

〈논문〉

경영권 이전에 관한 몇 가지 쟁점: 공개매수에 관한 EU의 제13지침과 그 시사점* **

魯赫俊***

I. 서론

2004. 4. 21. EU 이사회(the Council of the European Union 또는 the Council)는 1980년대 중반 이후 20년 가까이 끌여오던 공개매수 관련 제13지침¹⁾(이하 “지침”이라고 한다)을 마침내 확정하였다. 이 지침에 의하면 각 EU 회원국(이하 “회원국”이라고 한다)들은 2006. 5. 20.까지 위 지침을 반영한 국내입법 절차를 마무리 지어야 한다. 각국이 지침에 따른 회사법 개정 등 작업을 마무리한 지금, EU의 기업인수, 합병에 관한 규율방식은 상당한 변용을 가져오게 되었다.

이 지침은 기본적으로 기업인수, 합병시장에 동등한 경쟁여건(level playing field)을 부여함으로써, EU 내에서의 기업인수, 합병활동을 활성화하는 것을 목표로 하고 있다. 그 결과 전통적인 유럽식 접근법 이외에 영미법적 규제가 상당부분 수용되었다. 지침에는 이처럼 다양한 시각이 포함되어 있을 뿐 아니라, 수십년간 쌓아올려진 심도 있는 논의가 반영되어 있으므로, 회사법 전반의 개정을 검토하고 있는 우리 현실에서도 좋은 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

지침은 서문 이외에 총 23개의 조문으로 구성되어 있다. 그 중에는 공개매수에 관련된 정보공시(제6, 8, 10조), 이사회와 중립성(제9조), 소수주주 축출(제15

* 이 논문 초안에 대하여 새로운 착안점을 주신 고학수 교수님, 김차동 교수님, 박성수 부장판사님, 박준 교수님, 서정 판사님, 신희택 교수님(이상 가나다 순)을 비롯한 제3회 Law & Economics Forum 참석자 여러분들께 감사드린다.

** 이 논문은 서울대학교 법학발전재단 출연 법학연구소 기금의 2007학년도 학술연구비의 보조를 받았음.

*** 서울대학교 법과대학 조교수.

1) Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids.

조), 소수주주의 매입청구권(제16조) 등도 포함되어 있지만, 여기에서는 많은 쟁점을 갖고 있는 의무공개매수(Mandatory Bid, 제5조), 다수의결권 등 제한 원칙(Breakthrough Rule, 제11조)과 회원국의 선택권(Optionality, 제12조)의 세 부분을 중점적으로 살펴보고자 한다. 이하에서는, 이러한 지침의 입안을 가져온 EU 회원국들의 현황과 지침의 도입경과를 먼저 살펴보고(II), 다음으로 지침의 내용을 구체적으로 살펴본 다음(III), 그 법적 쟁점과 타당성, 우리나라에의 시사점을 검토하고(IV), 결론을 짓는(V) 순서로 진행하도록 하겠다.

II. EU 기업지배구조의 현황 및 지침의 도입경과

1. EU 기업지배구조의 현황

흔히 영미와 구분되는 서부유럽 제국가들의 회사 소유구조의 특징으로 지배주주(controlling shareholder)가 있다는 점이 지적되고 있다. 예컨대 2002년 Mara Faccio와 Larry H. P. Lang이 영국을 포함한 유럽 13개국의 5,232 회사를 대상으로 지배구조를 분석한 결과에 의하면,²⁾ 영국과 아일랜드의 경우에는 주식소유 및 지배권이 분산되어 있는 반면, 대륙에 위치한 다른 EU 국가들의 경우 기업 지배권이 가족 등에 집중되어 있는 것으로 나타났다. 이에 따르면 영국의 경우 1,953개 조사대상 상장기업 중 63.08%가 주식이 분산된 기업이고, 23.68%가 가족에게 지배권이 집중된 기업이었다. 반면 독일, 프랑스, 이탈리아, 포르투갈의 경우 조사대상 상장기업 중 60% 내외가 가족에게 지배권이 집중되어 있었다. 이러한 연구결과는 다른 실증분석에서도 마찬가지로 받아들여지고 있다.³⁾

²⁾ Mara Faccio and Larry H. P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporation", 65 *J. Fin. Econ.* 365, 379 (2002).

