위원

제 생각에는 이게 실제로 완전히 소송이 되면, 실제 벌어지는 상황을 보면 그 부여는 아주 즉각적으로 될 것 같거든요. 정관 규정이 이미 있고, 정관에서 근거가 있을 테고, 부여할 때까지 부여 자체를 유지하는 것은 거의 불가능하다고 봐야 될 것 같아요.

회사가 내부에 공시하는 것도 아니고, 이사회 하루 만에 소집해가지고 바로 이래 딱 부여해버릴 거거든요. 그리고 그 때, 이제 그 다음 행사기간 주어질 테고, 그때 이제 신주발행 유지를 보통 공격자 쪽에서는 청구할 것 같거든요. 그 다음에 발행이 됐다고 그러면 무효를 청구할 것 같고.

○ 이준식 검사

발행될 것은 우리가 지금 생각을 못하고 있는 것이 아니에요? 일본이나 미국에서도 실제 발행되는...

○ 이현철 위원

아, 물론 그렇죠. 기본적으로 발행은 사실 생각을 안 하는데, 일단 유지만 생각해 본다면, 유지단계에서는 신주발행 유지만 하면 되지, 424조만 있으면. 신주발행 유지만 가능하면 되지, 굳이 8조에서 준용한 거는 신주인수선택권부여 자체에도 유지를 청구하는 것이거든요. 그러니까 이중으로 지금 되는 것이 아닙니까?

신주인수선택권 자체를 못 발행하게 하는, 부여를 못 하게 하는 것이 있고, 이것에 기한 신주발행을 못하게 하는 2단계를 지금 다 두자는 건데, 이거 빼도, 이것만 못하게 하면, 결국 이게 불법적으로 법령이나 정관에 위반하게 발행이 됐으면 신주발행 막을 수 있는 것이 아니냐? 유지를 청구해서 가처분을 신청해가지고.

○ 송중준 위원장

그런데 독립적으로 이사회에서 부여하기로 결정하는 그 결의, 그 자체도 막을 수 있도록 해줘야지요.

○ 권중호 위원

그렇죠. 그럴 것 같아요.

○ 이현철 위원

이제 준용을 하는 그런 취지지.

○ 송중준 위원장

굳이 그것을 ‘안 된다.’라고 할 필요는 없을 것 같아요. 어느 쪽에나 다, 이해관계자를 뭐...

○ 이현철 위원

그걸 굳이 막을 필요는 없겠죠.

○ 송종준 위원장

이사회가 거기서 이제 재량권 남용이 생길 수 있고, 도저히 이권 부여할 필요할 없는 상황에서, ‘해버린다’ 이런 경우가 발행할 수 있기 때문에. 행사국면은 뭐, 차치하더라도 그 단계에서부터 사전에 법적인 다툼을 소송을 막을 수도 있겠죠.

○ 이현철 위원

미리 뭐, 그런 움직임을 알았다. 그러면 그것을 가처분 신청해서 그것을 막는 것도...

○ 송종준 위원장

뭐, 그렇죠.

○ 이현철 위원

그런데 429조는 필요 없을 수도 있겠네요, 429조는.

424조는 그래도 유지는 가능한데, 소로만 이것은 가능한데.

○ 권종호 위원

429조를 규정을 안 해도, 신주가 어차피 이걸...

○ 이현철 위원

신주되면 그냥 가능하니까.

○ 송종준 위원장

이거에 따라서 신주니까.

○ 이현철 위원

이거 429조를 준용한 이유는, 신주에 의해서는 당연히 429조 적용되는데요. 신주인 수선택권도 그러면 소로만 무효를 다투게 할 거냐? 6개월 내에 굳이 그렇게, 신주인 수선택권은 굳이 그렇게 할 필요가 있지 않느냐? 424조만 준용해도.

○ 송종준 위원장

424조만.

○ 이현철 위원

예.

○ 이준식 검사

그게 무슨 말씀이세요?

○ 이현철 위원

429조에는 신주의 경우에는 여러 가지 거래 안전이나 여러 고려 사항이 있으니까 그냥 무효로 주장할 수는 없고, 그렇죠? 재판의 선결요건으로 무효를 주장할 수 없고, 소로 해서 무효를 확정지으라는 얘기 아닙니까?

그런데 신주인수선택권은 굳이 그렇게 할 필요가 있겠느냐는 거죠. 이렇게 소로만, 6개월 이내에 그렇게 할 필요는 없지 않겠느냐? 일반 무효의 법률을 적용해야 하지 않겠느냐는 거죠.

○ 이현철 위원

신주인수선택권을 부여하는 그 행위 자체를 다투는 방법이에요?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

아, 그런데 그게 저런 개념인가?

지금 이 변호사님 말씀대로 하면 신주인수선택권을 부여하는 그 시점에서 사전에 유지를 하고, 유지가 안 되면 그 자체를 무효로 다룰 수 있는데, 거기에 대해서는 이거 말고, 그냥 ‘일반 무효의 소로 가라.’

○ 이현철 위원

그렇죠. 일반무효의 소나...

○ 송종준 위원장

일반 항변의 방법으로 다룰 수 있도록 길을 터줘야 한다는 거지. 왜냐 하면 이것은 경영권 방어와 관련된 자원조달의 목적이 없고, 경영권 방어 차원 문제이기 때문에, 굳이 일반적인 신주발행하고 똑같은 국면으로 이해하는 것이 이상할 것 같아요.

○ 권종호 위원

그렇다면 이런 제한 안 두면 그냥 앞의 유지청구만 하고, 그 다음에 놔둬버리면 당연히 일반 무효의 소로.

○ 이현철 위원

네. 뭐.

○ 송종준 위원장

유지청구를 하면 계속 강행을 하겠죠.

○ 이현철 위원

두 가지 길이 있겠죠.

하나를 가처분 신청을 해서 신주를 발행 못 하게 하는 개념이 있고요. 아니면 이것 자체가 법령에 위반했으니까 무효라는 확인을 구하는 무효 확인을 구하는 방법이 있고, 두 가지 중의 하나를 할 수 있겠죠.

○ 송종준 위원장

그래서 그 부분은 일반적인 자금조달의 목적의 기능을 가지고 있는 신주발행과, 여기에서는 경영권 방어라는 그런 문제이기 때문에 성격은 너무 다르지 않겠느냐? 그래서 그 부분은 준용규정을 두지 않으면, 역시 그것도 이제 ‘일반 항변의 방법으로 되느냐? 소만으로 되느냐?’의 다툼이 있을 수도 있는데, 거기에서 논란이 되는 게 ‘두 가지의 성격이 다르다’ 어떤 합리적인 해석이 나오겠지요.

우리가 여기서 이 정책적으로 어느 쪽으로 해야 된다고 정하는 것이 좀 위험스럽지 않겠느냐? 이런 느낌이 드네요.

○ 이현철 위원

유지만 가능하게 하고, 그것은 해석으로만 남겨놓든지 뭐, 실무에 남겨 놓는 게. 왜냐 하면 신주인수선택권부사체의 경우에도 그거에 대한 준용이 없는데, 우리가...

○ 송종준 위원장

그래서 이 신주인수권부, 아니 일반 신주 같은 경우에는 신주발행 무효의 소에서 장래에 대해서 소급효, 장래의 효력만 주고 하는 것도 일단 자금조달이고, 시중에서 유통이 된다고 하는 유통성, 거래안전 때문에 그런 건데, 사실 이것은 그것과 관계가 없는 측면이죠.

○ 권종호 위원

아까도 말씀드렸지만 현실적으로야 주식이 발행된 마당에서 다투고 거기까지 그 전에 모든 게 해결이 되겠죠.

그런데 만약에 이 규정을 준용한다는 이상은, 이 준용의 의미가 있어야 되려면 소급하다는 것으로 봐야 할 것 같고, 그것을 소급하는 것을 정당화하려면 어떻게든 1원 주고 행사를 했다고 하더라도 그걸 시가로 팔아먹으면 취득한 사람은, 모르고 취득한 사람은 보호를 해야 하니까, 여기서도 소는 단기간에 6개월로 제한이 있으니까, 신주인수권을 행사해 놓고 취득한 주식에 대해서는 6개월 동안 양보 못하도록 같이 맞걸어 놓으면 소급효가 인정이 되고, 아니면...

○ 송종준 위원장

6개월을 행사 못 하게 한다?

○ 권종호 위원

이전 못 하게, 양도 못 하게...

○ 이현철 위원

저는 소급효 인정하는 것과는 조금 생각

이 다른데요.

○ 권종호 위원

네?

○ 이현철 위원

소급효 인정하는 것은, 저는 상장법인의 경우에 신주인수선택권을 인정을 일단 한 이상은 무효를 소급효 인정하는 것은 저는 조금...

○ 권종호 위원

그러면 예를 들어가지고...

○ 송종준 위원장

수반성이 있어서 그 주식 양도를 제한하는 새로운 방법인데.

○ 권종호 위원

아, 그런데 일단 주식이 양도...

○ 이현철 위원

신주발행 전까지는 모르겠지만...

○ 권종호 위원

신주가 발행되면 그것은 자기 마음대로 왔다갔다 하잖아요.

○ 이현철 위원

예, 그러니까 그 후에 소급효를 인정해서...

○ 권종호 위원

장래의 효력을 하게 되면 이게 무효의 소가 의미가 없다니까.

○ 이현철 위원

그니까 그것까지 안 간다는 거죠. 제 생각에는 그 전에 법원에서 끊지.

○ 권종호 위원

그럴 바에는 아예 끝까지 안 가면, 차라리 거기까지 간다면 준용하는 의미가 없잖아요.

○ 이현철 위원

아니면 의미가 있지요. 왜냐 하면 그 다음 다시 주총을 소집할 수 있으니까 의미가 아예 없는 것은 아닌 것 같아요. 아니면 그 전까지, 신주가 발행되기 전까지 얼마든지 기회가 있거든요.

가처분 신청해서 끊을 수 있기 때문에 보통의 싸움은 이것까지 갈 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

가처분에서 거의 결판이 나고, 가처분결정은 내려졌는데 그거 크게 무시하고 하는 사람 없잖아요.

그 뒷일은, 그 뒷일은...

○ 이현철 위원

그럼 바로 무효가 될 테니까.

○ 권종호 위원

제 이야기는 쉽게 얘기해서...

○ 송종준 위원장

그래서 6개월 동안 그걸 묶어둔다는 것 자체가, 양도 금지한다고 하는 자체가 지금 이런 장래효 이런 문제와 관련해서 걱정되어서 하시는 말씀인데, 굉장히 이색적이거든요.

○ 이현철 위원

보완장치가 많이 필요한 그런 이제...

○ 이준식 검사

혹시 있을지 모를 무효의 소 때문에...

○ 권종호 위원

그래서 만에 하나...

○ 이현철 위원

굉장히 이색적이고 아주 극단적인 case라서, 물론 case가 생길지도 모르죠. 짜고 치면서 뭐, 할 수 있다고 나는 사실 보여지는 측면도 있기는 한데, 어쨌든 그러면 유지청구권 하나 준용으로 이렇게...

○ 이현철 위원

그럼 표현을 제424조의 규정은 ‘신주인수선택권에 관하여 이를 준용한다.’

○ 송종준 위원장

예, 그렇죠.

그게 부여나 행사 모두가 다 해당되기 위해서 포괄하고 있는 의미죠.

○ 이현철 위원

예, 신주인수선택권에 관하여죠.

○ 송중준 위원장

예, 10분 쉬었다 하십시오.

○ 권종호 위원

다 끝나지 않았어요?

○ 송중준 위원장

이제 다 끝났지요. 끝났죠. 더 있습니까?

뒤에 보면 양도, 이것은 분리양도를 전제로 해서 그냥 두었던 거죠.

○ 이현철 위원

양도 허용 안하시면 되잖아요?

○ 송중준 위원장

예, 그런데 6페이지 7조에 신주인수선택권 원부라고 하는 것은 증서를 발행할 경우에 한해서 있는 것이지, 발행하지 않게 되면 필요가 없는 건가요? 그런데 거기 3호를 보면 1, 2, 4호는 괜찮은데, ‘신주인수선택권자에게 증서를 발행한 때에는 그 증서의 번호’, 그래서 ‘1, 2, 4호는 증서를 발행하지 않는 경우에는 있어야 된다.’고 하는 것을 의미하는 것이 아니냐? 이런 느낌인데요.

그런데 신주인수선택권 원부는 있어야 되지 않나요? 그래도 증서발행과 상관없이.

○ 이현철 위원

예, 증서발행하고는...

○ 이준식 검사

따로 뭐 회사가...

○ 송중준 위원장

이것은 회사가 주주명부를 가지고 있는 것처럼.

○ 이현철 위원

증서발행하고는 직접 관계는 없는데, 원분하고는.

○ 송중준 위원장

아니, 아니죠. 그래서 이것이 신주인수권 부사채의 경우 이 유사한 규정이 있을 것 같아요.

신주인수권부사채, 신주인수권부사채의 경우는 516조의7에 등기의 규정만 있고...

○ 이준식 검사

사채원부로 어차피 있으니...

○ 송중준 위원장

사채원부에 대해서 다 나와 있는 거죠?

그러면 이 신주인수선택권을, 이것은 부여했다는 취지예요? 아니면 부여했다는 취지를 기재하라는 뜻이죠?

○ 이현철 위원

예.

○ 송중준 위원장

그러면 이러한 것들은 주주명부에 들어가야 되는 것이 아닌가?

○ 이준식 검사

이거는, 지금 불필요한 것 아닌가요?

- 권종호 위원
신주인수선택권 원부?
을 때 원부에 기재해서...
- 송종준 위원장
그렇죠. 그러면 이 사항들은 굳이 뭐, 검토할 필요가 없을 것 같아요.
- 이준식 검사
그 원부가 신주발행 할 때 어떤 원부를 만드는 것도 아니고, 지금 신주인수선택권을 부여하면 등기를 하게 해놨는데.
- 이현철 위원
예, 지금 5페이지, 6페이지는 따로 검토 안 하셔도 될 것 같습니다.
- 송종준 위원장
예, 등기로 하게 돼 있죠.
- 권종호 위원
이거 하나만 하고.
우리 이 검사님이 하신 9페이지...
- 이준식 검사
양도 가능성을 전제로 하는 거죠.
- 송종준 위원장
오늘 안건이요?
- 이현철 위원
예, 그니까 양도 가능성 전제로 하는 거죠.
그런데 양도 가능성 우리가 채택을 안 하면 안 하셔도 될 것 같은데.
- 권종호 위원
보면 여기 당구장 표시해 갖고 모든 신주인수선택권으로 이렇게 지금 했는데, 이게 지금 저거잖아요? 신주인수선택권을 줬는데 필요 없게 돼가지고 없애버리는 경우를 염두에 두고, 그래서 ‘모든’이라는 말을 했지.
혹시나 일부만 없애는 그런 경우는 없을 까요?
- 송종준 위원장
그러니까 주식하고 같이 묶어서 수반적으로만 양도하도록 하면, 주식만 생각하면 되는 거고, 신주인수권을 발행하면 등기하기 때문에, 등기...
- 이준식 검사
일부만 없애는 경우는 앞에 있습니다.
- 이현철 위원
공시가 되는 거고.
- 권종호 위원
있습니까?
- 이현철 위원
공시가 되고.
- 이준식 검사
원부는 양도를 별도로 할 때, 별도로 했

○ 이준식 검사

이게 2조 4항 3호인가요?

3호에 ‘신주인수권부 전부 또는 일부를 취득할 수 있고’...

○ 권중호 위원

아, 이거는 다 쥐놓고 빼고 일부를 하는 거고, 여기서는 또...

○ 이준식 검사

여기서는 차별적으로 하게 하려면 4항에 따라서 회사의 가치나 주주의 이익을 증진 시키기 위해서 할 수 있고, 지금 방금 하신 얘기하신 ‘3항에서 신주인수권을 소각할 수 있다.’ 이거는...

○ 권중호 위원

redemption을 염두에 두고...

○ 이준식 검사

아예 없애는 거니까, 모두 다 없애는 것 아니면 당연히 2조 4항의 명분을 받아야 될 것이 아닌가 싶고요. 해석상 의문이 있을까 봐, 위원장님 잠깐만 쉬었다가...

○ 송종준 위원장

네, 그러죠. 뭐, 잠깐 화장실 좀.

○ 권중호 위원

오늘은 제가 치과에 가야 됩니다. 그날 못 가서, 치과를.

제가 5시 30분에 나가야 돼요.

(정회 16시 50분)

(속개 17시 00분)

○ 송종준 위원장

예, 그럼 일단 전체적으로 다 훑어보게 된 거고요.

○ 이준식 검사

위원장님, 비고란에서 몇 개...

○ 이현철 위원

아, 첫 번째 비고란 이거 뒤페이지에서 있는 것 같은데, 이거는 사실 제가 이렇게 얘기했습니다.

일단 정관에서 이 내용을, 정관에서 이런 내용을 다 넣으라는 취지로 이제 이해는 좀 다를 수 있는데 제가 넣을 때 취지는 그랬습니다.

정관에 아예 넣어라. ‘회사의 가치, 주주 일반의 이익을 증진시킬 때 하는 경우에는 다음의 사항을 할 수 있다’라는 내용 자체를 정관에 넣어라. 저는 그런 취지로 이 내용을 자체를 다 정관에 넣을 수 있으니까.

○ 송종준 위원장

그러니까 2조 4항에서, 그게 저도 그 부분이 다음 사항을 기재할 수 있다고 되어 있잖아요.

그런데 그 앞에 ‘회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지·증진시키기 위해 필요하다고 인정하는 경우에는’ 이렇게 되어 있는데, 사실 가장 굉장히 중요한 것인데, 저

는 이 부분은 이사회가 이걸 구체적으로 부여할 때에 적용되는 지침을 정관에 정하라는 취지죠.

그렇다면 이것을 저는 부여하는 것을 법적으로 신주인수권은 회사의 가치 및 주주를 정관에 기재하지 않는다고 하더라도 법으로 적용하도록 하고 이렇게 이제 하고자 할 때에는 다음의 정관에 반드시 기재하여야 된다. 이렇게 안 하고서는 할 수가 없다는 거 아니에요.

○ 이현철 위원

그런데 이제 위원장님안하고 법무부안하고 조금 다른 것이, 위원장님이 주신 wording은 ‘이제 이 신주인수선택권의 범위를 만장일치해가지고 이 목적으로만 할 수 있다.’

○ 송종준 위원장

예, 그거 그래서 제가 이제 조금 생각을 했던 이유가 그거예요. 그래서 이것이 없으면 다른 목적으로도 쓸 수 있는 것처럼 스며들었다가, 뒤의 다른 조문과의 관계에서는 전부 방어용으로만, 방어를 목적으로 해 놓고 다 wording을 했다, 이런 얘가지.

○ 이현철 위원

그러니까 정관에서는 준용을 안 하고, 아예. 정관에서는 다만 ‘이런 이런 사항을 할 수 있다’라고만 하고…

○ 송종준 위원장

할 수 있다고만 해 놓고.

○ 이현철 위원

‘법에서 이런 사항을 정할 때는, 법에서 강제적으로 넣어가지고 하라.’ 그러면 제가 법무부 wording을 약간만 고치면 이렇게 고치면 될 것 같아요.

법무부 지금 주신 wording에서 ‘회사는 회사의 가치 및 주주일반의 이익 증진시키기 위해서 필요하다고 인정되는 경우에는 정관이 정하는 바에 따라 다음 각호의 사항을 정할 수 있다’ 이렇게 하면 ‘이렇게 해서 인정되는 경우에는 정관이 정하는 바에 따라 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 이렇게 하면 이 기준은 법에서 정해 주는 것이고, ‘정관에서 아무튼 무언가 근거가 있어야 된다.’라는 의제도 있고, ‘회사가 이런 차별적인 취급을 내용으로 하는 포이즌 필을 발행할 때는 지켜야 할 기준은 이런 회사의 가치 이런 것이고, 정관에도 그런 ground가 있어야 한다.’라는 것을 기재를…

○ 송종준 위원장

그런데 지금 말씀하신 내용이 ‘정관이 정하는 바’라고 하는 것은 1문의 앞에 부분의 내용을 정관에 담아라’ 이런 취지인가요?

○ 이현철 위원

꼭 그런거는 아니고…

○ 송종준 위원장

아니고?

○ 이현철 위원

그거일 수도 있고 아닐 수도 있죠. 정관에서 아무튼, 정관에서 뭘 정할지 회사가 정하겠죠. 회사에서 뭐, 아무튼 ‘이런 이런 목적이 있는 경우에는 차별적 취급을 할 수 있다.’라는 것을 정관에서 정할 텐데.

그렇지만 법에서 규정하는 그 원칙은 ‘회사의 가치, 주주의 일반의 이익을 보호하기 위한 거여야 된다.’라는 것은 법에서 규정하는 원칙이 되는 거고, 굳이 정관에서 이 말을 그대로 copy할 필요는 없겠죠. 정관에서는 아무튼 뭐, ‘차별적 취급을 할 수 있다.’라고만 정관을 정하고, 예를 들어서 ‘이사회에 의해서 포이즌 필을 차별적으로 발행할 수 있다.’라는 것만 정관에서 정하고, 다만 이사회가 실제로 발행할 때에는 ‘이런 회사의 가치와 주주일반의 이익을 보호’...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그게 가장 핵심이거든요, 그게.

○ 이현철 위원

그러면 wording을, 법무부 안을 하나로 묶으면 돼요.

‘회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위해서 필요하다고 인정되는 경우에는 정관이 정하는 바 따라 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 이렇게 하면...

○ 이준식 검사

‘정관이 정하는 바에 따라 다음 각호의

사항을 정할 수 있다.’ 이 말 자체가...

○ 송종준 위원장

그 말 자체가 좀 무슨 말인지 잘 모르겠어.

○ 이현철 위원

정관에 뭔가 ground가 있어야 된다는 말 아니겠습니까?

○ 이준식 검사

차라리 두 가지 방법이 있을 수 있는데, 이 법무부안 여기 만들어 놓은 걸 보면, 여기에 따라서 ‘회사는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에 한하여 정관으로 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 이렇게 하면...

○ 이현철 위원

그런데 그건 저는 무슨 의문이 있느냐고 하네요. 그러면 이것을 인정하는 걸, 정관으로 정할 때 그럼 인정을 해야 하느냐?

○ 이준식 검사

그게 무슨 말씀이신지?

○ 이현철 위원

지금 주신 wording은...

○ 송종준 위원장

앞의 부분을.

○ 이현철 위원

마치 정관으로 정할 때, 그런 회사의 가

치와 주주일반의 이익을 유지·증진시키기 위해서 필요하다고 인정되는 경우를 정관으로, 우리가 정관 규정할 때 이런 필요성을 다 인정해야 되느냐? 그런 의문이 생기거든요.

그런데 실제로 이 필요성이라는 것은 그때가 아니고, 어떤 구체적인 공격자가 나타났을 때, 그 때 우리가 방어를 이런 목적으로 하라는 이야기 아니겠습니까?

그럼 이걸 하나의 그 실제 포이즌 필을 채택할 때, 우리가 고려해야 하는 기준이거든요. 정관에 규정을 할 때 꼭 그것을...

○ 이준식 검사

메카니즘이 제가 생각한 것은 이런 규정이 있으면, 회사가 ‘아, 우리 회사는 회사의 가치나 주주일반의 이익을 유지·증진시키기 위해서 정관을 정하는데, 우리한테 이사회 notice 없이 25% 이상을 누군가 주식을 취득했다. 이때는 포이즌 필을 이제 부여하겠다.’ 이렇게 정관을 정하겠죠.

미리 그렇게 정해놓고.

○ 이현철 위원

그럴 수도 있고요. 정관이 그렇게 자세하게 안 정할 수도 있죠. 정관은 그냥 차별적으로, 일부 주주를 차별적으로 할 수 있다고 조금 정관에서 추상적으로 하고요. 실제 이사회에서 나중에 정할 때 25%, 20% 이런 거 이사회에서 할 수 있죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 지금 말씀하신 내용이 앞의 회

사의 가치, 주주일반 이익 그 부분은 이 warrant를 부여하고, 행사할 때에 방어권을 그걸 남용할 우려가 있으니까 남용하지 못하도록 하는 그런 적법기준을 법이 제시를 해주고, 정관에 규정을 두든 말든. 그런 취지에서 제가 그 4항을 두 개로 쪼갰다고요. 그래서 이것은 정관의 규정 여하를 따지지 아니하고 이사회에서 부여결정을 하게 될 때, 제1항에서 규정한 신주인수선택권은 이거 이거를 지킬 때에 한해서 부여할 수 있다고 두면, 오히려 명백하지 않을까?

○ 이준식 검사

위원장님이 4항의 wording 대로 할 것 같으면 차라리 4항을 따로 둘 게 아니라 1항에서 ‘회사는 회사가치 및 주주일반의 이익을 유지·증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 정관에서 정하는 바에 따라 주주에게...’ 이렇게 해서 하나의 항으로 만들어 버리고, 그 결과는 어떻게 되냐면 ‘회사가 일반적으로 신주인수선택권을 발행하지 못하지만 경영권 방어를 위해서만 발행할 수 있다.’ 이런 형태가 되는 것이고요.

지금 이현철 위원님안으로 온 거는 회사가 경영권 방어와 관계없이 회사가 신주인수권을 부여할 수 있고, 또 경영권 방어를 위해서도 부여할 수 있는데, 경영권 방어를 위해서 할 때는 즉 ‘법에서 제시하는 기준을 따라라.’ 그 기준은 ‘회사 가치를 제고하고 주주일반의 이익을 제고하고 증진·유지시키기 위한 것이다.’ 이 두 가지 track으로 갈 수 있게끔 해놓은 거죠. 그것을 한 가지로만 할 건가는 별개의 문제인데, 지금 이

두 가지 track으로 가기 때문에 1항과 4항을 나눠 놓은 거고, 이현철 위원님 안은.

그런데 굳이 그걸 두 가지 track으로 가는 걸 갖다가 막을 이유는 없는 것 같고, 그렇다면 이현철 위원님 안대로 하는데, 이저는 이게 4항의 문구가 쉽게 안 와 닿아가 지고.

○ 이현철 위원

저의 문구는 그래요. 저의 문구는 정관에서 이것을 다 정하라는 거예요, 목적도. 그러니까 ‘회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지·증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 다음 사항을 주식인수선택권의 일부로 할 수 있다.’라고 정관에 아예 다 적는 거죠, 전부다. 적으라는 취지이거든요. 그러면 정관 입안이 되니까.

○ 이준식 검사

예를 들어서 어떻게 정관에 넣는다는 거죠?

○ 이현철 위원

정관에 이대로 넣는 거죠. 주주, 회사의 가치 및 주주일반의 이익을 이렇게 이렇게 하는 경우에는, 위한 경우, 왜냐 하면 그게 그걸 위한 경우냐, 아니냐 하는 것은 실제로 신주인수선택권을 부여할 때 알 수 있거든요. 미리 일반적으로 알 수는 없는 것이 아니겠습니까? 구체적으로 누가 떠올랐을 때, 공격자가 떠올랐을 때만 그것을 알 수 있기 때문에.

그래서 개념적으로는 그걸 정관에 넣는

방법이 있고, 안 그러면 아까 위원장님 말씀대로 일반 어떤 법의 의무로 부여하고, 그 다음에 정관에 ground도 그래도 있어야 한다, 정관의 ground가. 그렇지 않겠습니까? 아예 정관의 ground를 없앨 수는 없을 것 같거든요, 정관에서.

○ 송종준 위원장

그거는 그렇게 하고 정관에 정하도록 정하는 것은 기술적인 문제죠.

○ 이현철 위원

아니면 이렇게 하면 어떨까요? ‘회사는 정관이 정관에서 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 그리고 각호 다 적고요. ‘이 경우 신주인수선택권의 부여는 회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정되는 경우에 한한다.’

○ 권종호 위원

그렇게 하면 반대로...

○ 이현철 위원

이 경우는...

○ 권종호 위원

‘회사의 목적을 한 경우에 한하여 정관으로 정할 수 있다.’라고 그렇게 하는 게...

○ 이현철 위원

그런데 정관에 정할 때는 관계없거든요.

○ 송중준 위원장

그냥 상관이 없어요.

○ 송중준 위원장

이사회에서 구체적으로 부여, 행사조건을 정할 것 아니에요? 그 때 이것이 필요하거든요. 그럴 경우 정관에 규정하는 단계하고 부여·규정하는 단계하고, 이사가 그걸 결정하는 단계는 구분돼야 하는데, 여기서는 정관에 ‘꼭 이런 사항을 정해야 된다.’라고 묶어놨기 때문에, 뒤에는 또 이사회에 부여하는 과정에서는 이런 것이 준용되거나 뭐 이런 것이 전혀 없거든요.

○ 이현철 위원

예, 하여튼 wording을 잠깐 다시 한번...

○ 권중호 위원

그런데 위원장님의 안의 4안에는 취지가, ‘부여하려면...’ 그렇죠?

○ 송중준 위원장

이 조건을 갖추어야 한다.

○ 권중호 위원

이 경우에만 부여할 수 있다. 이거죠?

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그리고 이 경우에는 ‘회사는 정관의 다음 각 호의 사항을 정할 수 있다.’ 이렇게 하면 되겠고, 차별을 하든지, 똑같이 평등을 하든지, 할 수 있다, 하여야 한다, 할 수 있다고 하면 이 조항이 정관이든 정

관에 정하는 것은 중요한 것이 아니고, 이사회에 결정할 때 바로 이 4항을 적용해서 이사회가 부여·결정하는 것이 방어권의 권리를 남용한 거냐, 뭐냐? 이것을 다룰 수 있다는 거죠.

○ 권중호 위원

제가 이해하기로는 이 규정을 어떻게 이해했느냐 하면, 주주의 차별 이런 식으로 주려면 반드시 그 경우에 한해서는 회사의 가치를 증진시키고 올려야 한다.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 예, 예.

○ 이현철 위원

그런 의무를, 법이 의무를 지울 것이냐? 아니면 정관을 통해서 의무를 지울 것이냐? 그런 차이거든요. 그런데 좀 더 바람직하기는 법이 의무를 지우고, 그 의무 자체는, 정관에 ground를 두고.

○ 송중준 위원

그렇죠. 정관에서는 ground를 두고.

○ 이현철 위원

그렇게 하려면 wording을 제가 한번 조정해 볼게요. 취지는 이렇게 하면 될 것 같습니다.

‘회사는 정관에서 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 그리고 각 호의 사항을 정하고요. ‘각 호의 사항에 따라서 신주인수선택권을 부여하고자 하는 경우에는 회사의 가

치 및 주주일반의 이익을 증진시키는데 필요하다고 인정되는 경우에 한한다.’ 그렇게 하면 의미가 다 들어갈 것 같고.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그러면 뒤에 이사회에서 결정단계에서 딱 거기 구속돼가지고 보통 남용은 못한다. 지금 가장 핵심적인 것이 뭐냐면 ‘이 포이즌 필은 너무나 값싸고 강력한 power를 갖고 있기 때문에 그 남용을 막아야 된다.’라고 하는 것이, 일본처럼, 일본의 기업사회 하고는 다른 차이가 있는데, 일본은 사회적 협약이 형성되어 있다고 봐요. 그런데 우리는 그게 없어요, 지금. 찬반이 완벽하게 대립하고 일본 사람들이 별로 비판을 안 하거든요, 자신들이 만든 지침에 대해서. 그건 사회적 합의가 있다는 얘기인데, 우리는 없어요.

그럴 경우에 우리가 이것을 적어도 채택할 때는 남용의 여지를, 뭔가 어떤 법적기준을 제시를 하면서 확실하게 해놓는 것이 그나마 사회적 합의를 유도할 수 있는 그런 것이라고 보거든요.

○ 권중호 위원

사실 뭐, 저는 전적으로 위원장님 말씀하고 동감을 하는데, 사실 우리 해석을 놓고 이렇게 생각하면, 주주를 차별을 하려고 하면, 정당화되려면, 당연히 주주의 공동의 이익을 도모하고 기업가치를 올려야만 정당화되는 것이거든요.

○ 송중준 위원장

아, 그런데 그것이 반드시 그렇다고 볼 수가 없어요.

○ 권중호 위원

그런가?

○ 이현철 위원

왜냐하면 그것은 최근의 유력한 견해에 불과한 것이고, 일본은 그게 반대개념도 충분히 가능한데 안 떠드는 거야. 그게 사회적 합의라고 보는 거예요.

○ 권중호 위원

만약에 우리가 이런 규정이 안 들어가 있더라도, 그러면 주주의 공동이익을 해하고, 기업가치를 훼손하는 그런 것으로 차별하고 그것은 당연히 안 되잖아. 그런데 사실은 이 규정이...

○ 송중준 위원장

그런데 ‘당연히’라고 볼 수 없다니깐요.

○ 권중호 위원

제 생각은, 이 규정의 예를 든 것은 확실히 ‘주의규정’적인 성격이 굉장히 강하다. 차별하려면 이것이 이런 경우만 하라는 소리는 사실 이 규정이 없어도 정당화되려면 당연히 이런 목적으로 해야 되지 정당화되지, 이런 목적이 아니면 ‘개인 특정주주의 이익을 위해서다.’하면 그것은 정당화될 수 없으니까.

○ 송중준 위원장

그러니까 왜 이런 규정을 두느냐 하면, 우리가 제3자한테. 일본에서는 제3자한테 줘도 돼요. 신주를 발행해도 되잖아요, 주주 배제하고.

○ 권종호 위원

줘도 되는데, 그때도...

○ 이현철 위원

그렇잖아요. 유리한 발행인 경우만 뭐 복잡한 절차고, 제3자도 이사회 의결을 줄 수 있지요?

○ 권종호 위원

3자한테 줘도, 3자한테 준 것이 회사의 이익이 안 되고 하면 주면 안 되지.

○ 송중준 위원장

이게 자금 조달하는데 회사의 이익이 안 된다고 그러면 말이 안 되는 거야. 이건 자금조달의 기능이 없거든, 그렇잖아요?

차원이 다른데 문제는 뭐냐 하면, 우리의 법의 취지가 바로 주주배정 원칙으로 하고 있고, 제3자한테는 요건을 까다롭게 목적사항을 달아놓잖아요. 법에서 그것을, 필요성은 비례성의 원칙을 담아놓은 것과 유사한 규정을 우리가 취하면 되지 않겠냐 이거지. ‘주주평등원칙’ 그나마도 문제가 되고 있는데.

○ 권종호 위원

이게 넣는 것은 저도 좋아하는데, 사실

은 또 달리 가만히 생각해 보면, 만일 이 규정이 없다고 그러면 이거 반대되는 것으로 할 수 있느냐? 주주의 가치를 파기하고.

○ 송중준 위원장

왜냐하면 규정이 없다면 우리는 그냥 마음대로 할 수 있다고 생각을 하는 거죠, 마음대로.

○ 권종호 위원

알겠습니다. 제가 한번 해본 소리입니다, 하하!

○ 송중준 위원장

이런 거죠, 그냥. 자기주식을 취득하거나 제3자한테 처분하는 것이 아무런 앞의 어떤 목적이나 제한을 두지 않기 때문에, 당연히 사고팔 수 있다고 생각을 하는데 법원에서 제동이 걸리잖아요. 그런 상황에 따라서 경영권 방어용이나, 뭐냐? 이런 걸 따질 때 그걸 생각할 수 있겠죠.

그런데 그것을 여기서 제3자 배정할 때 일정한 목적, 경영상의 목적이라는 것, 필요성, 비례성 관계를 명시하고 있는 것, 시스템을 여기도 둘 수 있다고 보는 거죠. 워낙 만연이 우려되기 때문에.

○ 권종호 위원

저 개인적인 생각을 해 보면 내가 주석서를 쓴다면, 이걸 놓고 보면, 이것은 요렇게 되고 당연히 그 주주들 차별하려고 하는 이런 목적으로 해야 되는 거고, 그런 의미에서 보면 이 규정은 주의적으로 들어갔다라

고 쓸 가능성이 있다는 거죠.

○ 송종준 위원장

주의적으로?

○ 이현철 위원

제가 그 wording 한번 만들어봤는데요. 이렇게 하면 어떨까 싶습니다.

제가 초안에서 4항을 ‘회사는 제1항에서 규정하고 있는 정관의 규정에서’ 그것까지는 똑같이 하고요. 그 다음 싹 다 지우고, ‘다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 그렇게 하고 그냥 각 호의 사항을 정하고요. 그렇게 정하고, 5항을 따로 신설해서, 5항에서 ‘회사는 회사의 가치 및’ 그거 앞에 있는 지운 부분을 내가 옮기는 것입니다.

‘회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정하는 경우에 한하여 제4항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여할 수 있다.’ 그러니까 지금 연결해보면 3항에서는, 지금 2조 3항에서는 반드시 정관에 정해야 될 의무적 규제사항을 규정했고, 4항의 규정은 의무적 규제사항은 아니고 임의적으로 이 사항을 더 기재를 할 수 있다.

○ 송종준 위원장

할 수 있다.

○ 이현철 위원

그런데 5항에서는, ‘그 기재에 따라서 신주인수선택권을 부여하려면 회사 및 주주 이익을 위한 경우에 한한다.’ 요렇게 하면

취지는 다 들어가는 것이고.

○ 송종준 위원장

5항에서는 ‘제4항에 의하여 회사가 이렇게 할 때는...’ 이렇게 해야 하겠죠.

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 송종준 위원장

제4항의...

○ 이현철 위원

제가 준비한 wording은 ‘회사는 회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요하다고 인정하는 경우에 한하여 제4항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여할 수 있다.’

○ 이준식 검사

그렇게 하는 거랑, 지금 솔직히 법무부안의 4항으로 만들어 놓은 거랑...

○ 이현철 위원

그거는 다른 것 같아요.

○ 이준식 검사

차이가 어떤 차이가 있는지?

○ 이현철 위원

법무부안의 4항은 정관에 규정을 할 때, 여기 이 말만 보면, 정관의 규정을 할 때, ‘이러이러한 경우에 한하여 정관의 규정을

할 수 있다.’고 되어 있잖아요. 그니까 이 취지하고 좀 다른 거예요.

이 취지는 정관의 규정을 할 때는 아무튼 정관에는 그런 차별적 취급에 관한 규정만 넣는 거고요. 실제로 그거에 따라서 신주인수선택권을 차별적으로 발행할 때 이것을 지키라는 의미니까 조금은 다르겠죠.

○ 송종준 위원장

그것이 법무부안에서도 명확하지 않기 때문에 어차피 취지를 그걸 가지고 있다고 한다면.

○ 이현철 위원

취지는 다 똑같은 거죠.

○ 이준식 검사

그러면 차라리 이걸 다 쪼개가지고, 1항, 2항 지금 3항까지는 그게 아니잖아요?

○ 이현철 위원

그렇죠.

○ 이준식 검사

3항까지 하고 그 뒤에 3조에 가서도 이사회가 정하는 내용도 3조 1항에서 1호, 2호, 3호, 4호 정도까지는 아닌 것 같고, 5, 6호가 이제 뒤이니까, 4호까지 찢어버리고요. 뭐 그 정도까지 하고.

그 다음에 조문을 달리 바꿔가지고 ‘회사는 그 정관의 회사가치를 위해서’, 4항 부분에 해당되는 것을 따로 빼고, 이사회 의결의도 따로 놓고, 이렇게 해서 지금 하나

의 조문 안에 일반적으로 신주인수선택권을 부여하는 경우랑 경영권 방어를 위해서 부여하는 경우가 같이 들어 있어서 그런가 싶기도 한데.

지난번에 원래 최초안이 그랬던가요? 분리해서 하셨던가요, 그때?

○ 이현철 위원

원래 최초 안은 아예 없었어요. 그니까 ‘경영권 방어를 위하여’라는 말이 아예…

○ 송종준 위원장

그때는 넓게…

○ 이현철 위원

일반조항만 들어있었죠.

○ 송종준 위원장

그래서 전체 회의에서 회의를 하면서 방어 쪽으로 포커스를 맞춰서 하도록 돼 있기 때문에 많이 수정이 되는 거예요.

맨 처음에는 양쪽을 다 생각하고 만들었기 때문에 그런 것들이 있다는 거지. 그걸 다시 한 번 재정리하는 이런 것인데, 그렇게 하면 될 것 같은데요. 그렇게 하면 wording 한번 하시고, 그 안에 기재할 수 있는, 정관에 기재해야 될 사항이 있잖아요.

○ 이준식 검사

아니, 이현철 위원님께서 처음에 아까 얘기하신 그대로 하면 될 것 같은데요.

○ 송중준 위원장

예, 예. 아까 그렇게 하신 대로.

○ 이준식 검사

4항, 5항 아까하신 대로.

○ 이현철 위원

어느 것?

○ 송중준 위원장

그렇게 하신대로...

○ 이현철 위원

한번 시간을 내서 wording을 다듬어 보겠습니다.

○ 송중준 위원장

예, 한번 하고요.

그 다음에 이제 일정한 정관에 기재해야 될 사항들이 있잖아요. 그게 3페이지에 1호, 2호, 3호가 나와 있는데 여기에 '정관에서 일정한 사유가 있는데'라는 표현을 안 써도 될까요?

○ 이준식 검사

지금 이현철 위원님 생각대로라면 '일정한 사유'를 정관에 넣을 필요가 없다는 얘기 아닙니까?

○ 송중준 위원장

그러니까 그것을 그래서 '일정한 사유'가 뒤에 이사회에서 결정이 되겠지만 뭐, 그것을 정관에 '어떤 일이 있을 때 한다.'라

고 하는 것을 정관에 명시할 필요는 없겠느냐? 그래서 한번 생각을 해봤다는 것이고, 너무 광범위하게 해석이 되는 것 같아서.

왜냐하면 일정한 사유 얘기가 집어넣을 필요가 있다는 것은, 방어 쪽으로 포커스가 맞춰지기 때문에 하는 거고, 원래 4항에서는 여러 가지 경우를 사실 커버를 하려고 아마 만드신 것 같은데, 그래서 그게 좀 정관에서 '일정한 그런 수권범위를 준다.'라고 하는 취지가 '일정한 사유가 있는 때 이사회에서 그런 사유의 범위 내에서 니가 정해라.'는 취지가 아니겠느냐?

나중에 정관에 이런 것도 없는데 이사회가 어떻게 해서 어떠한 근거로 이걸 했느냐?

○ 이현철 위원

그러면 이제 그런 문제가 생기겠네요. '일정한 사유'라는 말을 넣으면 정관에서 일정한 사유를 정해야 할 테고요. 그렇죠?

○ 송중준 위원장

예.

○ 이준식 검사

그건 아주 구체적으로 정하진 않더라도 지금 말씀하신 것처럼 '주주일부에 대해서 부여하지 아니할 수 있고 차별적으로 취급할 수 있다.' 이런 말만 정관에 넣어놓고 이사회가 그 다음에 한다는 말인데, 그게 아니라 정관에서도 아주 specific하게 들어가진 않더라도, '이러이러한 경우에는 할 수 있다.' 이 정도까지는 넣자는 차이가 있는 거죠.

○ 송중준 위원장

그리고 그것과 관련해서 뒤의 3조의 이사회가 그 ‘일정한 사유’라는 게 어디에 있었죠? 뒤에 어디 나오던데. 4조에…

아니다, 이게 어디 있지?

○ 이현철 위원

4조에 있습니다.

○ 송중준 위원장

‘일정한 사유’라는 게 4조에 나왔나요?

○ 이현철 위원

네, 4조 1항 1호.

○ 송중준 위원장

그니까 이사회에서 이제 부여할 때에 일정한 거기서는 행사의 조건으로 되어 있죠? 여기서 일정한 사유라는 것은 행사의 조건과 같은 건가요? triggering event를 의미하는 것인가요?

‘일정한 날을 정하여 그날…’, 그래서 이사회에 부여할 때도?

○ 이현철 위원

4조 1항 1호입니다. 회사가 취득을 하는 경우.

○ 송중준 위원장

취득하는 경우고, 예컨대 부여할 때 ‘일정한 날을 정하여 등등 부여한다.’ 이것은 구체적인 어떤 일이 발생하는 경우를 예상한 거고, 그때 이사회 소집해서 결정하는

것을 말하는 거죠? 그렇다면 ‘일정한 사유’라는 것이 정관에서 있어야 된다.’라는 것이 아니겠어요?

○ 이현철 위원

글쎄요. 지금 안 그래도 이 방금 말씀드린 wording대로, 4항을 이렇게 뭉텅 빼내고, 정관의 규정을 그냥 이렇게 하고 나니까 일정한 사유를 넣어야 할 것 같긴 하네요. 아무것도 없이 정관에서 이걸 정할 수 있다고 하면 뭔가 좀 허전한 것 같은데.

○ 송중준 위원장

그래서 일정한 사유에 해당되는 범위 속에서 그런 일이 발생할 때 3조에 따라서 이사회가 부여하도록 결정을 하는 그런…

○ 이현철 위원

그게 맞겠죠. 정관에서 아무것도 없이 수권을 할 수 없을 거고, 정관 나름대로는 뭔가 사유를 정해서, 제 생각에도 저걸 넣는 게 좋을 것 같은데요.

법에서 규정하는 의무는 의무대로 별도로 그냥 놔두고 그냥 있더라도, 별도로 5항으로 커버하더라도 회사가 나름대로 그럼 뒤를 정관에서 수권할 것이냐?

그건 제가 추가를 하겠습니다, ‘일정한 사유’가 있는지.

○ 이준식 검사

위원장님께서 3호에 ‘일정한 사유’를 안 넣은 이유는 또…

○ 송중준 위원장

아, 그건 그냥 빠졌어요. 하하! 다른 게 아니라.

○ 이준식 검사

그러면 1, 2, 3호에 다 ‘일정한 사유’가 들어가면…

○ 송중준 위원

하나로 묶어서.

○ 이준식 검사

본문에다가 회사는 ‘정관으로 정하는 일정한 사유가 발생한 경우에는 다음 각호의 정할 수 있다고 한다.’ 이렇게 뽑을 수도 있기는…

○ 이현철 위원

그런데 제가 생각해 봤는데 뽑기가 쉽지 않을 것 같아요. 다음 각호의 사항을 정할 수 돼 있어서, ‘일정한 사유가 있는 경우에 다음 각호의 사항을 정할 수 있다.’ 하면 의미가 달라지기 때문에 뽑기가 쉽지 않네요.

○ 송중준 위원장

그리고 또 한 가지 근본적인 문제가, 지금 이제 그 적대적 기업인수를 예정할 경우 인수방법은 여러 가지가 있는데, 주식을 취득하는 경우도 있고, 위임장 쟁탈도 할 수 있거든요.

우리가 일반적으로 예상한 것은 주식취득을 몇 % 이상 할 때, 그게 triggering event 개념으로 생각하고 있잖아요? 그런데 위임

장, 의결권을 확보해서 공격을 해오는 경우도 있는데, 여기서 ‘일정한 사유’라고만 정하면 회사가 어느 경우든 양쪽을 모두 다 걸어서 포이즌 필을 행사할 수 있도록 할 거란 말이죠. 그런데 미국에서는 대부분이 다…

○ 이현철 위원

실제로 안 하죠?

○ 송중준 위원장

그니까 위임장 쟁탈하는 것은 절대 막지 않더라고요.

○ 이현철 위원

그걸 하면 법원에서 아마 허용을 안 할 것입니다.

○ 송중준 위원장

맞습니다.

보니까 대표적인 판례가 ‘Moran 판례’인데, 거기서 그 포이즌 필을 발행한 것이 적법하다고 한 사유가 여러 가지가 있는데, 구체적인 사실관계에서 위임장 그거 하는 걸 봉쇄하지 않았다는 점입니다.

다른 길로도 방법이 있는데 그것까지 봉쇄를 해버리면, 이거는 지금 만약에 미국 판례 들어가게 되면 다뤄지고, 그래서 위임장을 대결을 해야 되는데 그것은 막을 수가 없으니까 결국은 그 다음 단계가 뭐냐 하니까 이제…

○ 이현철 위원

stag advice.

○ 송중준 위원장

소위 이제 그, no hand나 dead hand right를 만들어 버리는 것이 아니겠어요?

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 송중준 위원장

그럴 경우 그런 것들은 사실상 위법성이 굉장히 크고, 일본에서는 그러한 규정을 정관 두면 상장도 안 시켜주거든요. 그런 것이 있을 때 우리가 그런 부분에 관련된, 어차피 성문법 국가이기 때문에 뭐, 그런 부분에 관한 일정한 사유를 정할 때에 그것을 조금 어떤 형식으로 들어갈 수 있게 해야 되는 것은 아닌가? 만약에 안 들어간다고 해서 위임장 권유해서 공격을 해왔을 때도 그러면 포이즌 필을 행사할 수 있는가라는 문제가 당장 생길 수 있을 것 같아요.

○ 이현철 위원

저는 새로 넣기로 한 5항에 커버가 되지 않을까 싶어요. ‘회사에 가치 및 주주의 일반의 이익을 증진·유지시키기 위해 필요하다고 인정되는 경우’ 할 수 있으니까 그걸로 커버가 되지 않을까 싶긴 한데.

그게 일단 위임자 권유까지도 그런 식으로 막으면, 그러면 주주의 의사를 완전히 막겠다는 것 아니겠습니까? 독재를 하겠다는 얘기가 되니까. 그러면 그것은 주주 일반의 이익이나 회사의 가치의 증진시킨다고 법원이 인정 안 해 줄 것 같거든요.

○ 송중준 위원장

그게, 그게 아주 미묘하다니까요.

○ 이현철 위원

그런데 그런 사유가 위원장님이 생각하신 것도 있지만 여러 가지가 경우가 있을 수도 있거든요. 그런 식으로 남용할 수 있는 소지가 dead hand나 뭐, 여러 가지로 이 포이즌 필을 변형해가지고 남용할 소지가 많은데, 그걸 다 막을 수는, 법으로 어차피 다 막을 수는 없을 것 같고.

위임장 권유는 어차피 포이즌 필을 이게 소송이 되면 판사님들도 다 공부를 할 텐데 ‘명백히 안 된다.’라는 것은 금방 다 아실 것 테고, 권유까지 막는 포이즌 필은 불가능하다. 허용되지 않는다는 것은 아실 테고.

○ 이준식 검사

해설자료에 한 마디 쓰죠, 그건 안 된다고.

지금 안 되는 사유를 일일이 열거할 수 없다는 거잖아요.

○ 이현철 위원

제 생각에는 조금...

○ 이준식 검사

대표적인 그게 생각할 수 있는 대표적인 사유니까 그걸 증권거래법 몇 조에 의한 위임장 권유에 의한 그것에서는 뭐, 이걸 사용할 수 없다는 것 한 마디 넣어주는 것도 어렵지는 않을 것 같고.

○ 송중준 위원장

저는 글썄, 그 입장이예요, 그 입장인데. 그래서 이사회에서 구체적으로 사항을 정할 때 3조에, 여기 보면 행사조건 이런 부분이 있잖아요. 행사의 조건, 결국 ‘triggering event’를 말하는 거죠. 어떤 20% 이상 주식 취득이 있었다, 그런 사건이 있을 때라고 하는 건데, 그것을 4호에서 규정하는 행사의 조건은 예컨대 ‘주식이 일정한 수 또는 일정한 비율을 초과하는 경우여야 한다.’고 적극적으로 기재하거나, 아니면 아까 말한 것처럼 ‘위임장을 권유하는 경우에는 적용하지 아니한다.’ 뭐 그런 식으로 쓴다든가 어떤 표현을 하는 것도 어떨까?

하여튼 일본에는 전혀 그런 제한이 없는 상황인데.

○ 이현철 위원

일본은 사실은 저희가 넣은 유도 조항도 없으니까요.