³⁾ March Becht & J. Bradford DeLong, "Why Has There Been So Little Block Holding in America?" in Randall K. Morck (ed), *A History of Corporate Governance around the World* (2005); Julian Franks, Colin Mayer and Stefano Rossi, *Ownership: Evolution and Regulation*, ECGI - Finance Working Paper No. 09/2003, EFA 2004 Maastricht Meeting Paper No. 3205, AFA 2003 Washington, De Meetings (2006); John C. Coates IV, "Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporation Be?" in Guido Ferrarini *et al.* (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p. 687. 다만 일반적인 통념과 달리 미국에도 역시 다른 나라들과 마찬가지로 실질적으로는 지배주주가 존재하는 경우가 많다는 연구결과로서, Clifford G. Holderness, *The*

이러한 지배주주가 지배권을 유지하기 위해 사용하는 방법 역시 영미법상의 제도와는 많은 차이가 있다. 전통적으로 유럽의 많은 국가들은 지배주주가 소유 지분(ownership)의 크기와 지배권(control)의 크기를 분리시키는 것을 용인해 왔다. 후술하듯이, 예컨대 다수의결권 주식을 갖는 지배주주는 비록 소유지분이 적을지라도 그 다수의결권을 활용하여 기업에 대한 강력한 지배권을 행사할 수 있는 것이다. 이렇게 소유지분과 지배권을 분리시키는 방식으로는 (i) 다수의결권 주식의 발행 이외에 (ii) 피라미드형 기업집단의 구성, (iii) 계열사간 주식 상호보유 (Cross-holding) 등 다양한 방법이 있을 수 있는데, 서유럽 대부분의 국가들은 이러한 기법의 전부 또는 일부를 허용하고 있다.

지배주주의 존재가 기업가치의 향상에 도움이 되는지, 유럽식의 다수의결권 제도가 일반주주들의 이익을 위협하는지 등에 대해서는 논란의 소지가 있으나, EU 집행부는 일단 변화를 추구하기로 했다. 기업구조조정활동이 활발하게 전개되는 미국, 영국과 비교할 때 EU의 회원국들은 경기침체를 겪으면서도 상대적으로 기업인수, 합병 시장이 활발하게 작동하지 않는다는 진단이 내려진 것이다.⁴⁾ 이에 따라 각기 다른 EU 회원국들의 제도를 통합하여 거래비용을 낮추고, 적대적 인수합병에 걸림돌이 되는 기존의 제도를 정비하기로 방향을 잡았다. 또한 지배주주의 존재와 관련하여, 그들이 기업인수 거래와 관련하여 누리는 프리미엄을 어떻게 보아야 할 것인지에 대한 논의도 전개되었다. 그 결과 기업인수에 관한 다양한 쟁점을 담은 지침이 제정되기에 이른 것이다.

2. 지침의 도입경과

1980년대까지만 하더라도 기업인수, 합병에 관한 규제는 단지 미국 또는 영국의 현상이었을 뿐 일반적인 유럽의 나라들에서는 공개매수 거래 자체가 많지 않았다. 유럽에서의 기업 지배권의 이동은 대주주간의 장외거래를 통해 주로 발생

Myth of Diffuse Ownership in the United States (2006), available at www.ssrn.com. (이하 인용되는 working paper들은 별도의 표시가 없더라도 모두 이 사이트에서 검색 가능한 것이다.)