○ 송중준 위원장

없어요. 없는데 너무 구체적으로 명시, 이야기하는 느낌도 있지만, 이것이 ‘일정한 사유’라고 하는 부분에 대해서 아무런 제한이 없기 때문에 법을 해석할 때 그것이 가능할까 생각이 돼서, 어쨌든 모든 경영권 변동의 가능성을 봉쇄하는 것은 적어도 미국 판례에서는 그건 위법한 것으로 보는 것이 판례의 태도인 것 같아요.

그래서 그것을 한번 검토를 하셨으면 좋겠고.

○ 이현철 위원

제가 한번 확인해 보겠습니다.

○ 송중준 위원장

가능할지 한 번 보고.

또 개인적으로 의문이 남는 것이 4조를 보면, 회사에 대한 신주인수선택권의 취득이 이것이 일종의 자기신주인수권 취득이죠? 그 개념이죠?

○ 이현철 위원

자기가 취득하면서 뭘 주는 거죠, 보통은.

○ 송중준 위원장

그런데 이것은 사실상 그 상환하는 개념이죠?

○ 이현철 위원

네, 상환을 하거나 아니면 주식을 주거나. 강제, 그러니까 일종의 강제행사, 보다 더 회사에서 생각하면 강제행사를 생각하는 거예요. 돈으로 줄 경우에는 할 필요가 없을 것 같고요. 돈으로 주려고 할 필요는 회사가 없을 것 같거든요.

더 이상 신주인수선택권이 필요 없다면 그냥 소각하면 되고, 거기다 무상소각을 해버리면 되고요. 이 경우에 취득은 일종의 강제행사가 아닌가 싶습니다. 그러니까 주주가 행사를 안 하고 있으면 회사가 이 방어 수단을 못 하니까 회사가 그냥 행사를 해버리는 거죠, 일종의. 회사가 행사를 해버리면 주식을 쥐버리는 것이죠.

○ 이준식 검사

아니지 않나요? 오히려 저는 이해를, 다 취했는데 그 중의 공격자 부분만 뺏어오는 거로…

○ 이현철 위원

그것도 있지요. 공격자 부분 뺏어올 수 있고, 공격자는 처음부터 안 줄 수도 있지만 뺏어 올 수도 있어요, Bulldog Sauce처럼.

그런데 이제 Bulldog Sauce case에서 두 개 다 있었어요. 그니까 우리 일반주주에 대해서는 강제전환 시켜가지고 주식을 줘버렸고요, Bulldog Sauce는 다 사버렸고요. 두 개가 combination돼 있었죠.

○ 송종준 위원장

그런데 그게 사실 그렇게 했기 때문에, 법원에서 그걸 적극적으로 본 것 같고, 그걸 ‘공격자의 옵션을 사줬다’라고 하는 것이 회사법적으로 어떻게 설명할 수 있느냐? 이걸 아주, 참 곤란해요.

○ 이현철 위원

자기주식을, 자사주를 강제로 취득한 것하고 비슷해요. 일종의 인위소각을 비슷하게 강제소각을 해버린 것이죠, 주식을. 한 주를 네 주로 만들어버렸거든요. 포이즌 필을 3주를 주는 바람에 1주를 4주로 만드는 주식분할을 하고, 그 중의 3주를 사버린 것하고 똑같아요, 일종의 효과가.

그런데 그거는 비난을 많이 받더라고요. 우리도 과연 그런 것까지 앞으로 나가야 되느냐?

그거는 방어비용을 높이는 것이니까요.

○ 송종준 위원장

그래서 그것은 일본 학자들도 그것 때문에 ‘Bulldog Sauce는 아주 그 case에 맞는 매우 독특한 판결이다.’ 하고 판결이 잘못됐다는 얘기는 그 사람들이 말은 안 하거든, ‘아, 이 case는 독특한 것이다.’ 얘기하고, 또 하나는 일본학자 말로는 99%가 주총에서 찬성을 했대요. 그러니까 이것을 고려했던 것 같은데, 그래서 이거는 취득이라는 말 때문에 상환이라는 표현을 많이 쓰는데, 상환이라는 표현을 써 놓으면 상환주식 이런 부분과 혼동할 것 같아요?

○ 이현철 위원

상환이라고 그러면 일반적으로 금전으로 주는 걸 의미하지 않아요?

○ 송종준 위원장

지금 종류주주 상환주식에서는 금전이든, 금전이죠? 주식을 제외한 다른 재산으로 주는 거죠. 취득이라고 하는…

○ 이현철 위원

저도 취득도 조금 어색하긴 한 것 같습니다. 취득이라는 표현도 어색은 한데.

○ 송종준 위원장

그래서 일반적으로 우리가 포이즌 필을 설명할 때 상환이라는 말을 교수들이 많이 쓰고 있고, 논문에서. 소각이라는 용어도 쓰고 있고, 어떤 경우는 취소라는 용어도 쓸

수 있고, 그런데 소각은 주주평등의 원칙에 따라서 모든 주주가 갖고 있는 것을, 여기는 주주평등원칙이 적용되는 거죠, 무상소각은? 어느 일부 것만 하는 건가요?

○ 이현철 위원

예, 이거 무상소각은 전체 다하는 것입니다.

○ 송종준 위원장

전체 다하는 거죠? 거기는 주주평등원칙이 적용돼야 하는 것이고.

지금 이 취득 상환 이거 회사에 의한 신주인수권의 취득과 관련된 부분은 그 아래에 보면 일부 주주를 배제하고 취득할 수 있고, 전부의 일부를 취득할 수 있고, 또 대가를 뭘로 줄 수 있느냐? 이걸 써놨거든요. 그렇죠? 그럴 경우 용어가 그냥 무색무취하게 취득 이렇게 표현을 쓰면 좋을 것인지, 상환이라는 표현을 쓰면 좋을 것인지 상환하면 일반 다른 상환주식하고 또 혼동이 되어서...

○ 이준식 검사

상환은 통상 없애버리는 것 아니에요?

○ 송종준 위원장

상환도 결국은 이제...

○ 이준식 검사

이것은 없애버리겠다는 취지가 아니잖아요.

○ 이현철 위원

그런데 취득하면 소각은 효력을 소멸해 버립니다.

○ 송종준 위원장

취득하면 소멸하기 때문에 사실상 취득에 관한 것이죠. 우리 상환주식취득 하고 마찬가지로. 그럴 경우 여기서 상환할 때, 상환주식 같은 경우는 실제로 취득재원이잖아. 배당가능 이익범위 내에서 해야죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

어, 그럴 경우 여기서 이제 회사에 대한 신주인수권과 관련해서는 배당재원에 관련된 이런 것은, 아무런 제한 없이 그냥 할 수 있도록 한 것이죠?

○ 이현철 위원

네, 그것은...

○ 송종준 위원장

그런 것이죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그런 건 특별히 규정을 둘 필요가 없을 것이고.

○ 이준식 검사

그러면 그 3호에 신주인수권 이거...

○ 이현철 위원

신주인수선택권, 아이고! 선택권이 빠졌네.

○ 이준식 검사

신주인수선택권이겠죠, 옆에 써놨는데. '신주인수선택권의 취득대가로 신주를 발행하는 경우' 이것은 무슨 말인지 모르겠어요.

○ 이현철 위원

이게 그겁니다.

○ 이준식 검사

예?

○ 이현철 위원

이게 강제, 그러니까 강제행사.

○ 이준식 검사

강제행사?

○ 이현철 위원

회사가 이제 행사권을 가지는 거죠, 일종의.

○ 송종준 위원장

사실상 강제상환...

○ 이현철 위원

강제행사가 되는 거지요.

○ 이준식 검사

강제행사네요? 누군가라고 안 하고 있을 때 개한테 신주를 쥐버리고 취득 신주인수선택권 없애버리는 거로.

○ 송종준 위원장

그러니까 자기 신주인수선택권을 선택, 취득을 할 수 있도록 하는 것은 사실 지금 공격자는 신주인수선택권이 부여만 되어 있는 상태가 있을 수가 있고, 부여되지 않을 수 있는 경우가 있겠고, 그럴 경우 예컨대 공격자는 빼고 나머지 주주들 것만 사들이는 방법도 있다고 이런 것을 예상하는 거죠?

○ 이현철 위원

예, 맞습니다.

○ 이준식 검사

그러면 3호, 4호는 공격자가 아닌 사람한테 사는 것을 생각하는 건가요?

○ 이현철 위원

아니요, 다. 이제 3호는 일반주주고요. 일반주주한테는 신주를 쥐야할 것이고, 4호는 이제 공격자.

○ 송종준 위원장

공격자한테.

○ 이현철 위원

Bulldog Sauce을 생각하면 그렇죠.

○ 이준식 검사

그러면 이거는 돈을 줘야 한다는 거네요?

○ 이현철 위원

돈을 줄 수도 있고 안 줄 수도 있지요.

○ 송종준 위원장

그러니까 이것은...

○ 이준식 검사

있다는 것은 어디에 나와요?

○ 이현철 위원

이것은 2호에 있죠. 2호를 다른 주주가 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용. 아예 상환을 일부 주주한테만 할 수 있다는 거죠. 그러니까 단계가 여러 가지 인데요, 차별적 취급이.

맨 처음에 부여할 때 아예 누구는 주고 누구는 안줄 수도 있잖아요. 부여부터 차등 할 수도 있고, 부여는 다 갖추어주되, 그 행사조건을 다르게 할 수 있고, 그 다음에 상환에 있어서도 일부는 주식으로 하고, 일부는 안 줘버릴 수도 있고, 일주는 돈으로 줘버릴 수도 있고.

○ 송종준 위원장

아, ‘달리 취급한다.’라고 하는 것은 이 주주를 배제한다는 의미만 있는 것이 아니라...

○ 이현철 위원

네, 상환 대가를 다르게...

○ 송종준 위원장

‘누구는 유상으로 취득해서 상환해 주고, 누구는 무상으로 취득할 수 있다.’ 이런 얘 기인가요?

○ 이현철 위원

예, 지금 위원장님 말씀처럼 상환이라는 표현도 좋을 것 같은데요, 상환이.

○ 이준식 검사

2호에서 그렇게 그런 내용이 다 담긴다고 생각하기가, 쉽게...

○ 송종준 위원장

그러네.

○ 이현철 위원

상환에 관하여...

○ 이준식 검사

저는 2호가 ‘신주인수선택권 취득에 관해서 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는’, 그 말 취지가 누구 것은 취득하고, 누구 것은 안 취득하고, 이 취지로만 해석했거든요.

○ 이현철 위원

꼭 그런가요? 왜냐 하면 ‘상환에 관하여’라는 말은 굉장히 포괄적 의미인데. ‘상환여부’ 그 다음에 ‘상환의 대가’ 다 포함하지 않을까요?

- 이준식 검사
차라리 그렇게 구체적으로 쓰는 게...
- 송종준 위원장
앞의 뒤풀이 등 하면서 예시를 해주는 게, 제가 그렇게까지 해석을 못 하겠더라고, 잘 못 알아듣겠더라고.
- 이현철 위원
그러면 이렇게 하죠. ‘취득여부 및 취득대가, 대가 등에 관하여’ 그렇죠? ‘취득여부 및 취득대가 등에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리’ 이렇게 하면 명확하네요. 그렇죠?
- 송종준 위원장
그렇죠. 그렇게 하면 이제...
- 이현철 위원
취득여부 및 취득대가.
- 송종준 위원장
그리고 이제 뭐, ‘유상취득, 무상취득 알아서 다 정할 수 있다.’는 것이 이렇게 되는 거죠?
- 이현철 위원
상환이라는 표현도 좋은 것 같은데.
- 송종준 위원장
상환이요?
- 이현철 위원
예.
- 송종준 위원장
그래서 상환이라는 용어를 많이 쓰더라고요.
- 이현철 위원
예, 표현은 또 부드럽게 읽힙니다, 훨씬 더. ‘일정한 경우 회사에서 한 경우 회사가 그것을 상환할 수 있다.’고 한다는 뜻, 상환여부 및 상환대가 등 상환대가로 신주로 발행을 하면.
- 송종준 위원장
그런데 무상으로 줄 때도 상환이라고 얘기하더라.
- 이현철 위원
무상으로요?
- 송종준 위원장
어.
- 이현철 위원
무상은 아니죠. 이 무상은 엄두에 안 듭니다.
- 송종준 위원장
다 유상 아니야?
- 이현철 위원
예, 무상은 5조에 있습니다, 따로 있습니다.

다. 무상으로 소각하는 거요.

○ 송종준 위원장

그러니까 무상은 소각할 때만 하는 거고, 모든 주주에게.

여기는 완전히 유상취득을 얘기하고 있는 것이 아니겠어요? 그래서 그 점이 조금 혼동되더라고.

○ 이준식 검사

이게 수반성이랑은 관련이 없나요? 주주가 갖고 있는 건데, 이 신주인수선택권을 갖고 있는데, 회사가 이 신주인수선택권만 뺏어가지고 취득한다는 거 아니겠어요? 그런데 이 수반성 때문에...

○ 이현철 위원

수반성은 주식이 양도될 때 신주인수가 따라간다는 이야기고, 이 취득이나 상환은 따라가던 것을 뺏어 버리고 딴 걸 준다는 거죠.

○ 송종준 위원장

그것만 뺏아서 회사가 취득하고 돈 주겠다, 이런 얘기죠.

○ 이현철 위원

어느 시점이 딱 있을 것이고, 그 시점에서.

○ 송종준 위원장

그리고...

○ 이현철 위원

표현이 이 취득이라는 표현이 아마 일본에 있었던 것 같아요. 그래서 권종호 교수님께서 주신 wording인데, 취득이라는 표현은. 상환이라는 표현으로 바꾸니까 저는 더 자연스럽게...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 오히려 이해가 쉽게 되고, 왜냐하면 뒤에 뭐, 용어들어...

○ 이현철 위원

한번 상환을 제가 한번 바꿔서.

○ 송종준 위원장

예.

○ 이준식 검사

취득이라 함은 3호 같이 이렇게 신주를 주고 취득해 가지고, 이걸 신주인수선택권을 딴 사람에게 줄 수 있다는 취지로.

○ 이현철 위원

그건 3항에 의해서 배제가 되어 있죠.

4조 3항에 '취득과 동시에 효력을 상실한다.'고 했으니까.

○ 이준식 검사

그러니까 취득이라고 하면 약간 용어가...

○ 이현철 위원

상환이라는 표현이 저는 자연스럽게요. 영

어로 하면 redemption...

○ 송종준 위원장

그리고 이, 자기 신주인수선택권을 이제 상환하기 위해서 취득하는 시점, 시점이 어떤 제한이 없는 건가요? 행사하기 전이면 무조건...

○ 이현철 위원

네, 행사하기 전까지면.

○ 송종준 위원장

행사하기 전까지면, 무조건 다 허용이 되는 거죠?

○ 이준식 검사

그 취지를 그러면 넣었으면 좋겠는데요, 그것도.

○ 송종준 위원장

다른 경우는 무상소각의 경우는?

○ 이준식 검사

당연한 일이겠지만 그 말도 넣어야지.

○ 이현철 위원

무상소각의 경우에는 행사를 하면 더 이상 상환이란 의미가 당연히 없겠죠.

○ 이준식 검사

당연한 얘기이긴 한데 조금 더 구체적으로 했으면 좋겠는데.

○ 송종준 위원장

그러니까 행사 전에는 당연히 허용되는 것이고 행사권이 발동된 이후, 그러니까 행사사유가 발생한 이후죠?

○ 이현철 위원

일정한 사유라는 것은 상환사유, 1항 2호에서는요.

○ 송종준 위원장

일정한 사유는 상환사유죠.

○ 이현철 위원

예, 사실은 그런데 저는 조금 의문이 그 겁니다.

예, 이 조항 자체가 원래 제가 wording 한 게 아니라서, 저도 이게 권종호 교수님께서 주신 wording이라서 제가 맞추다 보니까 정확히 이해를 못하는데, 메카니즘을.

그러니까 이제 생각을 해 보면 이사회결의를 처음 할 것 아니겠습니까? 부여 이사의결의. 그때 아무튼 이 상황에 관한 규정을 넣지 않겠습니까?

‘이때 상환할 수 있다.’ 그런데 방법이 두 가지 있는 게, ‘다 나중에 이사회가 그냥 상환을 할 수 있다.’ 이사의 판단으로, 재량으로, 그렇게 넣을 수도 있고. 아니면 ‘딱 이러한 사유가 발생하면 자동으로 상환이 된다.’라는 두 가지의 가능성을 생각해 볼 수 있는데요.

지금 wording은 두 번째로 되어 있거든요. ‘이러이러한 사유가 생기면 자동으로 상환이 된다.’ 그 다음에 그렇게 됐거든요. 2

항까지 읽어보시면 사유가 발생한 날에 ‘상환한다’ 이렇게 돼 있거든요, 취득한다 이렇게 되었으니까.

저는 그게 오히려 이상한 것 같아요. 오히려 그냥 이사회결의에서는 ‘상환할 수 있다’라는 말만 이사회결의에서 하고, 실제로 상환할지 말지는 그것은 이사회결의에 별도로 한 번 더 결의를 하든지, 그렇죠? 그렇게 하는 것이 사실은 좀 더 자연스럽기는 할 것 같은데, 회사의 판단에 맡기는 게.

부여 이사회결의에서는 ‘상환을 할 수 있다’라는 점만 note해 놓고, 상환조건이나 상환내용이나 이런 것만 note를 해놓고, 실제로 상환할지 말지는 그냥 이사회가 나중에 가서 결정을 하면 되는 것이고.

예를 들어 4조 1항 1호 같은 것도 일정한 사유가 발생한 경우는 없고, 그냥 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻.

○ 이준식 검사

‘및 그 사유’...

○ 이현철 위원

네, 그 사유? 그 사유는 꼭 있을 필요가 있을까요? 예를 들어서 뭐, 일정한 주주가 공격자가 몇 % 이상 취득하면, 그렇게 할 수는 있겠네요, 그것을 사유로.

○ 송종준 위원장

‘일정한 사유’라고 하는 표현을 뺄 경우...

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그냥 ‘회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 취득하겠다는 뜻과 그 사유’ 하면 안 되나요?

○ 이현철 위원

네, 그렇게, 예.

○ 송종준 위원장

그러면 뒤에 사유가, 아! 사유도 쓰라고 하는 얘기구나.

○ 이현철 위원

예, 사유가 꼭 필요한가 모르겠어요.

○ 송종준 위원장

사유? 뭐 강제 저건데.

○ 이현철 위원

‘다음 사항을 정하여야 한다.’ 이렇게.

예측 가능성 측면에서는 사유를 넣는 것도, 사유.

○ 송종준 위원장

뜻?

○ 이현철 위원

취득할 수 있다는 뜻.

- 송중준 위원장
취득할 수 있다는 뜻.
- 이현철 위원
네.
- 이준식 검사
3단 비교표에 만들어 온 거예요. 4쪽에 보면 330조 있잖아요.
- 송중준 위원장
액면미달발행?
- 이준식 검사
예, 그건 4항만 액면미달발행을 제한하면 되지 않나요?
- 송중준 위원장
이게 액면미달발행, 원래는 ‘액면 417조 및 이외의 경우에는 그러하지 아니하다.’ 이렇게만 규정을 할 경우에.
- 이준식 검사
1항의 경우에는, 2조 1항의 경우에는 액면미달발행을 회피할 수단이 되니까, 그냥 신주인수선택권을 줄 때는 그 행사가격을 액면미달로 하지는 마라는 거죠. 액면미달로 하려면 주총 특별결의 거치고 법원의 허가를 받고, 다만 경영권 방어를 할 때만 이 예외를 허용해 주겠다는 거니까, 그걸 1항 까지도 허용해 주면 통상적으로 신주발행 할 때는 액면미달절차를 거쳐야 하는데, 신주인수선택권을 부여해 가지고 할 때는 그것을 안 거처도 되는 417조, 418조 그쪽을 점탈할 수도 있는 길을 허용하는 거니까.
- 송중준 위원장
네, 알겠습니다. 알겠습니다.
417조가 그게, 330조가 나와 있는데…
그리고 그 액면미달발행을 하게 될 경우 그것과 관련해서 액면미달을 허용하는 측면 이죠, 지금 이게?
그런데 액면미달발행을 할 때는 그 액면미달발행을 허용하는 것하고, 허용한다고 해서 액면미달발행할 때 요구되는 주총 특별결의나 법원의 허가 그것이 배제된다고 얘기할 수 있나요?
- 이현철 위원
네. 배제된다는 취지이죠.
- 이준식 검사
배제된다는 취지죠.
- 송중준 위원장
그 배제된다는 뜻인가요?
- 이현철 위원
지금 ‘000조의2 제6항의 경우에는 그러면 배제된다.’ 이렇게 되겠네요. 지금 6항이 제일 마지막 조항, 지금 5항을 6항으로 만들기로 했으니까, 그렇죠? 6항을 지금 말씀하신 게 맞는 것 같아요. 6항만 배제하면 되겠네요.

○ 이준식 검사

이제 새로 조문을 만들...

○ 이현철 위원

예. 조문을 만들 때 6항의...

○ 이준식 검사

현재 4항.

○ 이현철 위원

현재 5항, 현재 5항이죠.

○ 송종준 위원장

현재 5항, 바뀐 5항이 되는 거죠?

○ 이현철 위원

예. ‘권면액에 미달하는 가액으로 정하여 부여할 수 있다.’ 이 조항이 5항이거든요. 이게 6항이 됐는데, 이 경우에만 330조에 대한 예외를 인정하겠다. 그럼 말씀드린 대로 법원의 허가나 이런 거 필요 없이. 법원의 허가를 받아서 발행하는 경우는 417조에 대해서 하는 것이고요. 이 포이즌 필에 따라서 하는 경우는 그것도 필요 없고.

○ 송종준 위원장

‘필요 없다.’ 그런 거죠? 그걸 취지가?

○ 이현철 위원

왜냐하면 417조가 하고 두 개가 평행으로 되어 있으니까요.

○ 송종준 위원장

예, 그리고 또 하나가 2조 2항에 보면 ‘대가를 받지 않고 받을 수 없다.’라고 하는 것은 ‘무상배정만 하라.’는 취지죠? 나중에 뒷부분에 강제 저거하고 다 연결되기 때문에 그런 취지 때문이죠?

○ 이현철 위원

그니까 돈 받고 하지 말라는 거죠.

○ 송종준 위원장

그러면 그거는 됐고요.

○ 이현철 위원

상환 부분은 제가 한번 wording을, 다시 한 번 조정 해보겠습니다.

○ 송종준 위원장

예, 그렇게 하고.

○ 이준식 검사

3단 비교표에서 5페이지에 ‘조정’이 구체적으로 어떤 의미인가?

○ 송종준 위원장

5페이지?

○ 이준식 검사

3단 비교표 비교란에 보면요. 이 지금 3호에 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항이 있는데, 이 조정이 무슨 말인지 모르겠어요.

○ 이현철 위원

이것은 저거죠. 발행한 뒤에 시장가격이 떨어져가지고, 원래는 이제 시가보다 저렴하게 해야 의미가 있잖아요.

그런데 그 후 시가가 무슨 상황인지 모르지만 떨어져서 다시 역전현상이 생기면 이것을 조정해줘야만 유효한 방어수단으로써 효력을 유지 않겠어요? 그런 의미입니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 시가의 변동에 따라서 적절하게 대응을 할 수 있기 위해서 필요하네요.

○ 이현철 위원

예, 예.

○ 이준식 검사

그것을 넣을 필요가 있을까요? 뭐, 물론 좀 미련하게 시가보다 반 정도만 할 수 있다고 하는 경우엔, 지금 같이 3분의 1토막 나면 그렇게 할 수 있겠지만, 뭐 한 10원에 행사할 수 있다고 그러면...

○ 이현철 위원

그러면 의미가 없지요. 그런데 정확히 모르니까. 예를 들어서 법원이, 법원이 이제 예를 들어 ‘10원에 하는 것은 너무 심하다.’ 라고 해서 법원이 만약 그런 것들을 제한한다, 예를 들면. 그러면 회사가 미국에서도 아주 극단적으로 많이 깎지는 않고요. 보니까 시가보다 3분의 1정도 싸게 그런 것들 많이 있거든요. 예를 들어 ‘그런 식으로 했다. 그런데 시가가 좀 폭락했다. 그래서 그

게 별로 방어의 의미가 없더라.’ 이런 것도 생각해 볼 수가 있을 것 같아요.

의외로 미국에서는 아주 싸게는 안 하는 경우가 많더라고요.

○ 송종준 위원장

그리고 그 ‘무상소각이 허용되는 경우는 행사 이전까지 허용할 수 있다.’고 분명히 법령이 명시가 돼 있죠?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그럴 경우 이제 이 상장회사가 결국은 이런 포이즌 필에는 관심이 많을 텐데, 상장주식을 양도하면 이게 이 warrant가 자동적으로 양도가 되는 그런 거죠? 양도할 때.

그런데 그거를 어떻게, 어떻게 알까? 등기할 땐, 등기에서 공시되니까?

○ 이현철 위원

어떤 거요? 양도된다는 것?

○ 송종준 위원장

어느 회사가...

○ 이현철 위원

주식양도는 다 따라서, 다...

○ 송종준 위원장

다 발행돼 있으니까 자동적으로 공시가 되니까.

○ 이현철 위원

이거는 어떻게 보면 개념, 관념적으로 그냥 따라 있다는 거예요.

○ 송종준 위원장

관념적으로 그렇게 하나로만, 일체로만 보면 된다는 얘기예요?

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그 밖에 또 하나가 제3자 배정 문제거든요. 제3자 배정이 허용될 것이냐? 그 다음에 우리 등기를 확인하지만 이런 것들을 예컨대 영업보고서나 감사보고서에 한번 기재하도록 하는 것이 좋지 않겠느냐? 그런 것들이 지배권 control 문제이기 때문에 주주들이 굉장히 투자여부를 결정하는데 결정타일 것 같아요, 내가 볼 때.

○ 이준식 검사

제3자 개정은 이미 그 첫 회인가? 거기서 주주로 딱 끝났지 않나? 신주인수권 제3자 배정은.

○ 송종준 위원장

그런데 원래 우리 일반 신주발행 할 때도 주주한테 되는 규정만 있거든.

○ 이준식 검사

예?

○ 송종준 위원장

주주, 신주발행 할 때도. 제3자 배정 달리는 경우 조항이 따로 있고, 우리 신주인수권부사채나 이런 것은 어떻게 돼 있어요?

○ 이현철 위원

다 준용되게 돼 있죠. 이렇게.

○ 송종준 위원장

준용되게 돼 있죠. 그러면 제3자 배정한 것은 준용규정이 없으면 적용되지 않는다고 해석을 해야 되건 건가?

○ 이준식 검사

주주라고 얘기하고 있으니까.

○ 송종준 위원장

주주 얘기 해보니까 ‘허용하지 않는다.’라고 하는 취지이겠죠?

그런데 역시 예컨대 이것도 유추해석해서 ‘신주인수선택권이라고 하는 것도 잠재적인 주식이다.’

○ 이현철 위원장

417조인가? 준용하는 것 아닌가?

○ 송종준 위원장

준용해서 3자 배정 할 수 있지 않겠냐?

이렇게 해석 여지가 있지 않을까요 모르겠어요.

○ 이현철 위원

네.

○ 이준식 검사

그런데 조문마다 저쪽에 전환사채나 신주인수권부사채에도 주주 외의 자에게 이것을 배정할 때는 그 내용이라든가 이런 것들을 구분해서 다 정해놨거든요.

○ 송종준 위원장

그러면 이제 3자 배정은 불허하는 입장이라고 하는 거죠? 현 상태에서는요.

○ 이현철 위원

수반성까지 있고.

○ 송종준 위원장

수반성이 있으니깐, 그렇죠. 그러면 당연히 안 되는 것으로 해석을 할 수밖에 없는 것이고. 어떻게? 영업보고서, 등기를 하니까 그것으로 뇌물 것인지, 투자자들은 사실 잘 모르거든요. 투자자들은 등기부 열람하고 투자하는 사람은 대한민국에 없거든요.

○ 이현철 위원

예, 그거는 상장법인 같으면 사업보고서 기재사항이라든지.

○ 송종준 위원장

예, 일본에는 아마 이게 들어있는 것 같아요, 아마 이게.

○ 이현철 위원

그러면 영업보고서 조항 쪽에다 이것을 추가를 해야겠네요?

○ 송종준 위원장

예.

○ 이현철 위원

그건 제가 찾아가지고 영업보고서 쪽에 추가를 하겠습니다.

○ 이준식 검사

그리고 3단 비교표에 9쪽이에요, 5조 3항.

○ 이현철 위원

모든 신주인수권을?

○ 이준식 검사

‘모든’으로 하는 것이 맞지 않을까요? 그런 취지하에 뭐, 이 말이 들어가는 게 맞는지 틀린지를 떠나서, 이거는 모든 신주인수선택권을 소각하는 것을 말씀하시는 거죠?

○ 이현철 위원

‘신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.’ 이렇게 해야 되겠네요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 전부를.

○ 이현철 위원

3항을 말씀이죠? ‘별도의 대가 없이 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.’ 예, 그게 맞지요. 명확한 답이죠.

○ 이준식 검사

이거는 그냥 행사 없고 방어도 없는 상

황에서 싹 없애는 것을 지금 말하는 거니까.

○ 이현철 위원

이것은 ‘일부는’ 아닙니다.

○ 송종준 위원장

예. 여기서는 그게 당연하죠.

○ 이현철 위원

그 이전하고 양도는 지금 5조 2항인데요. 이게 상속이나 뭐 이런 것 있지 않습니까?

양도 아니고 그냥 법상, 법률상 효력에 의해서 넘어가는. 그걸 포함해서 이전이라고 했거든요.

○ 송종준 위원장

그러니까 예컨대 회사에 따라서 이걸 다 해 놓고 더 이상 필요 없는 데도 끝까지 갖고 있는 경우가 있을 수 있거든요.

○ 이현철 위원

없애야 되니까.

○ 송종준 위원장

그럴 경우 그걸 없애고 말고 하는 것을 완전히 회사에 맡겨놓는 것이 좋으냐? 필요가 없다고 볼 경우에는 이제 이사회가 뭐 빨리 무상소각을 하든지 이런 조치를 취하는 게 좋지 않느냐 이런 생각도 있는데, 그런 거와 관련된 어떤 담보조항을 넣는 게 좋나요?

○ 이현철 위원

이제 더 이상 효력이 없어졌는데 계속 남겨 놨다?

○ 송종준 위원장

그냥 평퍼짐하게 정관에 그대로 넣어줬다. 정관에 매년 동안.

○ 이현철 위원

정관은 계속 있겠죠.

○ 송종준 위원장

정관은 계속 있고, 이사...

○ 이현철 위원

이사회결의를 한번 했는데, 그런데 이사결의는 이렇게 좀 구체적으로 규정되지 않을까요? 뭐, 어디, 어느 지금 뭐, 공개매수에 따라서.

○ 송종준 위원장

그럴 경우에 어떤 event가 생겼는데 예컨대 갑자기 포기를 하는 수가 발생할 수 있죠? 공격자가. 계산해보니까 안 되겠다.

○ 이현철 위원

그러면 신주인수선택권이 무의미해지지 않을까요?

○ 송종준 위원장

무의미해지...

○ 이현철 위원

몇일 자 공개 매수에 따라서 ‘누가, 누가 어떻게 하는 경우에 이렇게 된다.’라고 신주인수권 플랜이 나올 텐데, 그 사람이 포기해 버리면 아예 포기해버리는 지는 거고, 여기의 무상소각은 아직도 의미가 있는데, 서로 잘 합의가 된다든지, 아니면 뭐 proxy, 그 위임장 권유에 의해서 공격자가 이기는 경우라든지, 이런 경우에 이사회결의 아니면 주총에서 그걸 소각해버린다든지 그런 걸 염두에 둔 거죠.

○ 송종준 위원장

예컨대 이사회에서 결의를 할 때, 부여를 할 때 구체적으로 특정한 뭐 유사시에 발생할 수도 있지만, 그 전에 구체적인 ‘향후 2년 내에 뭐 이런 사유가 발생할 땐 자동적으로 이렇게 한다, 부여한다.’ 이런 식으로 만 이렇게 결정을 해 봤을 때.

○ 이현철 위원

좀 포괄적으로요?

○ 송종준 위원장

포괄적으로 했을 때는 문제가 좀 있을 것 같거든요.

○ 이현철 위원

그렇습니다. 사실은 두 가지 가능성이 있는데요.

하나는 정관은 어차피 하나 있어야 되는 거고, 정관에 아주 추상적으로 규정하고, 이사회에서 지금 위원장님 말씀대로 좀 추상

적으로 규정하고, 어떻게 플랜처럼 하나 만들고, 실제로 발동할지 말지는 또 이사회 나중에 가서 특별위원회에서 그렇게 하고, 3단계로도 갈 수 있죠.

그때 가실 때에는 2단계 것은 아무도 안 하실 것 같거든요. 2단계 것은 놔두고, 3단계 것을 할 것이냐, 말 것이냐는 개별단계에서 하고, 그게 실제로는 신주인수선택권 부여겠죠, 실제로 3단계에서.

○ 송종준 위원장

그래서 이사회에서 그렇게 할 확률이 클 것 같아요, 내가 볼 때는.

○ 이현철 위원

예. 그게 클 것입니다.

일본도 그런 식으로 하고 있다는 거고, 그리고 중간 단계로 무슨 하나 masterplan을 하나 만들 가능성이 크다는 것이죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 그 이사회 결의에서 masterplan 짠 것이, 장기간 놔둘 때.

○ 이현철 위원

그거는 일본에서도 masterplan 자체를 주총 승인을 받는다는 거거든요, 주총 보통결의를. 그러니까 일본에서는 정관의 규정을 의무화하지 않으니까 정관은 없고, masterplan을 만들어가지고 그거를 주총 보통결의로, 특별결의 하는 경우는 드물고요. 보통결의로 masterplan을 하나 받아놓고, 그런데 그 masterplan의 효력은 한 3년 정도랍

니다. 1년은 아니고, 매년 받기는 힘드니까.

○ 송종준 위원장

그러니까 그걸 얘기하는 거야.

○ 이현철 위원

5년씩 받고 이제 보통발행은 그때 가서 하고.

○ 송종준 위원장

보통 ‘sunset rule’을 두는 것이 최근의 추세인데, 회사 내에 장기적으로 남아있으면 사실 투자의 대상으로 볼 때는 투자자들은 merit가 없어진다고, 자꾸.

그러면 사실 내가 볼 때는 주주들의 경제적 이익이 상당한 영향을 줄 것 같아. 그래서 ‘일정한 기간이 경과하면 또는 경과 후 없어진다.’라고 확일적으로 규정을 하거나 ‘플랜이 소멸한다.’는 규정을 하거나, 아니면 추상적으로 필요가 없을 때는 ‘이것을 소각해야 한다.’ 이런 규정을 둔다면, 그런 우려가, 그런 취지도, 최근의 취지까지도 다 반영될 수 있는 것이 아닌가 싶은 느낌도 있는데, 혹시 무상소각과 관련해서 그런 것을 넣을 수 있다면.

○ 이현철 위원

그런데 사실 그것을 route를 열어준 게 주총결의이거든요. 주총결의에서 소각할 수도 있기 때문에, 그러면 주주들이 예를 들어 이것도 위임장 권유의 대상이 되지 않겠습니까? 주총소집 청구를 해가지고 위임장 권유를 해서 주총에서도 이것을 소각할 수

있는 길을 열어놓은 거잖아요.

굳이 플랜 자체를 이 컨셉에서, 저도 이제 플랜 자체를 이 컨셉으로 못 가져오겠더라고요.

○ 송종준 위원장

그거는 뭐, 해석론으로 남겨둡시다.

○ 이현철 위원

예, 그거는 회사의 practice로 가져가죠.

○ 송종준 위원장

그것은 해석론으로 남겨 놓고. 그 밖에 또 다른...

○ 이준식 검사

5조 3항에 ‘주주총회의 결의’가 나오는 데요. 5조 3항에, 이건 368조나 아니면 434조의 특별결의인지 이걸 좀 밝혀주는 것이 좋을 것 같은데.

○ 이현철 위원

아, 그렇네요.

○ 송종준 위원장

주주총회 결의? 주주총회 결의하면 보통 결의를 말하지 않나요? 우리 법의 표현에.

○ 이준식 검사

그런가요?

이 도입이 도입될 때 특별결의로 도입된 건데.

○ 이현철 위원

정관은 특별결의인데요. 제가 생각하기에는 이 소각은 특별결의로 하는 건 좀 엄격한 것 같아요.

○ 송종준 위원장

소각을 쉽게 해 주자는 취지에요, 오히려.

○ 이준식 검사

취지를 하려고 하면 368조, 368조 1항의 결의라고 하든지, 좀 이거는 밝혀주는 게.

○ 송종준 위원장

명확하게? 320...

○ 이준식 검사

368조 1항의 주주총회의 결의, 뭐...

○ 이현철 위원

그게 상법에서 쓰나요? 보통결의도 그렇게...

○ 이준식 검사

안 쓰는데, 이게 도입이 될 땐, 지금 저렇게 된 걸 갖다가...

○ 송종준 위원장

도입은 정관 변경으로...

○ 이현철 위원

그런데 사실은 신주인수선택권 부여는 이사회 결의로 한 거거든요. 정관은 물론

ground가 되긴 하는데.

○ 이준식 검사

정관을 없애는 게 아니니까.

○ 이현철 위원

예, 정관은 그대로 있고 명확히 해준다는 의미에서는 좋은 것 같은데 조금 안 쓰던 표현이라서.

368조?

○ 이준식 검사

그러면 뭐, 더 한번 따른 조문들...

○ 이현철 위원

예, 다른 조문 한번 찾아보겠습니다. 다른 데도 그런 표현을 쓰는 게 있는지.

○ 이준식 검사

3항에 그 ‘신주인수권의 행사 이전까지는’보다는 ‘행사기간 이전까지는’이게 낮지 낮겠어요? 이거는 행사기간이 이미 진행되고 난 뒤에도...

○ 이현철 위원

그거는 뒤에도 할 수 있다는 것이죠, 행사 안 된 것들은.

○ 이준식 검사

안 된 것에 대해서요? 그러면 전부다 한꺼번에 행사하는 것 없애는 거잖아요?

○ 이현철 위원

없었는데, 행사한 것은 개념적으로 없앨 수가 없겠죠. 행사해서 신주가 발행됐는데.

○ 이준식 검사

누군가 행사했는데, 나머지만 없애버리면 이거는 좀 불합리하지 않나?

○ 이현철 위원

그렇게 할 수밖에 없잖아요. 신주발행을...

○ 이준식 검사

전부를 없애는 거니까 신주인수선택권 전부를 없애는 것이니까, 행사하기 전에는 언제든지 없앨 수 있고, 행사기간이 도래하고 난 뒤에는 이미 내가 이거 행사기간이 도래했으니까, 행사한 사람은 안 없애고 뭐 만약에 싸다고 그런다면, 다른 사람들은 행사 안 하고 있는데 없애버리면 문제가 있으니까.

○ 이현철 위원

그런데 행사기간 이전이라고 하면 좀 소각을 제한하는 면이 있을 것 같아요. 그러니까 행사기간은 개시를 했지만 여러한 사유로 ‘아직 행사를 주주들이 안 하고 있다.’ 그런 상태인데, 그때부터는 소각을 못 한다고 한다면.

○ 이준식 검사

그때는 이미 행사기간이 도래하고 난 뒤에는 주주들이 기대가 이미 현실화된 것이

아니겠어요?

○ 이현철 위원

그런데 이거는 뭐냐 하면 일종의 주주의 경제적 권리를 보장한다는 것 보다는 방어 수단으로 사용되고, 그리고 그것을 소각하는 것은 결국 방어수단으로부터 철회한다는 의미거든요.

○ 이준식 검사

요게 3항이 꼭 그런 것은 아닙니다.

2조 1항이랑 4항 두 경우 모두 다 적용되는 조항이니까.

○ 이현철 위원

물론 그렇죠. 그런데 그런데 무상으로 교부하니까.

○ 이준식 검사

무상으로 교부하지만...

○ 이현철 위원

행사기간이 도래했는데도 행사를 안 하고 있는 사람은 항상 이 3항에 따른 소각 risk를 안고 있다고 봐야죠.

○ 이준식 검사

그런데 그게 행사가액이 정해져 있다고 할 때 유리하거나 불리하거나 따라서 진짜 유리한 경우라면...

○ 이현철 위원장

빨리 행사하면...

○ 이준식 검사

먼저 행사한 사람과 아직 그 행사기간 중에 내 권리가 보장된다고 생각하고 가만 있던 사람과 차이가 생길 수 있으니까 그런 문제가 좀 있지 않겠어요?

○ 이현철 위원

그거는 제가 보기에는 신주인수권의 소각을 너무 제한하는 것 같아요, ‘행사기간이 들어가면 무조건 소각 못한다.’ 그러면 포이즌 필의 그 뭐라고 해야 하나? redemption을 제한하는 게 되거든요. redemption을 제한하는 것 같아서 조금 부담이 될 수 있을 것 같아요.

○ 이준식 검사

회사의 입장에서 이거는 회사가 무상으로 줬기 때문에 일반적으로 없앨 수 있는 조항이긴 하지만, 행사기간이 이미 도래돼가지고 이제 누군가 행사하는 사람들이 생기고 있는 상황에서...

○ 이현철 위원

그건 막혀가지고 행사하는 사람이 생기죠.

○ 이준식 검사

나머지 없애버리게 된다고 한다면, 그것은 너무 그렇잖아요.

○ 이현철 위원

그런데 이렇게 생각해 보시죠. 지금 어떤 뒤, 위임장 권유에 의해가지고 일부는

행사했어요. 그런데 대부분 주주들은 이거는 경영권 방어목적으로 쓰면 안 된다고 해서 행사를 안 하고 있어요. 사실은 행사를 하면 경제적으로 이익이 되지만 안 하고 있는 상태에 있는데, 그래서 주총결의를 해가지고 ‘이걸 다 소각해버립시다.’라고 결의를 시도한다 이거죠. 하는데 행사기간이 좀 경과가 되고 있어요.

그러한 상황에서 이것 소각을 못하게 하는 것은 이게 그러면 뭘니까? 주주의 의사를 제한하고 있는 면이 있거든요. 아무튼 이 포이즌 필을 너무 경직되게 운영이 될 수도 있죠.

○ 송종준 위원장

글쎄.

○ 이현철 위원

이거는 사실은 주주 간의 형평 문제는 만일 그런 우려가 있으면 다 행사를 하겠죠, 만약에 그런 상황이라면.

○ 이준식 검사

만약에 1항에 따라서 우리 회사 주가가 1만 원짜리인데 나중에 1년 후부터 한 2년 후까지 사이에 1년 동안에 1만 1,000원에 행사할 수 있는 신주인수선택권을 갖다가 부여했다 말이에요, 무상으로.

그런데 그 시점에서 1년간 충분히 자금 조달을 위해서 만약에 했는데 그때 보니까 주가가 마구 올라가고 있더라. 그러면 더 기다리면 이게 올라갈 것이라고 생각하고 기다리고 있는데 이걸 만약에 없애버리면...

○ 이현철 위원

그러면 제한을 이 무상소각을 하는 경우를 아예 2조 6항인가요?

○ 이준식 검사

현재 4항.

○ 이현철 위원

2조 6항의 경우로 제한하면 어때요? 그러니까 결국은 우리가 생각하는 포이즌 필 형태로만...

○ 이준식 검사

차라리 그게 낫네요.

○ 이현철 위원

그렇게 하면 그럴 일은 없네요, 그렇죠?

안 그러면 일반적인 예를 들어 순수한 자본조달의 목적의 경우에는 이런 무상소각이라는 게 이상하잖아요, 그렇죠?

○ 이준식 검사

그리고 4항의 경우 경영권 방어를 수단으로 하는 경우라도 이것을 10원짜리로 행사할 수 있다고 해 놔는데, 진짜로 행사기간이 도래를 했단 말이에요. 도래하고 나면, 이 10원에 행사할 수 있다는 이게 도래됐으니까 이제 막연한 기대가 권리로서 보장이 돼야 하는데, 일부가 행사하고, 일부가 행사 안 한 상황에서 할 수 있다는 건 좀 문제가 있는 것 같아요.

○ 이현철 위원

그렇죠. 그런 형태로 표현할 수 있죠.

○ 이준식 검사

아무리 경영권, 지금 이걸 소각하겠다는 것은 경영권 방어의 필요성이 없기 때문에 없애겠다는 건데, ‘누구는 행사하고 누구는 행사를 안 했는데 그런 단계에서 행사 안 한 사람에 대해서 소각하고 나머지는 한다.’ 이거는 문제가 있는 것 같고, 그래서 ‘행사기간이 도래하기 전까지는 회사가 공짜로 준 거니까 마음대로 없앤다.’ 하는 것은 이해를 할 수 있겠는데.

3항을 만든 이유가 철저하게 경영권 방어를 만들었다가 더 이상 이제 경영방어로서 필요 없으니까 소각하겠다는 거니까 1항의...

○ 이현철 위원

경영권 방어가 필요 없어서 소각하는 게 아니고요. 경영권 방어를 안 하겠다고 하는 겁니다, 필요가 없으니까.

○ 이준식 검사

경영권 방어를 안 하거나 필요 없거나 다 포함하고 있지요?

○ 이현철 위원

예.

○ 이준식 검사

다 포함할 수 있을 거예요.

○ 이현철 위원

아무튼 이쪽 공격자 측이 위임장 권유로 이기거나, 아니면 합의가 잘 돼서 friendly하게 되거나 뭐, 그런 경우를 상정하는 거거든요.

혹시 저의 우려는 일반적으로는 그런 일이 없을 것 같은데 행사기간이 이미 개시가 됐고, 그 후에 아무튼 그런 일이 생겼을 때 이것 때문에 못하게 되는 일이 생기거든요.

○ 이준식 검사

행사기간이 이미 지나고 난 뒤에 이제 누군가 적대적인 M&A를 한다는 말이...

○ 이현철 위원

아니, 그런 건 아니죠. 적대적인 M&A가 있고, 그러면 이론적으로 이럴 수도 있잖아요. 예를 들어 아예 무상소각을 못하게 해 버리려고, 행사기간은 아무튼 뭐, 계속 지금 발행 때로부터 계속된다고 하고, 행사조건만 이렇게 걸어놓으면, 행사조건만 어떤 사유를 걸어놓으면 이론상으로는, 그럼 행사기간이 경과가 안 되나? 그러면 조건의 성취가 안 됐으니까.

○ 이준식 검사

적대적 M&A가 이제 friendly하게 진행돼 가고 있다고 하더라도 그때도 그 행사기간 이전에 결정이 안 나지 않나요?

○ 이현철 위원

그러니까 행사기간을 조건성취 이후로 한다면 꼭 그렇지는 않겠죠. 그 이후에 행

사기간이 이미 개시되고 난 뒤에 뭐, 합의가 될 수도 있겠죠.

그러니까 이것을 만약에 피하고 싶으면, 피하고 싶은 주주는 행사일 개시하자마자 행사해버리면 되는 거죠. 그거는 자기가 해태한 것 아니겠어요?

○ 이준식 검사

그런데 행사기간일을 언제부터 언제까지라고 정해줘 가지고 통상 길지는 않겠지만 이걸 주고서 ‘아, 내가 어느 기간 동안에 행사할 수 있다.’고 생각하고 있는데...

○ 이현철 위원

그런데 이 규정이 있으면 항상 소각 될 수 있는 거죠.

○ 이준식 검사

소각될 수 있다는 그것만 있지, 기간의 딱 해서 공고한다고 그러면 이 법규정을 모른다고 그런다면, 그 행사기간 동안에 통상 내가 행사할 수 있다고 생각하는 게...

○ 이현철 위원

그것은 맞죠. 일반적으로 그런데, 이 포이즌 필이라는 건 특수한 거니까. 어떤 그 사람, 주주의 어떤 개인적인 경제적 권리를 주고자 하는 목적이 아니고 포이즌 필로만 제한한 거고.

○ 송종준 위원장

그러니까 이 단계에서는 만약에 취지가 이제, 이미 행사한 사람은 경제적 이득을

챙겼다는 거죠? 시가보다 저렴하게...

신주를 받은 경우이고, 나머지는 기간이 이제 정해져 있으니깐 ‘나는 내일 해야 되겠다.’ 그런데 오늘 당장 그냥 무상소각을 하는 경우, 주주의 권리 침해의 소지를 가져 오는데, 이것은 포이즌 필 이것과 상관이 없어.

예컨대 일반 주식을 소각하는 경우에는 모든 주주에게, 지금 있다가 팔아버린 사람, 내일 소각에 들어갔다, 그것과 유사한가?

행사, 그러니까 행사 이전이라는 것이 ‘행사사유가 발생한 이후, 발생하게 되면 언제부터 며칠 내에 이 인수권을 행사할 수 있다.’ 이렇게 정해놓겠죠.

○ 이현철 위원

네, 기간을 보통 그렇게 정해 놓겠죠. 확정기일로 못 정하겠죠. 일단 행사조건이 성취가 되고, 등기가 된 때로부터 일주일이면 일주일, 뭐 3월이면 3월.

○ 이준식 검사

그런데 이게 적대적인 M&A가 아니라 friendly하게 바뀌었다고 할 경우라도 행사기간이 도래하고 나서 friendly하게 바뀌는 경우가 있나요, 실제로? 그때는 이미 주주들이 ‘와’ 하고 행사를 마구 할 텐데, 그렇게 이게 되고 난 뒤에 내가 이것을 friendly하게 바꿀 수 있는 그게 가능성이 있나요? 그 전에 해가지고 이걸...

○ 송종준 위원장

별로 없죠.

○ 이준식 검사

없애고 할 테니까 행사기간...

○ 송종준 위원장

불가능하죠. 인수가 불가능해요. 그것을 소각하지 않으면 인수가 불가능해요.

○ 이준식 검사

행사기간이 이미 도래하고 난 뒤에는 어려운 거 아닌가 싶은데요.

○ 이현철 위원

그러니까 말씀은 만약에 그렇게 이 조항을 행사기간 이전일까지만 할 수 있다고 하면, 행사기간 개시돼 버리면 friendly M&A 불가능하게 되는 거죠. 왜냐하면 인수해야 될 대금이 너무 높아지거든요.

○ 이준식 검사

그러니까 제 말씀은요. friendly 되기 위해서는 행사기간 진행 개시되기 전에 이미 끝나야 된다는 거죠. 안 그러면 다른 사람들 다 10월에 이걸 다 행사를 할 테니까 그때 이미 늦는 거죠.

그 말씀하신 대로 일본에서도 이게 미국에서도 포이즌 필이 실제로 한 번도 발동된 적이 없다는 것은 그 행사하기 전에, 행사기간 개시일 전에 이미 friendly하게 다 바뀌고...

○ 이현철 위원

일본에서는 있어요, 몇 군데가. Bulldog Sauce가 바로 발동된 거죠. Bulldog Sauce

case는 아예 조건 성취를 원인으로 하지 않고요. 공개매수 성취를 원인으로 하지 않고 바로 다 발행해 버렸거든요.

사실 일본 case 같으면 이게 의미가 있을 수 있죠. 그것은 행사조건이 바로 행사가 조건을, 공개매수성공을 요건으로 안 하고 다 발행해 버렸거든요, 그러니까 그 경우 의미가 있는데.

○ 송종준 위원장

유사시에 임박해서 일이 터졌을 때는 시간이 없으니까.

○ 이현철 위원

예, 그렇게 했는데...

그렇게 한번 하시죠, 행사기간 개시일 이전까지.

○ 송종준 위원장

그렇다면 그 3조에 ‘이사회가 등등 결정 하여야 한다.’라고 돼 있죠. 권고를 하고, 권고를 하고 ‘행사기간은 권고일로부터 2주간 이후에 개시하여야 한다.’ 이렇게 되어 있거든요.

이럴 경우, 예컨대 갑작스럽게 그 공격자가 나타날 경우, 공개매수 기간이 20일로 설정해서 온다고 할 경우.