4) Barbara Dauner & Marco Lamandini, The New Proposal of a Directive on Company Law concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field - with Particular Reference to the Recommendations of the High Level Group of Company Law Experts set up by the European Commission, European Parliament Directorate-general for Research Working Paper (2002) pp.6-10, available at (http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/study_complaw_en.pdf).

하였다.⁵⁾ 1980년대 중, 후반 유럽 증권시장이 급격히 성장하면서 기업인수를 위한 공개매수가 늘어나게 되었고 이에 따라 1985년 무렵부터 본격적으로 EU 차원의 지침이 논의되기 시작하였다. 특히 이탈리아의 기업가인 Carlo De Benedetti가 벨기에 기업인 Société Générale de Belgique에 대한 적대적 기업인수를 시도했다가 프랑스 기업인 백기사의 개입 때문에 좌절된 사건을 계기로, 기업인수에 관한 전 유럽적인 규칙을 만들어야 한다는 목소리가 높아졌다.⁶⁾ 이에 따라 1989년 EU 위원회(Commission)가 최초의 제안서를 제출하였으나,⁷⁾ 별 성과를 거두지 못하고 폐기되고 말았다. 그러나 그 이후에도 전 유럽적인 공개매수 지침을 제정하려는 노력은 계속되었고, EU 위원회는 1996년 다시 개정안⁸⁾을 제출했다. 이 개정안은 EU 이사회의 수차례 토론과 수정과정을 거쳐 2001. 6. 6. 소위원회(Conciliation Committee)에서 통과됨으로써, 입법화를 눈앞에 두게 되었다. 그러나 같은 해 7. 4. 열린 유럽 의회(European Parliament)에서 독일의 강력한 반대로 인해 과반수의 승인을 얻는데 실패함으로써⁹⁾ 지침의 입법은 다시 한 번 늦추어지게 되었다. 이 당시 입법반대론자들은 상정된 지침안이 공정한 경쟁여건을 제공하지 못하며, 각국의 공개매수 규제에 관한 권한을 지나치게 축소시킨다고 반발하였다.¹⁰⁾

위 지침안의 부결 이후 EU 위원회는 곧 네덜란드의 Japp Winter 교수를 위원장으로 하는 고위 회사법 전문가 위원회(High Level Group of Company Law Experts)를 구성하여 그동안 지침안과 관련하여 제기된 문제점을 검토하도록 하였고,¹¹⁾ 이 결과물인 이른바 ‘윈터 보고서(Winter Report)’¹²⁾를 바탕으로 하여

5) Erik Bergloef and Mike Burkart “Break-Through” in European Takeover Regulation? Site Staff Paper no. 02/03 at 12 (2002). 이하 “E. Bergloef *et al.* (2002)”로 표기한다.

6) Marco Ventrizzo, “Europe’s Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends”, 41 *Tex. Int’l L.J.* 171, 203 (2006).

7) Commission Proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law Concerning Takeover Bids, Com (1989) 823 final (Jan. 19, 1989)

8) Council Directive 1996/162, 1996 O.J.(C 162) 0005(EC)

9) 당시 273: 273의 가부동수가 나왔다.

10) DTI (the Department of Trade and Industry: 영국의 기업정책을 관장하며 최근 정부조직개편에 따라 the Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform (BERR)가 업무를 승계하였다), *Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids: A Consultative Document* (2005) pp.2, 50. 그밖에 소수주주 축출의 절차, 의무공개매수시의 공개매수 가격, 근로자들의 권리를 보다 명확하게 정해야 한다는 비판이 제기되었다. Marco Becht, *Reciprocity in Takeovers*, ECGI Working Paper Series in Law 14/2003 (2003) p.3.

2002. 10. 새로운 개정지침안¹³⁾을 제안하기에 이른다. 윈터 보고서는 공개매수의 규율과 관련하여 크게 두 가지 기본원칙을 제시하였다.¹⁴⁾ 즉 첫 번째로, 인수에 관한 최종적인 결정권은 주주에게 부여되어야 한다. 이에 따르면, 공개매수 제안이 있는 경우 주주들은 방어여부의 최종적인 결정권을 가져야 하고, 이러한 권한은 이사들에게 포괄 위임될 수 없는 성질의 것이다. 둘째로 주식간 비례의 원칙이 지켜져야 한다. 위험을 부담하는 자본(Risk Bearing Capital)¹⁵⁾을 갖는 주주들은 잔여재산 청구권자로서 그가 보유하는 주식에 비례하여 의사결정에 참여할 권리를 갖는다. 따라서 공개매수 상황에서의 투표권은 현금흐름에 관한 권리에 비례하여 행사되어야 한다. 위 2002년 지침안은 그 이후 약 1년 동안의 집중적인 논의과정을 거쳤고, 2003. 11. 28. 그 중 논란이 되어온 몇 조항의 도입여부를 각 회원국이 자율적으로 결정할 수 있도록 수정한 타협안이 제시되었다. 이에 2003. 12. 16. 유럽 의회는 이 타협안을 받아들이면서, EU 이사회의 최종승인을 조건으로 이 수정지침안을 통과시켰다.¹⁶⁾ 이후 앞서 살펴 본대로 이사회가 이 지

11) 구체적으로는 (i) EU 내에서 주주들의 동등한 취급에 관한 동등한 경쟁여건(level playing field)을 어떤 방식으로 보장할 것인지, (ii) 소수주주들에게 지급되는 형평상의 가격(equitable price)을 어떻게 정의할 것인지, (iii) 대주주가 가지는 소수주주 축출권을 어떻게 구성할 것인지의 세 가지 사항이 연구과제였으나, 그 중 핵심은 위 첫 번째 사항이었다.

12) Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Take-over Bids of 10 January 2002. (available at http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/hlg01_2002.pdf). 이하 “윈터 보고서(Winter Report)”로 표기한다.

13) Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, Com (2002) 534 final.

14) 윈터 보고서, *supra* note 12, at 2-6.

15) 보고서에 따르면 우선주 중 회사의 영업성과에 따른 위험에 노출되지 않는 우선주는 단지 부채와 같은 기능을 할 뿐이므로 여기에 해당되지 않는다고 한다. 윈터 보고서, *supra* note 12, at 22. 그러나 구체적으로 무엇이 여기에 해당되는지에 대하여는 논란의 소지가 많았다.

16) 2002년의 제안서와 최종 지침간의 중요한 차이점은 다음과 같다. (i) 의무공개매수시에 소수주주들에게 지급될 대가의 산정기준이 구체화되었고(제5조제4항), (ii) 이사회의 중립의무와 다수의결권 등 제한원칙의 수용여부가 각 회원국의 선택사항이 되었고(제12조), (iii) 적대적 기업인수에 대한 방어 여부를 결정하는 주주총회에서 다수의결권 주식도 단지 하나의 의결권만을 행사할 수 있다는 조항이 추가되었고(제11조제3항), (iv) 다수의결권 등 제한 원칙에 의하여 지배권을 잃게 되는 지배주주에 대한 보상조항이 신설되었고(제11조제5항), (v) 지침의 내용이 회원국의 중앙은행이 발행한 주식과 회원국 정부가 갖는 황금주(golden share)에는 적용되지 않는다는 조항이 추가되었다(제1조제3항, 제11조제7항).

침안을 그대로 확정함으로써 지침의 입법절차가 마무리되었다.¹⁷⁾ 이에 따르면 각 회원국은 지침 확정 2년 후인 2006. 5. 20.까지 국내 입법절차를 마무리하여야 한다. 각 국의 입법현황에 대하여는 후술한다.