○ 이현철 위원

뭐, 문제없죠, 그래도. 왜냐하면 그 사람은 공격을 해가지고 성공을 해봐야 이것은 이대로 진행이 되지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

아, 나중에 있으니까...

○ 이현철 위원

예, 나중에 뒤통수 맞으니까 그대로 진행...

○ 송종준 위원장

그렇지. 그러면 무상소각 그 부분은 그 시점...

○ 이현철 위원

개시일로 하는...

○ 송종준 위원장

행사.

○ 이현철 위원

‘행사기간 개시일 이전까지.’

○ 송종준 위원장

행사기간...

○ 이현철 위원장

개시 이전까지 할까요? 개시일이라는 말은 또 쓰지 않았으니까.

‘신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전까지는’ 이렇게 할까요.

○ 송종준 위원장

그리고 그 4조의 자기 신주인수선택권 상환하는 것은 행사사유가 발생하고, 발생해서 주주들이 이 인수선택권을 취득하게 되

는 경우 다 이걸 유상으로 취득하는 경우를 분명히 한다고 그랬죠, 그걸 말하는 거죠? 그니까 자기 신주인수선택권은 행사사유가 발생하기 전에도 취득할 수 있고.

○ 이현철 위원

그렇죠. 이거는 행사기간 제한...

○ 송종준 위원장

부여한 이후에는 언제든지. 어떤 특정 주주가 신주인수선택권을 행사하기 전이라면 언제든지 유상의 대가를 주고 취득할 수 있는 기능, 이것을 상환이라고 하고.

○ 이현철 위원

이건 이렇게 하면 어떻게 싶습니다.

4조는 이사회가 결의해가지고 신주인수 선택권을 그냥 상환할 수 있는 것으로, 미리 무슨 사유를 정하고 그래하는 것이 아니고.

○ 송종준 위원장

하지 말고?

○ 이현철 위원

이사회가 필요하다면 정관에 물론 근거가 있어야 되겠죠. 근거가 있어야 되겠지만 이사회가 필요하다면 결의를 해가지고 이런...

○ 이준식 검사

4조의 경우에는 '회사가치 제고'라든가 이거는 적용을 받아야 되는 것이 아닌가요?

○ 이현철 위원

그거는 앞에 있죠. 지금 정관에서 그렇게 있죠, 2조 4항에.

정관에 근거는 있어야 하죠. 있을 때만 할 수 있고요.

○ 송종준 위원장

4조 1항을 이사회가 민첩하게 대응할 수 있도록 해주고, 그러면 그렇게 한다면 1, 2, 3, 4호는 일체 이 법안에는 집어넣을 필요가 없게 되는 거예요? 아까 4조 1항을 그런 식으로 할 경우에 이사회가 결정할 수 있다. '정관의 규정에 의하여 이사회는 신주인수선택권을 취득할 수 있다.' 이렇게?

○ 이현철 위원

예. '전부 또는 일부를 취득할 수 있다.'

이게 그러면 취득할 수 있다는 뜻을 당초 부여하는 이사회 결의 있지 않습니까? 신주인수선택권을 부여하는 이사회 결의, 거기에서 일단은 규정을 하게하고?

○ 송종준 위원장

거기서 규정을 하게하고? 아, 그러네요. 그러면 되겠네요. 어쨌든 이것이 어디든지 들어가긴 들어가야 되는데 그게 3조 1항에서 부여하는 단계에서 들어가도록 하면 그렇게만 한다면 괜찮을 것 같아요, 그런 식으로 해서.

○ 이현철 위원

제가 다시 한 번 정리를 해 보겠습니다, 조금...

○ 송중준 위원장

3조 1항에, 3조 1항에다가 조항을 하나 만드시든지.

○ 이현철 위원

3조 1항의 각 호 조항은 반드시 해야 되는 사항이구요. 2항으로 하든지 해가지고, 상환하고자 하는 경우에는 1항의 결의에서 그에 관한 사항을 정하도록 하고, 그거 4항으로 지금 4조 1호~4호까지의 사유를 넣고, 그죠?

○ 이준식 검사

조문이 많이 바뀌어서, 새 거를 한번 봐야지.

○ 송중준 위원장

이거 한번 정리를 한번 하셔가지고 일단 메일로 주셔서 다시 한 번 보고, 그러면 법무부 사실상 wording작업은 끝난 것으로 정리를 할까요?

○ 이준식 검사

wording은 계속해야 되는데 저희가...

○ 송중준 위원장

회의, 회의.

○ 이준식 검사

회의 자체는 소위원회는 끝내고요.

○ 송중준 위원장

예, 소위원회는 끝내고.

○ 이준식 검사

메일을 통해가지고 위원님들께 최종안이랑 검토안이랑 이렇게 해서 만들어낸 그걸로 만들어 다시 한 번 하겠습니다.

○ 송중준 위원장

또 법무부에서 무슨 form이 있다면서요?

○ 이준식 검사

그거는 설명자료 만들었는데요.

○ 송중준 위원장

그러니까 전체회의에 올려야 할 안건은 어떻게 법무부가 만들 거예요?

○ 이준식 검사

지금 설명자료를 만드는 것은 좀 그렇지 않나요? 다시 또 결의해서 이거는 안 하겠다고 그러면, 설명자료 직접 써놓고 상정시킨 건데. 거기 전체회의...

○ 송중준 위원장

그러니까 전체회의는 어떤 식으로 안건을 올릴 거예요? 그냥 법...

○ 이준식 검사

법안만 가지고.

○ 송중준 위원장

조문만 올리고, 어쨌든 해당 위원님들이 설명을 하고, 취지를. 그러니까 그 취지를 간단간단하게 적어놓은 것, 그렇게 해서 좀 안건이 그렇게 만들어져야 되겠죠.

그런데 제가 볼 때에는 여러 가지 남용 소지고 뭐고 이런 것들을 굉장히 장치를 해 놨기 때문에 ‘이것을 도입하면 절대 안 된다.’라고 하는 것들은 그런 거 없이 free하게 막 들어오는 경우를 예상하고 있는 거예요.

거의 우려할 상황이 아니지 않느냐고 생각을 해서, 아마 위원회에서는 원래 처음에 말하던 것처럼 ‘찬성투표의 계획’ 그렇게 하는 것이 아니고, 이런 설명을 해서 그냥 뭐 구두로 전체 내용을, 회의내용으로 채택을 하고, 법무부에 권고안을 내는 식으로 찬성을 할 수밖에 없을 것 같아요.

○ 이준식 검사

그리고 이 조문 정리하는 내용을 11월 4일이죠. 제 생각에는 2주 이상 걸릴 것 같거든요. 그런데 18일 정도까지 완성한다고 보고, 17일까지 완성한다고 보고 18일 정도에 전체회의를...

○ 송종준 위원장

18일?

○ 이준식 검사

예. 이게 전체회의에서 뭐 그렇게 될 것은 아니니까 그때까지 더 이상 이제 수정이 불필요한 정도로 만들어서 18일 정도에 전체회의를 하고, 그거 끝나고 나면 바로 이제 부처협의를 들어가서 최종적으로 뭘 빼고 넣을 것인가 정리를 해서, 구체적인 절차를 거치고 그 다음에는 부처협의랑 입법예고를 12월 달에 마쳐서 법제처 심사를 올해 안으로 끝내고, 법제처에서 실상 만든

노력에 비해서 조문이 몇 개 안 돼가지고, 법제심사...

○ 이현철 위원

많이 늘릴까요? 정관을 좀 늘릴까요? 하하!

○ 송종준 위원장

아니요, 그럴 필요는 없어요. 그게 조문은 그렇지만 한 조문, 한 조문 자체가 여러 가지 목적과 기능을 생각했기 때문에 사실 일반적인 general한 건 가져오긴 금방 쉽죠. 뭐 이걸 안 되고, 이걸 안 되고, 뭐 한다고 보면 이거 까다로워지는 건데.

○ 이준식 검사

2주 내에는 지금 이 법무관이 좀 촉박할 것 같다고...

○ 송종준 위원장

18일 날?

○ 이준식 검사

17일까지 해가지고 18일 날 회의하면 검토할 시간이 없으니까 며칠 전엔 줘야죠. 3, 4일 이상은 뭐 검토할 시간을 줘야 되지 않겠습니까? 다른 위원님들도 마찬가지고.

○ 송종준 위원장

미리? 그렇죠.

○ 이준식 검사

조문 확정하는 것도 생각보다 또

wording이라든지 손 볼 게 좀 있거든요.

○ 송종준 위원장

wording 꼼꼼한 것들은 법무부가 좀, 이제 우리 이 위원님...

○ 이준식 검사

최종안 주신 것에서, 그것에서 바뀐 부분을 표시해서 그렇게 하든지, 아니면 check하든지 해가지고 다시 메일로 보내드릴게요.

○ 송종준 위원장

그렇게 하고 지금 이제 전체회의에서는 아마 각 조문이라든가, 특히 이 포이즌 필이 특히 관심이 많을 텐데 그 취지, 지금 설명은 안 해주면 우리도 모를 정도로 이렇게 있잖아요.

그거를 뭐 한 두 줄로 간단한 취지로 해서 설명할 수 있어야 되거든.

○ 이준식 검사

포이즌 필은 어차피 할 테니까 개요 정도를 뭐, 조문개요 정리를 한 번 해서 보내주시면 좋겠는데.

○ 이현철 위원

네.

○ 송종준 위원장

그래서 각 조문별로 큰 원칙들이 있잖아요.

○ 이준식 검사

저는 25일 정도로 생각할 수가 있을 것 같은데, 또 전달도 그렇고 ‘오늘 회의 한다.’ 이렇게 하면 그러니까 12월 25일 정도까지, 조문 완성은 18일까지 끝내는 것으로 하고요. 그리고 18일 정도에 모두 다 끝나고서 25일까지...

○ 송종준 위원장

25일이면 어휴, 그 때는 내가 다른 일들이 많이 있는 것 같은데.

나는 지금 다 끝날 줄 알고, 중순 넘어가서 나 free하게 막 일정 짰는데, 이제.

○ 이준식 검사

앞으로도 계속 할 일들이 많습니다.

○ 송종준 위원장

뭘 또 해요? 하하하!

○ 이준식 검사

위원장님, 법안 최종 나오면 설명자료 앞의 서문도 써야 하고...

○ 송종준 위원장

아, 그거는 서문을 써야 되는 건데, 지금 중간에 2주면 너무 기간이 길지 않아요? 몇 개 조문이 안 되는데, 뭐.

○ 이준식 검사

그게 보내주시는데 하루, 이틀 걸리고요.

○ 이현철 위원

코멘트를 다시 주셔야 되고요.

○ 이준식 검사

또 거기에 대해서 수정하시는 것 보내드리면 다른 위원님들이 다 이거에 대해서 검토하실 수 있는 시간이 있으니까.

○ 송종준 위원장

가만 있어봐. 25일이면 화요일이에요?

○ 이준식 검사

예, 12월 25일 화요일.

○ 이현철 위원

그때, 내가 무슨 발표하는 날이네. 어느 학회연구소에서 발표하는 날인데.

○ 이준식 검사

꼭 18일 날 뒤, 화요일 날 아니라도 되

면, 미리만 날짜를 정해가지고 보내주시면 날짜를 한 몇 주 전에 이야기해 주면 되니까, 전체회의를.

전체 회의를 일정상 두 번은 못하거든요.

○ 송종준 위원장

한 번만 하고 끝냅시다, 예.

○ 이준식 검사

위원장님께서 한번 날짜를 주시면 그 날짜를...

○ 송종준 위원장

그래, 한번 알아보지요. 일단 내 연구실 들어가야 일정을 아니까.

(산회 18시 30분)

12. 제9차 전체회의

- 구 분** 「경영권 방어법제 개선위원회」 제9차 전체회의
- 일 시** 2008. 11. 26.(화) 15:00 ~ 19:15
- 장 소** 서울중앙지검 6층 소회의실
- 참 석 자**
- 위원장 송중준
 - 강희철, 권종호, 이준섭, 왕윤종, 연태훈, 이현철, 안수현, 노혁준, 여은정, 김학현 공정위원회 경쟁정책국장, 강종석 기획재정부 기업환경과장(대리참석), 이명호 금융위원회 자본시장과장(대리참석)
 - 법무부 검 사 이준식
공익법무관 이병주
- 토의사항** ○ 신주인수선택권 위원회안 확정
- 기타사항**
- 지금까지 만든 개정안을 권고안 형식으로 법무부에 제출
 - 개정안의 세부적인 추가 수정에 관하여 의견이 있으면 이를 각자 제출하기로 함

제432조의2(신주인수선택권) ① 회사는 정관으로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.

② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.

③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻

2. 신주인수선택권의 행사에 따라 발행할 수 있는 신주의 종류 및 발행한도

④ 회사는 제3항의 정관의 규정에 다음 각 호의 사항을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에 한하여 그 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여할 수 있다.

1. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻

2. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

3. 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

⑤ 회사는 제4항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사 가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.

제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제432조의2제5항의 경우에는 그러하지 아니하다.

제432조의3(신주인수선택권의 부여) ① 회사가 신주인수선택권을 부여하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻

2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법

3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항

4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건

5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지

및 해당 주주의 범위

6. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 행사내용을 달리 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
 - ② 회사는 제1항의 이사회 결의일부터 7일 이내에 그 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.
 - ③ 제1항제4호의 행사기간은 제2항의 공고일부터 2주 이후에 개시하여야 한다.

제432조의4(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의2제4항제3호의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 상환하고자 하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다. 이 경우 회사는 지체없이 그 사실을 공고하여야 한다.

1. 상환할 신주인수선택권의 범위
 2. 일정한 사유가 발생한 경우 상환의 효력이 발생하도록 하는 때에는 그 취지 및 사유
 3. 상환의 효력발생일
 4. 상환의 대가로 교부할 신주 또는 금전 기타 재산의 구체적인 내용
 5. 상환에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
- ② 제1항에 따라 회사가 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실한다.

제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.

- ② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.
- ③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전에는 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.

제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 그 행사가액의 전액을 납입하여야 한다.

- ② 제1항에 따라 신주인수선택권을 행사한 자에 대하여는 제516조의9를 준용한다.

제432조의7(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.

- ② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.

1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수
2. 신주인수선택권의 행사금액
3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건
- ③ 제2항의 등기에 관하여 제183조를 준용한다.

제432조의8(준용규정) 신주인수선택권에 관하여 제351조 및 제424조를 준용한다.

(전략, 17시 30분)

[신주인수선택권 위원회안 확정]

○ 송중준 위원장

그 다음에는 이제 조문수로 하면 이제 신주인수권, 신주인수선택권에 관한 문제입니다. 그래서 이 부분은 우리 이현철 위원님께서 준비를 하셨는데 실제적으로 많은 관심을 갖는 중요한 쟁점이기도 한데요. 간략하게 대체로 이제 자료들을 미리 다 드렸고, 보신 것을 전제로 하는 것이기 때문에 특징을 좀 설명을 해 주시기 바랍니다.

○ 이현철 위원

이 부분은 권중호 교수님께서 제가 소위원회에서 법안 초안 작업을 담당을 했었습니다. 그래서 일단 제가 권 교수님을 대표해서 제가 말씀을 드리도록 하겠습니다.

다 아시는 바와 같이 우리나라에 포이즌 필은 지금 금지되어 있다고 이렇게 이해를 하고 있는데, 저희가 이 법안을 만들 때 기본 생각은 그랬습니다. 금지를 하고 있는 것을, 어떻게 보면 중립적으로 일단 허용을 하자, 그러니까 이제 endorse라는 의미는 아

니다, 법안에서.

이거를 뭐, 회사가 자유로이 할 수 있다, 이렇게 해 준 것은 아니고, 지금까지는 문이 닫혀져 있었는데 문을 열어주자, 이 닫혀 있던 문을 열어주자, 그 다음에 그게 어떻게 뭐, 적정하냐 아니냐의 문제는 또 다른 문제가 되는 것이고, 그런 생각으로 저희가 이제 입법을 했고요.

그리고 이제 잘 아시는 바와 같이 미국이나 일본의 경우, 여기 이제 미국과 일본의 사례를 보시면 법에서 이 포이즌 필 자체를 직접적으로 이렇게 이렇게 하라고 하는 것은 없습니다, 미국이나 일본은.

그냥 미국과 일본에 있는 것은, 특히 미국에 있는 것은 그냥 회사법에서는 warrant를 이사회가 발행할 수 있다, 이런 말밖에 없습니다, warrant가 할 수 있다. 이제 그것을 어떻게 보면 창의적으로 이렇게 활용을 해서 80년대 초에 이 포이즌 필이라는 것을 만들어 낸 것이고, 그것에 대해서 쭉 이제 85년경에 미국 여러 판례들이 그 유효성이, 어떤 경우에는 유효하다는 기준을 제시한 것이고, fiduciary duty라는 큰 우산 하에서 그런 기준을 제시한 것이고, 이렇게 발달해 왔거든요.

그리고 일본은, 일본도 역시 마찬가지로 이제 2002년에 warrant에 관한 신주예약권 조항이 들어가고 그 후에 이제 그게 조금 더 이렇게 개정되면서 좀 다듬어졌고, 그것에 따라서 이제 여러 일본의 회사들이 주총결의 또는 이사회결의로 이 warrant를, 포이즌 필을 채택을 했고, 그게 이제 2007년 작년에 Bulldog Sauce case를 통해서 일본법원에서 처음으로 유효성이 인정되기 위한 여러 가지 조건이 제시됐고, 이제 이런 게 발전과정이지요.

그래서 우리나라에서 과연 이 포이즌 필 제도를 법으로 만들 때 과연 어느 정도로 만들 것이냐는 것이 이제 사실 저희한테는 큰 숙제였습니다. 어느 정도까지 법에서 이걸 관여를 할 것이냐, 문을 열어주는데 문을 어느 정도까지 열고 어떻게 할 것이냐는 것이 상당히 숙제였습니다.

그래서 이 포이즌 필이라는 것은 잘 아시는 바와 같이 두 가지 핵심요소가 있습니다. 주식을 저가로 발행한다는 요소가 하나 있고요. 주식을 기존에 어떤 시가라든지 이런 것보다 저가로 발행한다는 요소가 있고, 그리고 하나는 이제 주주를 차별한다는 요소가 있습니다, 그 공격자를 차별한다. 이 두 가지가 이제 아주 핵심적인 요소가 되는데, 그 두 가지를 어떻게 이제 그 법에서 포용을 할 것이냐? 이게 가장 핵심이었습니다.

그래서 2페이지를 보시면, 법안을 이해하시려면 한국에서 포이즌 필이 왜 안 되는지를 먼저 잠깐 말씀을 드려야 법안 설명이 가능할 것 같아서 그것부터 간단히 말씀드리겠습니다.

한국에서 포이즌 필이 왜 안 되느냐? 첫째로 warrant 발행 근거 조항이 없습니다. 지금 신주인수권부사채, 그리고 스톡옵션 이거에 관해서는 조항이 있지만 warrant는 지금 조항이 없죠. 그리고 우리나라 회사법은 강행법규성이라고 해서 명시적으로 열거되지 않은 그런 종류의 유가증권을 발행할 수 없기 때문에 안 된다, 이게 첫 번째 장애사유죠.

또 하나의 장애사유는 주주평등의 원칙, 모든 주주는 평등하게 취급되어야 된다는 것이 이제 우리나라 조문에는 없지만, 일본과 달리 우리나라는 조문은 없지만 그게 아주 굉장히 상위의 그런 원칙이기 때문에 그게 또 하나의 큰 문제고요.

그리고 신주를 저가발행하면 그게 어떤 이사회 임무위배 아니냐, 지금 이제 에버랜드 case에서 법원에, 고등법원까지 판단이 양쪽이 갈렸죠. 갈리고 대법원의 판단을 기다리고 있습니다마는, 결국 신주를 저가 발행하는 것이 이게 과연 이사가 적절한 업무를 집행한 것이냐는 것이 또 하나의 큰 장애요소가 되고 있고요.

그리고 하나는 과연 이 경영권을 방어한다는 것이 회사 이사회나 경영진이 할 수 있는 업무냐, 조금 더 본질적인 일로써 그것은 주주의 일 아니냐? 대주주끼리 서로 싸우고 박치기하고 할 일이지, 과연 경영진이 나서 가지고 이런 이사회에 나서 가지고 이런 일을 할 수 있느냐는 보다 더 조금 근본적인, 그런데 기본적으로 법원의 지금까지의 입장은 그것은 경영진의 업무는 아니라는 거죠. 그래서 경영진이 그것을 표방하고

어떤 cooperate action을 취하게 되면 그 자체로 이것은 문제가 있다는 게 지금까지 기본적으로 법원의 입장이었기 때문에, 그럼 이제 포이즌 필을 하게 되면 이건 다른 목적은 없잖아요, 다른 목적은 없이 경영권을 방어할 목적으로만 이런 일을 하니깐, 지금까지 있어 온 그런 근본적인 생각과 좀 달라진다, 이런 것들이 지금까지 이제 포이즌 필의 장애사유였습니다.

그래서 법안을 만들 때 이런 장애사유를 사실은 제거를 해 줘야 이제 포이즌 필이 발행이 가능할 텐데, 그래서 사실 법안 입법 방향이 이제 두 가지가 있을 것 같습니다. 첫째로는 아주 법안에서는 소극적으로, 그러니까 미국과 일본식으로만 가는 거죠. 미국과 일본식으로, 그런데 warrant 발행 근거조항만 하나 만들어주는 거죠, 법안에서는, warrant 발행이 가능하다, 이렇게 그냥 일반적인 조항만 하나 만들어주고 나머지 지금 말씀드린 주주평등이라든지 이런 여러 가지 문제들은 결국 판례로 그냥 해결해라, 미국이나 일본처럼, 판례나 또는 practice로 해결을 해라, 이런 이제 아주 제한적이고 소극적 입장이 하나 있을 것 같고요.

그런데 문제는 이제 이렇게 하면 오랜 동안에 쌓여 온 그런 장애사유가 대부분 해소 안 된 상태이기 때문에 사실은 뭐, 거의 확실하게 포이즌 필이 안 될 것이라는 생각이 듭니다, 그렇게 그것만 해 주면.

그 다음에 페이지를 넘겨보시면 또 하나의 방법은 warrant 발행 근거뿐만 아니라 이런 저가발행, 그리고 차별적 지급을 할 수 있다는 그런 허용조항을 법에서 만들어

줘야 되는 것 아니냐는 것이 하나의 approach가 될 것 같습니다. 그래서 지금 저희 소위원회에서 논의된 것도 바로 2안에 따른, 기본적으로는 2안에 따른 그런 approach입니다.

그런데 이제 이 2안에 따르더라도 그러면 의문이 하나 있습니다. 그럼 warrant를 허용을 할 때 이 warrant를 기업들이 일반적으로 자금 수단으로 쓸 수 있도록, 이 포이즌 필 이외에도 쓸 수 있도록 아주 general하게 허용을 할 것이냐, 아니면 딱 포이즌 필 이용으로만 할 수 있도록 할 것이냐, 이게 저희들 좀 숙제였습니다. 이게 하나 있었고요.

그리고 이제 차별적 취급이나 저가발행의 근거를 어떻게 만들어 줄 것이냐, 이게 또 하나의 큰 숙제였고 그렇습니다.

그리고 이제 문제는 이것을 시장이나 또는 외국투자자들이 받아들이기엔 국가에서 법을 만들어 가지고 포이즌 필을 지원했다, endorse를 했다는 것은 사실 굉장히 negative한 것 아닌가, 나쁜 것 아닌가라는 생각이 듭니다. 왜냐 하면 일본에서 이제 Bulldog Sauce case가 판결이 나왔을 때만 해도 굉장히 비판하는 글들이 많았었거든요. ISS나 이런 데서 이제 그걸 굉장히 비판을 하는 글들이 많았고, 그런데 사실은 미국보다 더 나은 것도 아닌데, 미국에서는 이사회결의만으로도 가능한데 일본에서는 주총의 다수 결의로 했는데도 지금 그것을 유효하다고 한 일본 최고재판소 판결에 대해서 굉장히 시장에서 비판이 많았고, 그래서 사실 우리가 이 법에서 이걸 마치 이제

endorse하는 것 같은 그런 내용의 법안이 만들어지면 그 자체에 굉장히 비판이 있을 것이고, 그래서 어떻게 보면 법안은 상당히 중립적으로 가야 되는 것 아닌가는 그런 생각을 했습니다.

그래서 이제 그 소위원회안의 기본방향을 보시면 기본적으로 2안을 채택하면서 첫째로는 warrant의 근거규정을 신설했습니다. warrant 근거규정을 신설을 하고 다만 이 warrant 부여를 포이즌 필의 경우로만 국한하지는 않았습니다. 그러니까 포이즌 필이라는 것은 기본적으로 저가발행 그리고 공격자에 대한 차별적 취급, 이 경우에 한해서 warrant를 발행할 수 있다고 하면 이 warrant는 오로지 포이즌 필 목적으로만 만들어진 warrant다, 그러니까 국가가 법을 만들어 가지고 포이즌 필만을 위한 warrant를 만들었다는 그런 어떤 부정적인 시장의 어떤 반응, 인식을 우려해서 그것만으로 한정을 하지 않았습니다, warrant를. 일단 warrant 발행은 가능하다는 것을 선언하고, 다만 차별적 취급을 하거나 저가발행을 하고자 하는 경우에는 추가적인 이러한 요건을 갖추어야 한다는 것을 규정하는 방식으로 했습니다.

그런데 이제 그렇게 하다 보니까 그러면 이때 warrant가 일반적으로 다 허용되는 거냐? 이제 기업이 자금조달수단으로써 스톡 옵션이나 신주인수권부사채 말고도 warrant 발행을 일반적으로 할 수 있느냐는 것이 또 문제가 됐고, 그것은 굉장히 범위가 넓었습니다. 그러면 일본식으로, 일본에는 지금 이 신주예약권 조항이 굉장히 자세히 되어 있

거든요, 그것은 왜냐 하면 warrant를 일반적으로 자금조달수단으로써 허용을 하다보니까 발생가능한 모든 경우를 다 규정하다보니까 굉장히 범위가 넓어졌습니다.

그래서 저희 소위원회에서 그렇게 하면 우리 위원회의 어떤, 경영권 방어위원회의 어떤 업무범위를 좀 벗어나는 것 아니냐, warrant를 일반적인 자금조달수단으로 하게 되면.

그래서 두 가지가 약간 딜레마가 됐습니다. 일반적인 자금조달수단으로 하기는 너무 큰일이고 그렇다고 또 딱 포이즌 필로만 쓰기가 warrant만으로 모양을 만들려니까 그게 상당히 좀 negative하게 보이고, 그래서 중도안을 택한 것이 그 warrant를 쓸 수 있는 경우를 좀 제한을 했습니다.

첫째로는 주주에게만 발행할 수 있도록, warrant를. 제3자에게 발행하는 warrant를 가능하지 않고 기존 주주한테만 발행하는 warrant를 생각을 했고요. 그리고 무상으로만 발행하게 했습니다. 그러니까 어떤 대가를 받고 warrant를 발행하는 것이 아니고, 무상으로만 발행할 수 있도록 그렇게 조항을 만들었고, 그리고 세 번째로는 주식과 별도로 이 warrant를 양도하는 것은 허용하지 않았습니다. 그래서 항상 주식에 딱 붙어가지고 일단 발행해서 유효한 warrant가 발행되면 그 다음부터는 이렇게 주식하고 붙어서, 수반해서만 다니게 하고 별도로 양도하는 것을 허용하지 않는 그런 세 가지를 함으로써 이 warrant의 어떤 활용범위를 좀 제한을 하려고 그렇게 저희가 노력을 했습니다.

그렇다고 해도 포이즌 필 이외의 warrant가 불가능한 것이냐, 그것은 아닌 것 같습니다. 기업들이 예를 들어서 그냥 신주 발행을 당장은 안 하지만 발행가액 예정가액을 정해 놓고, 행사가액을 정해놓고 주주들한테 warrant를 발행할 수 있겠죠, 그건 저희도 정확하게 지금 예측하기는 어렵지만, 꼭 포이즌 필만을 위한 warrant는 아니다, 신주인수선택권은 아니라는 그런 의문은 약간은 남겨 놓은 그런 상태입니다.

그래서 이제 그게 첫째로 말씀드리는 warrant의 근거규정을 신설했다는 부분이고요.

그 다음에 이제 차별적 취급, 더 큰 속제가 사실은 이제 차별적 취급과 저가발행, 이 부분을 어떻게 해결할 것이냐, 이제 이걸 명시적으로 말을 안 넣어주면 지금까지의 그 법원의 판결이나 우리나라의 일반적인 학설에 비추어서는 포이즌 필이 가능하지 않기 때문에 이게 가능하다는 말을 해줘야 됩니다.

이 가능하다는 표현이 그래서 지금 개정안 초안을 보시면 초안에 432조의2 4항에 보시면 그 내용이 들어 있습니다. 그래서 원래 warrant를 발행할 때는 꼭 정관에 그런 말을, 꼭 이 말을 써야 되는 것은 아닙니다, 차별적 취급에 관한 사항을 꼭 넣어야 되는 것은 아닌데 차별적 취급에 관한 사항을 회사가 원하면 넣을 수 있도록 그렇게 했습니다. 넣어야 되는 사항, 그러니까 그 3항에서는 반드시 정관에 넣어야 되는 사항이고요, 그리고 4항에서는 이제 회사가 선택해서 넣을 수 있는 사항인데 그런 차별

적 취급에 관한 근거를 일단 정관에 포함을 해야 되고,

그럼 어떻게 남용을 방지할 것이냐, 어떻게 기준을 제시할 것이냐의 문제가 있겠죠. 그래서 결국은 이제 포이즌 필을 허용을 하면서 어떤 기준을 제시해야 되는 것 아니냐는 것이 이제 문제였습니다. 그럼 어떤 기준을 제시할 것이냐? 이제 이게 사실 문제인데, 저희는 이제 미국과 일본의 판례를 좀 고려했습니다. 그래서 미국의 판례를 다시 한 번 말씀드리면 Unocal이나 Moran, 이런 case에서는 결국은 목적과 수단의 어떤 상당성, 합리성을 이야기를 했거든요. 그러니까 중요한 건 목적의 합리성인데, 결국은 fiduciary duty 하에서 이 포이즌 필을 발행할 때는 corporate policy와 corporate effectiveness, 그러니까 회사의 어떤 장기적 가치 또는 현재의 임원들이 갖고 있는 회사의 어떤 정책을 보호하기 위해서 발행하는 포이즌 필은 허용이 된다고 하는 것이거든요. 그리고 그런 corporate policy나 effectiveness에 대해서 공격자가 위협을 하는 경우에는 그것을 방어하기 위해서 합리적인 정도의 어떤 포이즌 필은 가능하다, 이게 이제 미국에서의 판례이고, 일본에서는 기업가치 그리고 주주공통의 이익, 그런 개념이었죠. 그래서 기업가치와 주주공통의 이익을 확보, 이게 저희 표현에서는 유지, 증진이라고 했는데요. 일본에서는 좀 다르게...

○ 송종준 위원장
확보 및 향상.

○ 이현철 위원

확보, 향상, 예. 저희가 표현을 약간 다르게 썼는데, 결국 같은 이야기입니다. 그래서 '기업가치 및 주주 공통의 이익을 확보, 향상' 이렇게 표현을 썼습니다. 그래서 그런 경우에는 이 warrant 발행이 이제 허용된다고 이렇게 일본에서 범무성하고 경제산업성의 가이드라인하고 Bulldog sauce case의 판례에서 그런 의견을 제시했죠. 그래서 저희가 그런 예에 따라가지고 '회사의 가치 및 주주 일반의 이익' 이런 표현을 사용했습니다.

그래서 이 기준에 맞는 경우에는 공격자를 차별해서 취급할 수 있다, 그러니까 차별 취급하는 예는 세 가지가 있습니다. 첫째로는 발행을 하는 단계에서 아예 신주인수선택권을 발행할 때, 부여를 할 때 아예 공격자를 빼고 부여하는 것이 하나 있고, 그렇게 차별하는 것이 있고.

그 다음에 행사에 관해서 아예 그 사람들은 행사를 못하게, 부여는 다 같이 하지만 행사를 할 때 그 공격자는 행사를 못하게 하는 방법이 있고, 또는 행사하더라도 행사의 내용이 다르게 하는 방법이 있고, 세 번째로는 회사가 상환하는 방법이 있습니다. 회사가 이제 주주가 이제 혹시 행사를 안 할 수도 있기 때문에 그런 경우에 회사가 어떻게 보면 강제로 상환을 할 수도 있는데, 강제로 상환을 할 때 일반주주에게는 주식을 주고, 공격자에 대해서는 아예 상환을 안 해 주거나, 아니면 상환을 해 주더라도 Bulldog sauce처럼 돈으로 주거나 그렇게 세 가지 방법으로 이제 공격자를 차

별할 수 있도록, 차별할 때는 그냥 마음대로 차별할 수 있는 것은 아니고 '회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지, 증진시키기 위한 경우' 이렇게 제한을 했습니다.

그러면 이제 당연히 생길 수 있는 의문이 이 회사의 가치와 주주 일반의 이익이 도대체 뭐냐? 이걸로 충분히 남용이 방지되겠느냐는 의문이 충분히 생길 것 같습니다.

그런데 저희 소위원회에서 그것을 논의한 바로는 과연 법에서 어느 정도까지 더 깊이 들어갈 수 있겠느냐는 문제가 있는 것 같습니다. 일본과 미국의 경우에는 법에서는 전혀 언급이 없는 사항을 우리는 그동안에 어떤 오랜 동안의 전통을 감안해서 반영을 하긴 하되 더 이상 법이 관여할 수 있겠느냐, 이정도 기준을 제시하는 것 이상으로 법이 관여하기는 어려운 것 아니겠느냐는 생각을 했습니다.

그리고 이 부분에 대해서 결국은 법원의 판단, 이제 법원의 판단에 맡겨 줄 수밖에 없는 것 아니냐는 생각을 했고요. 이제 법원에서 결국은 판단하는 시점은 그럴 것 같습니다. 이걸 가지고 신주인수선택권을 발행하거나, 이제 부여를 하거나 또는 이미 부여가 됐거나, 됐을 때는 이 신주인수선택권 부여에 따른 신주를 발행하지 마라, 이렇게 가처분신청을 할 겁니다, 공격자 쪽에서는. 또는 신주인수선택권 자체를 부여하려고 할 때는 그 신주인수선택권을 부여하지 마라, 두 단계가 있겠죠.

신주인수선택권 부여하기 전에는 그걸 부여하지 말라고 가처분신청을 하고, 이미

부여가 돼 버린 경우에는 그것에 따른 신주를 발행하지 마라, 이렇게 두 단계에서 이제 법원에다가 가치분신청을 하는 수가 있을 것 같습니다.

그래서 그 가치분신청 단계에서 과연 회사의 가치와 주주일반의 이익을, 주주일반이라고 표현을 쓴 것은 일부 주주가 아니고 전체 주주를 말하는 것입니다. 그래서 주주일반의 이익을 유지, 증진시키는 경우가 어떤 경우냐는 것은 법원에서 판단을 할 것 같은데, 사실 그 부분은 좀 의문이 있습니다.

그것은 첫 번째로 회사의 가치하고 주주의 이익하고 좀 다른 것이냐 같은 것이냐, 동어반복이냐? 아니면 회사의 가치라는 것은 주주 플러스 다른 Stakeholder, 뭐, 채권자라든지 임직원이라든지 지역사회라든지 그런 것을 포함하는 개념이냐, 그런 게 하나 있고요.

그 다음에 일본에서 많이 문제가 됐던 hostile takeover를 한 다음에 그 공격자가 뭐를 할 것이냐? 예를 들어서 뭐, LBO처럼 그렇게 할 것이냐, 아니면 bust-up takeover처럼 회사를 다 쪼개가지고 팔 것이냐, 이런 post takeover Plan, takeover한 이후의 plan까지도 이 회사의 가치를 고려할 때 고려할 것이냐 말 것이냐, 미국에서는 그것을 고려하지 않고 있고 일본에서는 지금 고려를 하고 있는데, 과연 법원에서 나중에 판단을 할 때 그것까지도 고려해 가지고 예를 들어 남용적 매수자, 남용적 매수자의 개념을 도입할 것이냐 말 것이냐, 이런 것들도 사실은 법원의 판단에 넘어간 것이 된 것이죠.

그리고 이제 아까 말씀드렸듯이 경영진

이 방어를 할 때 현재 주가가 예를 들어 20\$이다, 2만 원이다, 그런데 공격자가 공개매수를 하면서 5만 원을 제시했다, 그럼 도대체 현재 이사진이 무슨 논리를 가지고 이게 주주일반의 이익이라고 할 수 있겠느냐, 도저히 불가능하다. 그러면 주주한테는 혹시 이게 더 이익일지 모르지만, 공격이. 이렇게 되면 우리 회사가 다 망가지게 되고, 그러면 이 회사의 채권자라든지 임원이라든지 임직원이라든지 이런 사람의 이익을 위해서라도 방어를 해야 된다, 이런 논리를 과연 제시할 수 있는 거냐? 여기 이제 조문에는 회사의 가치라는 표현이 결국은 그 단서가 되겠죠. 그래서 이런 것들이 여러 가지 다 녹아있는, 어떻게 보면 녹아있는 부분입니다.

그래서 이게 이제 법으로 그것을 그러면, 그런 것을 고려할 수 있다, 그게 이제 constituency close죠. 미국 회사법에서 주주의 이익 이외에 다른 stakeholder의 이익도 고려할 수 있다는 조항이 일부에 있는 주도 있지 않습니까? 그래서 그런 것까지 우리 법에 넣기는 조금 부담스럽고, 그래서 일단은 어느 정도는 오픈개념입니다. 회사의 가치 및 주주일반의 이익이라는 그런 포괄적이면서도 약간은 조금 오픈되어 있는 그런 개념을 가지고 기준으로 지금 제시가 되어 있습니다.

그래서 이제 4페이지에 가보시면 그 명칭을 신주인수선택권이라고 명칭을 쓴 것은 기존에 다른 신주인수권이나 주식매수선택권과 좀 구별하기 위해서 그런 말을 썼습니다. 그리고 일본에서는 신주예약권을 쓰고 있는데 같은 명칭을 쓰기는 그렇고 해서 신

주인수선택권 개념을 썼고요. 그 조문의 위치는 지금 현재 432조에 있는, 그 432조까지가 신주의 발행에 관한 조항입니다. 그래서 그 조항 바로 다음에 별도로 이제 관을 만들어 지금 이 신주인수선택권 조항을 넣겠다는 취지고요.

기본절차를 간략히 말씀을 드리면, 첫째로 이제 정관에 근거가 있어야 됩니다, 그냥 발행할 수 있는 것은 아니고. 일본에서는 그 신주예약권을 정관의 근거 없이도 발행할 수가 있습니다, 주주한테 발행할 때는 정관에 근거 없이도 할 수 있는데, 우리 법에서는 일단 정관상 근거, 그래서 최소한 주주가 이런 정관을 만들 때 관여를 할 수 있도록 그렇게 했습니다. 그리고 아까 말씀드린 대로 어떤 차별적 취급을 한다든지 저가 발행을 한다든지 그런 것도 다 정관에 근거가 있어야만 할 수 있습니다.

그러니까 예를 들어서 정관에는 그냥 신주인수선택권을 발행할 수 있다는 것만 정관에 들어가면 그것만으로는 포이즌 필을 발행 못하는 거죠. 정관에는 그거 플러스 차별적 취급도 할 수 있고 그리고 저가발행을 할 수 있다는 조항이 정관에 들어가야만 그래야만 그 이후에 이사회가 제대로 된 포이즌 필을 발행할 수 있습니다.

그 다음에 신주인수선택권을 실제로 부여할 때는 이사회결의로 가능하도록 그렇게 했습니다. 이 부분은 사실은 이제 논란이 있을 수 있겠죠. 그래서 이것을 정관으로도 규정해야 되지만 주총결의가 또 필요한 것 아니냐는 이런 말씀이 충분히 가능하실 수 있고, 이 부분은 상당히 이제 정책적인 고려사

항인 것 같습니다. 일본의 Bulldog sauce case는 결국은 이제 주총 결의를 했죠, 주총 특별결의를 했는데, 그때는 사실은 정관개정과 주총 결의를 같이 했습니다, 두 개를 같이 했던 경우이고, 미국에서는 지난번에도 말씀드린 대로 이사회결의만으로 하고, 미국에서의 포이즌 필에 대해서 학자들의 이야기는 allocation of power, 파워의 분배를 이사회에 줄 것이냐, 주주에게 줄 것이냐의 문제다, 포이즌 필이 바로. 그런데 포이즌 필을 인정한다는 것은 바로 그 파워를 이사회에 준다는 의미라고 지금 해석이 되어 있습니다. 그리고 그 말은 포이즌 필을 주총결의를 받으면 그건 본래에 미국에서 생각하는 포이즌 필이 아니라는 이야기죠. 주총에 어떤 판단을 받지 않고 이사회가 할 수 있기 때문에 포이즌 필이 중요하다는 것이 미국에서의 일반적인 이야기고, 이게 이제 주총 결의까지 받을 것이냐 말 것이냐는 것은 조금 다른 이야기 것 같습니다.

그리고 일단 행사를 하는 것은 주주가 행사하는 것이 당연히 원칙일 텐데, 회사의 상환권도 인정을 했습니다. 이 말씀은 뭐냐 하면, 당연히 이게 이제 저가로 발행되고 하기 때문에 일반주주들이 행사하는 것이 당연하겠지만 혹시나 어떤 경우에 있어서 주주들이 행사하지 않는다, 또는 행사가 지체된다, 이런 것을 대비해서 회사가 이제 행사를 강제할 수 있는, 회사의 어떤 상환권을 인정해서 회사가 행사를 강제해서 신주인수선택권을 없애버리고 주식을 줄 수 있는 그런 길도 열어뒀습니다. 그게 이제 회사의 상환권을 인정한 그런 부분입니다.

그리고 5페이지로 가보시면 이게 이제 그, 신주인수선택권의 취소입니다, 무상소각이 바로 취소와 같은 이야기인데요. 그러니까 일단 포이즌 필이 부여가 됐다고 하더라도 그 이후에 이제 주주가 원하지 않는다, 주주가 이걸 반대한다고 하면 주총결의로 무상소각을 할 수 있습니다, redemption을 할 수 있고, 또는 이사회가 할 수 있습니다. 그것은 이제 포이즌 필을 없앨 수 있는 한 가지 방법으로써 공격자 측에서 proxy fighting을 해가지고 이사진 바꾸고 그 바뀐 이사진이 이 신주인수선택권을 없앨 수 있는 것으로, 그래서 그건 미국에서도 인정되는 것이죠. 그래서 그 조항을 넣었습니다. 행사기간이 개시되기 전까지는 포이즌 필의 행사기간이 개시되기 전까지는 이것을 무상소각할 수 있는 것으로 그렇게 했습니다.

말씀드린 대로 이제 항상 주식과 붙어서 만 양도가 되도록, 별도는 양도가 안 되도록, 그리고 주식이 이전되면 당연히 이전되는 것으로 그렇게 지금 규정을 만들었습니다.

그 다음 부분은 차별적 취급과 저가발행의 근거, 이것은 꼭 다 설명을 드린 것이고요. 그래서 만약에 이제 이게 기준 주주의 이익을 보호하기 위한 것이다, entrenchment이다, 참호효과, 참호를 파기 위한 것이라고 하면 법원에서 인정하지 않을 것이라는 것이 저희의 어떤 믿음인데, 그거는 이제 조금 더 앞으로 법원의 판단을 지켜봐야 될 부분인 것 같고요.

그래서 그 밑에 제가 써 놓은 부분이 바로 과연 그 회사의 가치를 고려한다는 것이 뭐냐? 주주일반의 이익은 알겠는데 그건 비

교적 쉬운 개념인데, 회사의 가치라는 것이 뭐냐는 것이 여러 가지 좀 논란의 소지가 있을 수 있는 것 아니냐는 부분입니다.

그리고 6페이지로 가보시면 또 하나의 의문은 그럼 과연 이사회가 어떤 액션을 취했다, 포이즌 필을 채택을 했다, 그럼 그걸 아직 법원에서 판단을, 가처분단계에서 판단을 할 때 쉽게 이야기하면 입증책임을 누가 질 것이냐, 이게 회사의 이익이고 주주의 이익이 된다면 입증책임을 경영진이 지게 할 것이냐, 아니면 공격자가 져야 되느냐, 아니면 경영판단의 법칙을 적용해서 일용 이사회를 존중해 줄 것이냐, 미국처럼, 미국은 이제 경영판단의 법칙보다는 조금 더 무거운, 그래서 그걸 intermediate standard라고 그러죠. 그거보다 조금 더 무거운 어떤 그런 의무를 이사회에 지울 것이냐, 이런 것들은 사실 다 법원에서 판단해야 될 사항 아닌가 싶습니다. 법으로 도저히 그것까지 규정한다는 것은 어려운 것 같고요. 그래서 그런 것들도 사실은 법원의 판단에 맡겨진 것 같습니다. 입증책임이라든지 경영판단의 법칙을 어떻게 적용할 것이냐 이런 것들은 다 법원에 맡겨진 일인 것 같습니다.

그리고 차별적 취급의 유형은 조금 전에 말씀드린 것이고요. 위원장님, 조문을 좀 말씀드릴까요? 어떻게, 기본적 취지는 다 설명을 드린 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

구성으로만, 뭐, 각 조문별로 이미 다 보셨을 테니까요.

○ 이현철 위원
에.

○ 송종준 위원장

432조의2는 신주인수선택권에 관한 기본적인 사항, 330조는 이제 액면미달발행의 경우가 있어서 예외조항을 두는 조항, 432조의3은 이제 선택권을 부여할 경우에 이사회에서 정해야 될 구체적인 내용, 4는 아까 상환 문제를 넣고, 5는 양도할 때 수반된다, 무상소각의 규정 그리고 신주인수권 선택할 때 공시의 문제, 등기문제 이것을 했죠. 대체로 다 검토를 하셨던 것으로 알고 이 부분에 관해서 이제 재경부에서 의견을 미리 보내주셨는데, 이 위원님께서 말씀하신 것처럼 이제 정관의 규정도 좋지만 부여할 때도 일일이 다 주총결의를 얻어야 되는 것이 아니냐, 이런 부분들을 굉장히 이제 엄격하게 남용을 제한해야 한다고 하는 취지에서 넣으신 것으로 받아들여지는데요.

어쨌든 그것도 사실 많은 논의가 있을 수 있지만 어쨌든 신속한 대응이라고 하는 방어, 그 부분은 어느 나라나 똑같이 생각하고 있는 것이 아닌가 생각이 돼요. 그래서 그것도 함께 조금 더 보완하거나, 이것은 좀 이상하다고 하는 조항들이 있으면 좀 말씀을 해 주시죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

제가 의견을 실무적으로 좀 문구를 다듬어가지고 다 보내드렸는데요.

일단 위원장님 말씀하신 대로 아까 이사회하고 주총하고 그 관계는 어떻게 할 것이

냐 해서, 기본적으로 이제 미국 같은 경우에는 소유가 분산되어 있기 때문에 이사회가 독립적으로 해서 좀 판단을 낼 수 있는 상황이 되는데, 우리 여건이 오너가, 몇 기업 빼놓고는 오너가 다 지배하는 상황에서 과연 주주를 차별적으로 대응하는 건데 그것을 지배주주가 결국은 의사결정을 한다는 말이에요. 그래서 그게 과연 이사회에서 할 수 있는 건지, 그게 기본적으로 의문이 나더라고요.

그래서 기본적으로는 정관할 때는 한번 주총 특별결의 형식을 받고 그 다음에도 한번 또 주총의 결의를 받아야 되지 않냐, 그래서 이제 위원장님 말씀하신 바와 같이 시급성이 있기 때문에 보충적으로 그때는 이사회가 할 수 있는 정도로 하는 것이 어떨까 하는 것이거든요.

그래서 기본적으로는 주총으로 하고, 그 다음에 긴급성이 있는 경우에는 뭐, 표현은 이런 식으로 했습니다마는 결국은 급박한 경우에는 이사회가 할 수 있고 그 다음에 사후에 좀, 상환하고 조금 이게 좀 틀린 개념인데 이것은 예를 들어서 당초에 내린 의사결정을 뒤집을 수 있는 여지를 이사회가 했건 그 다음에 주총이 했건 해서, 그런 식으로 했어요.

앞쪽 관련해서는 지금 제가 이 설명 자료를 늦게 받아가지고 이 시점하고는 조금 이해가, 지금 생각하니까 좀 저희는 안 되는 것 같아요. 왜냐 하면 일단은 한번은, 지금 warrant 근거조항은 찾기 때문에 지금 저 같은 경우 한정적으로, 예를 들어서 회사가치를 현저하게 해할 우려가 있다든지

주주일부에 대하여 신주인수권을 부여하지 아니함에도 불구하고 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키는 경우에 신주인수선택권을 부여할 수 있다, 이 정도로 해 놨는데요.

지금 이렇게 생각을 해 보니까 이것은 일단 기본적으로 할 수 있다고는 했기 때문에, 그 warrant를 할 수 있다고 했기 때문에 이런 사정이 생긴 경우에는 일부에 대해서, 주주 일부에 대해서 신주인수선택권을 부여하지 아니할 수 있다는 정도로 이 조문 구성상 이런 식으로 좀 변경을 해야 하지 않을까 하는 생각이 좀 들고요. 아무튼 이런 생각이 들어요.

과연 현재 상태로 해서 주주 회사가치하고, 그 다음에 주주 일반의 이익만 가지고 나머지는 전부 다 법원의 사법적 심사에 맡긴다는 것 자체가 아예 저기를 안 하면 모를까, 만약에 손을 본다 그렸을 경우에는 일본에 있는 판례하고 미국에 있는 판례의 정신을 갖다가 좀 답아서 해야 남용가능성을 차단할 수 있지 않겠냐, 이런 생각이 들어가지고, 아무튼 그런 정신을 답자 이거거든요.

아니면 아예 그냥 뭐, 이 정도로 해 주면 그냥 명시적으로 해 준다는 것이기 때문에 회사가치하고 주주 일반의 이익을 유지, 증진하면 발행할 수 있다는 풀이 돼 버리거든요. 그래서 아예 blank로 놔두든지, 만약에 그것보다도 좀 더 잡아서 이제 일본판례하고 미국판례를 받아서 좀 정치하게 해 주든지, 이런 생각이 좀 들더라고요.

그리고 아까 다시 원론으로 가가지고 만약에 이런 상황은, 만약에 이제 외국인들

시각 같은 게 좀 문제가 된다고 그러면 이런 상황을 갖다가 한 경우는 부여하지 아니할 수 있다는 근거로, 이런 때만 지금 부여할 수 있다고 되어 있는데, 2항으로 되어 있는 거 있잖아요. 그것은 다시 부정적으로, 일부 주주에게는 부여하지 아니할 수 있다고 좀 한정적으로 좀 해 주는 것이 어떨까 하는 생각이 지금 좀 들거든요.

○ 송종준 위원장

또 다른 의견 있으시면 말씀을 하시고.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

금융위원회에서 좀 말씀드리겠습니다.

○ 송종준 위원장

간략하게 좀 해 주세요.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

네. 여기서 설명을 듣고 보니까 참 이게 굉장히 어려운 작업을 하셨다는 생각이 듭니다. 두 마리 토끼를 다 잡아야 되는데.

그러니까 이게 외국투자 간에 티도 안 잡혀야 되고 제한해야 되고 하는 그런 어려운 입장이 있는데, 그렇다 하더라도 기본적으로 우리 재경부에서 이야기해 주신 부분에 대해서는 저희도 생각을 같이 하고 있습니다.