Ⅲ. 공개매수에 관한 제13지침의 주요 내용

1. 적용범위

지침 제1조 제1항에 의하면 지침은 그 전부 또는 일부가 증권시장¹⁸⁾에서 거래되는 회사의 증권(securities)을 대상으로 한 공개매수(takeover bids)에 대한 각국의 규제에 적용된다. 지침의 적용대상이 되는 회원국들의 규제에는 각종 법, 규칙뿐 아니라 회원국에서 공식적으로 설립된 기구가 발하는 각종 규정들도 포함된다. 지침에서 가리키는 증권이란 의결권을 가지는 것으로서 양도성이 있는 것에 한한다(제2조 제1항 (e)). 따라서 이하 이 논문에서는 이를 주식이라고 표기하도록 하겠다.

2. 의무공개매수(Mandatory Bid)

가. 개념

의무공개매수 제도는 널리 두 가지 개념을 포함한다. 즉 일정 수 이상의 주식을 매입하려고 할 때는 이를 반드시 공개매수 절차에 의해서 취득하라는 의미와 일정 수 이상의 주식을 매입하는 경우 나머지 일정량도 추가적으로 공개매수를 통해 취득하라는 의미이다. 우리나라의 경우 매수인이 시장 밖에서 6개월 이내에 10인 이상으로부터 주식을 매수하여 보유하게 되는 주식이 5% 이상이 되는 경우에는 당해 매수를 공개매수 방식에 의하도록 함으로써(증권거래법 제21조 제1

17) 입법경과에 관한 구체적 내용은 http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=en&DosId=176750#340015; http://www.ecgi.de/takeovers/eu_links.htm; Marco Becht, supra note 10, at 2-4 참조.

18) 지침은 구체적으로 “regulated market”이라는 용어를 쓰고 있는바, 그 범위는 Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field (OJ L 141, 11.6. 1993, p.27), as last amended by Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council (OJ L 35, 11.2.2003, p.1)에 의하여 규정된다.

항, 시행령 제10조의2 제2항), 전자의 의무공개매수를 규정하고 있다. 하지만 종전의 이른바 25% 의무공개매수제도, 즉 주식을 매수하는 자가 매수한 후에 보유하게 되는 주식의 합계가 발행주식의 25% 넘는 경우에 50%+1주를 더한 수에서 기보유주식 수를 공제한 수 이상의 주식을 공개매수하도록 하는 제도(1998. 2. 24. 개정 전 증권거래법 제21조 제2항)는 일찍이 폐지되었으므로, 후자의 의무공개매수는 존재하지 않는다.

본래 의무공개매수는 후자의 것을 가리키므로, 이하 이 논문에서도 그러한 의미로 사용하고자 한다. 이러한 본래적 의미의 의무공개매수를 정의하자면, 어떤 자가 인수대상회사(target company, 이하 “대상회사”라고 한다)의 지배권 또는 일정비율 이상의 지분을 취득하는 거래를 하는 경우 나머지 잔여지분 또는 주식 역시 이와 유사한 조건으로 공개매수할 의무를 지게 되는 제도를 말한다.¹⁹⁾

의무공개매수 제도의 도입취지는 주로 형평의 관점에서 설명된다. 즉 지배권 거래가 있는 경우 지배주주는 지배권 프리미엄의 이전대가를 함께 받게 되는데, 의무공개매수 제도가 있으면 소수주주들도 이러한 프리미엄을 함께 누릴 수 있게 된다. 또한 효율성 측면에서 볼 때에는 사회적으로 바람직하지 않은 인수합병을 저지하는 효과가 있는 것으로 평가받고 있는바, 이 부분에 관하여는 나중에 구체적으로 분석하도록 한다.

의무공개매수제도는 지침에 도입되기 이전에도 이미 유럽의 여러 나라에서 시행되고 있었다. 다만 그 형태는 각 나라에 따라 차이가 많은데, 그 중 영국의 의무공개매수²⁰⁾가 (i) 지배권 인수자의 매입가격 자체를 의무공개매수 가격으로 하면서 원칙적으로 할인을 허용하지 않는 점, (ii) 지배권 인수자에게 잔여 주식 ‘전부’를 의무공개매수하도록 요구하는 점에서, 소수주주를 가장 두텁게 보호하는 것으로 평가받고 있다.²¹⁾ 지침은 이러한 영국법상의 의무공개매수를 모델로 하고 있다.

19) Reinier R. Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (Oxford Univ. Press, 2004) p.178.

20) Rule 9.1, The City Code on Takeovers and Mergers, available at <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf>

21) E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5, at 15.

나. 구체적 내용

(1) 의무공개매수의 발동요건

지침에 의하면 각 회원국은 의무공개매수 제도를 도입하여야 하는데, 그 내용은 다음과 같다. 즉 어떤 자(그와 함께 행동하는 자의 지분을 포함)가 대상회사의 '지배권을 행사할 수 있도록 하는 일정한 지분비율을 직접적 또는 간접적으로 취득한 경우'에 그 자는 최대한 빨리 모든 잔여주식에 대해 형평상의 가격(equitable price)에 의한 공개매수절차를 진행하여야 한다(제5조 제1항).

의무공개매수의 취지는 기업 지배권의 이동에 따른 프리미엄을 배분하는 것이므로 지배권의 이전이 없는 경우 원칙적으로 공개매수를 강제할 이유가 없다. 다만 '지배권' 자체는 너무도 추상적인 개념이므로 구체적인 기준을 설정하기 위하여 '일정한 지분비율'이라는 객관적 수치를 상정하도록 한 것이다. 예컨대 지침 도입 이전 이미 의무공개매수를 도입하고 있었던 각 국가들 중 이탈리아, 독일, 오스트리아, 네덜란드, 영국은 지분 30%의 인수여부가 발동기준이지만, 프랑스는 33%, 스웨덴은 40%의 지분율을 기준으로 하고 있었다.²²⁾

지침은 '일정한 지분비율' 즉 의무공개매수 의무의 발동기준을 구체적으로 설정하지 않고 각 국에 위임하고 있다(제5조 제3항). 이는 각 나라마다 지분의 집중도가 다른 현실을 고려한 것으로서, 타당한 접근법으로 이해되고 있다.²³⁾

(2) 의무공개매수의 매수가격

의무공개매수의 요건이 충족된 경우 과연 그 의무자가 얼마를 매수가격으로 제시해야 하는지 문제된다. 지침 제5조 제4항은 그 산정기준을 제시하고 있다. 이에 따르면 의무공개매수 이전 6개월 이상 12개월 이하의 기간으로서 회원국이 정하는 기간 중 의무자(그와 함께 행동하는 자 포함)가 지불한 최고가격이 공개매수 가격이 된다. 만약 의무자 측에서 공개매수 기간 중에 공개매수 가격보다 더 높은 가격을 지불하고 대상회사의 주식을 매입하였다면 공개매수 가격은 이 가격 이상으로 상향 조정되어야 한다. 다만 각 회원국은 일정한 경우에 그 감독 기관에게 위 산정된 가격을 상향 또는 하향조정할 수 있도록 권한을 부여할 수

22) Marco Ventoruzzo, *supra* note 6, at 195.

23) *Ibid.*, at 207은 매우 집중적인 지분구조를 가진 나라를 예를 들면서 이렇듯 대부분의 대주주가 50% 이상을 보유하고 있는 나라에까지 예컨대 30%의 의무공개매수 기준을 일률적으로 강요한다면, 이는 적대적 인수합병의 비용만을 높이는 결과를 초래할 것이라고 한다.

있다. 이러한 예외적인 사례로서, 그 최고가격이 매수인과 매도인 사이의 협의에 의해 결정된 경우, 당해 주식의 시장가격이 조작된 경우, 그 가격이 예외적인 상황에 의해 영향을 받은 경우, 회사의 회생을 위해 필요한 경우 등이 열거되어 있다.