다만 하나 좀 여쭙 보고 싶은 부분이 있는데, 여기 차별할 수 있는 부분이 부여, 그 다음에 행사, 상환 이렇게 이제 차별을 할 때 세 가지를 두고 있는데요. 좀 여쭙 보고 싶은 게 저는 개인적인 생각 같아서 부여

는 그냥 일괄적으로 다 해버리고 행사만 붙잡으면 되지 않겠느냐, 그런데 이제 부여도 차별하고 행사도 차별하는 그런 특별한 이유가 있는 것인지, 도리어 어떤 쪽으로는 똑같이 했는데 행사만 차별할 수 있다, 이렇게 하는 것이 더 유리할 수도 있다는 생각이 들거든요. 그거 한번 좀 설명 좀 부탁드리겠습니다.

○ 이현철 위원

그 사실은 이제 제가 미국 유형을 보면 미국은 주로 부여를 많이 차별을 하더라고요. 지금 말씀하신 과장님 말씀대로 뭐, 이종으로 꼭 안 줘도 사실 충분히 차별할 수 있죠, 차별하는 데는 문제가 없고요.

그런데 이거는 그냥 어떻게 보면 회사에 재량을 주는 겁니다, 그 방식에 있어서는. 그러니까 제가 주로 본 미국 유형은 주로 부여할 때 차별을 많이 했던 것 같습니다. 아예 부여를 공격자 쪽은 안 했던 것 같고요.

그런데 Bulldog sauce case는 좀 특이하게 행사를 차별을 했습니다. 그러니까 행사하고 또 나중에 상환을 차별했습니다. 그래서 일본에서는 취득이라는 표현을 쓰시죠, 취득이라는 표현을 쓰시는데 부여는 다 같이 했고요. 행사를 이 공격자 쪽에 대해서는, Steel Partners죠, Steel Partners에 대해서는 행사를 못하게 해 놓고, 그리고 나중에 상환할 때도 거기에는 돈을 쥐 버렸고, 그러니까 부여는 다 같이 했죠. 지금 과장님이 말씀하신 컨셉이 그런 컨셉인데, 그러니까 뭐, 그것은 어떻게 보면 꼭 부여를 차별 안 해도, 차별 못하게 해도 회사로서는

충분히 목적달성은 가능한 것 같습니다. 꼭 세 가지 옵션을 안 주더라도 목적달성을 못하는 것은 전혀 아닙니다.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

관련해서 질문이 하나있는데요. 일본 같은 경우에는 실제로 그 행사가, 했죠?

○ 이현철 위원

그건 했죠. 일본은, Bulldog sauce는 어떻게 했냐 하면, 그 보통 미국의 유형에...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

미국에는 이거 다 달잡아요.

○ 이현철 위원

조건을 걸거든요. 누가 30% 이상 취득하는 경우에만 이게 trigger가 되게, triggering event를 거는데 일본은 triggering event를 안 걸었어요. 그냥 바로 행사 가능한 것으로 하고 행사도 하기 전에 회사가 또 바로 강제 취득을 해 버렸죠.

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그런데 이것도 제가 보니까 물론 이 과장님도 말씀은 하셨지만, 실제로 과연 이게 이제 작동이 되게 할 것이냐, 아니면 그냥 플랜으로 이렇게 공표만 하고 미국식으로 할 것이냐, 이 고민인데 지금 설계는 행사 된다는 것을 전제로 하고 하신 거죠?

○ 이현철 위원

지금 여기 보시면 행사 조건이 있습니

다. 조문에 2페이지에 432조의3 1항 4호를 보시면 ‘신주인수선택권의 행사기간 및 행사의 조건’이 나옵니다. 그래서 행사조건을 이사회가 정하도록 되어 있거든요. 그래서 이 조건에다가 이제 이렇게 했죠. 조건에 거기다 ‘누가 누가 30% 이상을 지급하면 이게 행사된다, 행사할 수 있다.’ 이렇게 조건을 넣도록. 그런데 그런 조건도 없이 바로 그냥 해 버리면 할 수도 있는데 그건 법원에서 나중에 판단할 때 이걸 좀 너무 심한 거 아니냐, 이렇게 판단할 수 있겠죠.

○ 송중준 위원장

네. 저는 지금 질문하신 내용들이 저희들이 많이 검토한 사항들입니다. 그래서 어떤 면에서는 이제 상당히 저는 의미를 두는 것이 미국은 판례에 의해서 어떤 이것을 이용한 방어에 위법성을 심사 받고 있고, 일본은 이제 뭐, 방어지침이라고 해서 기준을 제시했는데 사실상 우리는 그 중에서 아주 general한 일반의 원칙을 이제 법으로, 규범으로 수용했다고 하는 점을 사실 지금 굉장히 의미 있게 부여하는 것이고, 이 법이 아까 말씀하셨던 것처럼 구체적인 미국이나 일본에서 논의되고 있는 어떤 위법성의 판단기준이라고 하는 것이 결국은 이제 기업가치 기준의 개념이고 또 방어행위가 그것과 관련해서 비례적인가 필요한가, 이런 것들이 사실 기본이거든요, Unocal이든지 뭐든지. 이게 사실은 이 안에 다 들어가 있거든요.

이런 것들은 구체적인 이제 아까 기업가치가 뭐냐, 이런 부분, 또 기업가치 & 주주

공동이익을 뭐 할 때 그 개념은 뭐냐, 이것은 앞으로 수많은 해석론이 나와야 될 것이고, 오히려 입법 작업 그 부분에 관해서 명확히 해버리면 해석의 여지를 제한해서 오히려 잘못된 결과를 가져올 수도 있어서, 이 기본법에서는 그래서 general하고 포괄적으로 둘 수밖에 없는 그런 측면이 있습니다.

그리고 맨 처음에 도입할 때 주주의사의 원칙에 따라서 이제 도입하기로, 다 알고 도입을 하기로 했는데 구체적으로 부여할 때 또 한 번 이중으로 주총결의를 하는 그런 부분에 관해서 일반적인 외국의 포이즌 필의 법리와는 상당히 다른 것이다, 이렇게 생각이 들고. 대체로 이 포이즌 필을 이용할 때 아마 굉장히 남용을 제한할 수 있는, 또 직접적으로 결국 법원의 판단을 기다릴 수밖에 없는 그런 것일 것입니다.

그래서 결국은 미국도 마찬가지고, 일본도 마찬가지고, 그래서 저희가 볼 때는 이 법안 자체가 상당히 잘 돼 있는 것이라고 이렇게 생각을 하고 있습니다. 조금 더 다른 의견이, 더 좋은 의견이 있을 수가 있을 것 같아요. 그래서 시간 관계도 있고 하니까 개별적인 어떤 기관 단위의 의견, 또 위원 단위의 의견이 있으면 법무부로 언제든지 의견을 주시면 저희들이 그런 것들을 추가로 모아서 검토하는 방향으로 하겠습니다. 그래서 시간관계상 세세한 내용을 다 검토하기가 굉장히 좀 한계가 있을 것 같아서요.

○ 왕윤종 위원

그래도 comment를 좀 한번, 길지 않게 하겠습니다.

○ 송중준 위원장

네, 하십시오.

○ 왕윤중 위원

작은 것부터 말씀드리면 아까 입증책임 관련한 부분은 기본적으로 공격자가 하는 행위는 기본적으로 주식을 뒤, 매수하는 행위이기 때문에 그것은 주식의 거래 자체가 금지되지 않는 이상은 그 양반이 왜 내가 주식을 매수하느냐에 대해서 입증할 필요는 없는 것 같고요. 다만 이것에 대해서 방어 행위라는 것은 원칙적으로 거래 자체를 허용할 때 방어, 이런 개념이, 그러니까 제도적인 방어를 전제로 하는 것이 아니기 때문에 개인적으로는 입증책임은 방어자가 있는 것이 아닌가 하는 느낌이 있습니다.

물론 매입자도 말씀하신 대로 다양한 플랜이나 향후 계획에 대해서 제대로 된 것을 내는 것이 정석이고, Bulldog sauce 같은 경우에는 그런 부분이 상당히 미흡했던 것 이지만, 이런 여러 가지 사례들로부터 통상적으로 매수자들은 나름대로 이제 합리적인 어떤 향후 계획이나 플랜에 대해서 내는 것이 정상이고, 이것을 어떤 제재 관점에서 판단하는 것이 이제 이사회기 때문에, 일단 하여튼 이사회가 됐든 그걸 방어하는 회사기 때문에 그런 논점에서 보면 입증책임은 방어자가 일단 지는 것이 맞지 않냐는 생각은 하고요.

두 번째로 사실 다 말씀하신 내용이기는 합니다마는, 최초의 정관에 반영을 함에 있어서 주총결의를 한다는 자체가 이에 이제 그 원래대로 따지자면 주주가치를 최우선,

그러니까 주총결의라는 자체는 말씀하신 것처럼 기타 이해관계자를 포함한 회사가치와, 그러니까 그 기타 이해관계자 부분이 주주가치와 회사가치의 차이라고 만약에 보신다면 그렇다면 주총결의를 통해서 도입했다는 것은 상당부분은 신주인수선택권 자체에 대한 결정을 일단 주주가치로써 판단한 부분은 있는 것 같아요.

그런데 기본적으로 현실이, 좀 두서가 없습시다마는 주주나 이사회냐는 것을 아까 말씀하셨고, 미국은 이사회 편을 들었다고 하셨는데 그 상황에서 그 판단은 맞을 수 있다고 생각은 합니다. 그런데 문제는 우리나라의 상장기업들의 이사회라는 것이 특정 주주와 매우 밀접한 인간관계를 가지고 있기 때문에 이사회를 손을 들어 주는 것도 맞지만 그거와 병행해서 특정 지배주주의 손을 들어주는 형국이 초래된다는 것이 가장 저희가 우려하는 문제인 것 같습니다.

그래서 그런 면에서 이사회에게 미국과 동일한 논거로서 결정권, 그 발동 그 triggering하는 것의 효력을 발생시키는 것의 결정권을 준다는 것이 일부 문제가 있을 수 있겠다, 다만 기타 이해관계자에 대한 고려라는 부분을 크게 본다면 주주총회보다는 이사회 쪽이 더 부여받을 수는 있겠죠.

그런데 그것에 따른 부작용이 지배주주라는, 그러니까 주주 간에 이미 편을 만들어 버리는 형국이 되기 때문에 그 부분이 제일 우려가 되는 부분이고요. 그리고 신속한 것에 대해서는 뭐, 맞습니다, 그래서 신속하게, 적어도 공격자가 하는 것은 따라갈 수 있는 정도의 신속성은 부여가 되는 것이

맞는데 그런 경우가 아주 많지는 않을 것이라고 생각이 되는 것이 공개매수 같은 경우는 그 자체로써 일정 부분 판단 시간이 걸리는 것으로 알고 있고, 그 부분에서는 일본식으로 추가적으로 더 고민해서 발행 시기를 지연시키는 방법도 있거든요. 그래서 그 신속성 때문에 주총결의는 안 되고 이사회로 가야 된다고 일반적으로 정의하기는 좀 어려운 것 같아요.

다만 아까 말씀하셨듯이 시장매수를 할 경우에는, 그런데 시장매수를 통해서 적대적 M&A를 한다는 게 쉽지는, 완전히 finalize 하는 것이 쉽지는 않지 않습니까? 그럼에도 불구하고 시장매수를 통해서 할 경우에는 신속성이 고려가 돼야 될 필요도 있을 경우는 발생할 수 있을 것 같습니다. 그런데 그때는 아까도 말씀하셨듯이 이사회 판단으로 진행을 할 수도 있을 것 같고요.

그런데 사후적으로는 만약에 우리가 주주총회 정관뿐만 아니라 실제 발행도 주주총회 결의로 가는 것이 저는 맞다고 생각하고 그렇게 된다면 신속성이 문제가 될 경우에 이사회가 결단을 내리더라도 주주총회 사후승인을 받는 것이 맞을 것 같고요. 그냥 제 입장만 말씀을 드렸습니다.

○ 이현철 위원

몇 가지 말씀하신 것에 대해서 제가 말씀드리면요, 첫째 입증책임 부분은 조문을 지금 이렇게 만들어 놓으면 이런 방어자, 경영진 쪽에서 입증책임을 부담할 가능성이 많을 것 같아요. 왜냐 하면 무방한 경우에 한하여 할 수 있다고 되어 있거든요. 그러

면 조문 구성상으로 입증책임이 일응은 경영진에 있다고 보여집니다.

그리고 상황적으로도 아까 말씀드린 대로 주가가 2만 원인데 5만 원에 공개매수가 들어 왔다, 그런데 도대체 이걸 방어해서 못하게 하는 게 왜 주주의 일반이익이 되냐, 회사의 이익이 되냐를 경영진이 당연히 설명해야 될 의무를 부담을 지지 않을까라는 것이 제 생각입니다. 그래서 실제로 만약에 이것이 소송이 되면 경영진이 상당히 appeal battle로 설명해야 될 가능성이 많다는 것이 제 생각입니다. 조문 형식도 그렇고 상황도 그렇고.

그리고 두 번째로 소유구조와 방어수단, 그건 저도 동의합니다. 근본적으로 소유구조가 다르면, 집중소유구조와 분산소유구조해서 과연 경영권 방어가 가지는 의미가 같으냐, 다르냐는 것은 저도 분명히 동의를 하고요. 그 부분을 여기서 하는 것은 아니기 때문에 제가 일단 초안만 만들었고.

세 번째로 신속성이나 이사회결의, 저도 이 조문을 만들 때 신속성 그 이유 때문만으로 이 이사회결의를 하는 것은 아닙니다. 그것보다도 좀 더 근본적 의미입니다. 우리가 이왕에 포이즌 필을 도입을 한다면 그것을 주총으로 도입을 한다면 저는 진정한 포이즌 필은 아니라고 생각을 하거든요. 그래서 이사회결의를 일단 하게 하고, 다만 그것에 대한 제도적 장치로써 정관규정 플러스 사후적으로 주총에서 결의해서 이거 없애버릴 수 있게 그것을 만들어 놨거든요. 일본에서도 이 지침을 보시면 shareholder's will이라고 그래 가지고 주주의 의사가 어떤

식으로든 반영이 돼야 된다는 것인데 그 중에 하나의 예가 사후적으로라도 취소할 수 있을 것, 물론 이제 방법이 두 가지겠죠. 사후적으로 취소할 수 있게 하든지 아니면 말씀하신 대로 반드시 사후적으로 승인을 받아야, 두 개는 분명히 좀 실제 역학관계에서 다를 것인데, 아무튼 그런 주주 의사확인의 메커니즘은 필요하겠죠. 그런데 우리는 이제 사후적으로 취소하는 것으로, 주주가 예를 들어서 주주제안권을 행사해서 주총을 열고 사후적으로 취소 가능한 것으로 지금 그렇게 구조가 돼 있습니다.

그리고 이제 한 가지만 좀 말씀을 드리면 이걸 이제 박사님 말씀하신 것하고 다른 건데, 지금 이것을 상법 내용을 바꾸면, 우리 과장님께서 관련되실 것 같은데요. 이 자통법에서도 공개매수에 관한 조항도 사실 같이 좀 돼야 될 것 같습니다. 왜냐 하면 공격자가 그 공개매수를 들어갔는데 포이즌 필이 도입됐다, 채택이 됐다고 그러면 자기가 공개매수를 철회할 수 있는 가능성이 있어야 될 것 같거든요. 만약에 철회를 못한다고 그러면 나는 이제 손해 뵈히 볼 줄 알고 그냥 계속 고려해야 되는 상황이 되니까, 지금 철회사유가 많이 제한이 되어 있는 것 같은데요. 그래서 이걸 철회사유로 반영을 해 줘야 될 것 같고요.

그 다음에 공개매수 조건의 하나로써, 미국은 이제 조건에 지금 넣고 있기 때문에 공개매수 조건의 하나로써 이러한 포이즌 필이 채택이 되지 않거나 또는 채택되는 경우에는 취소될 것이라는 것을 하나의 조건으로, 공개매수의 조건으로 하나를 포함시킬

수 있도록 허용해 줘야 되는 것 아니냐, 그래서 그런 공개매수철회나 공개매수 조건에 관한 조항도 같이 병행해 가지고 좀 해야 되지 않은가 생각이 됩니다.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

제가 하나만 더 여쭙보고, 좀 의견을 좀 여쭙보고 싶습니다.

어떤 분은 이제, 이게 상장회사도 이제 허용이 되는 부분이니까 저희 현재 상법에 주식매수청구권 부분이 있지 않습니까? 거기에 보면 이제 합병이라든지 기타 이제 회사의 근본적인 변화를 일으키는 경우에 반대하는 주주들이 주식매수청구를 통해서 자기의 권리를 갖다가 구제받을 수 있는 길을 터놓고 있는데요. 예를 들자면 이 신주인수선택권, 이런 부분과 관련된 정관개정에 대해서도 주식매수청구권을 허용을 하고 있나요? 현재 제가 잘, 정관변경에 대해서...

○ 이현철 위원

정관개정 일반적으로는 아닌 것으로 알고 있습니다.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

네, 그래서 제 생각에는 상장회사, 기왕이면 상장회사가 어떤 회사인지 간에 회사가 정관개정을 통해서 신주인수선택권을 갖다가 도입하는 경우에는 기존 소액주주들이 반대하는 주주들은 exit하고 나갈 수 있는 길을 갖다가 터주는 것이 굉장히 필요하다는 생각이 들고요. 그와 같은 부분이 현재 주식매수청구권과 관련된 상법개정으로 사

유의 하나로 첨부하는 것이 좀 필요하다는 생각을 하고 있습니다.

○ 송종준 위원장

예, 뭐, 그건 새로운 쟁점사항인데요. 일반적으로 이제 주식매수청구권에 관련된 제도를 좀 조목조목 봐야 될 것 같습니다. 그래서 그런 취지에 부합하는 검토를 해 볼 여지가 있는데, 한번 이 문제는 좀 생각을 한번 해 보시길 바라구요.

○ 여은정 위원

저도 한 가지만 덧붙이자면요, 그 신주 인수선택권의 발행이 그 적대적M&A 방어 수단으로 이용이 되는 경우에서 아까 행사 조건을 정관에 명시를 한다고 하셨는데, 그렇게 되면 결국에는 소송으로 이어지고 법원에 판단부담이 너무 커져서 전체적인 사회적인 비용이 좀 더 많이 발생할 우려가 있을 것 같아서 전에, 그러니까 저희가 그때 위원회할 때 논의가 좀 됐듯이, 사실 보면 공격수단이라는 게 좀 주로 사용되는 것이 좀 뻥하고 위협적인 경우라는 것을 좀 나열을 해서 법에 좀 규정을 하든지, 아니면 적대적 인수자가 정말 위협적인 지분을, 그러니까 일정비율 이상을 취득한다는 경우, 이런 것들의 몇 가지를 이렇게 좀 상법상에서 규정을 해서 남용을 좀 막을 필요가 있지 않나 그런 생각은 듭니다.

○ 이준섭 위원

네, 저도 한 말씀드리자면, 이제 뭐, 그 소위원회에서 정말 많은 고생을 하신 것을

인정을 하는데 이것 자체는 하여간 전 세계적으로 유례가 없는 법이거든요, 그건 분명하죠.

○ 송종준 위원장

유례가 없는데 아주 잘된 법이라고 생각하고 있습니다.

○ 이준섭 위원

네, 그런데 이제 우리가 아까 이사회하고 주주총회 권한으로 어떻게 분배를 할 것이냐, 이 문제와 관련해서는 이게 이제 첫 번째는 저는 그렇게 생각을 합니다. 우선 이것을 그냥 이 작업에 몰입한 나머지 뭐, 신속성 차원에서 이사회 결의로 행사를 하게 해버린다고 하는 경우에는 이게 기본적인, 그러니까 경영진이 회사의 주주 구조를 완전히 바꾼다는 것과 같은 결과이고, 현재 우리 금융 관련해서 한국에서도 큰 사회적 이슈가 사실은 이 문제와 관련이 되어 있는 거거든요.

그런데 지금 이와 관련해서 제3자 배정의 문제도 그런 문제 때문에 그 제3자 배정 요건을 분명히 법으로 다시 규정을 한 바가 있기 때문에 이게 그냥 간단하게 이사회결의로써 이 문제를 처리하게 한다 하는 것은 우리 상법 구조의 기본적인 구조와 전면적으로 배치될 뿐만이 아니고, 또 하나는 우리가 이제 이 문제를 자꾸 달리 생각을 하는데 이게 상장회사의 진짜 적대적 M&A 방어수단으로 쓰이게 되는 경우에는 이게 국제규범의 정합성 문제에 분명히 문제가 됩니다.

그래서 이것을 그 정합성과 관련해서 이것을 설득을 하기 위해서는 아까 이사회 결의로 맡길 게 아니고, 주주총회 사후승인 문제를 신중하게, 우리가 유례가 없는 법을 만들기 때문에 충분히 검토를 해서 그렇게...

○ 송중준 위원장

네, 취지를 잘 알겠는데요, 잘 알겠습니다.

사실 저희가 논의할 때 다 검토가 됐고, 대표적인 입법례는 미국 건, 사실 미국 건이 입법례라고 해서 볼 것이 하나도 없어요.

○ 이준섭 위원

거건 입법이 안 되어 있죠.

○ 송중준 위원장

아니, 그래도 warrant 근거규정은 있다는 이야기죠. 다 판례 내용인데.

○ 이준섭 위원

warrant 근거규정만 있다는 것뿐이지...

○ 송중준 위원장

그런데 문제는 warrant 규정만 두었을 때 우리가 그것을 감당할 수 있습니까? 굉장히 어렵죠. 일본은 신주예약권 형성이 되어 있죠. 되어 있는데 어쨌든 결국은 또 하나의 입법례가 프랑스 거예요. 2006년 상법에 들어와 있는데, 사실 거기 시스템이 굉장히 좀 전체 골격을 짜는데 도움을 줬는데, 문제는 회사의 경영권 향방을 결정하는

권한이 주주한테 있느냐, 이사회한테 있느냐고 하는 근본적인 문제, 회사의 적대적 M&A에 대한 방어의 권한이 이사회에 있느냐, 주주에 있느냐?

똑같은 문제인데 이 부분에 관한 것은 지금 특별히 내 말이 맞다고 이야기하기가 어렵습니다, 공존합니다. 그래서 일단 그 상태를 그대로 존중을 하되 그것과 상관이 없이 우리가 이 신주인수선택권을 도입해서 방어를 사용할 경우는 주주의사의 원칙이 중요하다고 해서 특별결의를 거쳐 정관에 넣을 때만 가능한 것이고, 정관에서 이 제도를 이용하려면 어떤 구체적인 이벤트가 발생할 때 대응을 해야 되는데 어떻게 주주들이 움직입니까? 그래서 위임을 받아서 이사회에서 하는 것이기 때문에 그래서 진입할 때는 어려운 절차를 걸쳐서 진입을 하도록, 도입을 할 수 있도록 하고, 그 대신에 이게 쓸모가 없다면 이사회 결의만으로 소각시켜 버릴 수 있도록, 주주총회 할 경우 보통 결의로만 소각할 수 있도록 하는 이런 시스템으로 돼 있거든요. 그래서 회사가 채택하기에는 어려운 결정, 없애는 것은 쉽게 이것까지 다 해서 그렇게 사실 만들어 놓은 거거든요.

그래서 근본적인 원인 문제는 앞으로도 지금 우리 회사법 밖에서 해결될 과제가 아니에요, 공존하고 있어요. 그건 일본도 마찬가지고요. 그리고 Bulldog sauce case가 많은 인용이 됐는데, 이것은 진짜 일반적인 법례로 인용할 수 있는 아주 특이한 case이기 때문에...

○ 권중호 위원

그거 관련해 가지고 한 말씀만 말씀드릴게요.

저는 기본적으로 이 교수님 말씀한 데에 전적으로 동의합니다. 그러니까 주주가 어떤 형태로든 주주의 의사가 반영되는 형태로 방어수단이 발동이 되는 것이 바람직하다고 생각을 하는데, 지금 이제 Bulldog sauce 사건을 이야기를 하는데 최근에 일본의 기업가치 지침이 바뀐 게 바로 뭐냐 하면 Bulldog sauce 사건이 끝나고 난 뒤에 일본에서 이제 어떤 의식이 팽배를 하나 하면 주주총회가 결정한 방어수단 모두가 정당화된다고 그런 식으로 Bulldog sauce 사건이 그런 이미지를 줄 것 같으니까 이제 여기서 이야기가, 그 주주총회도 소위 말하는 지배 주주가 지배하고 있고 행해야 되는 상태에서 주주총회 결정은 오히려 이사가 자기 책임을 면하는 면피용으로 주주총회를 물을 수가 있기 때문에 그것은 안 된다는 것이고.

그리고 또 하나가, 전통적으로 이야기하는 것 중에 하나가 지금 우리나라도 마찬가지로 지지만 주주총회에서 주주가 의결권을 행사하는 것에 대해서 책임을 전혀 지지 않지 않습니까?

그러다 보니까 주주총회에서 모든 것을 결정하라고 하면 지배를 하고 있는 쪽에서는 주주총회를 이용해 갖고 멋대로 해도 책임을 안 지는 그런 문제가 있는데, 이사는 이사회에서 결정한 것에 대해서 자기가 책임을 져야 되는 그런 문제도 있고 하니까, 주주의 의사를 확인하는 것이 굉장히 베스

트지만 주주총회 구성이 어떤 것이냐에 따라서 다를 수가 있기 때문에 일률적으로 주주총회에서 하는 것은 모든 것이 정당화되지 않는다고 지침을 새로 바꿨거든요. 거기 보면 사실 우리가 어떻게 생각하면 주주총회에서 모든 것을 결정하면 된다고 하는 것이 오히려 굉장히 위험할 수도 있다는 그런 생각을 합니다.

○ 송종준 위원장

네, 또 다른 측면이 또 있고.

○ 이현철 위원

예, 저는 그 말씀에 충분히 동감하는데요. 만약에 이게 주총으로 하게 되면 우리는 이사회에서 하되 회사의 가치와 기업주주일반의 이익으로 보호를 하지 않습니까? 그리고 법원에서 아마 세계 이것을 control 할 것 같은데, 지금 말씀해 주신 대로 주총결의로 이 건을 해 버리면 그게 그냥 허물어져 버릴 것 같아요. 그러니까 주총에서 결의했는데 무슨 소리냐? 법원에서 주총에서 결의하라고 하고 주총결의를 했는데 뭐, 예를 들어 주주특별결의를 했다, 그건 무슨 소리냐? 이거 끝난 이야기 아니냐? 그렇게 이야기할 수도 있거든요.

○ 송종준 위원장

책임을 물을 수 있는 주체도 없어져 버리고...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

그런데 주총으로 한다고 그러더라도 어

곳나는 것은 그건 또 저기를 해야죠, 통제
를 해야죠.

○ 송종준 위원장

주총에서 지배주주를 통제할 수 있는 것
이 지금 있습니까?

○ 강종석 재정부 기업환경과장

아니, 저쪽에서요.

○ 이현철 위원

그러니까 법원의 입장에서 주주가 예를
들어서 특별결의를 했다, 이거 도입하기로,
했다면...

○ 강종석 재정부 기업환경과장

했더라도 문제가 되면...

○ 이현철 위원

실무상으로는요. 실무상으로는 법원에서
아마 그 판단의 기준이 훨씬 내려갈 것 같
아요. 이사회가 지금 하는 것하고 주주총회
에서 했다고 그러면 법원에서 그렇게까지
엄격하게 보겠느냐? Bulldog sauce가 바로
그 예거든요, 어떻게 보면. 그러니까 그런
것은 굉장히 시사점이 있는 것 같습니다.

○ 송종준 위원장

그래서 굉장히 근본적인 문제인 것 같아
요, 제가 볼 때. 그래서 그 부분이 회사법
학자들 간에 또 국가 간에 해결이 안 됐어
요, 지금. 다 공존해서 존중하고 어떤 해석
논의도 발전해야 되겠지만, 그래서 그걸 다

정리를 한 다음에 이런 제도를 도입하기는
좀 어렵지 않습니까?

그래서 하여튼 참 근본적인 깊숙한 회사
법 문제까지 다 등장이 되어서 생각하면 생
각할수록 이게 참 쉽지 않다는 생각을 하고
있는데, 마지막 말씀해 주신 분 중에 주주
총회 결의의 남용의 문제인데, 여기서 지배
주주가 좌지우지 할 수 있다는 것이고, 그
래서 저는 개인적으로 이제 지배주주에 관
한 어떤 행동억제로 외국처럼 충실의무를
이런 기업가치와 관련시켜서 규정을 두어야
된다고 하는 이런 기본의식을 항상 가지고
있는 사람인데, 의외로 이 부분에 관해서
찬성하는 사람을 제가 못 찾아봤습니다. 우
리나라에서, 논문을 발표해도. 그래서 관철
하기가 그만큼 어렵다는 것이예요. 논문에서
나 이야기할 수 있는 것이 되는데 사실은
외국은 다 그게 좀 돼 있고, 일본하고 우리
가 지금 안 돼 있는 상황이라고 봐야 되겠
죠. 그것은 우리 법의 어떤 한계가 아닌가,
이런 생각이 됩니다.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

위원장님, 제가 잘 몰라서 그러는데 충
실의무가 어떤 내용인가요?

○ 송종준 위원장

아, 그거요?

○ 이명호 금융위 자본시장과장

네.

○ 송중준 위원장

지배주주가 자기 개인적인 이익을 하는 것과, 챙기다가 회사를 망쳐 먹는 수가 있잖아요, 주주들 피해주고, 그때 그 책임을 지도 록 하는 거죠.

○ 이명호 금융위 자본시장과장

아, 그 부분을 넣으면 되지 않나요?

○ 송중준 위원장

그러니까 이제 저는 개인적으로, 뜬금없이 갑자기 충실의무가 나오면 “이게 뭘니까?”라고 이제 그러거든요. 그래서…

○ 이명호 금융위 자본시장과장

아니, 그런 조문 같으면 여기 넣는 게 진짜 필요한 것 같은데…

○ 이준섭 위원

그런데 그렇게 주주총회, 주주들의 의사가 왜곡되는 것은 그건 민주주의의 다수결 원리와 똑같은 겁니다.

○ 송중준 위원장

똑같은 겁니다, 지금.

○ 이준섭 위원

똑같은 것이기 때문에 그것을 현실적으로 그것을 어찌할 수 있는 것은 아니잖아요. 그것은 당연히 일본 판례에서도 당연히 이야기가 될 수 있는 것인데, 문제는 뭐냐 하면 우리가 가지고 있는 모든 회사법, 특히 회사법의 경우에는 주주의 구조, 내가

10%를 가지고 있단 말이에요. 이 구조를 이사회가 간단하게 구조를, 내가 5%로 떨어질 수도 있고 2% 떨어질 수도 있는 구조를 어떻게 이사회가 혼자 결정하느냐 이거지.

○ 송중준 위원장

아니, 주주총회에서 위임을 해줬으니까 받아서 하는 거죠.

○ 이준섭 위원

아니, 그건 그런데. 우리가 이사회 이 포이즌 필 구현 문제를 논의하는 것은 굉장히 이게 위험스러운 거거든요. 왜냐 하면 내가 내 논문에서도 여러 번 이야기를 했지만…

○ 송중준 위원장

제가 다 잘 아는데요, 하하!

○ 이준섭 위원

미국 법에 이사회는 이사회 중심이고, 미국 회사법의 입법과정을 보면 이사회가 그렇게 할 수밖에 없는 구조를 가지고 있어요. 그런데 그거를 그쪽에서 포이즌 필 논의가 있었다고 해서 이사회 행사구조를 우리한테 가지고 온다는 것은…

○ 송중준 위원장

그 부분이, 그런데 우리나라 이사회 권한 범위에 대해서 아십니까? 이사회 권한 범위는 법률과 정관, 그러니까 주주총회 권한 범위라는 것은 법률과 정관에 정한 사항이에요. 그거 이외에는 이사회가 할 수 있

어요. 우리도 이사회 중심주의입니다. 그러면 방어하는 것이 우리 정관에 법에 있습니까? 없잖아요. 그렇잖아요. 그럴 때 그걸 어디서 판단해요? 기관 간 권한분배의 입장에서 보더라도 그런 해석론이 가능하거든, 한편으로. 또 그것이 안 된다, 지배주주권도 주주가 해야 된다고, 그런 논리가 가능하다는 거죠. 그것이 해결이 안 된 거예요, 지금. 그러니까 그런 입장을 그대로 존중할 수밖에 없다는 거죠.

그래서 지금 우려하시는 바와 마찬가지로 주주들의 의사에 따라서 이 제도가 도입은 돼야 된다고 해서 특별결의, 이것이 필요한 정관규정으로 넣었다고 하는 그런 취지를 좀 이해를 해 주셨으면 좋겠어요. 그래서 거기서 주주들이 싫으면, 'No'하면 도입조차도 안 되는 거고, 도입할 때는 구체적인 세부사항들은, 임직원들 퇴직금 정할 때도 다 주총에서 총액 정해놓고 세부적인

건 이사회에 하라고 다 그렇게 하지 않습니까? 물론 요즘에 그게 문제가 되는 것도 있기는 하지만.

그래서 그 이후에 문제들은 수많은 법률 문제들이 있고, 그런 모든 것을 이런 법안 만들 때 다 생각해서 결정할 수가 없고요. 법원에 따라 다를 것이고, 어떤 경우는 국가에 따라 다르고, 그런 예가 사실 많이 있어요. 그래서 공존하니까, 해석론은 그것은 일단 저희가 무시하는 것이 아니고 완전히 서로 존중을 하자는 이야기죠. 그래서 그 부분은 차후에 장기적인 학자들의 몫이 되지 않겠는가, 이렇게 생각이 됩니다.

그래서 하여튼 더 추가적인 의견들은 좀 서면으로 제출해 주셨으면 좋겠고, 이거 마지막 이제 이 주총 특별결의요건이 있는데, 천상 오늘 끝내야 될 것 같습니다.

(18시 30분, 후략)

13. 제11차 소위원회 회의

| | |
|--------------|--|
| 구 분 | 「경영권 방어법제 개선위원회」 제11차 소위원회 |
| 일 시 | 2009. 9. 23.(수) 15:00 ~ 18:00 |
| 장 소 | 서울중앙지검 6층 소회의실 |
| 참 석 자 | ○ 위원장 송종준 ○ 강희철, 권종호, 안수현, 노혁준 위원 참석 ○ 법무부 검 사 김수현 공익법무관 호규찬 공익법무관 오석현 |
| 토의사항 | ○ 신주인수선택권 제1, 2수정안 논의 |
| 기타사항 | ○ 일단 제2수정안을 잠정적으로 채택하고, 구체적인 법기술적 문제에 관하여는 추후 계속 의견을 모아 수정해나가기로 함 |

[제1, 2수정안]

| 위 원 회 안 | 제 1 수정안 | 제2수정안 |
|---------|--|--|
| | <p>제317조 (설립의 등기) ① 주식회사의 설립등기는 발기인이 회사설립시에 발행한 주식의 총수를 인수한 경우에는 제299조와 제300조의 규정에 의한 절차가 종료한 날로부터, 발기인이 주주를 모집한 경우에는 창립총회가 종결한 날 또는 제314조의 규정에 의한 절차가 종료한 날로부터 2주간내에 이를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항의 설립등기에 있어서는 다음의 사항을 등기하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 제289조제1항제1호 내지 제4호, 제6호와 제7호에 제기한 사항 2. 자본의 총액 3. 발행주식의 총수, 그 종류와 각종주식의 내용과 수 3의2. 주식의 양도에 관하여 이사회의 승인을 얻도록 정한 때에는 그 규정 3의3. 주식매수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정 3의4. 지점의 소재지 <u>3의5. 신주인수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정</u> | <p>제317조 (설립의 등기) ① 주식회사의 설립등기는 발기인이 회사설립시에 발행한 주식의 총수를 인수한 경우에는 제299조와 제300조의 규정에 의한 절차가 종료한 날로부터, 발기인이 주주를 모집한 경우에는 창립총회가 종결한 날 또는 제314조의 규정에 의한 절차가 종료한 날로부터 2주간내에 이를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항의 설립등기에 있어서는 다음의 사항을 등기하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 제289조제1항제1호 내지 제4호, 제6호와 제7호에 제기한 사항 2. 자본의 총액 3. 발행주식의 총수, 그 종류와 각종주식의 내용과 수 3의2. 주식의 양도에 관하여 이사회의 승인을 얻도록 정한 때에는 그 규정 3의3. 주식매수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정 3의4. 지점의 소재지 <u>3의5. 신주인수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정</u> |

| | | |
|--|--|--|
| | <p>4. 회사의 존립기간 또는 해산사유를 정한 때에는 그 기간 또는 사유</p> <p>5. 개업전에 이자를 배당할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>6. 주주에게 배당할 이익으로 주식을 소각할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>7. 전환주식을 발행하는 경우에는 제347조에 계기한 사항</p> <p>8. 사내이사, 사외이사, 그 밖에 상무(常務)에 종사하지 아니하는 이사, 감사의 성명과 주민등록번호</p> <p>9. 회사를 대표할 이사의 성명·주민등록번호 및 주소</p> <p>10. 수인의 대표이사가 공동으로 회사를 대표할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>11. 명의개서대리인을 둔 때에는 그 상호 및 본점 소재지</p> <p>12. 감사위원회를 설치한 때에는 감사위원회 위원의 성명 및 주민등록번호</p> <p>③ 주식회사의 지점설치 및 이전시 지점소재지 또는 신지점소재지에서 하는 등기에 있어서는 제2항제1호·제4호·제9호 및 제10호의 규정에 의한 사항을 등기하여야 한다.</p> | <p>4. 회사의 존립기간 또는 해산사유를 정한 때에는 그 기간 또는 사유</p> <p>5. 개업전에 이자를 배당할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>6. 주주에게 배당할 이익으로 주식을 소각할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>7. 전환주식을 발행하는 경우에는 제347조에 계기한 사항</p> <p>8. 사내이사, 사외이사, 그 밖에 상무(常務)에 종사하지 아니하는 이사, 감사의 성명과 주민등록번호</p> <p>9. 회사를 대표할 이사의 성명·주민등록번호 및 주소</p> <p>10. 수인의 대표이사가 공동으로 회사를 대표할 것을 정한 때에는 그 규정</p> <p>11. 명의개서대리인을 둔 때에는 그 상호 및 본점 소재지</p> <p>12. 감사위원회를 설치한 때에는 감사위원회 위원의 성명 및 주민등록번호</p> <p>③ 주식회사의 지점설치 및 이전시 지점소재지 또는 신지점소재지에서 하는 등기에 있어서는 제2항제1호·제4호·제9호 및 제10호의 규정에 의한 사항을 등기하여야 한다.</p> |
|--|--|--|

| | | |
|--|--|--|
| <p>제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제432조의2제5항의 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <p>제4절의2 신주인수선택권</p> <p>제432조의2(신주인수선택권) ① 회사는 정관으로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.</p> <p>② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.</p> <p>③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <p>1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻</p> | <p>④ 제181조 내지 제183조의 규정은 주식회사의 등기에 준용한다.</p> <p>제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제432조의2제5항의 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <p>제4절의2 신주인수선택권</p> <p>제432조의2(신주인수선택권) ① 회사는 정관에 따라 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.</p> <p>② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.</p> <p>③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <p>1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻</p> | <p>④ 제181조 내지 제183조의 규정은 주식회사의 등기에 준용한다.</p> <p>제330조(액면미달발행의 제한) 주식은 액면미달의 가액으로 발행하지 못한다. 그러나 제417조 및 제432조의2제4항의 경우에는 그러하지 아니하다.</p> <p>제4절의2 신주인수선택권</p> <p>제432조의2(신주인수선택권) ① 회사는 정관에 따라 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다)내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다. 다만 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에 한한다.</p> <p>② 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.</p> <p>③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <p>1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻</p> |
|--|--|--|

| | | |
|--|--|---|
| <p>2. 신주인수선택권의 행사에 따라 발행할 수 있는 신주의 종류 및 발행한도</p> <p>④ 회사는 제3항의 정관의 규정에 다음 각 호의 사항을 정할 수 있다. 이 경우 회사는 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에 한하여 그 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여할 수 있다.</p> <p>1. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻</p> <p>2. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허</p> | <p>2. 신주인수선택권의 행사 <u>또는 상환에</u> 따라 발행할 수 있는 주식의 종류 및 발행한도</p> <p>④ 회사는 제3항의 정관의 규정에 다음 각 호의 사항을 정할 수 있다. 이 경우 <u>회사가 그 정관의 규정에 따라 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 것은 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 반드시 필요한 경우에 한한다.</u></p> <p>1. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않을 수 있다는 뜻</p> <p>2. 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허</p> | <p>2. 신주인수선택권의 행사 <u>또는 상환에</u> 따라 발행할 수 있는 주식의 종류 및 발행한도</p> <p>3. <u>일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</u></p> <p>4. <u>일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</u></p> |
|--|--|---|

| | | |
|---|---|---|
| <p>용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</p> <p>3. 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</p> <p>⑤ 회사는 제4항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사 가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.</p> <p>제432조의3(신주인수선택권의 부여) ① 회사가 신주인수선택권을 부여하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻 2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법 3. 신주인수선택권의 행사 가액과 그 조정에 관한 사항 | <p>용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</p> <p>3. 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻</p> <p>⑤ 회사는 제4항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사 가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.</p> <p>제432조의3(신주인수선택권의 부여) ① 회사가 신주인수선택권을 부여하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻 2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법 3. 신주인수선택권의 행사 가액과 그 조정에 관한 사항 | <p>④ 회사는 제3항의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 부여하는 경우 그 행사 가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다. 이 경우 제417조를 적용하지 아니한다.</p> <p>제432조의3(신주인수선택권의 부여) ① 회사가 신주인수선택권을 부여하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻 2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법 3. 신주인수선택권의 행사 가액과 그 조정에 관한 사항 |
|---|---|---|

| | | |
|--|---|--|
| <p>4. 신주인수선택권의 행사 기간 및 행사의 조건</p> <p>5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위</p> <p>6. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 제한하거나 행사내용을 달리 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위</p> <p>② 회사는 제1항의 이사회 결의일부터 7일 이내에 그 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.</p> <p>③ 제1항제4호의 행사기간은 제2항의 공고일부터 2주 이후에 개시하여야 한다.</p> <p>제432조의4(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의 2제4항제3호의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 상환하고자 하는 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다. 이 경우 회</p> | <p>4. 신주인수선택권의 행사 기간 및 <u>행사조건</u></p> <p>5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권을 부여하지 않기로 하는 때에는 그 취지 및 해당 주주의 범위</p> <p>6. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 <u>허용하지 않거나</u> 행사내용을 달리 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위</p> <p>② 회사는 제1항의 이사회 <u>결의 후 지체 없이</u> 그 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.</p> <p>③ 제1항제4호의 <u>행사기간의 개시일은</u> 제2항의 <u>공고 일로부터 2주 후가 되도록 정하여야 한다.</u></p> <p>④ <u>신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 제1항제4호의 행사기간 내에는 발행을 보류하여야 한다.</u></p> <p>제432조의4(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의 2제4항제3호의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 <u>상환하는</u> 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다. (삭제)</p> | <p>4. 신주인수선택권의 행사 기간 및 <u>행사조건</u></p> <p><u>5. (삭제)</u></p> <p>5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 <u>허용하지 않거나</u> 행사내용을 달리 정한 때에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위</p> <p>② 회사는 제1항의 이사회 <u>결의 후 지체 없이</u> 그 이사회결의의 내용을 공고하여야 한다.</p> <p>③ 제1항제4호의 <u>행사기간의 개시일은</u> 제2항의 <u>공고 일로부터 2주 후가 되도록 정하여야 한다.</u></p> <p>④ <u>신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 제1항제4호의 행사기간 내에는 발행을 보류하여야 한다.</u></p> <p>제432조의4(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의 2<u>제3항제4호</u>의 정관의 규정에 따라 신주인수선택권을 <u>상환하는</u> 경우 이사회는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다. (삭제)</p> |
|--|---|--|

| | | |
|---|--|--|
| <p>사는 지체없이 그 사실을 공고하여야 한다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 상환할 신주인수선택권의 범위 2. 일정한 사유가 발생한 경우 상환의 효력이 발생하도록 하는 때에는 그 취지 및 사유 3. 상환의 효력발생일 4. 상환의 대가로 교부할 신주 또는 금전 기타 재산의 구체적인 내용 5. 상환에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위 <p>② 제1항에 따라 회사가 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실한다.</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. <u>신주인수선택권을 상환하는 뜻 및 상환의 사유</u> 2. 상환할 신주인수선택권의 범위 3. 상환의 효력발생일 4. 상환의 대가로 교부할 신주 또는 금전 기타 재산의 구체적인 내용 5. 상환에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위 <p>② <u>회사는 제1항의 이사회 결의 후 지체 없이 그 이사회 결의의 내용을 공고하여야 한다.</u></p> <p>③ <u>제1항제3호의 상환의 효력발생일은 제1항의 공고일로부터 2주 후가 되도록 정하여야 한다.</u></p> <p>④ 제1항에 따라 회사가 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실한다.</p> <p>⑤ <u>회사가 신주인수선택권의 상환의 대가로 신주를 교부하는 경우 상환을 받는 자는 상환의 효력발생일에 신</u></p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. <u>신주인수선택권을 상환하는 뜻 및 상환의 사유</u> 2. 상환할 신주인수선택권의 범위 3. 상환의 효력발생일 4. 상환의 대가로 교부할 신주 또는 금전 기타 재산의 구체적인 내용 5. 상환에 관하여 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위 <p>② <u>회사는 제1항의 이사회 결의 후 지체 없이 그 이사회 결의의 내용을 공고하여야 한다.</u></p> <p>③ <u>제1항제3호의 상환의 효력발생일은 제1항의 공고일로부터 2주 후가 되도록 정하여야 한다.</u></p> <p>④ 제1항에 따라 회사가 상환하는 신주인수선택권은 상환의 효력발생일에 그 효력을 상실한다.</p> <p>⑤ <u>회사가 신주인수선택권의 상환의 대가로 신주를 교부하는 경우 상환을 받는 자는 상환의 효력발생일에 신</u></p> |
|---|--|--|

| | | |
|---|--|--|
| <p>제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.</p> <p>② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.</p> <p>③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전에는 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.</p> <p>제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 그 행사금액의 전액을 납입하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 신주인수선택권을 행사한 자에 대하여는 제516조의9를 준용한다.</p> <p>제432조의7(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에</p> | <p><u>주의 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항의 규정을 준용한다.</u></p> <p>제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.</p> <p>② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.</p> <p>③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전에는 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.</p> <p>제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 그 행사금액의 전액을 납입하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 신주인수선택권을 행사한 자에 대하여는 제516조의9를 준용한다.</p> <p><u>③ 회사는 자기주식에 관하여 신주인수선택권을 행사하지 못한다.</u></p> <p>제432조의7(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에</p> | <p><u>주의 주주가 된다. 이 경우 제350조제2항 및 제3항의 규정을 준용한다.</u></p> <p>제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.</p> <p>② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.</p> <p>③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 이전에는 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.</p> <p>제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 그 행사금액의 전액을 납입하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 신주인수선택권을 행사한 자에 대하여는 제516조의9를 준용한다.</p> <p><u>③ 회사는 자기주식에 관하여 신주인수선택권을 행사하지 못한다.</u></p> <p>제432조의7(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에</p> |
|---|--|--|

| | | |
|--|---|---|
| <p>서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수 2. 신주인수선택권의 행사금액 3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건 <p>③ 제2항의 등기에 관하여 제183조를 준용한다.</p> | <p>서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수 2. 신주인수선택권의 행사금액 3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건 <p>③ 제2항의 등기에 관하여 제183조를 준용한다.</p> <p><u>제432조의8(유지청구권) 회사</u>가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 신주인수선택권을 부여, 행사제한 또는 상환하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 유지 또는 그로 인한 신주 발행의 유지를 청구할 수 있다.</p> | <p>서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.</p> <p>② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수 2. 신주인수선택권의 행사금액 3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건 <p>③ 제2항의 등기에 관하여 제183조를 준용한다.</p> <p><u>제432조의8(유지청구권) 회사</u>가 법령 또는 정관에 위반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 신주인수선택권을 부여, 행사제한 또는 상환하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 유지 또는 그로 인한 신주 발행의 유지를 청구할 수 있다.</p> |
| <p>제432조의8(준용규정) 신주인수선택권에 관하여 제351조 및 제424조를 준용한다.</p> | <p><u>제432조의9(준용규정) ①</u> 신주인수선택권의 <u>행사 또는 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우에 제351조 및 제429조부터 제432조까지</u> 규정을 준용한다.</p> <p>② 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 발행되는 주식의 수가 1주에 미달하는 단순인 경우에는 제443조제1항의 규정을 준용한다.</p> | <p><u>제432조의9(준용규정) ①</u> 신주인수선택권의 <u>행사 또는 상환으로 인하여 신주를 발행하는 경우에 제351조 및 제429조부터 제432조까지</u> 규정을 준용한다.</p> <p>② 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 발행되는 주식의 수가 1주에 미달하는 단순인 경우에는 제443조제1항의 규정을 준용한다.</p> |

제432조의10(주주명부예의 기재) ① 회사가 정관에 따라 주주에게 신주인수선택권을 부여하는 경우 지체 없이 주주명부에 다음 각 호의 사항을 기재하여야 한다.

1. 각 주주가 부여받은 신주인수선택권의 종류, 수 및 해당 주주의 범위
2. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 행사내용을 달리 정한 경우 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위
3. 일부 주주에 대하여 신주인수선택권을 상환하는 경우 상환으로 인하여 각 주주에게 교부될 신주 또는 금전 기타 재산의 내용, 상환의 효력발생일 및 해당 주주의 범위
4. 각 주주별로 신주인수선택권이 행사 또는 상환이 완료된 경우 그 사실
5. 무기명주식의 경우 그 종류, 수, 번호 및 각 무기명주식에 대하여 부여된 신주인수선택권의 종류와 수. 단 주주가 회사에 주권을 공탁한 경우에 한한다.

② 회사는 제1항 각 호의 사항에 변경이 있는 때에는 지체 없이 그 내용을 주주명부

| | | |
|--|---|---|
| | <p><u>에 기재하여야 한다.</u></p> <p>제455조 (액면미달금액의 계상) ① 제417조, <u>제432조의 2제5항, 또는 제432조의4제1항</u>의 규정에 의하여 주식을 발행한 경우에는 액면미달금액의 총액은 대차대조표자산의 부에 계상할 수 있다.</p> <p>② 전항의 계상금액은 주식발행후 3년내의 매결산기에 균등액이상의 상각을 하여야 한다.</p> | <p>제455조 (액면미달금액의 계상) ① 제417조, <u>제432조의 2제4항, 또는 제432조의4제1항</u>의 규정에 의하여 주식을 발행한 경우에는 액면미달금액의 총액은 대차대조표자산의 부에 계상할 수 있다.</p> <p>② 전항의 계상금액은 주식발행후 3년내의 매결산기에 균등액이상의 상각을 하여야 한다.</p> |
|--|---|---|

(개회 15시 08분)

[신주인수선택권 제1, 2수정안 논의]

○ 송종준 위원장

안녕하십니까? 여러 가지로 바쁘실텐데, 또 오늘 회의에 나와 참여를 해 주셔서 대단히 고맙고요.

저희가 지난해에 4월부터 11월까지 경영권방어수단을 도입하기 위한 몇 가지 법률 초안을 기초를 해서 정부에 권고안으로 제출을 한 바가 있습니다.

정부가 그동안 여러 가지 안들을 검토하고 또 협의한 결과 그 중에서 신주인수선택권을 도입하는 법률안을 상법개정안의 하나로써 채택을 했습니다.

그리고 이 법무부 상사법무과는 이 신주인수선택권 당초의 초안을 중심으로 해서 면밀한 검토 그리고 또 외부의 자문 이런

절차를 거쳐서 그동안에 제기된 여러 가지 세밀한 부분들을 보완하는 수정안을 작성했습니다.

그 수정안은 1안과 2안 두 가지가 돼 있고, 이 내용들은 이미 위원님들에게 이메일로 전송이 된 것으로 이렇게 알고 있습니다.

지난해 노혁준 위원님 또 안수현 위원님 또 강희철 위원님 애써서 좋은 법률 초안을 작성을 해주셨는데 정부가 그 안은 이번에는 채택을 하지 않고 또 향후에 또 논의할 때가 있을 것으로 저는 생각을 하는데, 그때는 아마 중요한 참고 자료로서 활용이 될 수 있지 않을까 생각이 되고, 오늘은 법무부가 수정 제출한 수정안 두 가지 안을 중심으로, 어떻게 보면 검토 회의라고 해야겠습니다. 그래서 사실상 마무리하는 그런 회의가 되겠습니다. 그래서 중요한 절차상의 문제도 있고 또 관련되는 지엽적인 문제도 있고 그런 내용인데 먼저 김수현 검사님께

서 새로 또 오셨는데 먼저 인사를 한번 드리고, 각 수정안 두 가지 안에 대한 전반적인 취지를 좀 설명을 해 주시고 조문 하나하나씩 검토하는 것으로 하겠습니다.

○ 김수현 검사

새로 지금 경영권방어 부분에 대한 지금 상법개정안을 담당하고 있는 김수현 검사입니다. 워낙 담당자가 지금 잘 아시다시피 여러 차례 바뀌어 가지고 위원님들은 혼란스럽게 해서 죄송스럽게 생각하고요.

지금 전체적인 진행경과는 오늘 안을 어느 하나를 확정해 주시면 그걸 가지고 다음 달 정도부터 공개적인 입법절차에 들어갈 생각입니다. 그래서 빠르면 10월중에 관계부처 협의하고, 입법예고를 하게 되면 본격적으로 여론에서 이 부분이 논의가 본격적으로 될 것 같습니다. 그러면 토론회가 많이 생길 것 같고, 가능한 한 이번 달 안에 이 안 중에 하나를 확정했으면 하는 게 저의 바램입니다.

위원님들이 만들어 주신 안을 좀 수정하게 된 이유는 위원회 참석하지 않으신 교수님들이나 뭐 다른 분들한테 좀 의견을 쪽 받았는데, 제일 크게 지적을 하신 부분이 바로 양도 부분이었습니다.

신주인수선택권을 차별적으로 부여한 다음에 그것이 양도됐을 경우에 신주인수선택권이 붙어있는 주식과 그렇지 않은 주식 간의 구별을 어떻게 할 것인가, 그러니까 상장회사 같은 경우 대부분 예탁되어 있다고 보면 실질주주가 누군지 모르는 상태로 계속 양도가 될 텐데, 그 상태에서 회사가 누구는

붙어있고 누구는 안 붙어있는지 어떻게 확정할 것이며, 주식을 사는 사람이 이거는 붙어있는 주식인지 안 붙어있는 주식인지를 어떻게 알고 구입하고 판매할 것인가 이 부분에 대한 해결이 좀 되어야 되겠다는 지적을 제일 많이 받아서 그 문제를 해결하기 위해서 두 가지 안을 크게 만든 겁니다.

첫 번째 안은 명부를 강제하는 방법을 채택한 것인데요. 일본처럼 신주인수선택권에 대한 명부를, 주주명부와 별도로 만드는 안을 고민하다가 그렇게 하면 주주명부와 신주인수선택권 명부간의 불일치가 되면 문제가 생기는 여러 가지 제도상 혼란이 있어서 주주명부에 그걸 포함시켜서 기재하도록 하는 방안을 한번 생각해 봤습니다.

이거는 그런데 어떻게 보면 회사에 지나친 부담이 될 가능성이 있고, 그거 만드느라고 방어를 못하는, 실기하는 우려가 있어서 그런 면에 대한 지적도 또 있었습니다.

그리고 두 번째 안은 일본 쪽에 가까운 안으로 부여할 때는 차별을 못하도록 하고 모든 주식에 다 부여함으로써 주식이 양도되는 경우에 어느 것은 붙어있고 어느 것은 붙어있지 않은지에 대한 혼란을 아예 원천적으로 없애버리고 대신 상환과 행사에 있어서만 차별을 하는 것으로 목적 달성을 충분히 할 수 있다는 이런 생각에서 2안을 만들게 된 겁니다.

그 1안과 2안 가장 큰 차이점은 그거고요. 나머지 부분은, 절차적인 부분에서 이제 조항을 어디 준용해야 된다가나 넣어야 된다가나 이런 부분들에 대한 세세한 부분들이 있어서 그 부분에 대한 것을 반영한 것

으로 양쪽 안이 다 똑같습니다. 그런 세세한 부분 반영한 거는...

그런데 저희가 지금 먼저 해 주셨으면 싶은 것은 사실 구체적인 조문내용은 하나를 결정하시면 나머지는 보실 필요가 없기 때문에 어느 안 쪽으로 갈 것인지를 먼저 결정해 주신 다음에 구체적인 안을 법률안, 조문안을 문구를 다듬어주시면 좋겠습니다.

○ 송종준 위원장

어떻게 하는 게 좋겠습니까? 같이 놓고 지금 제1수정안에서는 부여 당시부터 차별을 할 수 있도록 하는 그런 것을 ...

○ 김수현 검사

종전 위원회 안...

○ 송종준 위원장

종전의 입장을 존중한 것이고, 2안에서는 부여는 동등하게 하고 행사시에만 차별할 수 있도록 하는 그런 내용이죠. 그러면 지금 각1수정안과 제2수정안 내용이 조문 순서로 이렇게 돼 있기 때문에 어떻게 이 조문 순서로 한번...

○ 강희철 위원

김 검사님 말씀대로 그 문제를 결정하면 나머지는 내용은 같고...

○ 송종준 위원장

결정하고, 예. 그럴까요?

○ 강희철 위원

뭐 2안을 선택하면 1안 중에 안 봐도 되는 내용들도 있고 이러니까 지금 말씀대로 그걸 결정을 하고 그 다음에 그러면 1수정할 거, 그냥 2수정할 거, 그냥 조문 그렇게 할 것 같습니다. 그러면...

○ 송종준 위원장

어떻게... 의견을 한번 말씀해 주시죠.

○ 강희철 위원

예. 우선 뭐 부여 당시부터 차별하는 제도를 갖는 것의 장단점, 단점은 이제 말씀을 하셨고, 또 만일에 그렇게 하지 않으면 어떤 문제점이 생기는가 그걸 한번 생각해 보면 되겠네요? 이 당시부터 차별을 하지 않으면 소기의 목적을 달성하지 못하는 뭐가 있는지 혹시 그것과 관련해서 뭐 논의가 없었습니까?

○ 김수현 검사

저희가 내부적으로 부여단계에서 차별을 안 하도록 하는 안을 만들 때에는 어차피 이게 경영권 방어하는 목적으로 행사와 상환에서의 차별이 가능하기 때문에 그 목적 달성에는 지장이 없을 것이라는 생각을 했었는데요. 다른 지적... 제가 미처 생각하지 못한 부분이 충분히 있기 때문에 거기에 대한 거는 위원님들이 결정해 주시는 대로 따를 생각입니다.

○ 권종호 위원

줄 때 처음부터 차별을 안 하는 게, 이

제 그 방법이 인정이 되어야 되는 게 이제 사전예방적으로 모든 주주에게 짝 깔아 놓고 trigger 사건이 터지면 예컨대 그 해당이 되는 자는 신주인수권을 행사하지 못하도록 하고 나머지는 행사할 수 있도록 그렇게 하기 위해서 첫 번째 사전예방적인 조치를 취하기 위해서 모든 쪽에 차별을 하기 위해 필요한 거고, 그런데 그걸 전혀 안 해놨던 회사가 사전에 예방적으로 정관도 안 만들 어놨던 회사가 일이 딱 터졌을 때 그때 주는 방법으로 개만 빼고 다른 사람한테 주는 방법이 현실적으로 필요하지 않겠어요?

○ 강희철 위원

그런데 결과적으로 이걸 두면서도 행사를 못하도록 하면 효과는 마찬가지로 아니냐는 뭐 그런 이야기를...

○ 김수현 검사

예. 그런 생각이었습니다.

○ 권종호 위원

그럴 때도 유사시에도 그냥 모든 사람에게 다 주고, 너만 하지 마라...

○ 강희철 위원

예. 다 주면서... 예. 그러면 되는 거 아니냐는 그...

○ 김수현 검사

예. 그런 생각입니다.

○ 노혁준 위원

제가 1안, 2안 보면서 드는 생각은 두 가지였는데, 지금 이야기하신 것처럼 원래했던 원안이랑 그 다음에 저희가 이야기한 것처럼 전체를 다 봤을 때 차이점은 일단 당장 어떤 공격상황이 생겼을 때 우리의 원안에 따르면 그 사람에 대해서 아예 배제를 하는 거고 지금 수정된 제2안에 따르면 그 사람에 대해서 일단 주고, 행사를 못하도록 그렇게 하는 방안이지 않습니까?

그게 큰 차이라고 할 수 있는데 그 식의, 거의 비슷한 결과가 생길 것 같긴 한데, 그런 식으로 이 2안에 따르면 행사조건을 어떻게 규정할지는 뭐 거기에 따라서 약간 달라질 수 있기는 한데 그 사람이 공격자도 받아가지고 다른 데 뭐 임시... 일단 가지고는 있으니까 그리고 그 행사조건은 주로 아마 인적인 행사조건이 될 것 같으니까 아예 안주는 것보다는 그걸 가지고 뭔가 다른 scheme이라든지 packing같은 걸 이용해 가지고 조금 장난칠 수 있는 여지가 있지 않을까 하는 생각이 약간 드는데요.

그거는 개별회사에서 그런 행사조건이나 그런 걸 정할 때에 나름대로 그것까지 생각해 가지고 해야 되는 것이다, 뭐 이런 식으로 이야기 하면 법에서 그런 것까지 감안을 해줘가지고 할 필요가 있겠냐, 이런 식의 반론도 가능할 것 같고, 그런 쪽에 대해서 제가 생각한 거는 어떤 차이가 있을까 생각했는데 그런 생각을 좀 해 봤고요.

그 다음에 또 하나는 이 2안으로 갔을 때 보면 우리가 원래 이런 논의가 나오게 된 계기인 같은 유통되는 것 중에서 어떤

경우는 그런 식으로 굉장히 강력한 신주인 수선택권이 붙어있고, 어떤 경우는 안 붙어 있고 이렇게 혼재되어 있는 것을 제2수정안에 의한 경우에는 다 막을 수가 있는지가 조금 생각이 드는데요. 지금 어떤 행사기간에 따라서는 현재 발행되어 있는 개별주식에 대해서 전체적으로 다 모두 부여가 된다 하더라도 그 이후에 또 신주가 발행이 되어 가지고 그게 혼재되어 있는 상태가 전혀 생각할 수 없는 건지...

○ 안수현 위원

저는 이제 결과적으로 보면 어쨌든 적대적 M&A에 대해서 방어는 할 수 있다는 논리에서 두 가지 안을 말씀하신 것 같은데 저는 이제 후자의 안을 보면 일단은 1안은 사실 처음부터 차별을 한다면 기본적으로 들어오는 어떤 적대적 M&A를 시도하는데 들어가는 비용이 너무 많이 들것 같다, 처음부터 아마 포기할 수 있는 그런 것을 줄 수 있을 것 같은데, 후자의 경우에는 일단은 똑같이 부여를 받고 그거에 대한 나중에 대가를 반대로 받아서 나가게... 그러니까 상환하고 행사에 있어서는 차별을 한다고 하지만 결국에는 그 주주가 나갈 수 있는 길을 지금 일본의 경우에도 뭔가 대가를 주고 나가게 하지 않습니까? 오히려 후자의 경우가 공격대상인 target company에 있어서는 더 불확실하거나 어떠한 대가가 나갈지도 모르는 그런 부분들을 주기 때문에 마치 후자의 안은 저희가 좀 더 신중한 것 같지만 target company에게는 제가 볼 때에는 target company의 주주에게는 오히려 좀...

○ 권중호 위원
손해가?

○ 안수현 위원

예. 손해가 되거나 불확실하거나 미리 알 수가 없는 그런 부분들을 주지 않을까, 그 다음에 공격하는 역할을 하는 그러한 company 입장에도 더 나가는 데에 더 많은 고려를 해야 되는, 어떻게 보면 효율적이지 않은 결정이라면 빨리나갈 수 있게 해 주는 게 더 좋았을 것 같은데요. 그런 측면에서 보면 1안이 처음부터 그런 부분들을 빨리 나갈 수 있는 것을 좀 빠른 시간 안에 결정할 수 있는 1안쪽이 저는 더 낫지 않겠나라는 생각이 얼핏은 듭니다. 그 외에 다른 이유로 1안과 2안에 차별을 둔다면 더 다른 배경은 없는지, 저는 그런 생각이 좀 들어서 여쭙어 보고 싶네요.

○ 김수현 검사

저희는 아까 설명 드린 것처럼 양도 문제 해결하려고 사실은 한 겁니다. 1안이나 2안이나 다 그 문제를 해결하는 방법 중에 하나로 한 것이고요. 다른 것 때문에 그걸 바꾸려고 했던 건 아닙니다.

○ 안수현 위원

밖에 혹시 시장에서 더 신중하게 이 포이즌 필을 행사할 수 있거나 이용하게 하려면 그런 면에서 이런 두 개의 안을 만드신 건 아니고요?

○ 김수현 검사

그렇지는 않습니다.

○ 안수현 위원

전적으로 양도와 관련된 부분들만요?

○ 김수현 검사

물론 만약에 2안 같은 경우에는 주주차별적인 요소가 좀 적어진다, 어쨌든 주긴 주니까, 그런 식의 이야기를 할 수는 있을 것 같은데요. 만약에 2안으로 한다면, 그런데 뭐 그런 이야기를 하려고 해서 그렇게 한 건 아닙니다. 결과적으로 그렇게 될 수는 있어도 순전히 이제 1안과 2안은 양도되는 문제를 어떻게 해결할 것인가 때문에 그...

○ 송종준 위원장

그러니까 20%를 triggering event로 정해 놨을 때 누군가가 20% 이상의 주식을 매집을 할 경우에 그 사람한테는 안 주겠다는 거 아니에요? 1안은? 그런데 그중에서 그 사람이 그 기준 미만으로 주식을 줄여버릴 경우, 그러면 그것은 다시 부여해야 되는 절차를 거쳐야 되나?

○ 권종호 위원

그러면 강제상환을 하는 거죠. 줬던 건 전부다 강제대로, 그런데 원칙적으로 우리 지금 안을 보면 주는 건 무상으로 주니까...

○ 송종준 위원장

아, 그렇죠. 그러니까 차별을 했을 때... 그 사람은...

○ 권종호 위원

줬다가 그 사람이 위기 상황이 아니면 회사가 거둬들여도 되는 거죠. 그러니까 그 비율이 기준이 밑으로 떨어졌다는 소리는 곧 바로 경영권에 대한 위협이 사라졌다는 이야기거든요.

○ 송종준 위원장

사라졌다는 이야기죠.

○ 권종호 위원

이제 그것을 유지할 필요가 없으면 회사는...

○ 강희철 위원

일단 그런데 발행과 관련해서는 한번 발행한 그걸로 끝나는 거니까 일단 그 다음에 예를 들어서 상환과 소각 조건과 관련한 이야기인거고...

○ 권종호 위원

그렇죠. 그렇게 됩니다.

○ 강희철 위원

그렇게 정하면 뭐든지 될 텐데...

○ 권종호 위원

그렇죠. 얼마든지...

○ 강희철 위원

지금 한번 보십시다. 지금 이제 구체적인 문제가 생기는 것은 상장회사의 주식으로써 전전양도 되는 경우에 그것이 별도,

별개의 주식으로 그렇게 관리되지 않는 한 이게 신주인수선택권이 있는 주식인지 아닌지의 여부를 알 수가 없는 것이 아니냐... 지금 뭐 예를 한번 생각을 한다면, 사전에 발행을 한다, 사전에 발행을 하는 경우에 발행할 때는 사전에 발행을 한다고 하는 경우에 누구에게는 주고 누구에게는 안 준다고... 사전에 이런 trigger가 안 된 경우에 지금 발행하지는 않을 것 같고요.

○ 권종호 위원

예. 그런 것 같아요. 지금 이제 생각했는데, 이 무상배정제도 우리가 지금 도입했잖아요. 무상배정제도를 도입한 거는 회사가 이사회에서 결의를 하면, 준다고 결의를 하면 예컨대 일반적인 것이 청약을 하고 뭐 승낙 뭐 이런 것 없이...

○ 송종준 위원장

없어 다...

○ 권종호 위원

그냥 그대로 효력 발생되어 나가는 거죠? 그렇죠? 그러니까 지금 우리제도는 trigger 어떤 사건이 딱 있으면 그럴 때는 깔아 놓는 것이 아니라...

○ 강희철 위원

미리 그 후에 발행하는 거죠.

○ 권종호 위원

그렇죠. 그러니까 그 후에 사건이 터지면 그 trigger 사건을 계기로 이사에서 무상

배정을 한 결정을 하면 그날 효력발생일 시점의 주주들이 한주에 뭐 신주인수권이 짝 이제 다 깔리는 거죠. 지금 현재 규정은 그렇게 돼 있는데...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 강희철 위원

그럴 것 같습니다. 사전에 할 일은 없죠.

○ 권종호 위원

그런데 지금 우리법원이 그렇게 돼 있어요. 그러니까 사전에 깔아놓는다는 게 아니라 우리 무상배정제도를 뒀기 때문에 그렇게 되고 그 경우에서 회사가 선택적으로 하는 방법은 그렇게 할 때 무상배정을 할 때 적대적 개는 빼고 준다고 정할 수도 있고, 다 준다, 주고 그 적대적 매수자 너에 대해서는 예컨대 다른 애는 뭐 행사가격을 어떻게 하고 네 거는 몽땅 사들이는데 예컨대 돈을 얼마를 준다는 게 일본의 그 사건인데, 거기에 대해서는 비판이 굉장히 많은 거고, 회사가 이제는 막아야 된다고 생각했는데 그걸 돈 주고 사는 것 자체는 판결이 그게 OK라고 했지만 그게 말이 안 된다는 게 일본의 주류의 견해이기 때문에 그럴 때는 그거는 무상으로 줬기 때문에 무상으로 거둬들여 버리는 방법이 있을 수가 있거든요.

그러니까 이제 무상배정을 하면 이사회 결의하면서 개를 빼고 주는 방법이 있고, 개한테 다 주고 개만 무상으로 거둬들이는 방법이 있을 수가 있는데 지금 우리 현재

이야기 하는 것은 아예 개만 빼고 주는 걸 빼자는 그런 이야기에 지나지 않습니까? 그렇지 않죠?

○ 강희철 위원

우선 지금 검사님 말씀이 이게 관리와 관련해서 지금 상장매수의 전전유통과 관련한 관리와 관련한 문제가 있으니까...

○ 권종호 위원

그거는 전혀 관계없을 것 같은데? 우리 제도 하에서는...

○ 강희철 위원

그게 과연 의미가 없어짐으로써 그 문제가 없어지고 실제 그런가, 그걸 한번 찾아봅시다. 지금 여러 가지 이유로 해서 우리가 이렇게 지금 교수님 말씀하신 것처럼 이렇게 한 건 나름대로 이유가 있는데... 그럼에도 불구하고 현실적인 관리상의 문제가 심각하고, 그 심각한 문제를 이렇게 구별해서 주는 제도를 없앴으로써 그 문제가 해결되는지를 우선 한번 따져보십시오. 현실적으로 지금 우리 제도상으로는 미리 사전에 깔아놓을 필요성은 거의 없을 것 같은 생각이 들거든요.

○ 송종준 위원장

그건 없죠. 그렇죠.

○ 강희철 위원

그러면 사후에 한다, 사후에 한다고 하면 현실적으로 결국에는 적대적... 지금 현

재 제도에 의하면 적대적 M&A를 하는 자한테는 안 줄 거고, 그 외에 주주들한테는 줄 거고 그런데 그 주식이 전전 유통이 될 수 있다 그럼 신주인수권을 가졌냐, 안 가졌냐 하는 걸 어떻게 관리를 하느냐?

지금 특히 대체결제제도에 대해서 그냥 증권회사 거래를 할 때 이것이 주주의 별도의 다른 종류주식으로 처리되지 않는 한 그것이 불가능하고 일단 발행된 이후에 그건 현실적으로 불가능할 것 같다는 생각이 들긴 하네요. 지금 예를 들어서 지금 결국에는 20% 이상의 주식을 갖고 있는 뭐 어쨌든 적대적인 주주한테는...

○ 송종준 위원장

안 준다...

○ 강희철 위원

안 준다 ...

○ 송종준 위원장

이렇게 이제 할 경우, 이사회에서 이렇게 할 경우.

○ 강희철 위원

예.

○ 권종호 위원

그렇게 결정을 했습니다. 이제 상황을 만듭시다. 결정을 했는데 그게 그 사람을 빼고 나머지 주주는 이제 신주인수권을 예컨대 1원에 한주, 자기 갖고 있는 주식을 행사할 수 있는 자격이 주어졌다, 이런 상

황이지 않습니까, 그렇죠?

○ 송종준 위원장

예.

○ 강희철 위원

예.

○ 권종호 위원

여기서 예컨대 애가 말을 안 들으면 그것이 그냥 그대로 주어지는 것이고 애가 OK, 나는 접겠다고 되면 그때는 조건부로 해 가지고 전부 다 행사를 못하도록 강제적으로 상환하는 시스템을 지금 짤 수가 있겠어, 그렇게 돼 있지 않습니까?

○ 강희철 위원

예. 아니, 그런데 지금...

○ 권종호 위원

그런데 문제는 이렇게 해 놓은 상태가 길어져서 그 상태에서 행사할 수 있는데 애는 뭐 이렇게 하는 사이에 이게 양도되고 이럴 수가 있다는...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 강희철 위원

예. 그렇죠.

○ 권종호 위원

이제 그 이야기인데...

○ 송종준 위원장

그럴 경우는 이제...

○ 권종호 위원

그러면 회사로서는 그래야 되지 않겠습니까? 그런 상황에서 공격자 입장에서 봐 가지고 자기가 여기서 결정을 하지 않으면 지금 현재 일반주주는 한주에 뭐 행사만 그대로 몇 일 시점에서 주식을 일괄적으로 행사하는 것이고, 그렇게 정해질 거 아닙니까? 그렇죠?

○ 강희철 위원

그렇겠죠.

○ 권종호 위원

그렇게 정해질 거니까, 거기서 애가 나는 접는다고 하면 그거는 이제 회사가 거둬들이는 것이 되고, 나는 하겠다고 하면 이제 행사하는 것이 되고 이렇게 되지 않겠습니까? 그러니까 그게 뭐 전전유통 되는 그 시점이든... 아, 그것도 문제가 되네...

○ 강희철 위원

아무튼 그 주주가 시장에서 팔아버렸다...

○ 권종호 위원

파니까...

○ 강희철 위원

그러면 그게 그런 신주인수권이 있는 주식이나 없는 주식이나...

○ 송중준 위원장

그것이 지금...

○ 권종호 위원

아, 그런데 그렇게 되면 보자... 공격자에서 놓은 거 가지고...

○ 김수현 검사

투자자 입장에서 가치도 다를 것 같거든요? 신주인수권이 붙어있는 것과 아닌 거는...

○ 송중준 위원장

아, 당연하죠.

○ 김수현 검사

주식 값이 달라야 될 것 같습니다.

○ 권종호 위원

아니, 그런데 그게 우리가 평상시에 붙어있고, 안 붙어있고 이러면 이야 기가 다른데 사실 우리가 이야기하는 것 중에서 신주인수권이 주어지는 시점이라는 것은 우리가 사건이 난 그 시점이고, 그렇죠?

○ 송중준 위원장

그때 그런 거죠.

○ 권종호 위원

그 시점에서...

○ 송중준 위원장

그게 사라지면 다시 소각이 돼버리는 거고...

○ 권종호 위원

사라지면 그대로 이거는 없어져버리니까, 이게 유통...

○ 강희철 위원

없어지면 결국 전부 다 무상 소각시켜버릴 거 아니냐...

○ 권종호 위원

그렇죠. 그런 방법이 되는 거죠.

○ 강희철 위원

지금 보면 무상소각제도가 있으니까 그 경우에 무상 소각시켜야 되겠죠.

○ 권종호 위원

그렇죠. 그 이야기를 지금 계속하잖아요.

○ 강희철 위원

그럼 이제 결국에 말씀하신 대로 그 다음에 이 문제는 실제 주식을 받고 안 받고, 그 다음에 예를 들어서 어떤 주식에 대해서는 행사할 수 있고 어떤 데에는 행사를 허용하지 않거나 행사내용을 달리 정한, 그런 정함이 있는 경우 그 문제는 없나? 똑같은 문제가? 예를 들어서 결국 발행의 경우뿐만 아니라 행사를 허용하거나 행사의 내용을 달리 정하도록 그렇게 정한 경우에는 그 문제가 없는가...

○ 김수현 검사

그런데 그때는 결과적으로 인적으로 하지 않겠습니까? 그러니까 행사제한이나 상

환이라는 거는 주식단위로 하는 게 아니라 인적으로 할 것이기 때문에...

○ 권종호 위원

20% 이상 주주만?

○ 김수현 검사

그 사람만 못 하게 하는 거라서 그때는 진짜 양도의 문제는 그거는 없는 것 같은 생각이 들어서요.

○ 권종호 위원

그렇게 되면 그 사람은 그 주식을 자기 가 양도하고 이렇게 되면 그거는 이제 위험이 끝나니까 그건 전부다 포이즌 필 다 거 뒤들일 것이고, 또 나머지 주주는 예컨대 그걸 양도를 한다고 해도 그때는 신주인수권이 붙어가지고 양도를 해도 A가 갖고 있던 B가 갖고 있던 회사로서는 누가 신주인수권을 행사하면 그 방어하는 거니까 어쨌든 문제는 안 될 것 같은데...

○ 강희철 위원

예. 그 후자의 경우는 행사를 허용하지 않거나 행사내용을 달리 정한 경우는 결국에는 percentage와 관련이 되겠죠. percentage가 달라지면 자동적으로 안 된다고 하는 거니까 뭐 그런 내용이... 그런데 특정주주, 그게 주주명부에 특정주주에 관해서 기재될 수 있는 건가?

○ 송종준 위원장

특정주주라는 게 이제 triggering event

관련해서...

○ 권종호 위원

그게 이제...

○ 강희철 위원

말하자면 예를 들어서 회사가 정한 소정의 절차를 취하지 않고, 20%를 보유한 사람에 대해서는 행사를 못한다 말하자면 그런 식의 규정이 정해지겠죠. 그렇죠?

○ 권종호 위원

그렇죠. 그렇죠.

○ 강희철 위원

그런 규정이 정해진다고 그러면 그건 나중에 행사를 못하는 것과 관련해서 특정주주겠지만 그건 주식일반에 관한 사항이고, 그거는 뭐 모든 주식에 대해서 동일하게 정해지는 거겠죠?

○ 권종호 위원

그렇겠죠.

○ 강희철 위원

그거는 그래서 전전양도 되더라도 별문제가 없을 것 같다는 생각이 드네요. 그런데 지금 발행과 관련해서는 우선은 그게 신주인수권을... 물론 다른 행사조건이라던가에 의해서 다른 제약을 받긴 하겠지만 개념적으로 어쨌든 신주인수권이 선택권이 있는 주식이나, 없는 주식이나 개념정리 구별되고, 이게 전전유통됐을 때 이론적으로 문제

가 있을 것 같다, 그런데 실질적으로는 그 경우에 결국 주식을 뭐 소각을 한다든가 이거는 이렇게 흘러지면 가치가 없는 주식이라는 것들을 시장에서 또 알 수 있을 것이고, 따라서 값에는 큰 영향을 미치지 않을 것 같은 생각이 드는데 어쨌든 권리가 다른 내용의 주식이...

○ 송중준 위원장

권리가 다른 내용의 주식은 시장에서...

○ 강희철 위원

이 시장에서 구별되지 않고 유통될 수 있다는 이론적인 문제는 있는 것 같아요.

○ 노혁준 위원

그런데 그게 이론적 뿐만 아니라 이게 승패가 확정돼 버리면 모든 게 다 똑같이 되니까 상관이 없는데, 그 기간이 상당히 길어질 수가 있기 때문에 그 사이에 양도가 이루어지고 하면...

○ 강희철 위원

그렇네요. 또 누가 다른 제3자가 들어와서 뭐...

○ 노혁준 위원

뭐 가처분 같은 게 있을 수도 있고요.

○ 강희철 위원

예. 그렇게 하고 어쨌든 실제 그 경우 전전 유통될 가능성이 있을 수는 있겠는데 요? 뭐 제3의 공격자가 들어와 가지고 그

주식을 갖고 어떻게 한다든가 그런데 이게 뭐 그렇게 하려면 결국 빼내가지고 주권 실물로 그렇게 하지 않으면, 그렇게 하면 이제 될 텐데 그러면 이제 그런 걸... 그렇게 하면 그 문제는 없어지겠죠?

○ 송중준 위원장

그런데 이제 시장에서 증권시장에서 유통되는 경우가...

○ 강희철 위원

그러면 이제 발행증권시장에서 유통을 사실상 막는 그런 효과가 있죠. 그런데도 불구하고 이게 없는데 그냥 시장에서 어쨌든 풀어버리면 그걸 구별할 수 있는 방법이 없네요. 진짜.

○ 송중준 위원장

구별은 안 될 것 같아요. 제가 볼 때.

○ 강희철 위원

예. 풀어버리면 자기가 뭐...

○ 김수현 검사

그런데 그런 문제가 생길 것 같습니다. 차별해서 부여하고 나면 20% 가진 사람이 계속 매집을 하고 하다가 다시 팔았다가 지분이 변동이 있으면...

○ 송중준 위원장

예. 그렇죠.

○ 강희철 위원

예. 그런데 뭐가...

○ 김수현 검사

21%된 1%가 21 됐다가 19로 줄었는데 그럼 줄은 게, 없는 게 줄은 거냐, 있는 게 줄은 거냐...

○ 강희철 위원

그렇죠. 맞습니다. 그런 문제가 있네요.

○ 김수현 검사

그런 문제가 또 생기기 때문에...

○ 송종준 위원장

흔란스러운 그런 모습이 있을 수 있다는 이야기인 것 같아요. 그리고 또...

○ 강희철 위원

분명히 이런 문제는 될 것 같네요.

○ 송종준 위원장

또 하나는 보다 본질적인 것은 부여할 단계에서 특정주주에게 안 준다 그런 안에서는 그 안 주는 것 자체가 여기서 말하는 것처럼 기업회사의 가치, 일반주주의의 유지 증진에 부합하느냐...

○ 권종호 위원

그런데...

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 방어의 효과... 방어가 그

만큼 더 어려워지게 되는 이런 문제가 사실은 있겠죠.

○ 권종호 위원

그것도 있고 그런데 우리가 지금 생각하는 게 사실은 일본에서 만들어 진 소위 말하는 포이즌 필을 보면 어떻게 돼 있느냐 하면 이제 그 규정으로, 우리 회사는 예컨대 10%를 취득하려고 하면 취득하기 전에 이사회에 대해서 자기의 의사를 disclose하고 여기에 대해서 심사하는 기간 동안에 추가로 하지 마라, 만약 이 절차를 위반하면 우리는 발동시킨다, 그리고 그 심사는 하는 것 중에서 독립된 제3기관들을 봐서 이것은 기업 가치를 제고하는 것이다, 그러면 방어 수단으로 쓰지 말아야 되는 것이고, 이제 이렇게 사실 되는 거거든요.

그래서 이거는 막아야 된다고 결정이 되면 그때 이제 자기는 사는 걸 스톱한 상태에서 막는 걸 결정되면 우리가 사면 이제 그대로 신주인수권이 이제 무상으로 이사회 결의로 주어지는 것이고, 개만 빼고 행사가 되는 것이고, 개가 결정되면 실제로는 거둬들이는 상태가 이렇게 되니까 제가 보기에 사실은 실제적으로 이게 붙어가지고 전 전유통이 되도록 만약 그런 식으로 찢다면 일본에 부종성해 가지고 그거 판결로 그러니까 기존 주주에... 그러니까 적대적 매수자의 이익을 침해한 것은 이것은 방어수단의 목적상 어쩔 수 없는데 방어를 씌우며 해 가지고 다른 일반주주의 이익까지 침해한다는 것은 안 된다고 한 게 기준이 일반 판례기준이 하나가 있거든요? 사실 그런 측

면으로 보면 이것을 우리가 법으로서 그렇게까지 할 것이냐 아니면 이렇게 해 놓고 적대적인 공격자를 막는 거는, 피해를 막는 건 어쩔지 몰라도 결국은 일반주주까지 그게 형사적으로 피해를 받게 되면 이것은 뭐 판결로 해 가지고 그거는 문제가 있다든가 이렇게 가는 게 더 낫지 않겠습니까?

그래서 그걸 어떻게 주주의 이익을, 기존의 주주이익은 침해 없이 하는 것을 어떻게 scheme을 짜고 하는 것은 사실은 그거는 로펌의 역할일 수도 있고 뭐 그런 것 아닌가 싶기도 하고요.

○ 강희철 위원

그럼 교수님 의견은 지금 방금 1수정안...

○ 권종호 위원

그러니까 첫 번째도 발행할 때부터고 차별한 걸로 주고...

○ 송종준 위원장

차별할 수 있게 해 준다는 이야기네요?

○ 권종호 위원

그리고 차별안하는 것, 그러니까 평등하게 주고 싶은 사람은 주고 자기가 처음부터 차별을 두고 싶은 것은 이런 것을 다 선택적으로 다 열어주자는 거죠. 그러니까 줄 때는 무조건 다 주고 그 다음에 개한테 거 뒤들이는 이런 방법 말고, 그냥 줄 때 뭐 차별적으로 주고 아니면 뭐 모든 사람주고...

○ 강희철 위원

그런데 이제 그 말씀과 관련해서 아까 이야기한 그런 현실적인 관리상의 문제를 어떻게 해결하느냐는...

○ 노혁준 위원

그 양도, 지금 거기서 이야기 하신 것처럼 양도나 뭐 그런 게 별로 일어나지 않을 거라 생각하면 사실은 1안은 하든지, 2안으로 하든지 상관없는데 지금 양도성이 일어난다고 조금이라도 생각을 해보면 1안보다는 2안이 그래도, 그러니까 2안이 완벽하다고는 할 수 없겠지만...

○ 강희철 위원

관리의 면에서는 좀...

○ 노혁준 위원

약간 나은 점은 분명히 있는 것 같고요. 그런데 보다 저희가 포커스를 뒤야 될 것은 그러면 1안하고 2안하고 비교해 볼 때 그런 양도성이 있다고 하면 2안이 약간 나운데 2안이 가지고 있는 1안보다 못한 뭐가 그 negative한 점이 뭔지에 대해서 좀 그렇게... 만약에 그게 입증이 안 된다고 하면 사실은 이 두 개 중에서 양도성 측면에서 이게 낫다고 하면 이걸 선택을 해야 되니까...

제가 그래서 아까 말씀드린 것처럼 이게 뻔히 저 사람이 triggering한 그런 event를 도달했음에도 불구하고 일단 부여를 했는데 일단 다 부여를 하고 거기에 대해서 그 행사조건이라든지 상황에 대해서만 뭔가 덤터기를... 뭔가 더 흑을 붙여가지고 발행을 할

경우에 안 교수님 이야기하신 거는 이제 그렇게 되면 그 target 회사에 있는 소수 주주나 이런 쪽에서 예측 가능성이 약간 떨어진 다, 아예 처음부터 그런 공격하는 그 attacker가 그것을 가지지 못하는 것과 달리 이 경우에는 뭔가 가지고 있기 때문에 선택의 여지가 좀 있고 그래서 소수 주주의 입장에서는 예측불가능한 상황이 생길 수 있다 그런 점에서 소수 주주한테 좀 불이익한 측면이 있지 않을까 싶은데요. 그러한 불명확성이... 글썄요. 제한을 다 붙여가지고 있다고 하면 소수주주의 입장에서 얼마나 큰지 조금... 그 측면이 강한지는 잘 모르겠어요. 제가...

○ 안수현 위원

제가 잘 이해를 못 해서 그런데요. 그 신주인수선택권이 붙은 주식이 전전 유통된다는 것에 이제 포커스를 둔다면 일단 대상 회사의 주주들이 신주인수선택권을 받고 그걸 유통하는 거는 저는 문제가 없을 것 같아요. 그거는 지금 시간이 얼마나 걸리던간에, 그런데 반대로 공격자가 갖고 있는 주식은 지금 이제 그 꼬리표가 만약에 처음에 부여를 못 받았다고 했을 때, 1안에서.

그러면 부여 안 받은 것을 갖고, 그런데 그 경우에는 이제 신주인수선택권을 부여 못 받은 건데, 그걸 팔았을 때는 그러니까 그 신주인수권이 붙은 주식을 팔았을 때는 지분율이 떨어지기 때문에 사실은 회사입장에서도 전혀 문제가 없고 그런 주식은 보통의 주식으로써 팔리는 걸로 저는 왜 문제가 되는 건지, 전전 유통에 관해서 문제가 된다

고 생각하는 거는 마치 신주인수선택권을 옵션처럼 봐서 옵션의 가치가 붙어있는 게 아니냐는 것에서 출발을 한 것 같은데, 이 신주인수선택권, 포이즌 필 같은 거는 굉장히 짧은 기간 동안에 옵션이기 때문에 거의 가치가 있다고 저희가 전제하고 마치 이게 전전 유통될 때는 가치가 붙어있는 것과, 가치가 붙어있지 않은 주식을 갖고 있는 거는 문제가 된다는 인식에서 지금 논의를 하시는 것 같거든요. 그런데 포이즌 필이 정말 경제적 가치가 있는 옵션인지는 저는 그로부터 사실 저는 좀 잘 정리가 안 되는데요.

○ 송종준 위원장

포이즌 필 그 자체의 경제적 가치보다는 여차피 이것이 회사의 control과 관련되어 있기 때문에 주식의 가치에 영향을 주겠죠. 방어여부, 이 여부에 따라서...

○ 노혁준 위원

예컨대 그렇게 신주인수 해가지고 다 발행이 돼서 거기서 공격자측이 지금 넣어 놓은 이사 같은 것을 어쨌든 지배구조 변경에 관련되어 가지고 주총 같은 게 열려가지고 실용적으로 지금 지키는 쪽에서는 완전히 싸게 제거하려고 하는 그런 여러 일련의 적대적 M&A와 관련된 절차가 진행 중에 있어서 이 방어하는 회사 쪽에서 그 신주인수권 그것을 발행을 했다 그래 가지고 나는 지금 뭐 20% 가지고 있는데 저쪽에도 갑자기 많이 발행을 해 가지고 나한테는 하나도 안 주고, 그래 가지고 내 지분율이 뭐 5%로 떨어졌다, 그런 경우엔 나는 뭐 가치분

같은 거 신청해 가지고 주총 같은 거 열지 말고, 일단은 현재에서 holding을 시키자 이제 그런 경우에도 주식은 상당부분 가져분 결정이 나올 때 까지 예컨대 결론은 안 난 상태이지만 그 주식을, 매매를 갖다가 이루어 질 수가 있고 그런 주식을 내가 예컨대 매수를 하는 투자자 입장이라고 하면 그게 지금 예컨대 좀 이걸 그래도 빨리 웬만큼 정리하고 빠져나가려고 하는 그런 원래 공격하려고 하는 쪽의 주식인지 아니면 지금 차익을 실현하려고 하는 그런 신주인수권에 붙어 있는 그런 회사의 주식인지를 투자자 입장에서는 판단을 할 수 있어야 되는데, 지금 1안이나 원안에서는 그 두 가지가 투자자 입장에서 쉽게 판단하기 어렵고, 그러면 거래비용이 들 가능성이 상당히 높다는 그런 우려 같은데요. 그 기간이 상당히 길어질 수가 있다는 거죠. 제3자가 들어올 수도 있고요. 그 사이에...

○ 안수현 위원

거기에서 차이가 있는 게 공격자가 만약에 주식을 판 경우죠.

○ 노혁준 위원

그것을 그런데 솔직히 뭐 다 알지 못하고 그걸 그냥 시장에 갖다 내다 팔수도 있는 거잖아요.

○ 송종준 위원장

원래 지금 우리가 자주 양도를 생각해서 그런데, 원래 이 포이즌 필이 예컨대 이제 triggering event를 주주가 이제 A, B, C, D

가 있다 이거야, 그런데 D라고 하는 사람, 누구든지 20% 이상을 소유하게 되는 상황이 발생하게 되면 이걸 행사할 수 있도록 또는 부여하고 이런 것을 조건으로 들어간다고 했을 때 그 사람이 어쨌든 회사에 공격을 하기 위해서는 권리행사를 할 거 아니에요, 주주총회를 소집해서 뭘 하려고 하든지 간에, 이런 상황에서 나머지 A, B, C가 원래 주었던 신주인수권을 행사를 하면 그 사람들한테 주고 그 사람도 행사를 하려고 할 거 아니에요, 그런데 너는 갑자기 20% 이상에 해당이 되니까 못 주겠다, 이런 의미거든요? 회사가 공격자가 나도 신주인수권이 있으니까, 신주를 발행해 달라고 할 때 회사가 거절할 수 있어요. 그래서 결국은 이제 경영권을 방어할 수 있다는 이런 취지로 되는 거 아니겠어요? 물론 취지가.

그리고 아울러서 위에 일반적인 경우는 이런 포이즌 필이라고 하는 것이 결국은 구체적으로 발행이 되고 하는 이런 것이 사실 실례가 없다고 하는데, 신주가... 결국은 협상을 유도하는 이런 것이라는 거죠. 그래서 D라고 하는 공격자가 이 회사에 관심이 있으면 일단 당신네에서 한번 knock를 해 보고, 우호적인 이런 게 가능한가 여부를 따지고 안 되면 공격을 하겠다고 할 때 이제 가격도 협상을 하고 그래서 우호적인 M&A를 성립시키기도 하고, 정면으로 공격을 하게 되면 뭐 다른 사람은 신주인수권을 행사할 수 있도록 하되, 당신은 못한다는 이것만 이제 묶어놓으면 목적을 달성할 수 있게 된다는 취지에서 도입되는 것인데, 본질적으로는 만약에 D라고 하는 사람이 21%를 소

유하게 되는 일이 갑자기 벌어졌다고 하는 상황에서 이것을 예컨대 제3자인 E한테 팔았다, 통째로, 여전히 E라고 하는 사람도 21%의 요건, triggering event 요건을 하기 때문에 회사에 대해서 더 이상 경영권다툼을 해 봐야 실효성이 없는 거고 이걸 쪼개서 수많은 A, B, C, D한테 다 이제 팔았다, 이런 일이 발생할 수 있잖아요.

지금 우리가 논의하고 있는 것이 수많은 A, B, C, D한테 팔았을 때, 이 투자자인 A, B, C, D가 이제 신주인수권이 붙어있는지 없는지 이것을 어떻게 아느냐 이런 걸... 그러니까 회사에 대한 관계에서는 21%를 가져온 사람 너는 아니다, 행사사유에 해당되니까 거부할 수 있지만 이걸 쪼개서 수많은 투자자들에게 팔았을 때 그 사람들이 갖고 있는 그 주식에서 다른 사람들은 다 신주인수권이 있는데 이것이 소각되기 전에는, 내 것은 없다, 이걸 어떻게 아느냐고 하는 그런 문제 아니겠어요, 지금. 이 상황이...

○ 안수현 위원

그런데 저는 그게 한명한테 21%를 양도를 했을 때 다른 자에게, 그거는 문제가 안 되는 게 이제...

○ 송종준 위원장

문제가 안 되죠. 그렇죠.

○ 안수현 위원

이제 회사 측에서는 20%만 넘으면 무조건 차별을 하겠다는 거고요, 수많은 사람들에게 매각을 했을 때 그게 주식시장을 통해

서든, 그거 역시 일반투자자의 경우에는 결국에는 그 비율이 거의 triggering event와 아무 상관이 없기 때문에 normal의 주식으로 저는 볼 수 있을 것 같은데...

○ 권종호 위원

나머지 사람은 신주인수권도 없어지고...

○ 안수현 위원

예. 다른 사람은 또 기존의 주주들은 신주인수권을 부여받은 사람은 무상소각으로 이미 없어지는 것이기 때문에 그 기간 전전 유통되는 기간에 대해서 저희가 그걸 굉장히 중요시해야 되는 어떤 부분들이...

○ 송종준 위원장

그러니까 바로 제가 이제 그 말씀을 드리려고 했던 거죠. 처음에 만들었던 취지가 그 이후는 그렇게 크게 어떤 위험요소가 사라지면 다 무상 소각할 수 있고, 공짜로 주고 무상으로 다 소각시킬 수 있고 하는 이런 것이 이제 있으니까 그 부분은 사실 우려하지 않았거든요.

그리고 뒤에도 나가지만 신주, 만약 이거 권리를 행사해서 신주를 발행할 때 뭐 단주 문제까지 세부적인 그런 문제는 사실 거의 그 사례가 발생할 일이 없을 것이다 이렇게 돼가지고 그 부분이 그렇게 중요하게 다루어지지 않았던 것 같아요. 왜냐면 이런 것들이 이제 미국에 그런 실제 이용되는 사례를 보고, 그런데 지금, 만약에 이것이 행사가 되면 이거 어떻게 되느냐 그 것 때문에 지금 이걸 하게 되는 거거든요?

○ 권중호 위원

그렇기 때문에 지금은 거의 회사가 그런 식으로 해 가지고 먼저 주고 일이 뭐 터지고 이제 한 21%, 20% 왔는데 그 회사가 무조건 나머지 주주한테는 다 주고 또 주주가 주식을 팔았음에도 불구하고 그것을 회수를 안 하고 그냥 놔두게 했으면, 이건 분명히 이제 나중에 재판에서 문제가 돼가지고 거기서는 해야 되지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

그러니까 아까 말한 것은 21%를 소유한 사람이 이제 접고 자기가 만약에 부여받지 못했다면 신주인수선택권을 부여받지 못했다면 그 사람 것은 주식이, 신주인수선택권이 없는 것 아니에요.

○ 권중호 위원

그렇습니다.

○ 송종준 위원장

나머지 79%는 다 주주들이 갖고 있는데 그런데 이 신주인수선택권이 물론 정관에서 정하기 나쁠이겠지만, 이사회에서 정하기 나쁠이겠지만 예컨대 특별히 무상 소각한다고 하는 어떤 회사의 행위가 있기 전까지는 어떤 79%는 있고, 나머지 21%는 없는데, 이게 이제 시장에서 유통되는 이런 상황 그것이 문제잖아요.

그런데 어느 주식에 신주인수권이 있고 없고는 제가 볼 때는 주가에 여전히 영향을 줄 수 있는 그런 상황이 아닌가 생각이 되고 만약에 그럴 경우에 21%를 가진 사람이

이걸 시장에서 다 팔아버렸다면 다른 주주들도 당연히 이게 소생되어야 되는 게 아닌가 싶은 생각이 들거든요?

○ 안수현 위원

아니, 이제 소생이 돼도 그 신주인수선택권은 가치가 없는 거죠. 무상...

○ 권중호 위원

없어져요.

○ 안수현 위원

예. 무상소각을 하기 때문에...

○ 송종준 위원장

없죠. 없죠.

○ 권중호 위원

그러니까 제대로 이제 무상으로...

○ 송종준 위원장

아니, 그러니까 무상소각이 자동적으로 된다면 문제가 없는데 그런 조건을 안 달아놨을 경우...

○ 안수현 위원

그런데 대체로 이...

○ 권중호 위원

그러면 좋다 그러면 주주평등의 원칙 해 가지고, 개도 이제 20% 떨어졌으니까 다 준다 이렇게 되면 실질적으로 주식분할이죠. 그렇잖아요.

○ 송중준 위원장

그렇죠. 그렇죠.

○ 안수현 위원

그렇죠. 주식분할이죠. 그것도 문제가 안 되는 거죠. 사실은 동일하게 다 똑같이 취급을 하기 때문에 그래서 저는 전전 유통한다는 고려는 분명히 그럴 수는 있을 것 같은데 기관... 이게 옵션하고 똑같이 그냥 보통의 다른 옵션하고 똑같은 경제적 가치를 동등하게 봤을 때 아마 그런 논리가 걱정되고 우려될 것 같은데요. 포이즌 필이라는 특수한 성격에서 이 제도를 만든 것에 비추어 본다면 그렇게까지 해야 되는 건지는 제가...

○ 김수현 검사

그런데 이제 저희가 생각한 거는 예를 들어서 A, B, C, D중에 D가 공격을 처음에 하려고 했는데, 애가 좀 자금이 모자라거나 해서 계속 못하고, E라는 사람이 그걸 이어 받아서 한다고 했을 때 E는 원래 말한 10%밖에 안 갖고 있었는데 D가 포기하는 순간부터 매집을 계속했던 말입니다. 그런데 당초에는 D건 안 붙어있고, 나머지는 붙어있었다고 하면 E가 새로 매집한 나머지 10%가 D에서 왔는지 A, B, C에서 왔는지를 어떻게 아느냐는 거죠.

○ 안수현 위원

그런데 그 경우에도 triggering event가 되면 그 사람한테는 기존 권만 주고 다는 안 주는...

○ 김수현 검사

그러니까 회사입장에서 이미 한번 부여해 봤기 때문에 이걸 행사시키면 자기가 얼마든지 그게 D든 E든 방어할 수 있다고 생각하면 그렇지 않으면 이걸 다 소각했다가... 아니, 상환했다가 전부 다시 소각하거나 다시 부여해야 되지 않습니까? 그럼 E에 대해서 안주는 걸로...

○ 권종호 위원

아니, 모르겠어요. 저는 지금 첫 번째 다 준다는 게 예컨대 회사 설립할 때부터 우리는 적대적 해 가지고 다 신주인수권을 준다는 그런 개념이 아니고 신주인수권 주지 않고 있다가 어떤 D가 딱 되면 그때 주주한테 이제 D가 공격을 하게 되고, 이 모든 요건을 충족하면 그때 주주가 쥐 가지고 주주들이 행사할 수 있게 되는데 그때 예컨대 A, B, C를 줬고, D가 이제 문제가 되어졌는데 이제 막아드는 상황인데 이 상황에서 이제 행사를 할 수 있어요.

이런 상황에서 A, B, C가 E, F, D한테 주식을 양도 해가지고 개가 행사하나, 그 경우에 A, B, C가 행사하나, 이거는 저는 회사로서는 누가 행사하든 행사주체만 다른 거지, 문제가 없다고 생각해요. 그리고 만약에 이것을 이 친구가 접었다, 그러면 이때 준 사건은 지금 무상으로 줬지만 행사되는 조건이 충족 안 됐기 때문에 그건 아무 의미가 없는 거예요. 그렇지 않아요? 이렇게 되면 저는 양도 문제 전혀 없다고 생각이 되는데? 자, 다시 말씀드리면...

○ 김수현 검사

아니, 그런데 행사가 만약에...

○ 권종호 위원

우리 첫 번째 유효하게 신주인수권을 쥐 가지고 행사할 수 있는 게, 유효한 게, 설령 준다고 해도 행사조건이 충족이 되어야 행사할 수 있는 것 아닙니까? 행사조건이 충족 안 되면 그건 아무 것도 아니죠.