의무공개매수를 하면서 매수가격을 단순히 주식의 시가로 한다면 실질적으로 소수주주들은 지배권 프리미엄을 거의 공유하지 못하게 된다. 반면 지배권 인수 거래에 관한 최고가격을 공개매수 가격으로 한다면 소수주주는 지배권 프리미엄을 전적으로 공유하는 것이 된다. 지침은 공개매수 시작 이전의 일정기간동안 이루어진 거래의 최고가를 (별다른 할인 없이 그대로) 공개매수 가격으로 정함으로써 소수주주에 대한 두터운 보호를 시도하고 있다. 최고가격을 산정하게 되는 기간을 어떻게 설정할 것인지에 대하여는 기존에 의무공개매수 제도를 운영해온 유럽의 국가 간에도 공개매수 기간 전 3개월부터 12개월까지 입법례가 엇갈린다.²⁴⁾ 위 산정기간을 늘린다면 최고가격이 올라갈 가능성이 높아서 소수주주의 보호에 도움이 되겠지만, 경제 외적 상황 등의 영향을 받을 가능성 역시 높아지므로 가격 산정이 부정확해질 우려가 있다. 이에 지침은 회원국이 6개월 이상 12개월 이하의 기간 중에서 임의로 선택할 수 있도록 하면서 산정된 최고가격이 부적절한 경우 조정할 수 있는 권능을 부여한 것이다.

(3) 의무공개매수 의무의 예외

지침은 의무공개매수의 예외로서, 이미 지침의 절차에 따라 전체 주식을 상대로 한 (자발적인) 공개매수가 있었고 그 결과 지배권을 취득하게 된 경우라면 별도로 위와 같은 또 다른 의무공개매수 절차를 밟을 필요가 없다고 밝히고 있다 (제5조 제2항). 이러한 예외조항과 관련하여서는 이미 의무공개매수 제도를 운용하고 있는 회원국들이 특유의 예외조항을 운용하고 있는 경우가 많으므로 추가적인 예외조항을 별도로 규정할 수 있도록 허용해야 한다는 견해도 있었다.²⁵⁾

24) 오래전부터 의무공개매수 제도를 운용하고 있는 영국은 공개매수 이전 12개월간 이루어진 거래의 최고 가격을 기준으로 하는 반면, 독일은 공개매수 이전 3개월간의 최고 가격을 기준으로 한다. 한편 이탈리아의 경우에는 공개매수 이전 12개월간의 시장가격과 같은 기간 동안 인수자가 지불한 최고가격간의 평균을 기준으로 한다. *Ibid.*, at 199.

25) Peter O. Mühlert, "Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?", in Guido Ferrarini *et al.* (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p.732.

3. 다수의결권 등 제한 원칙(Breakthrough Rule)

가. 개념

‘다수의결권 등 제한 원칙’은 이전의 지침안에서는 전혀 논의되지 않았던 새로운 개념으로서, 윈터 보고서에서 최초로 제안된 것이다. 윈터 보고서는 현재 유럽 각 기업들이 다수의결권 주식, 주주간 약정, 정관의 주식양도제한 조항 등을 이용하여 적대적 인수합병의 가능성을 사전적으로 차단하고 있다고 보고, 지배권이 걸린 상황에서는 이러한 인수합병에 대한 걸림돌의 효력을 정지시킬 것을 주문하고 있다. 이는 기본적으로 1주 1의결권 원칙에 터 잡고 있는 것이라고 하겠다. 지침은 이러한 주장을 반영하여, 일정한 경우에 다수의결권, 의결권 행사 제한약정 등의 효력을 정지시키고 원칙적으로 모든 주식에 하나의 의결권을 부여하는 ‘다수의결권 등 제한 원칙’을 도입하고 있다.