이런 상태에서 이제 먼저 쥐도 행사조건이 충족이 되면 개만 뭐하고 다른 사람이 신주인수권 행사할 수 있지 않습니까? 이 상태에서 기존에 갖고 있던 주주가 행사하나 그걸 팔아가지고 다른 사람이 행사하나 전혀 물적 회사의 주식에 대해서 그건 전혀 문제가 안 될 것이고, 그렇죠? 그리고 애가 접었으면 행사조건 충족이 안 되니까 그거는 행사도 못하니까 의미가 없고, 그러니까 양도는 전혀 저는 아무리 생각해도...

○ 강희철 위원

지금 그런데 검사님 말씀하신 대로 다른 제3의 공격자가 나타나 가지고 예를 들어서 20% 이상 주식을 가진 A한테는 지금 신주인수선택권이 안주어 졌다고 하는데 예를 들어 15% 주주가 나타나 가지고 주식을 그럼 이제 신주인수권이 있단 말이에요.

○ 송종준 위원장

예. 그렇죠.

○ 강희철 위원

신주인수권이 있는 상태에서 예를 들어

주식을 추가로 10%...

○ 권종호 위원

아니, 아니, 저는 그렇게 안 보는데 지금 20% 했잖아요. 그렇죠?

○ 강희철 위원

예.

○ 권종호 위원

그런데 신주인수권 다 봤어요. 다 봤는데 애가 그 요건을 충족해 가지고 진짜 공격을 한다, 그때 그 순간에 행사가 요건이 충족되니까 그때 이제 행사가 될 수 있는 것이고 20%를 갖고 있다고 해도 애가 지금 공격하는 상태가 아닌 상태이면 이거는 지금 권한이 아니잖아요.

○ 강희철 위원

그렇죠. 그러니까...

○ 권종호 위원

그렇죠? 그런데...

○ 강희철 위원

그러니까 단지 신주인수선택권이 붙어있는 주식과 그렇지 않은 주식의 상태로 남아 있는 거죠.

○ 권종호 위원

남아있는데 그런데 문제는 이 사람은 그 상태가 지금 holding된 상태인데, 행사요건이 충족이 안 되어 있는 상태이고, 그거는

holding된 상태에서 15%가 공격을 한다, 이렇게...

○ 강희철 위원
15%가...

○ 송종준 위원장
이미...

○ 강희철 위원
주식을 말하자면 추가로 취득해서 주식을 산다고 한 경우를 생각했을 때 그 다음에 A는 주식을 상당한 부분 팔았다... 그럼 시장에서 산 A가 다른 공격자가 산 주식이 그러면 예를 들어서 신주인수권선택권이 있는 주식인지, 없는 주식인지를 알 수가 없게 되는...

○ 권종호 위원
아, 만약에 그렇게 되면 20% 액를 제외하고 나머지는 다 줬다가 줬는데 애가 판다는 소리는 그 행사 trigger 요건을 충족 못했으니까 다른 줬던 거는 그거는 무의미해지는 거 아니겠습니까?

○ 강희철 위원
무의미한 건 아니고...

○ 송종준 위원장
무의미해 지면 곧바로 회사가 소각을 해 버리면 상관이 없는데...

○ 강희철 위원
소각을 해 버리면...

○ 송종준 위원장
안하고 있을 때...

○ 권종호 위원
아니지, 제 말씀은 신주인수권 줘도 그 행사요건이 있을 것 아닙니까? 요건을 지금 충족되지 못한 상태...

○ 강희철 위원
행사요건이 안됐으니까, 행사를 못하는 신주인수선택권...

○ 권종호 위원
안됐으니까 못하고 있는 상태죠. 그렇죠? 그 상태인데 이 사람은 이제 drop을 했고, 15%가 하면 여기서는 또 여기에 대한 새 기준이 되어 가지고, 이 사람 주식만 되고 나머지 주식에는 다 신주인수권이 새로 주어진다고 그렇게 보면 안 됩니까?

○ 강희철 위원
아니, 일단은 있는 새로 뭐 그걸 없애고 새로 발행하는 건 별문제고 없애기 전까지는 지금 검사님 말씀하시는...

○ 권종호 위원
예. 알겠습니다. 만약에 그렇다면 그런 문제가 생긴다면 이걸 법으로 막을 것이 아니라 실제적으로 그렇게 짜고 할 때 회사가 그런 걸 알아서 짜고 이렇게 하도록 하면

되지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

그런데 협상에 의해서 할 것을 전제로 해서 사실상...

○ 권중호 위원

그러니까 그거는 회사가 알아서 굳이 우리가 뭐...

○ 송종준 위원장

법이 그런 부분에 까지 관여를 하지 않은...

○ 강희철 위원

사실상 이렇게 하면, 이걸 될지는 모르겠어요. 결국에는 어쩌면 신주인수권을 발행하지 않는 경우에는 이 신주인수선택권을 발행 단계에서 구별하는 경우에 동시에 행사요건에 의해서도 구별하는 이중 장치를 발행을 해 놓으면 사실상 그것이 의미가 없게 되는 그렇게 될지는 모르겠습니다.

○ 권중호 위원

그러니까 제 생각은 우리 제도가 방어수단으로 이용하든 말든 우리는 기본적으로 시스템을 주고, 아주 그냥 주주평등, 나름대로 그런 것은 기업에서 알아서 짜도록 하는 정도의 그런 틀만 정하고 지금 방금 같은 그런 문제까지 염두에 뒀다치고 법에서 할거는 저는 아니라고 생각하고, 오히려 그것은 회사에 따라서 여러 가지도 만들 수 있는 것이고 그래서 그와 같은 문제가 생겼을

때 자기가 그걸 커버를 못하는 방어수단은 무의미한... 그럼 뭐 당하는 것이고, 뭐 이렇게 해도 되지 않을까라는 생각이 드네요.

○ 김수현 검사

그런데 이게 가치가 있는지 없는지는 물론 이제 무상인데, 예를 들어서 이 행사가 안 된다면 그게 그냥 가치가 없는 걸로 의미가 소각되고 하니까 의미가 없겠지만 만약에 이게 진짜로 행사가 돼서 신주가 발행된다, 이렇게 되면 그때는 있는 것과 없는 것이 분명히 다를 거라고 생각되거든요.

그러니까 제3자가 사는데 붙어있는 걸 사면 이게 갑자기 두 주가, 주식이 두 개가 될 것이고, 안 붙어 있는 걸 사면 그냥 계속 하나로 받아 있을 거란 말입니다. 그러면 붙어있는 걸 사면 내가 갑자기 지분이 두 배로 뛰는데 안 붙어있는 걸 하면 지분이 그대로인 상태가 되거든요. 그러니까 행사가 만약에 된다는 걸 전제하면 이 차이는 분명히 있어야 된다고, 있을 것 같고요, 실제로.

그 차이가 있다면 이 문제를 어떻게든 해결을 해 줘야 되는 게 아닌가... 또 하나 예를 들어서 A, B가 연합해 가지고 공격을 하는데 B는 나중에 마음에 바뀌어서 자기 지분을 5% 갖고 있다가 팔아버렸단 말입니다. A는 계속 자금을 모아가고 20%를 넘겼고, 이 5% 판 것을 당초에는 안 붙어 있는데 제3한테 풀렸단 말입니다. B가 포기해서. A는 계속하고 있고, 그럼 이 5%를 산 사람이 이걸 산 건지, 아니면 원래 붙어있는 것 중에서 산 건지...

○ 송종준 위원장

알 수가 없죠.

○ 강희철 위원

알 수가 없네요.

○ 김수현 검사

그거 온라인에서 거래할 때는 어떻게 아느냐는 겁니다.

○ 강희철 위원

그건 불가능하죠.

○ 김수현 검사

예. 그 상태에서 만약에 행사가 돼버렸다, 진짜로. A가 계속해서 매집을 해 가지고, 그래서 이제는 진짜 주식 발행한다, 그런데 나중에 B가 풀어놓은 5%를 산사람은 자기는 그냥 원래 샀기 때문에 이거는 당연히 주식이 두 개가 될 거라고 생각했는데 나중에 알고 봤더니 이거 아니다 뭐 이런 경우가 생길 수 있지 않습니까? 그러면 그 B는 분명히 그걸 알고, B로부터 사는 사람은 알고 사야 될 것 같거든요. 그거를. 그런지 아닌지를...

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 그런 문제를 다 사실은 해결하려고 한다면 예컨대 정관에 근거규정을 두고 이제 이사회에서 결정을 할 거 아니에요, 결정을 할 때 행사요건을 정할 텐데 뭐 우리 회사는 20% 이상을 취득하는 자가 나타나면 그 자한테는 행사할 수 없도

록 하고 그 전에 모든 주주에게 신주인수권을 부여한다고 결정을 할 거라는 이 말이에요. 그럴 경우 만약에 이 두 가지 안중에서 예컨대 차별적으로 부여한다고 했을 경우에 D라고 하는 사람이 21%를 만약에 보유하는 이런 현상이 나타났을 때 사실상 A, B, C라고 하는 주주는 뭐 35%, 20% 뭐 19% 뭐 있을 수 있겠죠.

그럴 경우 B라고 하는 사람이 사실상이 D가 나타났지만 여러 가지 사정을 이걸 포기를 하고, B라고 하는 사람은 지금 당연히 이제 신주인수권을 갖게 된 거 아니에요. 이 사람이 20% 주식을 모집해서 20%를 취득했을 때 신주인수권이 없는 주식을 추가로 취득한 것일 수도 있고, 아닐 수도 있고 여러 가지 복잡한 이런 상황이 이제 생기기 때문에 그럴 경우에 20% 요건 중에서 일부는 신주인수권이 있고 일부는 없으면 공격자임에도 불구하고 신주인수권이 있으니까 행사할 수 있을 것 아니겠어요? 이게 그러니까 복잡한...

○ 김수현 검사

거꾸로 그런데 또 저희가 생각을 했던 거는 거꾸로 행사... 아니, 부여할 때 차별을 안 한다고 해서 아까 교수님 말씀하셨지만 뭐가 문제냐 그러면 또 그런 생각이 사실 들었거든요. 그걸 굳이 그렇게 해 줄 필요가 있느냐, 그게 없어진다고 해서 이 제도가 무의미해 진다거나 뭐 어떤 경우에는 사용할 수 없게 된다거나 그런 거는 생각하기 어렵지 않느냐 그렇다면 그걸 뭐 굳이 유지할 필요가 있느냐 또 이런 생각도 드는 거죠.

○ 강희철 위원

자, 그러면 다시 한 번 정리를 합시다. 분명히 현실적으로 그런 사태가 발생할 가능성이 얼마나 있을지는 모르고, 또 실제 이게 신주인수선택권제도를 회사가 짤 때 뭐 그걸 고려할 수 있는 방법이 있지 않겠냐는 생각은 있지만 그런데 최소한 이론적으로 방금 말씀하신 그런 문제가 생길 가능성은 배제할 수는 없는 것 같네요. 그러면 이게 없으면 이제 무슨 문제가 되느냐, 그 논의를 한번 해 보십시오. 지금 2안과 같이 하면 어떤 문제가 되느냐...

○ 안수현 위원

저는 어떻게 보면 1안이나 2안이나 결과적으로는 마치 차이가 없는 것처럼 보이고 단지 양도 문제만 해결하기 위해서 만든 것 같긴 한데, 그런데 또 한편으로 보면 2안은요. 이해하자면 이제 부여를 하고요, 그 다음에 공격자는 행사, 상황에서만 차별적인 것을 한다는 그거는 전제가 뭐냐면 공격하는 자는 행사를 못하지만 받은 자들은 행사할 수 있다는 걸 전제로 하거든요? 그러면 옵션을 행사해서 신주를 받는 것을 지금 전제로 하는 거죠. 그러면 그거는 지금 자본... 전반적으로 자본과 관련된 부분에 뭐가 발행 주식수라든가 이런 게 과연 변동이 일어나거나 후속적인 어떤 변화들이 있는데 포이즌 필이 그런 걸 염두에 둔 건 분명히 아닌 것 같거든요? 저희가 생각하기에는 공격이 있을 때 공격에 대한 원인만 주고, 소멸시키는 걸 전제로 하는 제도인데...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 예.

○ 안수현 위원

이 제도는 마치 신주발행... 자금조달형 옵션하고 마치 결합되어 있는 그런 포이즌... 그러니까 저희가 포이즌 필로도 쓸 수 있고 자금조달용으로도 쓸 수 있는 그 옵션을 전제로 했을 때는 후자에 논의의 의미가 있을 것 같아요.

그러니까 뭐냐면 전제가 1안하고 2안은 서로 전제가 굉장히 다르게 시작된 게 아닌가, 1안은 아예 신주발행이라는 건 전제로 하지 않는 거죠. 옵션으로 줬다가 공격자가 나타나서 공격자가 알아서 무서워서 철회를 하면 이 옵션은 없어지기 때문에 신주발행이라는 자본증가라는 영역이 전혀 건드려지지 않는데 후자의 경우에는 다 받았기 때문에 공격자가 행사만 하지 않고 그럼 나머지는 행사할 수 있다는 거잖아요. 그러면 이 건 자본의 영향을 미치는 다른 변경이 더 추가되어서 나올 수 있는, 더 문제가 더 많이 고려되어야 될 게 많지 않은가라는 생각이 얼핏 듭니다.

그래서 1안과 2안은 굉장히 결과적으로 별 차이가 없을 것 같은데도 실무적으로 더 하다 보면 더 많은 차이를 야기하지 않을까, 양도 문제를 해결하는 것에서 출발하지만... 그러니까 왜냐면 이게 차이가 일본은 지금 자금조달형도 허용을 하고 있고, 방어형도 허용을 하고 있죠. 미국도 마찬가지고. 그런데 저희는 두 나라하고는 완전히 다르거든요. 방어형만 허용을 하고 있기 때문에

1안에서 출발한 게 아닌가 이런 생각이 저는 들고, 후자의 안은 두 가지 안을 다 고려한 포이즌 필로서의 옵션을 허용했을 때 논의까지 지금 이걸 전제로 한 것 같다는 저는 생각이 듭니다.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 자금조달목적이라는 건 사실상 구체적으로 행사가 되어서 신주를 발행받는 그런 상황까지를 생각하는 건데, 원래 이 초안에서는 그런 일은 있을 수 없다 이걸 사실상 했었던 거죠.

○ 권종호 위원

그거 여기서도 자본조달 기능이 사실 없죠. 뭐 행사가격이 1원 몇 푼 되겠어요.

○ 안수현 위원

대가를 못 받도록 되어 있잖아요. 무상 배정...

○ 권종호 위원

아니, 무상으로도 할 수 있고, 행사가격으로도 할 수 있는데, 그렇게 높지는 않을 거 아니에요.

○ 노혁준 위원

이 경우에서도, 2안의 경우에서도 1안이 예컨대 뭐 99% 정도가 그냥 신주를 발행하지 못한 상태에서 끝난다고 하면 2안의 경우에도 대부분의 경우에 그런 자본조달의 필요성이 없이, 왜냐면 뭐 전부 무상으로 주도록 되어 있고, 사실은 1안과 차이라고

하면 20%를 더 발행하는 그런 정도의 의미가 있는데 그것도 사실은 제한이 되어 가지고 별로 실질적인 경제적 효용이 없는 발행이다 보니까, 그래서 그런 식으로 개념적으로는 1안, 2안이 자본조달의 수단으로 이용될 수 있는 가능성이 있다 하더라도 결과적으로는 거의 대부분의 경우에, 2안의 경우에서도 이게 그냥 소각되는 형태로 나타나지 않을까 싶은데요.

○ 권종호 위원

실제로는 그렇게 될 거예요.

○ 송종준 위원장

실제로는 그렇게 될 거예요, 그런데 만에 하나 이제...

○ 권종호 위원

회사가 가만히...

○ 노혁준 위원

만에 하나 자금조달의 목적으로 쓰인다 하더라도 여기 적용되는 기준자체가 예컨대 뭐 통상적인 신주발행이라든지 제3자에 대한 신주발행과 달리 굉장히 엄격하게 그런 식의 틀을 이용한다 하더라도 그 의무라든지 여러 공시라든지 이런 것들이 엄격하게 규제가 되어 있기 때문에 자금조달의 목적을 이유로 이걸 발행한다는 걸...

○ 강희철 위원

아, 1안의 경우에는 자금조달의 목적으로도 발행할 수 있겠는데요?

○ 노혁준 위원

2안이요?

○ 강희철 위원

1안.

○ 권종호 위원

차별적으로 하고 오히려 더...

○ 강희철 위원

오히려 말하자면 회사에 지금 자금이 필요하다...

○ 권종호 위원

맞습니다.

○ 강희철 위원

특정주주한테 줘야 되겠다, 특정기수를 가진 사람한테 주식을 좀 줘야 되겠다고 해서 그 주주한테만 줄 수 있는 길이 1안으로 열려 있잖아요.

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 기존에 지배권을 가지고 있는 주주들이 이런 상황을 이용하는 경우, 이용할 수 있겠죠.

○ 권종호 위원

그런데 이 제도 굳이 이용 안 해도 지금 기존에 있는 제도 뭐 신주 3자배정이라든가 이런 거 이용되는데 뭐 굳이... 그렇지 않겠어요?

○ 강희철 위원

이유가 없나? 주주 제3자 배정 제도로 가지 않고, 이 길로 갈 이유가 특별히 없다, 주주의 경우에 제3자 배정이 가능한 데, 지금 보면 이 길로 갈 수 있는 조건이 차별적 제도를 하는 경우는...

○ 권종호 위원

하기야 여기 행사가격이 아주 싸게 할 수 있는 가액이...

○ 강희철 위원

회사의 가치 및...

○ 송종준 위원장

그런데 액면미달 발행이 규제를 받지 않고...

○ 노혁준 위원

432조의 2...

○ 강희철 위원

예. 그렇죠. 액면미달발행은 규제를 안 받고...

○ 송종준 위원장

그러니까 회사로 볼 때는 만약 이걸 악용하려고 하는...

○ 강희철 위원

인수할 수 있는 가능성은 분명히 있을 것 같거든요.

○ 송중준 위원장

사람들한테 굉장히 좋은 메리트가 될 수가 있겠죠.

○ 강희철 위원

회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 또는 증진시키는 것이 필요한 경우에 이게 뭐냐, 일단 발행하고 본다...

○ 송중준 위원장

그래서 제 생각은 의도적으로 이런 상황을 악용할 소지가 있지 않겠는가...

○ 노혁준 위원

이게는 이제 1안, 2안의 차이라기보다는 저희가 신주인주선택권을 과연 도입을 해야 되는지 그 문제로 들어가는 거죠.

○ 송중준 위원장

그거 문제가 있는 거죠.

○ 강희철 위원

아니, 그런데 1안하고 2안은 이제 1안의 경우, 방금 특정 주주한테만 줄 거거든요?

○ 노혁준 위원

그런데 2안에...

○ 강희철 위원

특정 주주한테만 줄 거고, 사실상. 그 다음에 그런데 행사를 못하게 하는 것은 모든 사람에게 행사를 못하게 하고 특정주주에게만 행사하도록 그렇게는 못할 거 아니에요.

○ 노혁준 위원

그렇죠.

○ 강희철 위원

그러니까 2안의 경우는 사실 그 방법이 불가능하다고요. 1안의 경우에는 특정주주에게만 줄 수 있는데 2안의 경우로 가려면 특정주주에게만 행사가능하게 해야 되는 그건 생각할 수 없을 거거든요.

○ 노혁준 위원

그럼 오히려 이제 2안이 그런 측면에서는...

○ 강희철 위원

오히려 더 나은 거 아니냐는 그런 생각이 지금...

○ 송중준 위원장

지배권을 강화하기 위한 수단으로 활용될 수 있다...

○ 권종호 위원

그런데 방어수단 말고 다른 목적으로 남용될 가능성을 막는다는 측면으로 보면 2안이...

○ 강희철 위원

2안이 오히려 더 나은 거 아니냐, 지금 안 교수님 말씀하신 오히려 반대 측면에서 그런 생각이 드네요?

○ 안수현 위원

1안으로 특정주주한테 다 몰고 이 기회를 악용할 가능성이 훨씬 더 있네요? 그러면 일반주주의 이익...

○ 송종준 위원장

어느 경우든 갖다 붙이기 나름이지 뭐...

○ 강희철 위원

그런데 예를 들어서 정관에 발행할 이런 경우에...

○ 송종준 위원장

기존의 majority에게 줄 수도 있고...

○ 강희철 위원

아, 그건 이제 일반론이고, 정관에 발행할 수 있는 일정한 사유를 딱 못을 박아놓으면 그런데 그 정관에 하는 경우를 정관에 예를 들어서 상법규정에서 방금 이야기한 그런 것도 발행할 수 있는 사유로 파악을 못하면 그게 미흡하다고 할 수 있는 건 아니잖아요. 예를 들어서...

○ 송종준 위원장

그럼 2안에도 모든 주주한테 다 주되, 행사요건에서도 똑같은 그런 사유로 그렇게 다루면...

○ 강희철 위원

행사요건에서 특징인에게만 준다고 하는 그건...

○ 송종준 위원장

그건 어렵겠죠. 그건 좀 이상하죠?

○ 강희철 위원

조금 좀 이상하지 않습니까?

○ 송종준 위원장

이상하죠? 그거는...

○ 강희철 위원

예. 다 쥐 놓고 특정인만 행사할 수 있다는 그건 좀 이상하죠.

○ 송종준 위원장

그러면 그런 문제가 해소돼... 이게 우리 여러 가지 우려되는 바가 있어서 지금 이게 계속 다투어지는데 이런 문제를 입법으로 해결할 수 있는 방법은 없을까요? 예컨대 triggering event 요소가 사라졌거나 발생하지 않았을 때 장기간 이걸 보유하고 있는 것...

○ 권종호 위원

그건 안 되죠.

○ 송종준 위원장

이 자체가 의미 없는 상태로 계속 가지고 있는 경우, 그 경우를 회사에 맡길 것이 아니라 행사 사유가 소멸하면 즉시 다 그냥...

○ 권종호 위원

자동으로 소각되도록...

○ 송중준 위원장

자동으로 소각되도록 하는 이런 뭘 해 놓으면 그런 우려가...

○ 안수현 위원

그 신주인수선택권의 행사기간 이런 것도 정하거나 그런 거는 없나요?

○ 노혁준 위원

행사기간 정하도록 돼 있죠.

○ 강희철 위원

다 정하도록 돼 있죠.

○ 김수현 검사

이사회가 정하도록 돼 있습니다.

○ 송중준 위원장

다 정하도록 돼 있어요.

○ 권종호 위원

그런데 행사기간을 방금 이야기한 것처럼 가져분신청해 봤을 때 행사기간에 대해서는 자율적으로...

○ 노혁준 위원

자기네들이 알아서 하겠죠. 감안해 해 가지고... 법원에서 그전에 결정을 내려주겠죠. 뭐...

○ 안수현 위원

그래서 굉장히 짧게 될 걸로 저는 생각 되기 때문에 정말 그 날짜에 있는 주주, 하

루 뭐 이틀 정도로 그게 전전 유통된다는 거는 사실 그렇게 많이 생각을 안 해 봤던 거거든요? 그런데 이제 외부에서 전전 유통될 가능성을 생각한 거는 그거는 영미에서는 이걸 활용하는 자금조달이 가능하기 때문에 충분히 그 논의가 나올 수 있다고는 봐요.

그런데 저는 이제 1안이나 2안이나 뭐 기업이 원하는 결과를 달성하는데 동의를 하자면 어느 제도가 훨씬 더 좋은가를 떠나서 지금 이 조문이 일단은 시간적으로 이제 짧은 시간 안에 잘 정리를 해야 한다면 만약에 2안을 채택했을 때는 지금 이 만든 조문으로 충분한지는 좀 제가 의아심이 있어서 아까 원래 이 용도는 자금조달이 가미되지 않는 걸 전제로만 만든 건데, 2안은 혹시 그런 가능성도 없지 않아서 그렇다면 이 조문을 다시 한 번 더 검토해야 될 그런 시간적인 여유를 더 가져야 되지 않나 그런 생각이 좀 들어서 감안하셨으면...

○ 노혁준 위원

그거는 어떨까요? 지금 보면 focus가 지금 아까 강 변호사님이 이야기하신대로 제1안하고 제2안에서 자금조달의 수단으로 악용이 될 여지를 보면 그건 약간 더 생각을 해 봐야 될 것 같은데 일단 2안이 오히려 형평에 맞는 것 같다 이제 그 이야기를 하셨으면, 그거는 좋은 이야기니까 저희가 자꾸만 2안의 부정적인 이야기를 열심히 검토를 해 가지고 지금 한번 turn을 하는데 있어 가지고 제대로 검토를 해야 되는데 그 공격하는 사람의 입장에서 아예 아무 것도

받지 못하는 것하고 일단은 받지만 그걸 행사할 수 없는 그런 상태를 비교를 해 보면 첫 번째 안 같은 경우에는 공격하는 사람 입장에서는 자기가 어떤 식으로든 큰 피해를 입고 할 때 그걸 회수할 수 있는 길이 원천적으로 차단되어 있고, 만약에 행사요건을 제한하는 식으로 된다고 하면 일단 그 신주인수권이 엄청나게 많이 붙어있는 걸 받고, 그걸 직접적으로 행사할 수는 없지만 판다거나 매각을 예컨대 한다든지 이런 식으로 아까 이야기하신 안 교수님 유통이라든지 그런 것에 대해서 굉장히 어떤 일어날지는 알 수 없지만 그 두 가지를 비교해 본다고 하면 공격하는 사람 입장에서 제2안이 자기가 가지고 있는 피해를 최소화할 수 있는 뭔가 도구를 부여할 수도 있지 않을까요?

○ 권종호 위원

아니, 그건 갖고 있다가 자기가 신주인수권을 받았는데, 그걸 판다 이러면 trigger 사건이 없어지는 거 아닙니까? 그러니까...

○ 노혁준 위원

triggering 사건이 없어지니까 그렇게 해서 자기는 피해를 최소화하는 거죠.

○ 권종호 위원

모든 주주에 줬던 신주인수권은 의미가 없어지는 거예요.

○ 노혁준 위원

모든...

○ 권종호 위원

그래야지 그게 사업...

○ 노혁준 위원

그럼 공격실패로 그냥 끝나는 거고, 그러한 경우에 처음부터 아예 받지 못한 경우랑 비교를 한번 해 보자는 거죠. 어떤 게 그 사람 입장에서는 더 불리한지...

○ 권종호 위원

다만 의미를 갖는다면 Bulldog Sauce 사건처럼 그 공격자가 갖고 있는 것에 대해서 신주인수권을 회사가 사줬는데, 사실은 사주고 오히려 일반주주에게는 신주인수권을 행사를 안 했잖아요. 이러니까 이걸 웃기는 꼴이 되어가지고 회사 돈이... 그러니까 모든 주주가 찬성해 가지고 애를 막아야 된다고 하는 애를, 회사 돈 가지고 돈을 주는 문제가 생기니까 그것이 판례에서는 그것이 그 주주의 이익의 보호라고 했지만 판례평석에 있어서는 그건 말도 안 되는 판결이라고 이제 하는...

○ 송종준 위원장

회사법적으로 설명하기가 쉽지 않은 거고 일본학자들도 그렇게 보더라고요.

○ 권종호 위원

주주가 전체가 애는 막아야 된다고 했는데 그것을 돈을 쥐가지고 개를 사주고 다른 주주는 행사를 못하고 이거는 오히려 말이 안 되는 꼴이 되니까... 저는 그와 같은 상황에서는 자기가 drop하면 이제 신주인수권

은 모든 게 무효가 자동적으로 해소가 되니까, 갖고 있다고 해서 그거는 행사할 수 있는 요건이 없으니까 의미는 없어지니까...

○ 강희철 위원

그러나 아무튼 일단 공격문제가 없어지면 전부 무상소각 시켜버리면 문제되긴 되겠죠.

○ 권종호 위원

그러니까 자기들은 실무에서 우리가 입법, 법을 만들어주면 실무에서 그거는 그런 문제가 생기지 않도록 그렇게... 지난 번 판례 사건에서 나왔는데 그 같은 경우에는 어떻게 했냐 하면 신주인수권을 갖고 일본에서, 일단 사건이 터지면 그 시점일, 기준일 시점 주주였던 사람이 신주인수권 행사할 수 있도록 그렇게 방어선을 해 놓으니까 이게 양도가 돼 버리면 양도 받은 일반 그런 적대적 매수하고 전혀 관계없는 일반주주가 받은 사람은 자기는 신주인수권의 기준일 시점의 주주가...

○ 송종준 위원장

아니요.

○ 권종호 위원

행사를 하고 자기는 그냥 희석되니까...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

이거는 안 된다는 거죠. 이런 식으로...

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 우리는 수반성으로 해서 만들어 놓은 거예요.

○ 권종호 위원

그게 바로 수반성... 그것 때문에 이제 우리도 같이 하나로 붙여가지고 그렇게 하는데...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

사실은 우리가 이거 제도를 만드는 걸 보면 제가 보기에는 실무에서 거기에 맞춰가지고 해야 되는 거지, 그 이상까지는 필요가 없다는 것이 생각이 솔직히 듭니다.

○ 안수현 위원

두 제도 중에 이제 bucket selling point 로는 2안이 사실은 더 그럴 듯한 해 보일 수도 있어요. 아까 말씀하신 것처럼 차별적으로 안 하고 평등하게 하고 다만 행사만 제한하니까, 공격을 못하게 하고 그러니까 더 반감이 없을 것 같다는 그런 생각을 하신 거는 저도 이해는 하는데, 그러면 이제 저희가 회사법적으로는 만약에 공격자가 행사를 못한 그 부분, 그건 그냥 행사를 못한 것에 대해서는 그냥 소각시키느냐, 그런데 대체로는 그러지 않는다는 말이죠. 결국에는

지금 신주인수권... 그러니까 예를 들자면 시간이 지나서 행사를 못하고 있으니까, 그 다음에 지금 2안에 의하면 신주인수선택권은 받았는데 행사를 못 한다고 하면...

○ 권종호 위원

그러니까...

○ 송종준 위원장

그러니까 지금 현재...

○ 권종호 위원

저는 무지하게 심플하게 생각해서 그런데 다 봤잖아요. 봤다가 그 중에서 누구든지 예컨대 20% 걸리면 개는 신주인수권 행사 못해요. 이런 상태에서 자기가 그래도 go하면 자기 혼자 행사 못 하고 다른 사람이 행사하는 것이고...

○ 안수현 위원

그렇죠.

○ 권종호 위원

자기가 꼬리 내리면 다른 사람도 다 같이 없어지고 이런 식으로 짜여지는 게 바로 저는 이거라고 그렇게 생각하거든요.

○ 안수현 위원

그러니까 저는 이제 2안에서는 그렇게 끝나면 좋은데 만약에 이제 그 부분을 회사가 결국에는 이제 이 주주이고 여전히 그 신주인수선택권은 짧은 기간에도 갖고 있는 거죠. 갖고 있는 것에 관련되어서 그 경우

도 그냥 무상소각으로 처리가 가능한 것인지...

○ 김수현 검사

그 점은...

○ 안수현 위원

그러니까 그거에 대해서는 그래서 Bulldog case 같은 경우는 왜 회사가 뭐라도 사주려고 하느냐면 차별적인 요소 측면도 좀 고려했는지 모르겠지만 어쨌든 공격자로부터는 뭔가 주려고 하는 게 당연히 우리도 그러지 않을까 싶은 생각이 저는...

○ 권종호 위원

손해를 좀 봐야...

○ 안수현 위원

예. 그거는 회사법적으로는 나중에 더 설명하기 어려운 난점들이 있어서 2안이 보기에는 훨씬 더 좋아하는 보이나 저희가 회사법적으로 해결하지 못하는 사안들이 더 발생할 수 있지 않은가 라는 측면들도... 그러면 아예 주지 말아야 된다고 그러면 뭐라도 해야 되는 건지...

○ 송종준 위원장

사실상 일본 Bulldog case에서 상황을 해 준 거라고 봐야겠죠.

○ 안수현 위원

예. 그렇죠.

○ 송중준 위원장

그래서 지금 안 교수님 말씀하신 거는 모든 사람한테 선택권을 준 경우에 이제 결국은 대가를 주고 사들여서 그 사람한테 대가를 줘야 된다는 그런 문제가 있다는 이야기죠?

○ 안수현 위원

그렇 것 같...

○ 권종호 위원

그랬을 때...

○ 송중준 위원장

그런데 처음에 그 사람한테는 안 준다고 할 경우에는 그런 문제가 없는데...

○ 권종호 위원

그렇죠. 아예 처음부터...

○ 안수현 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

부여하지 않는다고 봤을 때는.

○ 안수현 위원

그렇죠.

○ 권종호 위원

어쨌든 방어수단 말고, 다른 목적으로 악용되는 걸 막는다고 하면 2안이 그래도 그런 면이 있는 것 같네요.

○ 송중준 위원장

그럼 원래 신주인수선택권의 상환 때문에 지금 이런 문제가 계속 관련되는 거 아닌가요? 상환의 대가로 교부할 신주 이런 거를 줄 수 있고, 여기서 또 차별을 할 수가 있고...

○ 권종호 위원

여기서 지금 그 이야기가 나오는데 사실 상환에 대가로 신주를 준다는 소리는 신주 인수권 행사하는 것과 무슨 차이냐...

○ 송중준 위원장

그러니까 사실상...

○ 강희철 위원

저도 이걸 보고... 아, 전에 우리가 이렇게 했던가라는... 이제 한다면 보면 주식의 수가 달라진다거나 뭐 그런 정도, 원래 계획했던 뭐 다른 그런 옵션을 열어놓는다는 정도의 의미가 아닌가 생각이 되는데 저도 사실 이걸 보면서...

○ 송중준 위원장

상환하면서 신주도 주고, 자기 주식도 줄 수 있고, 또 이거 액면미달도 허용을 하기 때문에, 이래서 이 원래자금조달성격은 허용하지 않는다, 이렇게 하는 입장이고, 방어목적에 충실하자 이렇게 했는데, 여기에 있어 가지고 뒤에 나오는 여러 가지 수정안의 내용들이 다 지금 이것 때문에 골치 아프게 연결이 되는 그런 느낌도 있거든요.

○ 강희철 위원

지금 뭐 사실 없애는 방법으로 지금 상환하고 소각 두 가지를 이야기를 한 걸로 돼 있고, 소각은 지금 아마 무상소각이겠죠? 아마?

○ 송종준 위원장

예.

○ 강희철 위원

소각은 이제 상환을 유상을 대상으로, 예 상으로 한 것이고 유상인 경우에도 뭐 금액이 아주 작은 금액, 사실상 무상에 가까운 것이 될 수도 있겠죠. 그런데 이제 신주...

○ 안수현 위원

그러면...

○ 강희철 위원

상환에 관해서도 주주 일부를 다른 주주와 달리 취급할 수 있고...

○ 송종준 위원장

해당 주주가 신주인수선택권을 행사하지 않게 되면 회사가 유상으로 대가를 주고 상환할 수 있도록 하는 이런 것이... 그러니까 신주인수권을 행사하지 않게 되는 경우... 또 소각은 행사사유가 발생해서 구체적으로 신주인수권이 행사되기 전에는 회사가 무상으로 소각해 버릴 수도 있고...

○ 강희철 위원

무상으로 전부를 소각하는 거니까...

○ 송종준 위원장

예. 전부를.

○ 권종호 위원

그러니까 지금 보면 우리가 무상으로 줘다가 주는 건 무상으로 주고, 사가지고 유상으로 한다는 건 공짜로 줘놓고 또...

○ 송종준 위원장

공짜로 소각시킨다는 거죠.

○ 권종호 위원

그렇게 해야 되는데...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그건 무상으로 하고, 그러니까 여기서 상환을 한다는 소리는 우리가 주는 건 무상 소각을 전제로... 아니, 무상으로 주는 걸 행사할 때는 돈으로 받고, 행사가격은 돈으로 받더라도 주는 건 공짜로 주는 걸로 지금 법안을 그렇게 만들어 놨지 않습니까? 공짜로 줘가지고 살 때는 돈 주고 사는 이거는 회사 돈 유출... 채권자 보호에 문제 있는 거 아닙니까? 우리 행사 가격만 돈을 받자고 했잖아요.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 행사할 때는...

○ 권종호 위원

할 때는, 줄 때도 돈 받고 하는데, 그렇게 해 놓고 우리 주기는 공짜로 쥐가지고 애는 행사도 안 했는데, 그걸 사들일 때 돈 주고 산다는 소리는 어떤 의미에서는 회사 재산을...

○ 김수현 검사

지난번에 그렇게 하시기로...

○ 권종호 위원

아니, 주는 거는 저걸로 하고, 행사가격을 정한 가격으로... 줄 때도 돈 주고, 뭐 그거는 하지 말고...

○ 김수현 검사

당시 회의에서는 그렇게 말씀하셨던 것 같은데요. 주주가 돈이 없어서 신주인수권 행사를 안 하게 되면 행사를 해야 이게 지분이 희석되는데 행사를 안 하면 회사가 신주발행 해 가지고 행사한 것과 똑같은 효과를 발생시켜야 할 수 있는 기회를 줘야 된다... 그렇게 회의록에서 말씀하셔서 넣은 걸로 돼 있는데요.

○ 권종호 위원

아, 그래서...

○ 김수현 검사

이 상환 제도를...

○ 권종호 위원

그런데 그거는 이제 강제적으로 행사하

는 방법은 사실은 싸게 행사를 할 때 이러면 이 원칙으로 하고 하잖아요. 돈이 아무리 없어도...

○ 김수현 검사

아니, 이건 제가 제 의견이 아니라 그때 그렇게 말씀하셔서 들어간 걸로 지금...

○ 권종호 위원

그런데 주는 건 확실한 것 같아요. 제 기억도 주는 건 무상으로 주고, 행사가격은 유상으로 한다는 거...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 예, 그거는...

○ 권종호 위원

제가 무상으로 쥐가지고 돈 주고 사들인다는 게 이 자체가 나는 아니라는 거죠. 처음부터 애가 줄 때 돈을 좀 받고 우리가 팔았으면 돈 주고 사들이는 건 괜찮은데...

○ 노혁준 위원

그러니까 상환 때 신주를 발행하는 건 지금 이야기하는 것처럼 강제발행 그 컨셉이 있어서 정당화되는 것 같은데요. 이게 대가를 지급하는 경우는 지금 이야기하신 것도 그렇고 이슈가 충분히 다루어 졌는데 잘 기억이 안 나서...

○ 안수현 위원

아니, 이것도 컨셉이 줄 때부터 차별하는 경우가 있고 행사할 때 차별할 수가 있

고, 상환할 때 차별할 수 있다는 세 개의 옵션을 기업한테 주는 걸 전체로 저는 만들었다고 보거든요. 그런 측면에서 생각했기 때문에 뭐 상환의 대가 이런 것까지는 뭐...

○ 강희철 위원

맞아요.

○ 안수현 위원

그래서 이야기했던 것 같아요.

○ 강희철 위원

그런 것 같습니다. 옵션을 준다고 하는 게...

○ 안수현 위원

그 다음에 2안은 그게 아니라 이거는 선택권을 이제 어떻게 보면 줄이는 거죠.

○ 김수현 검사

예. 두 개만...

○ 안수현 위원

기업의 측면에서 본다면...

○ 김수현 검사

저희 생각은 이제 거꾸로 생각을 했으면 좋겠다는... 그러니까 부여... 원래는 당초 위원회 안은 부여 당시 차별하는 걸로 되어 있었지만, 거꾸로 생각해서 그게 원래 안이었다고 생각하고 보면 그래도 되는 거 아니냐 이런 생각이 들어서...

○ 노혁준 위원

제가 보면 상환이야기는 조금 있다가 하고요.

이제 1안하고 2안이 예컨대 소송에 걸려서 제일 문제되는 거는 주로 이런 식으로 포이즌 필 같은 것을 발행하고 했을 때, 이사가 정말 여기에 정해져 있는 그런 의무를 다해서 회사의 이익을 위해서 발행했는지 가지고 법원에 가서 막 싸울 텐데, 법원에서 볼 때에 1안으로 예컨대 되어 있는 scheme의 사건이 들어 왔다, 그래서 저쪽 공격하는 측에서 중간에 타협이나 그런 거 전혀 되지 않고, 그냥 쪽 진짜 별로 있지는 않겠지만 완전히 발행까지 다 가는 직전에 그런 상태라고 하면 그쪽의 법원에 있는 공격하는 사람은 “아, 이거 이 포이즌 필 계획이 정지가 안 되고, 계속되면 나는 정말 완전히 쪽박잡니다. 지금 20% 가지고 있는데 이게 발행이 아니라 전부 다 희석이 돼 버리면 5%의 그런 권리자인데 과연 이게 개인의 어떤 주주로서의 이익을 보호하기 위해서 합당한 계획입니까?” 이제 이런 식으로 이야기를 하면서 법원을 좀 설득을 시킬 것 같고, 반면에 이런 제2안에 의해서 사건이 붙었다고 하면 공격하는 입장에 비슷한 이야기를 할 텐데, 법원이 좀 그런 생각을 하지 않을까요? “너, 지금 이게 다 끝까지 타협을 하지 않고 간다고 하더라도, 너도 지금 웬만큼 소각이 지금 안 된다는 전제하에서, 그렇게 가면 그걸 네가 가지고 있지 않고, 다른 쪽에 넘겨버리면 얼마라도 그래도 회수를 할 수 있는 것 아니냐” 그러니까 이게 그 포이즌 필의 해약성에서 약간 더 좀 덜 독한 그런

거... 이제 이런 식으로 법원에서 생각할 수도 있지 않을까 싶은데요.

○ 김수현 검사

결심을 해 주시면...

○ 강희철 위원

지금 일본의 경우는 제도상으로 다 열어놨던가요?

○ 권종호 위원

예.

○ 강희철 위원

다 열어놨죠. 미국의 경우는?

○ 송종준 위원장

아니, 그냥 다 맡겼죠. 그냥 근거 규정만 두니까, 모든 걸 다 회사하고 공격자 간에 그 계약적인 사항으로 처리를 하도록 되고 있는 이런 것인데, 일본은 어쨌든 일본이나 미국은 자금조달기능을 할 수 있도록 다 설계를 할 수가 있는 반면에 우리는 이제 그 요소는 배제해야 된다, 그런 것이 있기 때문에 그런 요소들이 흑시라도 발생할 수 있는 요소가 있다고 하면 저는 검토를 해야 될 필요가 있는 건 맞는 것 같아요. 취지가 그렇게 돼있기 때문에. 이 상환하는 경우라고 하는 것은 그 상환하는 사유를 정하도록 되어 있는데 상환 사유라고 하는 것이 어떤 경우를 예상을 하나요? 상환사유... 자, 다 지금 부여를 했어요. 그렇죠? 신주인수선택권을. 했을 때 그것을 다시 회사가 그냥 일

정한 대가를 주고 상환하는 이런 경우를 우리 일반적으로 생각하고 한 건가요?

○ 강희철 위원

그런가요? 자금조달사유로 발생한 경우, 신주인수선택권의 경우는 상환 필요성이 있는데...

○ 권종호 위원

그렇지 않겠습니까?

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그래서 아무래도 이게 지금 거거하고 연관이 되는 것 같아 가지고... fund-raising 하는 것하고 관련되는 것 같아 가지고...

원래 이제 이현철 변호사가 설명 자료를 가지고 있는 걸 보니까 회사의 상환권 인정에는 주주가 신주인수선택권을 행사하지 않는 경우, 이 경우라고 하는 것은 triggering event가 발생했을 때 행사기간이 진행이 되잖아요. 그런데 거기서 어느 주주는 선택권을 행사하는 주주도 있고, 행사하지 않는 주주도 있다고 하는 경우죠. 그럴 경우에 선택권을 행사하지 않는 경우 회사는 그 상환권을 행사해서 신주인수선택권을 신주 등으로 상환할 수 있도록 한다는 취지라고 하는 것이 이제 그 설명 자료에 쓰여져 있네요.

○ 권종호 위원

예. 그런데 만약에 그렇게 되면 자기가 행사한 사람은 자기 돈으로 행사하게 두고 행사 안하는 사람은 회사 돈으로 행사...

- 노혁준 위원
그런데 신주를 그때 할 때에는...
- 권종호 위원
그런데 아니, 상환하잖아요. 그렇죠?
- 권종호 위원
회사가 살 건데, 아! 회사가 자기주식을 취득...
- 송종준 위원장
예.
- 노혁준 위원
돈을 갖다가 회사가 주지 않고 주식만 주는 걸로 될 것 같은데요.
- 권종호 위원
돈 주고 사잖아요. 그렇죠? 아니면 주식을 준다...
- 송종준 위원장
돈 대신 주식을 줄 수도 있고...
- 권종호 위원
그러니까 이제...
- 권종호 위원
아, 그런데 그건 좀 문제가 있네. 상환하고 회사 돈으로 사가지고...
- 송종준 위원장
그러면 효과가 지금 어떻습니까? 내가 돈 주고 자기가 행사한 사람 있고 행사 안 하고 있으면 회사가...
- 송종준 위원장
행사사유가 발행한 이후 신주인수선택권을 행사하는 상황이에요. 어떤 주주는 하고 안할 때 이 안하는 사람한테 아까 말씀하신 것처럼...
- 강희철 위원
아! 이것은 결국 어쩌면 회사가 사실상 주식을 줌으로써...
- 노혁준 위원
해라... 신주를...
- 권종호 위원
그러니까...
- 송종준 위원장
예. 해라...? 신주를 줘야지 이게 방어효과가 사실... 이런 것 때문에 지금... go to 를 준거라는...
- 강희철 위원
신주권을 이걸 행사를...
- 송종준 위원장
행사하게 하는 거죠.
- 강희철 위원
행사를 하게 하는 효과가 있는데...

- 송중준 위원장
하는 효과를 거두는 건데…
- 노혁준 위원
예. 원래 그런…
- 강희철 위원
맞아요. 맞아요.
- 송중준 위원장
그럴 경우…
- 강희철 위원
예. 맞아요. 방어수단으로 맞아요. 그
거…
- 권종호 위원
그러면 그런 문제는 만약에 돈 주고 행
사한 사람하고 이 사람, 어떻게 괜찮은가?
- 송중준 위원장
그럴 경우 이제 상환의 대가로 신주를
교부해 준다면 이 옵션 선택권의 가치를 산
정해서 납입을 하고…
- 노혁준 위원
그거 아니에요? 상환의 대가 자체가 지
금 뭐 신주니까… 상환이…
- 송중준 위원장
상환의 대가로서 신주지… 그니까 옵션
에서 가치를 쳐주는 거 아니에요. 지금.
- 권종호 위원
아니, 그런데 제가 이야기하고 싶은 거
는…
- 강희철 위원
아니요. 그런데 그 대신에 주식을 적게
주면 되니까…
- 노혁준 위원
아니, 그런데 어쨌든 그쪽에서는 똑같은
주주들이 있는 경우에…
- 권종호 위원
같은 한 주를 가지고 있는데 행사하는
사람은 자기 돈 주고 한 주를 사고, 가만히
있는 사람은 돈 1원도 안주고…
- 강희철 위원
아니, 그러니까…
- 노혁준 위원
물론…
- 송중준 위원장
회사가…
- 노혁준 위원
적어지긴 하겠지만… 뭐…
- 김수현 검사
그런데 그거는 그렇게 안 될 것 같은데
요? 그러니까 상환제도를 만약에 하게 되면
공격자가 아닌 사람을 평등하게 대우해야

되기 때문에 행사기간 내에 보고한 게 100%가 들어와야 되는데, 50%밖에 안 들어왔다면 이 청약한 사람도 그냥 다 상환을 하겠죠. 동일하게...

○ 노혁준 위원

그럼 돈을 다 돌려주면서?

○ 김수현 검사

청약이니까요, 지금. 행사기간 내에 내가 청구하는 거니까 발행해 달라고... 그게 끝나고 나서 발행을 실제로 해 주는 거 아닙니까? 납입하고...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그렇죠.

○ 김수현 검사

그런데 이게 상황을 보니까 이거 가지고 도저히 방어 못 하겠다, 그러면 그건 청약 받은 상태에서 그냥 다 강제 상환할 것 같은데요? 차별 없이. 그러면 청약한 사람은 나중에 돈 내라, 그리고 나머지는 안내도 된다, 이렇게는 안할 것 아닙니까? 강제 상환하겠죠, 그냥.

○ 노혁준 위원

상환 자체도 그 계획에 다 들어있고, 처음부터 하는 게 맞는데 이제 사정 보다가 나중에 분위기 봐 가지고 아, 이거 좀 이상하다 그래가지고 뒤늦게 상환 결의하고 그렇게 되면 좀 영키게 되는 거죠.

○ 권종호 위원

아, 그렇네요.

○ 송종준 위원장

그러니까 이 상환 건은 그 행사사유가 발생한 이후에 선택권을 행사하지 않는 경우에 하여튼 적용되는 거예요.

○ 노혁준 위원

그런 목적이죠.

○ 송종준 위원장

예. 그거예요. 그거...

○ 노혁준 위원

그런데 이제 아까 돈이 들어가 있으니까 약간 조금... 신주를 주는 거는 그런 식의 맥락으로 이해 할 수 있는데, 상환의 대가로 이제 돈이 나가도록 되어 있는 부분이...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 노혁준 위원

예. 저희가 이걸 맨 처음에 자금조달수단으로 생각을 해 가지고 좀 들어가 있는 게 아닌가 싶은데요.

○ 권종호 위원

달리 생각하면요.

○ 송종준 위원장

아, 이거 참...

○ 권종호 위원

아니, 내가 신주인수권을 행사 안 했다는 소리지, 나는 애 공격하는 것에 대해서 나는 찬성한다는 소리 안했어요.

○ 강희철 위원

그렇죠.

○ 권종호 위원

그런데 회사가 그냥 개 그냥...

○ 송종준 위원장

강제상환...

○ 권종호 위원

강제적으로...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 모든 주주가... 공격되는 다른 주주가 다 뭐 회사가 하자는 대로 동의할 이유가 없죠.

○ 강희철 위원

뭐 이럴 수는 있을 것 같습니다. 실제 행사되는 경우를 생각을 한다면 주당 5천 원짜리를 예를 들어 100원에 행사한다, 그러면 4900원의 이익을 보게 되니까 그러면 이제 자기 자금 없는 사람은 결국은 다른 사람한테 팔아 가지고 결국 자금을 회수할 수 있을 텐데 뭐 그렇게 복잡하게 하지 말고, 회사한테 팔아서 그 자금 회수하라고 하는 주주의 편의를 제공하는 그런 의미가 있겠네요. 분명히.

○ 권종호 위원

그런데 그건 반대로 그걸 100원주고 하면 4900원을 먹는다는 걸 뻔히 알면서도 자기가 행사를 안 하겠다고 할 때는...

○ 강희철 위원

자기가 돈을 없다 이거예요. 예를 들어서... 돈이 없다...

○ 노혁준 위원

그렇죠. 그런 사람이 있을 수가 있어서 상황이 계속 필요하겠죠.

○ 권종호 위원

아니, 실제적으로 그 중에 주주에는 나는 적대적 방관도 나는 싫다고 해서 행사 안 하면...

○ 강희철 위원

그거는 그런데, 글썽 그건 자기가 방어하기 싫다 그러면 자기가 사가지고 다시 대주주한테 팔면 되죠. 그걸 행사해서. 그러니까 그거는 생각할 필요 없는 것 같고, 그것인 것 같네요. 지금 뭐 여기 조금...

○ 노혁준 위원

돈을 주기로 한 거...

○ 강희철 위원

오래 돼서 좀 그런데... 실제 어쨌든 분명히 행사하는 경우를 생각한다면 분명히 행사함으로써 굉장히 이익이 생기지만 현금이 없으면 행사하는데 지장이 있을 것이고,

그럼 결국 그걸 제3자한테 투자할 사람한테 넘겨가지고 그걸 뭐 투자, 뭐 이렇게 해야 되는데 그렇지 않고 회사가 사주면 주자는 이야기를 하나까 그런 점을 우선 하나 생각할 수 있을 것 같다는 생각이 들고...

○ 송종준 위원장

이게 그 이현철 변호사가 만든 신주인수선택권 소위원회안 설명자료예요. 작년에 제출했던 자료 보니까.

신주인수선택권의 기본적인 내용 및 부여 절차라고 하는 설명부분에서 근거는 정관규정이 필요하고 이사회 결의에서 신주인수권을 부여하는데 무상으로 한정하되, 기존 주주에게만 부여하는 거예요. 기존 주주에게만 부여한다, 그럼 이사회 결의 당시, 이사회 결의는 아무 때나 할 거 아니예요. 어떤 일이 발생하기 전에, 사전에 하지 않겠어요? 그 결의 당시 기존 주주라는 거는 모든 주주죠.

○ 노혁준 위원

아니, 그런데 그걸 보면 여기 부여한 날에 기준일 그런 걸 정하도록 돼 있잖아요. 그때를 이야기하는 것 같은데요.

○ 강희철 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

예. 그때...

○ 강희철 위원

그건 아마 지금 상황과 관련해서는 그때

우리가 나름대로 검토를 해서 필요하니까 넣었을 겁니다.

○ 안수현 위원

그러면 일단은 2안으로 한번 검토를 한 다음에 다시 1안하고 비교를 하시면 어떨까요? 이게 지금 1안이나 2안이나를 결정하는 것에 시간이 더 걸린다면 지금 2안쪽을 이렇게 만드신 취지가 있기 때문에 2안을 한번 검토하시면 어떤가요?

○ 권종호 위원

위원장님 결정을...

○ 안수현 위원

의사진행발언을...

○ 송종준 위원장

그러면 2안으로 한번 해서 해 보자고요?

○ 안수현 위원

아니, 검토를 해 보면 문제점이 이렇게 나오고 여러 기억들을 되살릴 수 있을 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

2안은 뭐 간명한 것 같아요.

○ 강희철 위원

예. 간명한 것 같아요.

○ 노혁준 위원

주주명부에 뭐 복잡하게 기재하고 이런

것도 다 빠져버리고 해서...

○ 송중준 위원장

그래서 이제 간명한 면도 있지만 이제 1안처럼 부여단계에서 차별을 허용하고 행사 단계에서 차별한다고 할 경우, 예컨대 방어 수단으로 기능은 현재 약화될 수가 있다고 하는 측면은 사실 있죠.

○ 노혁준 위원

그러니까...

○ 송중준 위원장

그 단계에서 이제 가처분이 들어온단 말이에요. 왜 우리 안주냐? 지금 앞으로 내가 지금 15% 갖고 있는데 이 회사 10%만 더 갖고 있으면 인수할 수 있는데 그 사람이 다 부여 받았어요. 지금. 그럴 경우...

○ 권종호 위원

그거는 이제 포이즌 필을 쓰든 뭘 쓰든 방어수단으로 쓰게 되면 일단 공격하는 사람이 전술적으로 문제가 가장 크지 않겠어요? 그리고 이것 때문이라고 하는 것은...

○ 송중준 위원장

아니, 그러니까 이제 그만 큼...

○ 권종호 위원

아, 그러니까 여기서는 다 주면...

○ 송중준 위원장

실효성이 없어져버린다는 거죠, 이 자체

가. 그리고 이제...

○ 권종호 위원

단계는 주는 단계는 아니다...

○ 송중준 위원장

그 시장에서 주는 효과는 이런 것들이 사실상 회사의 주가에도 많이 영향을 주겠죠. 많이 영향을 주는데 어떤 방어의 효과를 기대한다고 했을 때 다 주고 일단 실제적으로 중요한 거는 행사하는 단계가 가장 중요하니까 이 단계에서 행사가 적법했는가... 이것이 사실상 법률적으로 보고 위법성만 없으면 이 단계에서 가처분소송을 하든 뭐하든 이 부분은 불가피한 측면도 있다 이런 이야기죠. 그래서 방어수단으로서 기능을 할 수 있도록 한다면 모두한테 주고 행사 단계에서 싸우려면 싸우도록 하는 이런 시스템으로 가는 것이 원래 이 제도가 방어의 하나의 수단으로 제공한다는 측면에서 보면, 모두에게 주는 그런 것도 그런 것이 오히려 맥락이 통할 수 있는 것 같아요.

○ 권종호 위원

우리나라 전제는 아무튼 하여튼 평등을 조금이라도 그걸 줘야 하는 이런 나라니까...

○ 노혁준 위원

예. 이게 보면 양쪽 1안하고 2안에 대해서 1안이 나오면 1안으로 해 가지고 이렇게 포이즌 필이 나왔다, 그러면 사실 변호사 입장에는 그런 식으로 불공평하게 부여되는

것 자체를 잡아가지고 소송 가서 싸울 것 같고, 2안처럼 돼 가지고 일단 부여는 됐는데 거기에 부여된 어떤 인적인 요건이 20% 뭐 이런 것 때문에 행사를 못한다고 하면 물론 그 행사조건을 가지고서 이게 좀 문제가 있다고 다들 여지도 분명히 남아있지만 보유자 쪽에서는 이제 그 다른 한편, 행사 조건 같은 걸 굉장히 면밀히 검토를 해 가지고 그 20%에 해당하는 보유자라는 개념이라든지 그게 어디에 해당하는지를 열심히 검토를 해서 아는 사람한테 분산을 시켜 가지고 그 사람들이 20% 떨어지는 경우에는 같이 연합해 가지고 우호적으로 자기랑 좀 친한 사람들 해 가지고 계속적으로 진행을 할 수 있는지 거기에 대해서 좀 그 잔머리를 굴리고 변호사들한테 연구를 해 달라고 할 여지도 좀 있지 않을까... 이제 그 측면을 보면 2안이 방어하는 사람 입장에서는 좀 발본색원하지 못하는 그런 입장이 있지 않나, 그런 생각이 얼핏 드는데요.

○ 권종호 위원

그럼 이제 1안의 경우에도...

○ 노혁준 위원

1안은 아예 그 양도를 어떻게 해 가지고 할 수 있는 그런 거리가 별로 없는 거죠. 아예 받지를 못했으니까, 맨 처음부터... 그러니까 안주는 걸 자체를 갖다가 다뤄야 하는 거죠.

○ 권종호 위원

그러니까 1안 같은 경우에는 애당초 차

별을 안 받기 위해서 자기 친한 사람들 분산해 가지고...

○ 노혁준 위원

그런 거... 예. 그럴 수도 있죠.

○ 권종호 위원

그래야 결과적으로도 잠탈... 5%씩...

○ 노혁준 위원

그렇죠. 마찬가지로 이제 거기서 그렇게 되면 그 신주인수권 부여하는 기준일 전에 분산시키는 그런 문제가 똑같이 마찬가지로 생길 수는 있겠죠. 그렇게 해 가지고 신주인수 기준일 전에 분산을 했을 때 그런 경우에 그런 사람들도 triggering event 거기에 해당되는지 이제 그 시점이 상당히 앞당겨지는 그런 결과가 있는 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그러니까 뭐 회사가 일정한 사유를 정할 때, 행사사유를 정할 때 단독으로 소유하는 경우뿐만 아니라 수인이 공동으로 한 경우라고 행사사유를 정하면 지금 말하는 그런 것들도 다 허가될 수 있잖아요.

○ 노혁준 위원

예. 지금 이야기하는 게 그것을 이제 우리가 2안으로 가면서 아, 그거는 어차피 행사조건에 관한 그걸 짜는 수비하는 쪽의 lawyer들의 일이고, 그걸 굉장히 정교하게 짜가지고 그런 걸 다 커버할 수 있을 정도의 문구를 만들어서 하는 거는 당사자들이

알아서 할 거고, 법에서 특별히 고려를 해 가지고 해 줄 필요가 있느냐, 이런 식으로 충분히 이야기할 수 있다는 거죠. 그러니까 그걸 저희가 꼭 정해야 되는지 그걸 법에서 보호를 그런 정도까지 해 줘야 되는지에 대한 반론이 충분히 나올 수 있는 거죠.

○ 송중준 위원장

그런데 실제로 이제 지금 계속 다투어지니까 다시 처음 이야기로 돌아가는 건데, 이제 이게 차별적으로 해서, 그러니까 선택권을 부여받지 못한 사람이 갖고 있는 주식 이 시장에서 유통이 될 때 이런 문제가 양도 될 때, 그 문제가 기술적으로 어려웠기 때문에 지금 사실 이 부분을 계속 다투었던 것이고, 이제 그런 것은 사실상 예컨대 행사사유가 소멸해 버렸는데도 계속 선택권이 있는 상태로 봤을 경우, 소각하지 않고, 무상소각이라는 건 회사의 재량이니까... 그런 상태에서 또 자주 유통될 수가 있는 이런 측면이 있거든요?

그러니까 이제 그런 시중에서 전전 유통되는 그런 과정에서 발생하는 아주 골치 아픈 이런 복잡한 문제들을 해소할 수 있는 법적장치를 둔다면, 실제적으로 처음부터 차별을 하든, 완전히 다 주든, 뭐 특별한 효과는 차이는 없어지게 되겠죠. 그런데 이 규정상으로 보면 무상 소각할 수 있다, 개시 행사 기간이 개시되기 이전에는 전부를 소각할 수 있다, 이렇게만 돼 있거든요.

○ 권종호 위원

그건 ‘하여야 한다’로 봐야...

○ 송중준 위원장

그러니까 이제 행사기간이 개시되기 전에는 회사가 재량적으로 소각할 수도 있고, 무상으로. 또 하나는 이제 행사사유가...

○ 권종호 위원

소멸했을 경우에...

○ 송중준 위원장

소멸했을 경우는...

○ 권종호 위원

강제적으로 다시 소각이...

○ 송중준 위원장

자동적으로 소멸된다... 이런 규정을 두면 유통의 여지를 전혀 생각해 볼 수가 없지 않겠는가...

○ 권종호 위원

행사사유가 소멸됐을 경우에...

○ 송중준 위원장

그 부분이 지금 어디서 안고 자꾸... 그러니까 계속 방치될 경우 우리가 그것은 사실상 염려를 하지 않았던 건데, 만약에 구체적으로 선택권 행사하는데 신주가 발행되고 뭐 단주권이 발생하고 이런 단계까지 다 생각하니까 무지 무지 골치 아픈데...

○ 강희철 위원

그거는 행사기간으로 할 수 있지 않을까요? 방금 말씀하신 문제는... 행사기간을 어

떻게 정하느냐에 따라 다르겠지만...

○ 송종준 위원장

행사기간은 지금...

○ 강희철 위원

행사기간이라고 일반적으로 행사기간동안 행사하지 않으면 소멸되는, 자동적으로 소멸되는 것이니까... 방금 말씀하신 거는 저도 사실상 구체적인...

○ 송종준 위원장

그러니까 행사기간에 행사하지 않게 되면 원래 안은 안고 있을 때에는, 이제 회사가 그걸 상환을 할 수 있도록 해 줬는데 그 상환권 제도는 만약에 인정할 수도 있는 여지가 있는데...

○ 강희철 위원

예를 들어서 분명히 지금 적대적인 M&A가 실패되는 경우는 이제 소멸시켜야 될 텐데, 소멸시키는 그 경우에 행사기간을 아무튼 적절히 지남으로써 뭐 일정한 기간만 지나면 자동적으로 행사할 수 있는 요건도 안 되고, 그리고 일정한 기간이 지남으로써 자동적으로 행사기간 만료로 없어지는 그런 식으로 그 문제는 해결할 수 있지 않을까?

뭐 구체적으로 행사기간이 만기를 정할지는 모르겠는데...

○ 송종준 위원장

일단 행사기간이...

○ 강희철 위원

발행일로부터 예를 들어서 3개월 혹은 6개월 이렇게 정하든지, 아니면 무슨 triggering event가 발생한 때로부터 30일, 뭐 이렇게 정하든지 이런 식으로 함으로써 그 기간이 지나면 여전히 살아있도록 하는 그런 문제는 없을 것 같은 생각이 드네요.

○ 송종준 위원장

그렇게 한다면요?

○ 강희철 위원

예. 그리고 아까 그렇게 정하기로 했죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 행사기간이 개시되기 이전에는 회사가 무상으로...

○ 강희철 위원

그건 무상으로 소각해 버리면 되고...

○ 송종준 위원장

전부소각을 할 수 있는 거죠. 전부를 소각할 때는 전부 or nothing이죠. all or nothing 이죠?

○ 강희철 위원

예

○ 송종준 위원장

그런데 행사기간이 진행이 되고 있을 때 예컨대 2주간을 줬다, 열흘간을 줬다, 그 열흘이 지나도록 행사를 하지 않는 사람도 있

고, 행사를 하는 사람도 있는데, 그 기간이 종료되면 회사의 의사와 상관없이 자동적으로 소각된다는 이런 개념이...

○ 강희철 위원

그거는 행사기간을 정한 그 취지는 그렇게 되는 거죠.

○ 송종준 위원장

예. 원래 이제 그렇게 하면 해결이 된다는 이런 이야기죠?

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그러면 상환권을 행사한다고 하는 것은 그 행사 기간이 종료할 때까지 선택권을 가진 주주가 신주인수선택권을 행사하지 않는다, 그거거든요? 그러면 일단 종료 시까지는 기다려야 될 거 아니에요, 회사가. 종료 시까지는...

○ 강희철 위원

그러네, 그거 좀 모순이 되네?

○ 권종호 위원

방금 말씀하신 행사할 필요가 없게 되면 자동적으로 없애는 방법을 생각하자 이랬잖아요, 그렇죠? 그러면 요건을 충족 못 해서 행사 못할 것이거든요?

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 권종호 위원

그리고 우리 강변호사님 말씀대로 행사 기간이 지나면서 자동적으로 없어져버리고...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 유통문제를 걱정할 게 하나도 없다는 거죠. 그런데 지금 우리가 계속 고민사항이, 회사가 뭐 이런 재량권으로 돼 있으니까 내버려 둔다 이거예요. 지금 아무 일도 안 생겼는데 봤다가, 그때도 시중에서 막 전전 유통돼 가지고 이거 내거는 있네, 없네, 이런 혼란스러운 측면에서 이걸 어떻게 처리할 것이냐 이게 골치 아픈 문제가 있으니까 지금 논의하기가 어려운 문제가 된단 말이에요.

○ 권종호 위원

그게 지금 강 변호사님 말씀대로 하면 행사요건 충족 안 된 상태에서 행사기간도 지나서 자동적으로 없어졌죠.

○ 송종준 위원장

그러니까 의미가 없을 때는 그냥 자동적으로도 없어져 버린다고 하는...

○ 권종호 위원

지금 방금 말씀하신 그런 규정을 안 되도 되잖아요.

○ 송중준 위원장

그러니까 회사가 그런 일정한 사유... 행사사유라든지 이런 것에 사유를 정해두면 괜찮은데... 그런데 원래 만든 취지는 회사가 다 알아서 한다, 그런 거를... 미국의 실례를 봐서 이것 때문에 법이 이제 큰 뼈다귀만 놔두고, 틀만 만들어 주고 회사가 다 알아서 할 것이다, 거래관행이라고 하는 게 있기 때문에, 그대로 할 것이라고 했는데 이제 그 법을 하는 사람들은 아니다. 만약에 이런 일이 생기면 어떻게 되느냐... 이런 문제가 생기니까 지금 골치 아픈...

○ 강희철 위원

자세히 보진 않았는데, 미국의 포이즌 필 서류가 이렇더라고요. (손으로 두께를 보이며)

○ 송중준 위원장

그렇대요. 이렇게 된대요.

○ 강희철 위원

예. 실제 이렇게 더라고요. 서류가... 그러니까 제대로 일본은 어떤지 모르겠는데...

○ 권종호 위원

일본 입법도 그 정도는 아니지만 뭐 한 열장은 족히 됩니다.

○ 강희철 위원

예. 그렇다면 제대로 만들려면 뭐 이런 저런 문제가 발생하지 않도록 다 할 것 같긴 한데...

○ 권종호 위원

아마 우리나라도 그렇게 되지 않겠습니까? 이렇게 되면 로펌에서 이제...

○ 송중준 위원장

결국은 이제 미국의 패턴을 취하겠지만 좀 골치 아프겠죠. 거기는 이제 자본조달기 능도 있는 그런 것까지도 같이 섞여있는데, 우리는 그냥 그것이 없는 것으로만 구성을 해야 되기 때문에, 계약서도 좀 신경을 써야 될 것 같기도 하고, 어떻게 보면 심플하다고도 볼 수가 있는 것인데, 더 나아가서 그런 일은 없으리라고 보지만 단 0.1%라도 이게 이제 시중에 전전 유통되고 이런 상황을 우려한다면, 그런 상황이 발생하지 않도록, 그런 상황에서는 의미가 없어지도록...

○ 강희철 위원

그런 측면으로 분명히 의미가 있을 것 같습니다. 분명히 어쨌든 사실 어떤 사태가 발생할지 모르고 그러면 그 사태가 발생하는 경우 해결방안이 없어지도록 하는 그런 법제는 피하는 것이 좋을 것 같고, 그 다음에 사실 발행 시에 차등을 두는 제도를 없앤다 하더라도 사실 이 경영권방어와 관련한 신주인수 선택권 제도의 운용과 관련해서 큰 문제가...

○ 송중준 위원장

큰 문제가 제기되지는 않는다는 거죠

○ 강희철 위원

생기지는 않는 것 같다...

○ 송중준 위원장

그 부분은 법이 관여해서 그냥 골치 아픈 문제를 일거에 해소시켜 버리는 측면도 있을 것 같고...

○ 강희철 위원

그리고 현실적으로 제가 아까 말씀드린, 저는 생각을 못했는데 하다 보니까 현재의 1안에 의하면 누군가가 정관에다 자금 조달 목적으로 이 규정을 만들어 놓은 경우에 그게 이 문안만 가지고는, 입법 취지는 그게 아니라고 이야기를 하면 몰라도 이 문안만 가지고는 그걸...

○ 송중준 위원장

막을 수도 없다는 거죠.

○ 강희철 위원

막을 수가 없을 것 같은 생각이 드네요.

○ 송중준 위원장

그러니까 이제 여러 가지로 약용될 여지가 있다...

○ 강희철 위원

그게 사실 약용인지 아닌지 내가 그건 잘 모르겠습니다.

○ 송중준 위원장

오히려 더 회사한테 좋을 수도 있겠죠. 그러니까...

○ 강희철 위원

사실 이게 이렇게...

○ 송중준 위원장

이제 전략적으로 사용될 수 있다는 이런 이야기예요.

○ 강희철 위원

예. 전략적으로 사용될 수 있도록 제도를 만드는 게 맞는데...

○ 노혁준 위원

지금 1안에 따르면 그러면 현재 어떤 날짜를 정해서 거기에서 있는 주주 중에, 1안인 경우예요, 20%, 그 날짜 기준에서 20%인 사람한테는 아예 배정 자체를 하지 않고 나머지 뭐 79% 이런 사람한테는 배정하고 그런 식으로 되는 게 약용이 된다... 약용이 될 수가 있을까요? 그게 지금 보면...

○ 강희철 위원

예. 그래서 예를 들어서 이렇게 이야기를 한다고요. 정관에 지금 제3자 배정에 해당하는 그런 요건을 그냥 적는 거예요.

○ 노혁준 위원

적고... 예. 그런데 이거는 지금 제3자 배정이 아니라 기존 주주한테 원칙적으로 무상으로 다 배정하는 게 원칙이잖아요. 특정 주주를 빼는 거지...

○ 강희철 위원

아니, 특정주주를 빼는 경우에 그 요건

은 결국 회사 전체의 주주의 이익을 위하여 하는 그런 경우에...

○ 노혁준 위원
그렇죠.

○ 강희철 위원
지금 1안의 경우에 차등을 둘 수 있지 않습니까?

○ 송종준 위원장
예.

○ 강희철 위원
그런데 말하자면 회사의 주주로서 예를 들어서 회사 주주로서 회사의 영업에 필요한 특허권을 보유한 자, 예를 들어서 이렇게 정하면 좀...

○ 노혁준 위원
그러니까 positive하게 규정했다가 한 다음에...

○ 강희철 위원
예. (회사의 영업에 필요한 특허권을 보유한 자)에게 지금 이 신주인수선택권을 준다고 하면...

○ 송종준 위원장
그게 안 된다고 말할 수는 있다...

○ 강희철 위원
그게 그렇게 안 된다고 지금 할 수 있는

냐 이거예요.

○ 송종준 위원장
이게 일정한 사유라는 막연한 표현으로 되어 있기 때문에...

○ 강희철 위원
일정한 사유로 특정주주에게만 주는 경우에는 특정주주에게만 다른 정함, 주주 간 다른 정함을 하는 경우에는 이제 우리가 저희들이 아주 추상적인 표현을 썼지 않습니까? 회사 전체 이익과 주주 뭐 이렇게 이야기를 썼는데 사실 그게...

○ 권종호 위원
전체 이익...

○ 강희철 위원
전체의 이익에 부합하는 걸로 해석될 수 있을 소지가 상당히 있어 보이거든요.

○ 송종준 위원장
그렇죠. 당연히 가능하죠.

○ 권종호 위원
사실은 일본에서 신주인수권제도 도입한 정책 중에 하나가, 벤처기업 이런 것 같은 경우에 미래 가치를 보고... 벤처기업 자금 조달 기회...

○ 강희철 위원
저는 뭐 저 개인적으로는 기왕에 신주인수선택권 제도를 도입하면 그런 길도 열어

되어야 된다고 생각을 하지만, 지금 법무부의 입장에 경영권 방어에만 한다고 한다면, 지금 보니까 이거 뭔가 지금 모든 주주가 아니고 특정주주들에게만 줄려고 하는 경우...

아, 참 현재 2안은 그 문제가 지금 하나 빠졌습니다. 2안으로 가더라도 지금 4항, 5항을 변경하면서 당연히 들어갔어야 될 차별적인 처우를 하는 경우의 제한규정이 들어가야 되는데 그 부분 지금 2안에는 안 들어 있어요. 이 경우 그러니까 1안의 4항...

○ 노혁준 위원

조문이...

○ 강희철 위원

이 경우 회사가 그 정관의 규정에 따라 주주의 일부를 다른 주주와 달리 취급하는 것이 회사의 가치 및 주주 일반의 유지 또는 증진시키기 위하여 반드시 필요한 경우에 한한다고 하는, 이걸 2안에도 들어가야 될 것 같은데...

○ 김수현 검사

그거는 앞으로 뺐습니다.

○ 노혁준 위원

지금 위치가 바뀐 것 아닙니까? 위치가 바뀐 것 같은데요.

○ 강희철 위원

아니, 중간에 위치가 바뀐 게 아닌 것 같은데... 없는 것 같은데?

○ 송종준 위원장

아, 이걸 좀 중요한 의미가 있어요.

○ 강희철 위원

아니, 없어요.

○ 김수현 검사

1항 단서에 있습니다. 그거는...

○ 노혁준 위원

432조에 이 1항 단서 한번 보시면...

○ 강희철 위원

432조의...

○ 노혁준 위원

이 1항 단서를 옮긴 것 같은데요.

○ 김수현 검사

전에 거는 차별하는 경우에만 그렇게 하도록 돼있는데 이걸 차별이 아니라 전반적으로 다 그래야 된다는 걸로...

○ 송종준 위원장

그렇죠.

○ 김수현 검사

조문이 위치를 옮긴 거죠.

○ 노혁준 위원

발행행위 자체가...

○ 강희철 위원

아, 예. 432조 이쪽으로... 아무튼 그러니까 아까 말씀드린 1안의 경우에 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위해 필요한 경우에는 이거는 차등할 수 있는 경우가 아니네? 일반적으로 그러네?

○ 김수현 검사

예. 그러니까 2안을 그렇게 옮긴 거는 자금조달수단은 아니라는 걸 그냥 명백히 하자는 거였습니다. 그렇게 옮긴 건.

○ 권종호 위원

‘다만’을 이렇게 집어넣으면 그게 명백히 보입니까? 그렇게?

○ 김수현 검사

자금조달목적은 안 되니까요. 일단. 문구상으로.

○ 권종호 위원

회사에 관련된 주주의 이익증진이니까 이게...

○ 노혁준 위원

자금조달목적은 안 되는 게 확실한가요?

○ 권종호 위원

자금조달하면 되죠. 이게...

○ 김수현 검사

그럴 수도 있네요.

○ 송종준 위원장

아니, 그거 당연히 할 수 있어요. 그거 갖다 대면 다할 수 있습니다. 예.

○ 강희철 위원

자금조달이 회사의 가치 및 주주의 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위해 필요한 경우에 되죠. 되죠, 당연히...

○ 송종준 위원장

그렇죠. 당연히 할 수 있고...

○ 권종호 위원

되죠. 당연히. 사실 이거는...

○ 김수현 검사

그 부분은 뭐 다시 돌려도 되고요. 사실 2안에서 그렇게 한 거는...

○ 강희철 위원

단지 그렇게 하면 이것은 주주 모두에게 차별적인 이제... 뭐 말하자면 차별적인 경우를 하는, 차별적인 취급을 하는 경우에만 지금 1안은 이 조항이 단서가 붙어있죠? 그렇지죠?

○ 김수현 검사

예.

○ 강희철 위원

그런데 이 경우에는 차별적인 취급을 하지 않더라도 무조건 이 조항이 이런 전제가 들어가야 된다는 점에서 다른 데, 그게 구

체적으로 어떤 의미가 있나?

○ 송종준 위원장

1안에 나와 있는 거는 차별하는 부분에 관해서만 적법기준을 명시한 거고, 2안에 1항에서는 단서로 처리하는 부분은 신주선택권을 부여할 경우에 일반적으로 제공되는 일반조항이죠?

○ 강희철 위원

예. 일반조항.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 그러니까 일반조항이 있다면 이것이 부여하는 단계에서도...

○ 강희철 위원

그건 당연히 적용이 되겠죠.

○ 송종준 위원장

이것에 기초해서 차별할 수가 있고...

○ 노혁준 위원

그런데 부여하는 단계는 지금 뭐 2안은 어차피 부여단계는 차별을 안 하겠다는 거니까 이제 이 조항의 의미를 제가 읽었을 때는 이 신주인수선택권이 굉장히 많은 특례, 예컨대 액면미달이라든지 그 다음에 무상으로 주고 이제 그런 특례들이 많기 때문에 그런 것을 함에 있어서도 옛날 이 조문을 옮기기 전에는 똑같이 하기만 하면 이런 회사가치라든지 그런 것에 제한을 받지 않는다, 이제는 위로 일반으로 올라와가지고 똑같이 하는 경

우에도 신주인수선택권이라고 하는 거는 굉장히 특례를 많이 부여해서 뭐 액면미달도 가능하고 밑에 걸 안 받고 하기 때문에 그런 것을 함에 있어서도 이런 고려를 해야 된다는 일반적인 의미가 있다고 생각을 했는데, 지금 검사님 이야기하시는 거는 이제 이 조문가지고서 이거 자금조달목적은 못 한다, 이제 이런 식으로까지 넣으신 거라고 하면 조금 그 취지하고는 딱 맞아떨어지는 것 같지는 않는데요. 이거는 자본조달 목적을 위해서도 이 목적 조항가지고서 제한하기는 좀 어려울 것 같은데...

○ 강희철 위원

그러면 이 부분은 회사의 경영권 방어와 관련한 그런 용어를 어쨌든 조금 추가적으로 구체적으로 써야 그 문제가 완전히 없어지게 되는 거죠.

○ 노혁준 위원

예. 확실하게 굳혀 들어가시려고 하면, 어디가 어떻게 할지는 모르겠습니다만...

○ 김수현 검사

그러니까 제가 말씀드렸던 건, 전에 그걸 차별할 때 이 문구를 넣으셨던 게 그런 취지 때문에 넣으신 걸로 저는 이해를 했거든요.

○ 권종호 위원

맞습니다. 그거는 이제 고려하기는 그렇게 했는데...

○ 김수현 검사

그래서 차별 취급할 때 이런 경우만 차별 취급할 수 있다고 하신 게 이 경우라는 게 결국은 경영권 방어를 위한, 그러니까 자금조달목적으로 사용되는 경우로 예정하지 않은 경우다, 그런 취지로 이해를 해서 지금 설명을 그렇게 드린 거였는데, 뭐 그거는 교수님 설명해 주신 것처럼 그렇게 이해해도 저는 뭐...

○ 노혁준 위원

큰 불만 없으신가요?

○ 김수현 검사

예. 그런 것 같습니다. 설명 드렸던 거는 제가 이해를 그렇게 해서 설명을 그렇게 드렸던 건데...

○ 노혁준 위원

자금조달 목적으로 지금 여러 가지가 있을 수가 있는데 아까 강 변호사님이 이야기하신 예는 그 중에 이제 일부 사람들, 그러니까 기존주주이고 제3자 배정은 아니긴 한데, 일부 주주한테 전혀 경영권 위협 사항이 아님에도 불구하고 그 사람이 좀 돈이 많으니까 배정을 하겠다, 특히 2안 같은 경우에는 그런 것도 지금 그러면 이제 완전히 배제가 되어 있나요? 별도의 추가적인 그러한 조문이 필요 없이, 왜냐면 전체를 일단 다 배정하도록 되어 있기 때문에 그런 식의 특정주주한테 자금조달의 목적으로 하는 경우는, 어차피 제3자는 여기서도 관련이 없으니까... 그런 건가요?

○ 김수현 검사

그거는 마찬가지로 남을 것 같습니다. 어차피 행사를 다른 사람 못하게 개만 행사하도록 하면 결론은 동일해지니까요. 그러면 제가 2안이라고 해서 해결되는 건 아닐 것 같습니다.

○ 강희철 위원

해결될... 뭐, 글썽요. 그런데 뭐 다 쥐놓고 일반적인 경우에 특정인만 행사할 수 있다고 행사조건을 정하는 건 그건 조금 이상하죠.

○ 노혁준 위원

특히 자금조달목적일 때는 정말 이상할 것 같은데요. 이런 문구라 하더라도 모르겠어요, 그 자금조달목적을 막는 게 타당한지 여부를 떠나 가지고 이런 2안 체제하에서 돈을 더 끌어 모으기 위해서 이것을 활용할 그런 것이 가능한지... 좀 어렵지 않을까 싶은 생각이 드는데요.

○ 송종준 위원장

그 가능하다고 하는 거는 일정한 행사요건이 필요하기 때문이라는 이야기죠. 일정한 사유? 가능하지 않다고 하는 것...

○ 노혁준 위원

아니, 뭐 구태여 그럴 없다고 없다는 거겠죠. 예컨대 그냥 그럴 정도로 모든 사람한테 다 돈을 끌어 모으려고 하면 일반적인 신주발행으로 가면 되고, 그냥 그것이 아니라 특정한 사람한테 대해서 돈을 갖다 끌어

모으고 싶다, 단지 돈이 목적으로 이런 식으로 어떤 사람은 실질적으로 신주인수할 기회를 배척을 하고 일부 사람들한테만 돈을 받겠다, 그거는 포이즌 필의 일반적인 경영권 방어에 그런 적용법리가 굉장히 엄격한 법원의 판단을 받게 돼서, 이게 별로 유효하지 않은 계획으로 판단될 가능성이 많지 않을까 싶은데요.

○ 강희철 위원

그런데 아까 제가 말씀드린 무슨 특별한 기술을 가진 주주한테...

○ 노혁준 위원

우리가...

○ 강희철 위원

특별한 기술을 가진 주주한테, 스톡옵션 주는 대신에 뭐 이렇게 하는... 그렇게 할 이유가 없나?

○ 권종호 위원

아, 있죠. 전부 같은 경우는...

○ 노혁준 위원

추가적으로 지금 다 주주로 이미 들어와 있는데, 또 뭔가를 도입하나요?

○ 강희철 위원

이 사람 잡기 위해서...예. 그렇게 할 기존제도와 무관하게 이렇게 복잡하게 갈 이유가 없나?

○ 노혁준 위원

그 경우에 제3자 배정을 그냥 하면 안 되나요? 주주이익이...

○ 강희철 위원

그런데 무지 하게 싸게 줄 수 있으니까...

○ 권종호 위원

그러니까 바로 그게 아까 이야기한 이걸 하면 액면미달로도 될 수 있으니까...

○ 송종준 위원장

액면미달이 가능하기 때문에...

○ 노혁준 위원

정책적으로 그렇게 무지하게 싸게 주는 게 바람직한가요? 저는 잘 모르겠어서...

○ 강희철 위원

그런데 그 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위한 경우는, 될 수 있는 경우도 있을 겁니다. 너무 뭐 제가 일반적이지 않은 예를 든 건지는 모르겠는데, 이론적으로 충분히 가능할 것 같아요. 굳이 스톡옵션이 있는데, 이리로 갈 이유가 없다, 사실상 스톡옵션이 될 텐데, 그렇죠?

○ 권종호 위원

그러니까 일본처럼 스톡옵션을 없애 버리고 이걸 통일했을 때는 이제 그런 문제점은...

- 강희철 위원
예. 그런 문제는 없는데...
- 권종호 위원
스톡옵션...
- 강희철 위원
스톡옵션이 있으니까 그런 경우에는 대개의 경우에는 방금 제가 예를 든 경우는 스톡옵션으로 갈 것이고...
- 권종호 위원
예. 맞습니다.
- 강희철 위원
예. 그 다음에 그렇지 않은 경우에는 결국 제3자 배정이 아니고, 스톡옵션과 비교를 해야 되겠죠. 제3자 배정의 경우는 주식을 제 돈을 내고 거의 뭐 들어와야 되는 거니까, 굳이 뭐 스톡옵션, 스톡옵션 대신에...
- 김수현 검사
그러면 지금 구체적으로 2안에 지금 찬성하시는 분이 계신가요? 아니면...
- 강희철 위원
뭔가 짚짚하긴 한데...
- 김수현 검사
뭔가 짚짚한...
- 강희철 위원
짚짚하긴 한데 뭐 지금까지 논의된 내용
- 으로는 뭐 2안으로 가더라도 특별한 문제는 없으면서 검사님 말씀하신 문제를 해결하는 효과는 있다...뭐 그렇게 정리... 제 생각에는 그렇게 정리가 되는데...
- 송종준 위원장
다만 2안으로 갈 경우, 그 회사의 가치 및 주주일반의 이익을 유지 증진시키기 위해 반드시 필요한 경우로 한한다고 하는 규정의 위치 있죠?
- 김수현 검사
예. 그걸 원래대로 그러면...
- 송종준 위원장
그걸 1안에...
- 김수현 검사
1안처럼 바꿀까요?
- 송종준 위원장
오히려 그게 차별부분만...
- 김수현 검사
차별 부분만 하는 걸로요?
- 송종준 위원장
그 차별 부분만. 그 차별이라고 하는 것은 부여, 행사 이 두 가지로 구별하지 않았죠? 의도 하는 것이?
- 김수현 검사
예.

○ 송중준 위원장

어느 쪽이든지 할 수 있는 걸로 되어 있는 거죠?

○ 김수현 검사

1안이요?

○ 송중준 위원장

1안에...

○ 김수현 검사

2안으로 하면서 그 부분 위치를...

○ 송중준 위원장

5페이지 4항을 보면...

○ 김수현 검사

예. 2안으로 가시고 그리고 이 단서 부분 위치를 옮기시려면 1안에 있는 4항 1호만 없애만 됩니다. 그 부분은 필요하면 원상태로 돌려놓겠습니다.

○ 송중준 위원장

그래서 증진시키기 위하여 반드시 필요한 경우에 한한다... 정할 수 있다, 이 경우 부여할 수 있다... 원래대로... 이거 그때 위치 가지고도 엄청나게 왔다 갔다 했던 조항이었는데, 이게. 그때 당시 논의했을 때도.

○ 김수현 검사

그러면 노혁준 교수님 말씀해 주신 것처럼 적법성 기준을 뭐 부여단계부터 잘 너희

들이 판단해서 해라라고 이렇게 강조하는 의미는 옮겨놓으면 있을 것 같고요. 뭐 말하기는 좋을 것 같습니다. 이렇게 그런 취지로...

○ 송중준 위원장

회사가 알아서 하도록, 그러니까 저번에 안수현 교수님 이야기하신 것처럼 부여단계든, 행사단계든 또 상환의 단계든 회사한테 옵션을 줘서 적절하게 방어요리를 해 보라 이런 거거든요. 그러니까. 그 부분은 회사가 알아서 해야 된다, 그런 취지가 전반적으로 깔리고 이게 사실은 검토가 됐다고, 그러니까 그것도 하나씩 구체적으로 따져나가 보면 일일이 또 족쇄를 채울 수 있는 엄청난 작업이 되는 건데, 그건 하지 말자라고 하는 취지가 사실 있어서...

그러면 그런 입장을 존중하는 걸로 하면 어떻겠어요? 부여든 행사든 이런 단계에서 차별할 수 있도록 해 주고, 이제 가장 우려되는 것이 유통문제니까, 그 부분만 어떻게 한쪽에서 이렇게 좀 멋있는 걸로...

○ 권중호 위원

그러니까 좀 아까 강 변호사님 이야기 했듯이 지금 현재 행사요건하고 행사기간이 있기 때문에 자동으로 이게 해지가 된다면 손떨 게 없잖아요.

○ 송중준 위원장

아니, 그러니까 자동으로 해결된다고 하는 것이 없거든요.

○ 권종호 위원
없다고요?

○ 송종준 위원장
그 표현이 없어요. 지금.

○ 권종호 위원
아, 그러니까 없지만 결과적으로...

○ 송종준 위원장
그러니까 실질적으로 그렇게 될 거라 이
거예요. 그런데 만약에 안 하면 어떻게 되
느냐는 거거든요. 지금.

○ 권종호 위원
만약에 안 하면 그렇게 된다는 거지...

○ 송종준 위원장
소각을 안 시키면...

○ 권종호 위원
만약에 안 되면 행사기간의 경과로 자동
적으로 행사 못 하게 되고 끝나는 거 아닙
니까? 아까 그 이야기...

○ 송종준 위원장
행사기간.

○ 권종호 위원
예. 행사기간이 경과하면...

○ 송종준 위원장
행사 못 하죠.

○ 권종호 위원
자동적으로 행사 못 하게 되는, 자동적
으로 소멸, 끝나는 거다 그런 이야기... 그
러니까 그걸 굳이 넣는다고 하면 주의규정
에 지나지 않는다는...

○ 김수현 검사
그것하고는 조금 측면이 다른 이야기인
것 같은데...

○ 송종준 위원장
행사는 못 하는데, 선택권 자체는 존재
하고 있다는 거예요.

○ 권종호 위원
아, 그렇게 됩니까?

○ 송종준 위원장
이게 시중에서 어떤 것은 있는 것이 있
고, 어떤 것은 없는 것이 있어서 또 유통이
된단 말이에요. 그 측면을 제일 지금 기술
적으로...

○ 권종호 위원
아까 강 변호사님 이야기는...

○ 송종준 위원장
아니, 기술적인 방법이 행사기간의 종료
로 회사가 무상소각을 하지 않을 경우에 행
사기간이 종료되면 자동적으로 소멸한다, 소
각된다...

○ 권종호 위원
그걸 넣자...

○ 송종준 위원장
이걸 이제 하는 방법을 통해서 지금 말한 것과 같은 여러 가지 유통상의 문제를 기술적으로 해결할 수 있다고 하는 건데...

○ 권종호 위원
그러면 하나 여쭙어 볼게요. 그 행사기간이 오늘부터 5일이에요.

○ 송종준 위원장
예.

○ 권종호 위원
그럼 기간이 지나서 행사 안 했어, 그러니까 이제 신주인수선택권을...
그러면 그게 살아있습니까? 그 권리가?

○ 송종준 위원장
선택권을 다 주었다면...

○ 권종호 위원
다 줬는데...

○ 송종준 위원장
그리고 다 일부 주고 일부 안줬다면 어떤 사람은 있고 어떤 사람은 없는 상태가 있겠죠. 그 상태가 존재하고 있는 거지...

○ 권종호 위원
그러니까 있는 사람의 경우에 행사기간

이 지났어...

○ 송종준 위원장
그렇죠. 그래서 또다시 행사사유가 나중에 내버려둔다면, 발생하면 자동적으로 또 행사할 수 있고 이런 일이 생기겠지만... 자동적으로 소멸한다는 게 없어요.

○ 권종호 위원
그런데 A가 예컨대 이번에 이사회 결의로 해 가지고 신주인수권이 오늘부터 5일이라고 정해졌으면 그게 5일 경과하면 그거 신주인수권이 자동으로 소멸되는 거 아닙니까? 그게 기간이 지나고 나면 또 그게 무슨 사건이 또...

○ 강희철 위원
그건 아닐 것 같은데...

○ 송종준 위원장
아니, 신주...

○ 김수현 검사
이 양도 문제는 행사기간종료 그런 문제가 아니라 그 전에 이미 발생을 하는 거 아닙니까? 행사기간이 종료했을 때는 그게 문제가 아니라, 행사기간 도래하기 전에도 양도 문제는 생기지 않습니까?

○ 송종준 위원장
전에도 양도 문제가 생기고 후에도 양도 문제가 생기는데, 선택권을 행사기간 5일 줬으면 5일 동안 행사할 수 있어요. 그게

지나서는 행사를 못하는 거예요. 그렇죠?
그런데 행사기간이 지났어... 그럼 선택권 자체는 있는 거예요. 나한테 지금. 행사만 못하는 거죠. 그런데 그것이 시중에서 돌아다니고 어떤 사람은 없는 상태에서 그 주식이 돌아다니고 이런 문제가 생긴다는 거거든요?

○ 권종호 위원

봅시다. 우리 스톡옵션 있잖아요. 이사회 결의가 스톡옵션 준다고 했으면 그 행사 기간을 1년 내에 안하면 그거 완전히 끝나버리고, 그 행사기간 지나고 나면 스톡옵션 없어지는 거고, 새로 이사회 결의를 해 가지고 또 주고 이런 거 아니겠습니까?

○ 송종준 위원장

예. 제척기간에...

○ 권종호 위원

없는데 뒤에 지나고 나서 또 다시 있으면 또 그게 자동적으로 부활하고 이러진 않을 텐데...

○ 송종준 위원장

다시 부활하는 게 있는 게 그대로 존속하는 거죠. 행사권만 없어져버리는 거지... 그런데 지금 말하는 게 행사하지 않으면 소멸한다고 하는 것은 제척기간의 개념, 행사기간을 설정한다는 거는 제척기간의 의미로 보신 거예요?

○ 권종호 위원

아니, 내가 스톡옵션 회사로 예컨대 100주 받았어요. 받았는데, 그 행사기간 지나버리면 내가 행사 안 하면 그거 완전히 끝나고 그 다음에 또 그 다음 해 돼가지고 다시 또 하고 이렇게 하지는 않지 않아요?

○ 송종준 위원장

아니, 그러니까...

○ 권종호 위원

그러니까 다시 받으려면 그거 다시 개네한테 주면 그때 또 그게 새로운 게 생기고 이런 거지...

○ 송종준 위원장

주식매수선택권 같은 경우는 3년 지난 다음은 권리를 행사할 수 있다 이렇게 했을 때...

○ 권종호 위원

예. 그랬는데 행사를 안 했어요.

○ 송종준 위원장

예. 예컨대 2년 내에 해야 된다, 안 했어, 그것은 제척기간의 개념으로 소멸하게 될 수가 있겠죠. 그렇잖아요? 그런데 이것은 어떤 triggering event가 발생하기 이전에 이미 다 봤으니까 누구든지 선택권을 가지고 있어요. 행사사유 발생했어요, 그럼 회사가 정한 기간 내에 행사를 한 사람도 있고, 하지 않은 사람도 있어요. 안 한 사람이 지나고 있어요. 회사가 상환해 주면 다행이지

만 안 해 주고 그냥 지나갔어요. 그럴 경우 그 선택권이 다 소멸하느냐 이거지...

○ 권종호 위원

소멸하지 않아요?

○ 송종준 위원장

회사가 특별히 무상 소각한다고 하는 조치를 취하지 않게 되면...

○ 노혁준 위원

상황이나 소각은 지금 보면 행사기간 전에 이러한 소각을 전체에 발행할 수 있도록 되어 있고, 상황은 통상적인 경우에는 적어도 행사기간 전까지는 봐가지고 다 신주를 강제 발행하는 형태라든지 그렇게 해서 일단 그 행사기간 끝나면 이 신주...

○ 송종준 위원장

다 소멸해 버리는 거예요?

○ 노혁준 위원

소멸되는 걸로 봐야 맞지 않을까요?

○ 송종준 위원장

예. 그렇게 해석이 된다면 모든 문제가 해결이 된다는 거죠. 그런 골치 아픈 문제들이, 그런데 그 해석이 어떻게 그렇게...

○ 김수현 검사

그래도 해결은 안 될 것 같은데요?

○ 송종준 위원장

그렇게 도출이 되느냐 이거죠.

○ 강희철 위원

아, 그건 뭐 권리의 존속기간의 종기를 정해 놓으면 행사기간 내내 행사하지 않으면 당연히 소멸되는 거죠. 그게...

○ 노혁준 위원

그런데 이제 주식 자체는 양도가 되니까 그 전에도 양도가 되겠죠.

○ 김수현 검사

예. 행사기간 전에 양도 문제는 그걸로 해결이 안 되는 거 아닌가요? 그렇게 해석된다 하더라도, 그렇게 해석되는 게 맞을 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

그러니까 행사기간이 종료하게 되면 그 이후부터는 이제 선택권이 없는 주식만 존재한다고 보는...

○ 강희철 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

이렇게 해석이 되는 거예요, 지금...

○ 김수현 검사

그러니까 그 뒤에 양도 문제는 해결이 되겠지만 그 전에는...

- 송중준 위원장
해결되고, 그 전에는...
- 김수현 검사
그 전의 양도문제는 해결이 안 되는...
- 송중준 위원장
전에는 있는 거예요. 그러니까 행사 사유가 발생하기 전까지, 전에도, 전부터 이미 선택권은 존재했던 거죠. 부여했으니까, 있는 상태에다가...
- 노혁준 위원
행사를 안 한 거죠.
- 송중준 위원장
행사는 행사기간 내에 해야 되는 거예요.
- 노혁준 위원
그렇죠.
- 송중준 위원장
행사기간인데, 행사를 하지 않았어요. 그 이후에는 이...
- 노혁준 위원
주식만 남는 거죠.
- 송중준 위원장
행사할 수 있는 권리는 소멸했는데, 권리가 소멸한 거지, 이미 주어진 선택권이 회사가 특별히 무상소각조치를 취하지 않는
- 송중준 위원장
상황에서 자동 소멸한다고 그렇게 해석이 될 수 있을까?
- 노혁준 위원
행사할 수가 없는 선택권은 의미가 없는 거죠.
- 강희철 위원
그렇지...
- 송중준 위원장
의미가 없는 건 당연한 거예요. 그런데 이제 문제는...
- 노혁준 위원
주식만 남겠고, 주식에 붙어있었던 그 특별한 권리는 없어지는 거죠.
- 강희철 위원
그 스톡옵션을 생각하면 되죠. 그 스톡옵션 행사기간이 있지 않습니까? 그 행사기간이 지나고 나면 그 스톡옵션은 죽은 거죠.
- 송중준 위원장
그럼 그렇게 해석이 된다면... 지금까지 그것을 그 부분이... 그 부분을 명확히 하는 규정을 두게 되면 여러 가지 골치 아픈 문제들을 일목에 해결할 수 있지 않을까 저는 자꾸 그 생각이 들어요.
- 김수현 검사
그 행사기간이 종료 이후에는 그렇게 말끔하게 해결되겠지만 그 앞에는 해결이 안

되지 않습니까?

○ 권종호 위원

그러는데 그 앞에 해결 안 된다고 칩시다. 그러니까 권종호가 있다가 김철수한테로 주식이 양도 돼서, 신주인수권이 넘어갔어요, 그럼 그게 뭐가 문제가 됩니까? 권종호가 행사하나, 개가 행사하나, 방어수단으로 쓰려면...

○ 노혁준 위원

기본적으로 이제 이...

○ 김수현 검사

아니, 그거는 문제가 없는데요.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 노혁준 위원

깔려있는 게 이제 그 valuation이 그 사이에 어떤 식으로든 유통이 될 가능성은 거의 없지만 신주인수권 중에서 아무 것도 안 붙어 있는 그냥 주식이랑 그 다음에 그런 식으로 10배, 20배를 굉장히 싼값에 인수가 된 주식이 있으면 value가 다르니까 매입하는 사람이 그걸 알고서 평가를 하고 그럴 위험을 인수를 하고 나중에 다 없어지고 소각되도록, 다 안 상태에서 인수를 할 수 있도록 해 줘야 되는데 현행 메커니즘에서는 그걸 그 당사자들한테 충분한 정보를 제공할 수 있는 그런 인프라가 안 되어 있기 때문에 그럴 바에는 차라리 그 주식이 주식자

체의 속성은 따 똑같은 식으로 하고, 어떤 사람에게 갔을 때 그 인적조건만 행사 조건으로 이제 지향하는 그런 식의 그 regulation으로 하자는 그런 취지이신 것 같고, 제가 보니까 이제 지금 그 양도 가능성의 여부에 대해서 논하기 시작하면 그것은 실질적으로 99% 정도 없죠. 분명히 굉장히 짝을 것이고 하지만 그게 있다고 하면 뭐 이런 식으로 도입을 해도 특별하게 뭐 해악이 있지는 않는 것 같은데요. 제 생각은...

아닌가요? 해악이 있나요??

○ 송종준 위원장

아니, 그렇게 해석만 되면... 아니, 나는 그게 이제 곧바로 그렇게 생각한다면 아무 문제가 없는 거예요. 지금. 실질적으로.

○ 김수현 검사

뭔가 찝찝은 하신데...

○ 송종준 위원장

이 행사사유가 발생하기 이전에 이제 법무부에서는 행사 사유가 발생하기 이전에는 이미 다 누구든지 선택권을 가지고 있는 거죠. 기존 주주가. 거기에다가...

○ 김수현 검사

그 다음에 차별은 인적으로 되니까, 그 다음 차별은...

○ 송종준 위원장

그러니까 이미 기존 주주 중에서 회사가 경영권을 장래에 발생할 경영권 공격을 막

기 위해서 20% 이상을 가지게 되는 자에 대해서는 이제 부여하지 않겠다, 또 행사하지 못하도록 하겠다, 이렇게 이제 제한을 두는 경우가 문제잖아요.

그러면 이사회 결의 단계에서 그 부여의 문제를 어떤 triggering event가 발생, 그러니까 20% 이상의 지분을 가지고 있는 자가 나타나게 되는 날을 기준으로 해 가지고 그런 자는 줄 수도 있고 안 줄 수도 있고, 그렇지요? 줘야 하더라도 행사하지 못하게 하고, 이렇게 조건을 정하는 거 아니겠어요. 그 전까지는 누구나 다 지금 주식을 갖고 있는 건데, 그 사람도 이미 선택권을 다 부여받은 상태에서 20%를 초과하게 되면 그 사람은 초과되는 부분, 원래 19%에서 2%를 취득해 가지고 21%를 취하게 됐다, 그럼 2% 부분에 관해서만 그 사람이 가지고 있는 21%를 충족시키면 그 사람은 일체 전체를 행사하지 못한다는 이런 취지가 되는 거죠, 그렇잖아요? 그게 원래. 그래서 경영권 방어 목적을 달성하도록 하기 위한 것인데.

그러니까 이제 그 행사사유가 발생하기 이전에 양도할 경우, 주식을 팔면 당연히 누구든지 다 이 옵션이 붙어있는, 수반해서 주식만 팔면 당연히 다 양도된 것으로 이렇게 이해를 할 수도 있다고 봐야 되지 않겠나 싶은데... 그래서 특별히 고민하는 문제가 별로, 가만히 생각해 보니까 별로 없을 것 같은 느낌이 들고...

그러니까 내가 15%를 갖고 있는데 5%를 더해서 20% 요건을 딱 채웠다 이거예요. 그러면 내가 그러면 그 20%를 딱 갖게 되는 그 시점에서부터 나는 이제 권리를 행

사하지 못하는 거예요. 사유로 그렇게 정하겠죠. 기존 주주가 다 주식을 매집해서 공격을 하려고 할 테니까, 새로 온 new comer도 있을 수가 있겠지만, 그렇잖아요? 그럴 경우 추가 매집하는 과정을 통해서 그 triggering event를 충족시킬 거 아니예요.

○ 권종호 위원

그렇죠.

○ 송종준 위원장

그 전에는 나는 이미 그 회사가 이사회에서 모든 기존 주주한테 선택권을 다 준 거니까 나는 가지고, 기존 주식은 이미 선택권을 가지고 있는 상태이지만...

○ 권종호 위원

제가 이해한 거는...

○ 송종준 위원장

이해한 거는 달라요?

○ 권종호 위원

그게 아니고, 예컨대 지금 20%를 취득하려고 하면, 취득한 시점에 생기는 것이 아니라 20%를 취득하려고 하면 내가 취득하겠다는 그 이유에 대해서 정보공개를 하고, 여기에 대해서 그러면 우리가 심사를 하겠다, 그 기간까지 기간을 준수해라, 만일 그 기간을 준수하지 않으면 우리가 무상으로 이사회 결의해서 주주한테 쥐가지고 주주들이 행사하도록 하겠다, 이렇게 되는 상태거든요.

그러니까 우리가 애가 20%를 취득하기 전 단계에 이게 신주인수권이 모든 주주에게 주어져 있는 상태가 아니고 애가 그 절차를 위반하면 그때 주어지고, 행사가 된다는 이런 상황이 되죠. 지금 그 상태는 준거는 아니고 경고만 하고 있는 상태지...

○ 송종준 위원장

전형적인 예가 그거죠.

○ 권종호 위원

예. 경고만 하고 있는 거죠.

○ 송종준 위원장

전형적인 애가 그거지...

○ 권종호 위원

예. 소위 말하는 사전예방 쪽 방법으로...

○ 송종준 위원장

그래서 협상을 타진을 해보고...

○ 권종호 위원

그러니까...

○ 송종준 위원장

M&A 계획을 세우고 하는 이런 걸 하는 이런 이야기 아니에요. 우호적으로 하라 이런 것을 유도하는 것이지, 결국은...

○ 권종호 위원

그렇죠. 그러니까 우리가 생각하면 애가

사면 그때부터 주주한테 다 줘라 이런 게 아니라 네가 사려고 할 때 10%든, 20%든 하려고 하면 무슨 목적으로 사고 그것을 네가 전부 disclosure를 하고 일단 holding해 있어야, 너 그거 위반하면 우리가 주주한테 준다, 그 단계니까 주주는 하나도 받아 있는 상태가 아니고 경고만 해 놓은 상태이고, 후에 애가 깨거나 아니면 기다리고 있는데 회사로서는 그 심사를 경영자가 하면 소위 말하는 이익상충의 가능성도 있으니까 독립된 뭐 위원회같은 데서 하라고 하죠, 보통. 거기서 봐가지고 '이것은 회사의 가치를 증진시키고 주주의 공동이익을 위한 것이다' 이러면 회사가 방어수단, 포이즌필을 사용해서는 안 되고, 그대로 취득하는 것이고, 회사는 그런 결정을 하게 되면 애는 더 하면 주주한테 주게 돼서 주주는 이제 행사하게 되고 이런 시스템이거든요.

그러니까 실제적으로 지금 일본에 가만히 보면 이게 양도가 되고, 먼저 줘 가지고 양도 하고 이런 상황은 사실은 별로, 짜기 나름이겠지만 실제로 그렇게 안 짜죠. 사전에 경고만 해 두고, 일이 터지면 뿌리는 방법으로 그렇게 하는 게 사전경고 방식이죠.

그리고 뭐 방식이 보면 여러 가지가 있는데 첫 번째 SPC에 줘봤다가 뭐 이렇게 하는 방법도 있는데, 요즘은 이제 사전경고 방식도 있으니까. 그게 사전경고 방식이 가능하니까 이제 소위 말하는 무상배정제도...

○ 송종준 위원장

우리 이거 벌써 두 시간 반 됐거든요?

○ 권종호 위원

그게 우리가 사실은 이제 생각이 낫는데... 그 애들이 이제 사전경고 방식이 일본에서 현실로 가능했던 이유가 이번에 올해 2005년도 회사법개정하면서 무상배정제도를 도입했기 때문에 가능했어요. 그전에는 그게 안 되어 있었기 때문에 청약하고 있는 절차를 밟아야 되기 때문에 우리 회사가 그래서 보통 SPC를 만들어서 하다가, 이런 방법으로 하다가 그냥 direct로 할 수 있게 경고할 수 있는 방법으로 무상배정제도를 도입했기 때문에 그렇게 한 거거든요. 그렇게 되면 사실은 주주한테 뿌려놓지 않고 경고만 해 둔 상태이기 때문에 사실 양도 문제가 사실은...

저는 자꾸 그 생각을 하니까 왜 양도가 자꾸 그런 쪽이냐고 생각을 하는데, 그렇게 되면 사실은 이렇게 경고만 해 둔 상태에서 한번 터지면 그때 쥐가지고 똑바로 행사를 하든지 아니면 안주든가 이렇게 되기 때문에 양도 문제는 실질적으로 저는 없게 될 거라고 생각이 들어요. 그리고 지금 우리 제도 하에서는 포이즌 필을 만든다고 하면 아마 그런 형태로 만들지 않을까 라는 생각이 듭니다.

○ 김수현 검사

물론 이게 양도 때문에 문제되는 경우가 거의 없을 것이라는 점은 뭐 맞는 것 같습니다. 저도 그렇게 생각하는데, 어쨌거나 발생할 가능성이 있다면 그 법을 그 상태로 그냥 두는 거는 좀 힘들지 않겠느냐, 해결을...

○ 송종준 위원장

입법과정에서 이제 여러 사람들이 그 부분을 가지고 다룰 수가 있기 때문에 법무부가...

○ 김수현 검사

해결을 해 줘야 되지 않을까...

○ 송종준 위원장

고민을 계속하시는 거예요.

○ 강희철 위원

지금 저도 이거 포이즌 필, 전에 좀 보긴 봤는데, 지금 기억이 가물가물한데, 이현철 변호사 자료에 의하면 일단 미국에서는 일단 모든 기존 주주들한테 주고, 행사에 있어서만 차별을 하는 것처럼 그렇게 적용이 돼 있네요.

○ 권종호 위원

그러니까 여러 가지 유형입니다. 세 가지...

○ 송종준 위원장

그런데 기존 주주한테 다주는 걸로 돼 있죠.

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

그런데 법안에 보면 부여한다고 하는 단계에서도 그 차별할 수 있는 걸로 되어 있

있죠? 그렇게 돼 있었죠? 초안에...

○ 강희철 위원

지금 우리 안은 그래서 지금 1안이 들어 온...

○ 김수현 검사

예. 위원회 안은 그렇습니다.

○ 송종준 위원장

부여하는 단계에서도?

○ 노혁준 위원

그것만 이야기하면 나머지는 오늘 이야기하지 않아도...

○ 송종준 위원장

그냥 어느 경우이든 그러니까 정리를 해 보면, 어느 경우이든 제가 볼 때는 그 행사 기간이 종료했을 때 자동적으로 다 선택권 소멸한다, 그렇게 풀이만 된다면 사실상 그 이후 문제가, 양도 문제가 싹 해소가 되고, 그전에 이제 차별적으로 누구한테 주고 누구한테 안 줬을 때 그게 이제 시중에서 어떤 주식은 붙어있는 거고, 어떤 것은 없는 데 사고, 파는 사람들이 이거 헛갈려서 혼동스럽지 않느냐, 이제 그런 문제가 사실 실제적으로 큰 의미가 있는지 잘 모르겠는데 그것이 우려돼서 아직 거기에 방어하기 위한 여러 가지 규정들을 생각하는데, 그런 문제를 간편하게 해소하려면 일단 싹 주고 똑같이 다 주고 그 문제를 절충을 해서 해결하면 양쪽 문제, 우려되는 문제들이 다

커버가 되지 않을까요? 안 그렇습니까?

○ 김수현 검사

예. 그렇게만 결정해 주시면 하겠습니다.

○ 송종준 위원장

예. 어때요? 오히려 지금 뭐 생각하면 할수록...

○ 강희철 위원

예. 뭐 크게 옵션을 없앤다는 점이 좀 째째하긴 한데, 그렇게 옵션을 없앤다 하더라도 뭐 특별한 문제는 없는 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그런데 방어의 실리측면은 행사거든요. 행사.

○ 강희철 위원

예. 행사에 있어서 차별만 하더라도 뭐 충분히 방어가능하다는 생각이 드네요.

○ 김수현 검사

째째하시긴 한데, 그냥 2안으로 가자는 이런 취지로 제가 받아들여도 되나요?

○ 노혁준 위원

그렇게 뭐 표결에 붙여요. 저는 뭐 특별한 이의는 없습니다.

○ 강희철 위원

안 교수님은 여전히 좀 1안에 가까우신 건가요?

○ 안수현 위원

뭐 그 2안으로 갔을 때 예상하지 않았던 부분들은 제가 조금 더 검토를 해서 나중에 연락을 드리는 걸로 그렇게 할게요. 지금…

○ 김수현 검사

예.

○ 강희철 위원

예. 그렇게 하십시다. 예. 그러면 잠정적으로 2안으로 하시죠. 뭐 특별한…

○ 송종준 위원장

잠정적으로 2안으로…

○ 강희철 위원

이한철 변호사가 또 이 부분에 관해서 제일 검토를 많이 했으니까…

○ 송종준 위원장

예. 그래서 한번 의견을…

○ 강희철 위원

이 변호사님 의견도 한번 좀 받아보시고요.

○ 김수현 검사

예. 연락을 따로 드리… 위원장님도 아까 말씀하셔 가지고 연락을 따로 드리기로…

○ 송종준 위원장

예, 예. 그래서 아무래도 이 기초를 하고

또 이 포이즌 필 실무를 직접 많이 해 보셨기 때문에 의견을 좀 구할 필요가 있을 것 같아요. 그러면…

○ 김수현 검사

그 외에 그러면 다른 부분은 어떻게…

○ 송종준 위원장

다른 부분들은…

○ 강희철 위원

다른 건 기술적인 것 같은데요.

○ 김수현 검사

예.

○ 송종준 위원장

예. 글썄요.

○ 강희철 위원

그냥 뭐 그 사이 검토해서 의견이 있으면 지금 말씀드리고, 그 다음에 뭐 나중에 추가적으로…

○ 김수현 검사

아니면 내일 주시는 걸로 하시든지…

○ 강희철 위원

예. 그러면 되지 않을까요?

○ 김수현 검사

한 가지만 이제 다른 부분은 기술적인 부분이 많은데, 자기 주식의 그거는 하나

좀 그 부분만 논의를 좀 해 주시면 좋을 것 같습니다. 다른 거는 뭐 준용하고 이런 거라서 크게 뭐... 어떻게 보면 있거나 없거나 문제가 없을 수도 있는데 이 새롭게 지금 바꾼 것 중에 하나는 자기주식의 행사를 못하도록 한 거...

○ 강희철 위원

예. 그렇게 돼 있던 거죠.

○ 안수현 위원

일본도 그렇게 해 놓은 것 같아요.

○ 김수현 검사

예. 그렇습니다.

○ 안수현 위원

전혀 문제가 없을 것 같습니다.

○ 김수현 검사

예. 참조를 했는데요. 자기 주식에 발행하게 되면... 아니, 그러니까 행사를 하게 되면 그게 납입을 어떻게 해야 되는지 이런 문제 때문에 그거는 제한규정이 있어야 되지 않을까 생각해서 저희가 집어 넣었습니다만 어떻게 생각하시는지...

○ 노혁준 위원

차이점은 제가 생각하는 거는 어쨌든 자기 주식에 대해서 예컨대 행사가액을 납입을 하고 자기 주식을 자기가 취득하게 한다는 건 신주를 자기 발행하는 거랑 거의 똑같은 것이기 때문에 그거는 있을 수가 없

는, 결론에는 동일한데, 지금 여기는 기본적으로 자기 주식을 일단 전체 다 부여를 하는 거니까 여기 2안에 따르면, 부여를 하고 그 신주인수선택권, 자기 주식이 첨부되어 있는 신주인수선택권을 자기 주식의 처분을 다른 사람한테 해 가지고 그때는 이제 제3자는 자기 주식이 아닌 셈이 되니까 행사할 수 있도록 하는 그런 scheme으로 짜 놓으신 것 같고...

○ 김수현 검사

예.

○ 노혁준 위원

제 생각은 아예 자기 주식에 대해서 통상적으로 전반적으로 다 신주인수선택권을 모든 주주한테 배정하는 걸로 되어 있지만 자기 주식에 대해서 이것을 배정을 할 필요가 있는지, 맨 처음부터 아예 자기 주식의 경우에는 배정을 하지 않는 걸로 하면 어떤 문제가 생길지...

○ 김수현 검사

그러니까 그 부분은 자사주 취득이 경영권방어수단으로 이용된다고 했을 때, 자사주가 의결권이 없기 때문에 어차피 우호적 제3자한테 넘겨서 의결권 행사를 하게 하는 방법으로 하는 거 아닙니까, 그러니까 자사주 취득자체만으로 방어가 되는 건 아니지 않습니까? 그것에 착안한 겁니다, 그러니까. 그렇다면 자사주 취득을 제3한테 넘겨서 지분을 희석시키는데 이용할 수 있어야 된다는 생각이었죠. 넘기면 그게 이제 행사가

돼서 만약에 자기 주식 portion이 커버리하면 거기에 부여를 안 하면 신주인수선택권을 다른 데 부여한다 하더라도 지분이 희석되는 정도가 낮아... 좀 차이가 적게 되기 때문에 방어효과가 좀 떨어지는 게 아니냐, 그때도 자사주 취득을 제3자한테 의결권을 행사하는 것처럼 넘겨서 그 신주인수권을 행사하게 함으로써... 지분이 희석되는 비율을 높이자는 이런 아이디어였습니다. 그렇게 한 거는.

○ 노혁준 위원

기존에 있던 자사주를 굉장히 많이 가지고 있는 회사의 입장에서 본다고 하면 현재로서는 자기 주식을 많이 모아 가지고 그것을 장래에 이제 우호세력한테 처분을 통해 가지고 적대적 방어에 대한 M&A의 방어수단으로 활용할 수 있는데 만약에 제가 지금 이야기한 그런 다른 방식에 의해 가지고 자사주에 대해서는 아예 맨 처음부터 아무 것도 안 준다, 이제 그런 식으로 되면 자사주를 많이 모으고 있는 그런 쪽에 대해서 오히려 불리한 그런 일이 생길 수 있다는 이야기이신 것 같은데요. 그런 경우에도 어쨌든 자사주를 가지고 있고, 그런 식으로 경영권 방어가 문제가 되면 자사주를 매각, 그 기준일 전에 그 우호세력한테 처분을 해 가지고 그 우호세력으로 하여금 신주인수권을 배정받도록 하는 그 시기의 문제에 많이 발생하는 것 같고요. 제 생각에는...

어떤 경우에 이제 그 기준일 전에 예컨대 매각을 하게 되면 그 경우에도 마찬가지로 그 우호세력은 그걸 받아가지고 자기가

뭐 10주, 20주 되는 신주인수선택권을 받을 수 있는 거니까, 이 안에 따르면 그럴 필요도 없이 기준일에서 일단 배정을 받아놓고 나중에 사정을 보가면서 이제 넘기는 그런 방식으로 되는 건데, 글썄요, 저는 자사주를 굉장히 많이 가지고 있고 하는 게 바람직한 거고, 자사주를... 특히 아마 미국 같은 경우에는 이런 식으로 자사주가 되어 있는 경우에는 그거 자체는 그냥 거의 자동적으로 소각되는 식으로 하는 주도 많이 있어서 거기는 그냥 0인거죠. 사실은 개념적으로만 자기에 대한 자산을 가지고 있는 건데, 0이기 때문에 그거는 아예 뭐 자산으로서 무슨 주식으로서 취급을 안 하는 그런 경우도 있고, 궁극적으로는 자사주를 많이 가지도록 이렇게 나가는 정책방향이 그것도 M&A 방어수단으로, 이걸 도입하는 마당에 그걸 좀 부추기는 식으로 하는 게 맞는지에 대해서 조금 의문이 들어가지고 다른 위원님들 생각이 어떠신지 물어보고 싶어서...

○ 강희철 위원

아, 그 점은 진짜 이 조항이 현재 없었을 때, 지금 이 조항, 법무부가 제안한 이 조항이 들어감으로써 반대해석으로 자기 주식에 대해서 신주인수선택권은 부여는 되지만 행사하지 못한다는 반대해석이 가능한데, 이 조항이 없었으면 그럼 자기 주식의 신주인수선택권이 부여되는 것인가 라는...

○ 노혁준 위원

논란이 있을 수...

○ 강희철 위원
논란이 생기고 아마 조항이 없으면...

○ 노혁준 위원
안 될 가능성이 많죠.

○ 강희철 위원
안 될 가능성이 더 많겠죠? 그냥...

○ 노혁준 위원
신주인수권이...

○ 송종준 위원장
부정적으로... 그렇겠죠.

○ 강희철 위원
자사주에 대해서 신주인수권이 없는 것처럼 그렇게 해석했을 것 같은데, 이 조항을 뚫으로써 반대 해석으로 신주인수선택권을 부여되는 것처럼 그렇게 해석이 되는데 그러면 자기 주식에 대해서 신주인수선택권을 부여하는 것이 맞느냐 아니면...

○ 권종호 위원
그런데 그게 우리가 좀 하나 생각해야 될 게요. 지금 이번에 법무부 회사법 개정안이 소위 말하는 미국의 금고주 들어왔지 않습니까? 회사법에서도.

○ 강희철 위원
예?

○ 권종호 위원
회사법에서 이제 개정안에, 시안에...

○ 송종준 위원장
이익배당? 아니...

○ 권종호 위원
아니, 자기주식에 금고주 개념을 도입했거든요. 갖고 소각을 반드시 해야 되는 것이 아니라...

○ 노혁준 위원
언제든지...

○ 권종호 위원
갖고 있다가 언제든지 다시 이제 우리가 갖고 있다가 필요할 때 다시 release를 할 수 있도록 그렇게 법이 개정시안에 그렇게 했거든요? 그러니까 지금처럼 자기 주식은 기본적으로 처분을 하거나 소각을 하는 그런 법제를 갖고 있는 법제하고, 이번에 이제 금고주 개념을 도입한 우리 회사법 취지를 봤을 때 똑같이 이제 옛날처럼, 원칙적으로 자기 주식을 소각하는 걸 전제로 하는 걸, 논리를 갖고 이야기를 하는 게 맞냐는 측면에서 보면 좀 성격이 바뀌었다고...

○ 강희철 위원
지금 개정안에 상당한 기간 내에 소각해야 된다고 하는 그 조항이 없어져버렸나요?

○ 권종호 위원
예. 없어지죠.

- 송중준 위원장
아니, 아니에요. 그게 개정안에 자기 주식 취득규정이 지금 현행에 있는 규정이 있죠?
- 강희철 위원
예.
- 송중준 위원장
원칙금지, 예외허용 규정... 그 규정은 두어요.
- 강희철 위원
예.
- 송중준 위원장
두고 또 하나로 주주들한테 자유롭게 distribution을 해 준다고 해 가지고 지금 우리 자본시장법에서 전에 증권거래법에 나와 있는 것처럼 배당가능이익 범위 내에서는...
- 강희철 위원
그렇죠. 자기 주식을 뭐 여러 가지 법률이나 주식으로도...
- 송중준 위원장
이유를 불문하고...
- 강희철 위원
줄 수 있도록 그렇게 돼 있죠.
- 송중준 위원장
취득할 수 있도록 하고 있거든요. 그렇게 두 가지를 병존하는 시스템으로 하고 있어요.
- 강희철 위원
예, 예.
- 송중준 위원장
그래서 자기 주식 취득하는 것이 그것은 주주들한테 사실상 분배니까 그걸 도입한 거 아니겠어요?
- 권종호 위원
그렇죠. 예. 그거 다시 이제...
- 송중준 위원장
그 대신에 지금 현재 있는 상법상의 규정은 그대로 두자는 이런...
- 권종호 위원
그러니까 그게 바로 그 이야기예요. 지난번에 이제...
- 송중준 위원장
그래서 현행상법규정은 배당가능이익과 관계없이 사들일 수 있는 거잖아요. 자기 주식 취득할 수 있는 거 아니에요.
- 노혁준 위원
배당가능 이익이 필요하죠.
- 권종호 위원
아니, 아니지, 지금 현행 상법은...

- 송중준 위원장
우리 현행... 예외적으로 허용되는 경우.
- 권종호 위원
예. 예외적으로...
- 강희철 위원
아니, 제 기억으로는 자기 주식취득과 관련해서 상법의 경우에 기본적으로 기본 금지, 아주 예외적인 허용, 그걸 취득한 건 상당한 기간 내에 소각...
- 권종호 위원
소각하거나...
- 강희철 위원
소각이 원칙인데 지금 배당가능이익 범위 내에서 취득할 수 있는 상장회사의 제도 그걸 추가적으로 지금 상법 이번에...
- 권종호 위원
예. 들어 왔어요.
- 송중준 위원장
그렇죠. 넣은 거예요.
- 강희철 위원
상법 개정엔 도입을 했고, 상법개정안에 도입을 했고 그럼 그 주식에 대해서는 현재 증권거래법에서도 소각의무를 부과 안 하고 있으니까...
- 권종호 위원
예. 맞습니다.
- 송중준 위원장
아, 그렇죠. 오히려.
- 강희철 위원
그렇게 취득한 주식은 이제 보유할 수 있도록 그렇게 되겠네요.
- 송중준 위원장
예.
- 권종호 위원
그런 가치를 놓고 보면 사실은 우리가 지금 현재 회사법이 바뀌면서 자기가 갖고 있는 자기 주식은 사실은 회사의 재산으로 보고 경우에 따라서 다시 release를 할 때는 신주발행절차를 밟는 거는, 송 교수님은 그 건 안 된다고 해 가지고 이제 그렇게 됐거든요?
- 송중준 위원장
예.
- 권종호 위원
그렇게 됐기 때문에 사실은 우리가 지금 회사법의 기본태도는 자기 주식도 하나의 회사가 갖고 있는 재산이고...
- 송중준 위원장
회사의 재산으로...

○ 권중호 위원

이렇게 보고 있기 때문에 이것을 그냥 일률적으로 안 된다, 행사하라고 하는 것도 좀 생각은 할 필요가 있을 것 같아요.

○ 송중준 위원장

그런데 이제...

○ 노혁준 위원

아, 그러면 권 교수님은...

○ 송중준 위원장

그거는 조금 다른 것 같아요.

○ 노혁준 위원

선택권을 행사할 수 있다고 그렇게...

○ 권중호 위원

아니, 아니, 그건 아닌데, 이거는 그런데...

○ 노혁준 위원

결론은 이제 여기...

○ 권중호 위원

아, 이거는 하는데도 이제 그런 것은 있다고...

○ 송중준 위원장

자기 주식이요. 그렇게 개정안이 돼 있다 하더라도 그렇게 distribution의 개념으로 도입된 것이지...

○ 권중호 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

자기 주식에 대해서 의결권을 줘서 control에 영향을 줄 수 있도록 하는 그 시스템은 안 바뀌었거든요.

○ 권중호 위원

저도 이게 여기는 사실은 이 제도에서 신주인수권이라 했지만 어쩌면 방어수단인데, 이것은 방어수단을 회사 돈으로 방어수단하는 그거는 바람직하지 않다, 그래서 저는 여기 이게 찬성인데...

○ 강희철 위원

그게 맞을 것 같네요. 제 생각에도 일단 그 경우 자기 주식에도 신주인수선택권을 주되...

○ 송중준 위원장

일단 부여는 하되, 행사하지 못하도록...

○ 권중호 위원

그렇죠.

○ 강희철 위원

행사하는 경우에는 행사하는 제도 그게 그대로 있는 상태에서...

○ 송중준 위원장

그러니까 부여의 근거를 이제 그걸 가지고 설명을 할 수 있다는 이런 말씀을 하시

는 거죠?

○ 권종호 위원

그렇지, 행사는 이제 바로 그런 이야기고...

○ 김수현 검사

그럼 좀 정리하는 것 같은 느낌은 좀 있네요. 말씀 듣고 나니까...

○ 노혁준 위원

그런데 저희의 selling point를 생각해 볼 때 이제 너무 많은 수단을 주는 거 아니냐, 그런 식으로 이야기할 때, 뭐 지금 어떻게 보면 사실은 자기 주식 취득을 굉장히 많이 썼고, 그런데 여기에 따르면 일단 자기 주식을 많이 가지고 있으면 거기에 대해서는 나중에 가서, 다 끝에 가서 이제 신주인수선택권까지도 ...할 때, 그대로 지금 있는 것보다 이제 신주인수선택권을 부여를 함으로써 더 좋은 걸 하나 추가시켜 준 거고, 반면에 자기 주식에 대해서 신주인수선택권을 부여하지 않는다고 하면 어느 정도 balancing을 맞췄다, 지금 명분으로 이제 그런 경우에는 자기 주식을 가지고 있는 경우에는 그 자체로 이제, 그 예컨대 이런 거죠. 자기 주식 가지고서 어느 정도 경영권을 방어수단을 갖고 있는 쪽에는 별도의 뭐 신주선택권이나 그런 걸 사용하지 말고, 꼭 그러고 싶으면 그 전에 처분을 해 가지고 신주인수선택권을 통한 방어수단으로 가든지 이렇게 좀 약간 balancing을 맞췄다고 이야기할 여지도 약간 있지 않을까 생각이

들어서요.

○ 김수현 검사

그 부분은 어느 쪽으로든 정해 주시면 뭐 그렇게...

○ 노혁준 위원

아마 실질적으로는 큰 차이는 없을 것 같아요. 지금 이야기한 대로 제가 이야기한 게 들어간다 하더라도 그쪽에서 가지고 있다가 그런 경영권 방어 사항이 생긴다고 하면 그 처분하는 시점을 기준일 전에 처분을 해 가지고 다른 사람으로 하여금 배정받도록 그렇게 처리할 것이고, 만약에 이런 것이 들어간다고 하면 일단 마음 편하게 놓고 있다가 나중에 가서 정말 그쪽한테 행사하도록 하는 그런 식으로, 그러니까 신주인수권을 선택한 행사한 시점에 와가지고, 행사 기간에 가서 하는지 아니면 그 부여하는 기준일에 하는지, 기준일 전에 하는지 그 차이만 있을 것 같은 생각이 드는데, 그게 사실은 이렇게 긴 term이 아닐 것 같아서요. 그러니까 그렇게 따지면 좀 명분을 살리려고 하면 아, 자기 주식한테 우리는 이런 거 부여하지 않으니까 뭐 괜찮은 거 아니냐, 이제 이런 식으로도 좀 말장난을 해 볼 수 있지 않을까?

○ 송종준 위원장

오히려 더 지지를 받을 수 있는... 제대로 생각한 거구나...

○ 권중호 위원

달리 생각하면 아까 말씀드렸지만 상법에 지금 개정안에 그렇게 자기 주식에 대해서 재산적 가치를 인정한 이상은 주된 행사를 못 하도록 하는 것이 오히려 더 나은...

○ 강희철 위원

예. 일본법제에도 뭐, 그렇게 한다는 건 여러 가지 고려를 해서 그렇게 정했을 테니까, 이게 지금 뭐 법무부가 제한한 건 아니니까...

○ 송종준 위원장

행사를 못하게 해서 control에 영향을 주지 못하도록 하면 족하지 않을까...

○ 노혁준 위원

조항이 뭐 있는 게 예컨대 그런 식으로 처음부터 유통이 전혀 안 된다는 전제하에서 이야기하면 안 되지만 뭐 유통이 좀 되어 가지고 그 사이에 또 자기주식을 취득한 경우에 그걸 여기서 막는 거고, 이제 그걸 막는 거는 저는 찬성이거든요? 그런 것까지 포함한다는 점에서 뭐 규정 자체는 괜찮을 것 같습니다.

○ 김수현 검사

그럼 한 가지만 더 여쭙면 아까 상황 이야기하실 때, 신주 말고 금전 하는 거는 자본조달수단에서 빼야 된다고 말씀하신 겁니까? 아니면...

○ 강희철 위원

아니요. 그건...

○ 송종준 위원장

그 부분을 참, 그게...

○ 권중호 위원

그런데 저는 기본적으로 깊이 생각은 않았는데, 공짜로 줬다가 돈 주고 산다는 게 이상하지 않나요?

○ 김수현 검사

그러니까 상환의 대가로 교부하는 건 신주만 가능하다...

○ 강희철 위원

아니, 그건 꼭 그렇게 생각할 거는 아닌 것 같아요.

○ 송종준 위원장

그런데 왜냐면 잠재적인...

○ 김수현 검사

아니, 그렇게 이야기하신 건 아닌가요?

○ 송종준 위원장

일종의 잠재적인 주식이 되는 거죠. 행사 기간 내에 어떤 사람은 선택권을 행사하고, 행사하지 않는 사람이 있어요. 행사하는 사람은 돈을 내야죠. 그렇죠? 그때부터는 신주를 받을 수 있는 권리가 사실 있잖아요.

○ 노혁준 위원

그런데 여기서...

○ 송종준 위원장

그런데 행사하지 않은 사람이 신주를 받지 않을 권리가 있기 때문에 그걸 값으로 쳐서 그 대가를 준다는 취지로, 대가성 그 취지로 이 규정이 들어간 것 같아요.

○ 노혁준 위원

이현철 변호사님한테 이젠 물어봐야 될 것 같은데요. 여기서 두 대가 중에 신주랑 돈이랑 지금 상환의 대가로 되어 있는데 돈을 빼는 경우에 어떤 문제가 생기는지 그제야까 그...

○ 송종준 위원장

신주 이외에? 기타 재산을 뺄 경우?

○ 노혁준 위원

예. 지금 강 변호사님이 얼핏 그렇게 신주를 대가로, 상환의 대가로 신주를 교부하지 않고, 다른 금전이라든지 이런 것을 대가로 지급해야 될 필요가 있다고 생각을 하시는 건가요? 그게 필요할까요? 그런 경우가 있을까요?

○ 송종준 위원장

그런데 여기서 이제 상환 대가할 때 상환의 가격 기준이 신주인수선택권을 행사할 때 행사가격이 있잖아요.

○ 강희철 위원

예.

○ 송종준 위원장

행사가격으로 계산을 해서 신주를 발행해 주고 이렇게 되지 않겠어요? 그런데 이제 이 당시에는 주주는 그 행사 가격을 전혀 내지도 않고... 그냥 받는 거 아니에요.

○ 권종호 위원

나는 그게 좀 그렇다는 거죠. 다른 사람은 돈 내고 신주를 받는데, 이 사람은 어떻게 든 간에...

○ 노혁준 위원

신주를 받는 게 아니라 이제 돈을 내지도 않고 상환이라는 이름하에 돈을 받는다...

○ 권종호 위원

돈도 받고...

○ 노혁준 위원

그러니까 주식 받는 거는 그래도 약간 이해를 할 수 있는데, 아무 것도 한 건 없는데 뭘 공짜로 받았다가 돈을...

○ 송종준 위원장

아니, 그러니까 신주를 인수받을 수 있는 권리, 그 가치가 있으니까 그걸 쳐서 상환을 그쪽으로 얼마를 준다는 이런 건데, 그 가치라는 것이 행사가격으로 산정이 될 수 있을까 이거지, 이 사람 행사를 하지...

○ 강희철 위원

이런 거죠. 뭐, 제 생각에는 회사가 아니

예요, 상환과 관련해서 회사가 상환하는 경우만 생각을 하는데 주주가 나, 그냥 돈 받을게, 그 주식가치만큼 돈 달라고 회사에 이야기를 하면 그럼 회사가 'no'할 이유가 없잖아요.

○ 권종호 위원

아니, 그런데 어쨌든 회사입장에서 보면 방어 수단을 쓰면서 돈이 나가잖아요. 주식 나가는 것하고 차원이 다르지 않습니까?

○ 노혁준 위원

그게...

○ 권종호 위원

주식을 주는 건, 회사에서 주식을 해 가지고 주는 거...

○ 강희철 위원

그런데 그건 결과가 똑같지 않습니까? 주식을 발행하면 회사에 돈이 들어올 건데...

○ 권종호 위원

아니, 물론 그렇지만 주식 만드는데 돈 드는 것하고 주식을 쥐가지고 그런데 실제로 보면 회사의 재산 자체는 변할 이유가 없고, 주식만 늘어나지 않습니까? 그 주식을 주는 경우에는...

○ 노혁준 위원

예. 채권자입장에서 약간 다르죠.

○ 권종호 위원

그런 식으로 이거는 돈을 주면 어쨌든 간에 돈이 빠져나가는...

○ 강희철 위원

돈이 빠져나가는 건 맞죠. 그런데 모든 경우에 회사에서 작은 돈이 나가는 것은 회사의 악의라고 생각하면 그럴겠지만, 회사 실제 뭐 자금 소유 이렇게 볼 때, 자본을 기왕 행사는 했지만 자본금은 안 늘리고, 그 주식 수는 더 안 늘리는 것이 회사에 더 나을 수도 있는 경우도 있지 않습니까? 경우에 따라서는요.

그렇게 해서 회사가 옵션을 갖도록 하는데 경제적인 효과는 똑같고, 실제 회사의 cash가 지금 너무나 많은 회사였어요. 그래서 괜히 자본금을 크게 늘릴 이유는 없다고 하는 경우에 주식발행 안 하고 현금을 주는 것이 회사에 더 이익이 될 수 있죠. 그 경우에 회사에도 옵션을 안 줄 이유는 없는 거죠. 저는 오히려 실제 현금을 주는 건 이해가 되는데, 주식을 주는 게 좀 이상하다고 전 그렇게 생각을 했었거든요.

○ 노혁준 위원

아, 그래요? 그건 강제적으로 신주를 발행하는, 신주를 '너 가져가' 라고 하는 의미가 있으니까...

○ 권종호 위원

아까 말씀드린 그런...

○ 노혁준 위원

돈을 주는 경우에도 회사의 경제적 판단에 따라서 돈을 저쪽에서 특히 원하는 경우에, 돈을 주면서 그걸 소각시키는 상황을 직접 없애버리는...

○ 강희철 위원

그런데 경우에 따라서는 행사기간 중에는 행사기간이 끝나고 나면 없어지는 거니까 상황도 못할 것이고요. 결국에는 상환을 한다고 하면 행사기간 전에 상환을 해야만 그게 의미가 있을 것 같은데, 그런 경우에 행사기간 중에 상환을 한다는 것은 회사와 주주와의 합의에 의해서 상환하는 경우 밖에 생각할 수 없겠네요. 아니면 회사가 그걸 없애는 방법으로 강제상환도 생각을 할 수 있네요. 무상소각은 지금...

아, 그렇죠. 무상소각은 기본적으로 주식 전부에 대해서만 가능하고...

○ 송종준 위원장

행사기간이 시작 들어가기 전에... 그렇죠.

○ 강희철 위원

그렇죠. 행사기간이 들어가고 난 후에 회사가 어떠한 이유로든 강제상환을 해야 될 그런 필요성이 생길 가능성이 뭐가 있을지는 모르지만...

○ 노혁준 위원

뭐 주주의 반발을 줄이기 위해서 나중에 소송까지 그런 거 아니고 얼마든지 집어주

고, 무상 상환으로 하는 것이 원칙인데 얼마든 좀 집어주고, 그걸 거둬들이면 뭐 좀 소송의 위험성이... 뭐 여러 가지 상황이...

○ 송종준 위원장

그러니까 이제 이런 거죠. 공격자가 있고 나머지 주주가 있는데, 이 중에서 이제 자기편이 아니라 공격자편인 사람들의 경우...

○ 강희철 위원

그럴 수 있겠네요.

○ 노혁준 위원

그렇네요.

○ 송종준 위원장

그 사람들을 싹 거둬들이는 거예요. 그냥 돈 주고...

○ 강희철 위원

그렇네요. 맞네요.

○ 노혁준 위원

이쪽에서...

○ 송종준 위원장

그런데 그런 모든 상황을 회사가 알아서 이제...

○ 강희철 위원

그렇죠.

○ 송중준 위원장

나머지를 자기편이라고 생각할 수는 없는 거거든요.

○ 강희철 위원

예. 그렇네요. 그 경우에 회사가 주식을 줄 수도 있고 돈도 줄 수도 있고 하는 옵션을 그 회사의 상황에 따라서 금전사정이라는 자본구조에 따라서 선택할 수 있게 하는 게 맞는 것 같네요.

○ 송중준 위원장

돈 주고 이제 사는 거고, 그러니까 이제 신주는 안주려고 할 것이고, 알아서 이제 현금주고 기타 다른 재산 줘서, 그걸 사들여서 사실상 행사를 하지 못하게...

○ 노혁준 위원

예. 권 교수님이랑 저의 concern은 그런 과정에서 결과적으로 자기 경영권을 지키기 위해서 아무런 가치가 실질적으로 발행됐을 때는 별로 없었던 그걸...

○ 송중준 위원장

같이 사는...

○ 노혁준 위원

유상으로 이제 사가지고 생기는 뭔가 문제점이 분명히 있을 것 같다...

○ 강희철 위원

그런 경우에도 역시 마찬가지로, 아까 우리대로 한다고 하면 차별적인 취급을 하

는 경우에 그 회사 전체의 이익을 위해서 필요한 경우에 한해서만 그게 가능하도록 되니까...

○ 송중준 위원장

모든 것이 방어라고 하는 목적 자체가 회사 기업가치, 주주일반 이익 그걸 이제 연동해서, 그걸 하고자 하는데서는 그런 일도 할 수 있다...

○ 강희철 위원

예. 특정주주에게 이익을 주기 위해서 회사와 주주 전체의 이익을 위해서 불필요한 행위인데도 그렇게 했다면 그거 법 위반이 되는 거고...

○ 송중준 위원장

그렇죠.

○ 강희철 위원

그건 이미 효력이 부정이 되고, 뭐 이렇게 되지 않습니까?

○ 노혁준 위원

거의 뭐 이제 끊는...

○ 강희철 위원

예. 그렇게 해야...

○ 송중준 위원장

그러면 이제 대충 취지는 이제...

○ 권종호 위원

저는 뭐 이야기 적힌 게 하나도 없어 가지고...

○ 강희철 위원

더군다나 이거 뭐 옛날 한창 달았을 때는 좀 기억들이 있었는데, 지금 한 6주 이상 되다 보니까...

○ 송종준 위원장

아, 머릿속이...

○ 김수현 검사

저희가 오늘 말씀하신 거 이현철 변호님 하고 이준섭 교수님한테 전달해 드리고요. 두 분이 뭐 또 다른 의견 있으셔서 여쭙어 봐서 의견이 있다고 하시면 다시 알려드리도록 하겠습니다.

○ 송종준 위원장

한번 오늘 뭐 여러 가지 이야기들이 나왔지만, 그걸 좀 줄거리, summary만 좀 해서 매일 한번 보내주시면...

○ 강희철 위원

예. 주시면...

○ 권종호 위원

그런 식으로 이야기 해 가지고...

○ 송종준 위원장

예. follow-up...

○ 김수현 검사

예. 알겠습니다.

○ 권종호 위원

설명해 가지고 좀 주셔야 될 것 같아요.

○ 노혁준 위원

그런데 여기 계신 위원님들은 다 이거 도입자체는 찬성하시는 그런 분들인가요? 예. 이거 가지고 찬성토론을 하라 이러면 저는 반대 토론할 것 같은데요.

○ 송종준 위원장

아니, 그런데 우리가 법안을 만들 때는 어쨌든 도입하는 것을...

○ 노혁준 위원

도입하는 것을 전제로 해서 이제...

○ 송종준 위원장

예. 정책적으로 이걸 하자고 권고하는 것이고, 실질적으로 이제 공청회라든가 이런 걸 할 때 많은 사람들이 지지해 줄 것이라고 기대하기는 어려울 것 같아요. 왜냐면 방어를 완전히 쉽게 할 수 있도록 하면 일단 주가가 떨어지거든요. 주가가 올라가지 않거든요. 그래서 시장에서는 좀 반응은 그리 좋지 않을 것이라고 생각을 하고 있습니다. 그런데 이제 다 모든 나라들이 다 있는데 우리나라만 없다 그런 상황에서 이 문제를 어떻게 봐야 되느냐 이런 문제죠. 다른 나라는 다 있는데, 우리나라는 없다. 한국 사람들은 주가 때문에 그렇다고 하는 비난

받을 수가 사실은 있는데...

○ 강희철 위원

지금 우리가 이렇게 하게 된 이유가 그냥 neutral하게 하자, 그리고 각 회사마다 선택하게 할 수 있는 옵션을 주자라는 거였죠, 사실. 그렇죠? 그렇게 하고 정관변경을 필요로 하는 사항이니까 그렇게 해서 이게 한다 하더라도 삼성전자는 이 조항을 도입할 수 없을 것이고요. 현실적으로. 그 정관 변경 동의 안 할 테니까, 주주들이.

○ 송종준 위원장

그렇죠. 지금 알짜기업들이 최근에 한 1년 동안 외국인들이 어마어마하게 투자를 하거든요? 많이 지분을 7~80% 작년수준, 7~80%까지 다시 매집을 해서 진짜 알짜기업들의 외국인점유율이 엄청 높아졌어요. 높아졌는데...

○ 강희철 위원

그러면 현실적으로 이제...

○ 송종준 위원장

정관규정을 받고 그 사람들이 굉장히 어렵다 해서 미국은 뭐 이사회로 다 알아서 해 버리기 때문에 곧바로 이것을 쓸 수 있는 그런 효과가 있지만 우리는 그게 안 되고 이제 절충형이잖아요. 이게 절충형이라고요. 그래서 주주들의 특별결의 의사를 받고 또 이사회가 이 행사를 하고자 할 경우는 거기에 적법기준을 설정해 가지고 이걸로 한번 걸러서 여기서 한번 누구든지 소송을

할 거거든요? 그렇지 않겠어요? 공격자가 당연히 소송을 하니까 법원에서 일단 판단을 받고, 좋다고 하는 것은 해라 이런 관점이 되겠죠. 그래서 남용의 여지를 많이 좁히는데 취지가 사실 있는 거고, 남용이 가장 우려됐던 것이었거든요.

그래서 실질적으로 보면 법원의 태도에 따라서 입장이 물론 큰 영향을 받을 수 있지만, 법원이 그렇게 호락 호락 다 OK해 줄 것 같지는 않아요.

○ 권종호 위원

나머지 제도는 가능성이 어떻습니까?

○ 강희철 위원

없죠.

○ 송종준 위원장

그거는 이제 훗날...

○ 권종호 위원

예. 지금 말고, 다른 거...

○ 김수현 검사

나머지는 뭐...

○ 송종준 위원장

훗날...

○ 권종호 위원

아니, 제가 12월 달에 중소기업, 희망중소기업포럼인가 뭐 그쪽에서 제가 발표를 하기로 했는데 거기 중소기업 경영권 승계

뭐 이런 것 관련해 가지고 사실은 동의권부
주식 이런 게 사실은 오히려 그런 데서 이
야기해줘야 되는데...

○ 송중준 위원장
아니, 그러니까...

○ 권종호 위원
거기가 가만히 있으니까 우리가...

○ 송중준 위원장
그게 그것은요. 법무부에 놔두면 안 되
고...

○ 권종호 위원
예. 그런데서 이야기...

○ 송중준 위원장
그 해당되는 특별한 수요가 있는 특별법
이 있어요.

○ 권종호 위원
그런 쪽에서...

○ 송중준 위원장
이쪽에서 접근을 해서 그 해당수요가 있
는 부분만 적용받도록 해야지, 상법에 담아
놓으면 모든 회사에 적용된다는 이런 문제
때문에 그건 굉장하...
수고하셨습니다.

(산회 17시 55분)



상법 일부개정법률안 신·구조문 대비표

| 현행 | 개정안 |
|--|---|
| <p>第317條(設立의登記) ① (생략)</p> <p>②第1項의 設立登記에 있어서는 다음의事項을登記하여야한다.</p> <p>1. ~ 3의4. (생략)</p> <p><신설></p> <p>4. ~ 12. (생략)</p> <p>③·④ (생략)</p> <p>第330條(額面未達發行의制限) 株式은額面未達의價額으로發行하지못한다. 그러나 第417條의 境遇에는그러하지아니하다.</p> <p><신설></p> <p><신설></p> | <p>第317條(設立의登記) ① (현행과 같음)</p> <p>② -----</p> <p>1. ~ 3의4. (현행과 같음)</p> <p><u>3의5. 신주인수선택권을 부여하도록 정한 때에는 그 규정</u></p> <p>4. ~ 12. (현행과 같음)</p> <p>③·④ (현행과 같음)</p> <p>第330條(額面未達發行의制限) ----- ----- 제417조, 제432조의2제4항 및 제5항-----</p> <p>제4절의2 신주인수선택권</p> <p>제432조의2(신주인수선택권) ① 회사는 정관으로 정한 바에 따라 이사회의 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액(이하 “행사가액”이라 한다)으로 일정한 기간(이하 “행사기간”이라 한다) 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리(이하 “신주인수선택권”이라 한다)를 부여할 수 있다.</p> <p>② 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.</p> <p>1. 주주에게 신주인수선택권을 부여할 수 있다는 뜻</p> <p>2. 신주인수선택권의 행사 또는 상환에 따라 발행할 수 있는 주식의 종류 및 발행한도</p> <p>③ 신주인수선택권을 부여하려는 회사는 정관으로 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항을 정할 수 있다. 이 경우 회사</p> |

는 회사의 가치 및 주주 일반의 이익을 유지 또는 증진시키기 위하여 필요한 경우에만 정관의 해당 규정을 적용하여 신주인수선택권을 부여할 수 있다.

1. 주주의 1인 또는 여럿이 이사·감사의 선임·해임 등 회사의 주요 경영사항에 대하여 영향력을 행사할 목적으로 정관으로 정한 비율 이상의 주식을 취득하는 등 일정한 사유가 있는 경우에 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 신주인수선택권 행사내용에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

2. 제1호에 예시한 사유 등 일정한 사유가 있는 경우에 회사가 신주인수선택권의 전부 또는 일부를 상환할 수 있다는 뜻 및 이 경우 주주의 일부에 대하여 상환에 관하여 다른 주주와 달리 정할 수 있다는 뜻

④ 회사가 제3항제1호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 부여할 때에는 신주인수선택권의 행사가액을 신주인수선택권 부여일 또는 행사일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다.

⑤ 회사가 제3항제2호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 상환하면서 신주를 발행할 때에는 그 발행가액을 상환의 효력발생일의 주식의 실질가액이나 주식의 권면액에 미달하는 가액으로 정할 수 있다.

⑥ 제4항 및 제5항의 경우에는 제417조를 적용하지 아니한다.

⑦ 회사는 신주인수선택권의 부여에 대한 대가를 수령할 수 없다.

<신 설>

제432조의3(신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의) ① 제432조의2제1항에 따른 신주인수선택권의 부여에 관한 이사회 결의에 있어서는 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에게 신주인수선택권을 부여한다는 뜻
2. 신주인수선택권의 행사로 발행할 주식의 종류와 수 또는 이를 산정하는 방법
3. 신주인수선택권의 행사가액과 그 조정에 관한 사항
4. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건
5. 주주의 일부에 대하여 신주인수선택권의 행사를 허용하지 않거나 행사내용을 달리 정한 경우에는 그 구체적인 내용 및 해당 주주의 범위

② 제1항에 따른 이사회 결의는 이사총수의 3분의 2 이상으로써 한다.

③ 회사는 제1항에 따른 이사회 결의 후 지체 없이 그 결의 내용을 공고하여야 한다.

④ 제3항에 따른 공고는 적어도 제1항제4호의 행사기간의 개시일 2주 전에 하여야 한다.

⑤ 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 수는 제1항제4호의 행사기간 내에는 발행을 보류하여야 한다.

<신 설>

제432조의4(신주인수선택권의 등기) ① 회사는 제432조의3제1항의 이사회 결의일부터 2주 내에 본점 소재지에서 신주인수선택권의 등기를 하여야 한다.

② 제1항에 따라 등기할 사항은 다음 각 호와 같다.

<신 설>

1. 신주인수선택권의 행사로 인하여 발행할 주식의 종류와 수
 2. 신주인수선택권의 행사금액
 3. 신주인수선택권의 행사기간 및 행사조건
- ③ 제2항의 등기사항에 변경이 있는 경우에 관하여는 제183조를 준용한다.

제432조의5(신주인수선택권의 수반성 및 무상소각) ① 신주인수선택권은 주식과 분리하여 양도할 수 없다.

② 신주인수선택권이 부여된 후 주식이 이전되는 경우 신주인수선택권도 주식과 함께 이전된 것으로 본다.

③ 회사는 신주인수선택권의 행사기간이 개시되기 전까지 주주총회의 결의 또는 이사회 결의로써 대가를 지급하지 않고 신주인수선택권 전부를 소각할 수 있다.

<신 설>

제432조의6(신주인수선택권의 행사) ① 신주인수선택권을 행사하려는 자는 그 행사기간 내에 청구서 2통을 회사에 제출하고, 이사회가 정한 은행이나 그 밖의 금융기관의 납입장소에서 그 행사금액의 전액을 납입하여야 한다.

② 제1항의 경우에는 제516조의8제4항 및 제516조의9를 준용한다.

③ 회사는 자기주식에 관하여 신주인수선택권을 행사하지 못한다.

<신 설>

제432조의7(신주인수선택권의 상환) ① 회사가 제432조의2제3항제2호의 사항을 정한 정관의 규정을 적용하여 신주인수선택권을 상환할 때에는 이사회 결의로써 다음 각 호의 사항을 정하여야 한다.

1. 신주인수선택권을 상환하는 뜻 및 상환의 사유

| | |
|---|---|
| <p>第455條(額面未達金額의計上) ①第417條의 規定에依하여株式을發行한境遇에는額面未達金額의總額은貸借對照表資産의部에計上할수있다</p> <p>② (생략)</p> <p>第631條(權利行使妨害等에關한贈收賂罪) ① 다음의事項에關하여不正한請託을받고財産上의利益을收受, 要求또는約束한者は 1年以下의懲役또는 300萬圓이하의罰金에處한다.</p> <p>1.·2. (생략)</p> <p>3. 第402條또는第424條에定하는權利의行使</p> <p>② (생략)</p> | <p>② 신주인수선택권의 행사 또는 상환으로 인하여 발행되는 주식의 수가 1주에 미달하는 단수인 경우에는 제443조제1항을 준용한다.</p> <p>第455條(額面未達金額의計上) ①제417조, 제432조의2제4항 및 제5항-----</p> <p>② (현행과 같음)</p> <p>第631條(權利行使妨害等에關한贈收賂罪) ①-----</p> <p>-----.</p> <p>1.·2. (현행과 같음)</p> <p>3. 제402조, 제424조 또는 제432조의8-----</p> <p>② (현행과 같음)</p> |
|---|---|

**상법 회사편 일부개정법률안(신주인수선택권)
해설자료 및 회의록**

2010. 3. 인쇄

2010. 3. 발행

발 행 처 : 법무부 법무실 상사법무과
발 행 인 : 성영훈 법무실장
전 화 : 02-2110-3742
인 쇄 : 리드릭(02-2269-1919)