나. 구체적 내용

(1) 공개매수기간 중

일단 공개매수가 시작된 경우, 주식의 자유로운 이전에 대한 제한은 그것이 정관에 의한 것이든 또는 회사와 주주간 내지 주주 상호간의 계약에 의한 것이든 불문하고 공개매수 기간이 종료할 때까지 그 효력이 정지된다(제11조 제2항). 의결권의 행사에 대한 제한 역시 그것이 정관에 의한 것이든 또는 회사와 주주간 내지 주주 상호간 계약에 의한 것이든 불문하고 인수합병 시도에 대한 방어수단을 검토하는 주주총회에서는 그 효력이 정지된다. 또한 다수의결권 주식은 이러한 방어수단을 검토하는 주주총회에서 오로지 하나의 의결권만을 행사할 수 있다(제11조 제3항). 인수합병시도에 대한 방어여부를 결정하는 주주총회에서 다수의결권 주식에 단지 하나의 의결권만을 부여하는 조항은 원래 2002년 제안에는 포함되지 않았으나, 추가적인 검토과정에서 논리의 일관성을 위해 필요하다는 지적²⁶⁾에 따라 최종 지침에 포함되었다.

위 다수의결권 등 제한 원칙에 따르면 예컨대 계약상 이전금지 조항이 있다 하더라도 주주는 이러한 계약위반 책임을 부담하지 않으면서 자신의 주식을 인수희망자에게 넘길 수 있게 되므로 적대적 인수합병의 성공가능성이 높아지게

²⁶⁾ Klaus-Heiner Lehne, Draft Report on the proposal for a European Parliament and Council directive of on takeover bids, PE 327.239 (2003) (available at <http://www.ecgi.org/takeovers/documents/european/htsdesktakeover.pdf>).

된다.

(2) 공개매수의 성공 후

공개매수가 성공적으로 종료된 경우 공개매수자는 일반 회사법 원칙에 따라 주주총회를 소집하여 새로운 이사를 뽑거나 정관을 변경할 수 있을 것이다. 지침은 공개매수자가 대상회사의 의결권을 수반하는 자본(capital carrying voting rights) 중 75%를 확보한 다음 개최되는 주주총회에서는 기존에 주식에 부여된 각종 제한 및 특칙 — 의결권 행사 한도 등의 의결권 제한, 다수 의결권 조항, 이사의 지명 및 해임에 관하여 특별한 권리를 부여한 조항, 기타 이에 유사한 각종 조항 — 들은 효력이 정지된다고 규정하고 있다(제11조 제4항). 예컨대 이러한 주주총회에서는 다수의결권을 가진 주식도 하나의 의결권밖에 행사할 수 없다. 지침의 이 조항은, 적대적 인수가 성공한 경우 공개매수자가 기존의 각종 다수의결권이 나 제한에 구애받지 않고 새로운 경영진을 구성하여 구조조정에 나설 수 있도록 근거를 마련해 준 것이다.

(3) 다수의결권 등 제한 원칙의 예외와 지배권에 대한 보상문제

다수의결권 등 제한 원칙은 의결권에 관한 제한이 특정한 금전적인 이득에 의해 보상받고 있는 경우에는 적용되지 않는다(제11조 제6항). 이는 이미 금전적인 보상 하에 의결권의 상실, 감축을 수용한 경우 별도의 보호를 인정할 필요가 없다는 데에 근거를 두고 있다.²⁷⁾ 또한 회원국가가 보유하는 황금주에 대하여도 적용이 없다(제11조 제7항). 다만 이러한 황금주의 보유는 니스 조약에서 허용되는 것이라야 한다.²⁸⁾

지침은 다수의결권 등 제한 원칙으로 인해 지배권을 상실하게 되는 기존의 지배주주에게 형평상의 보상을 해 주도록 하고 있는바, 그 구체적인 내용은 개별 회원국에 위임하고 있다(제11조 제5항). 이를 보상한다고 할 때 과연 어떤 기준에 의하여 판단할 것인지는 대단히 복잡한 기술적, 법리적 문제를 가져올 것으로

27) Guido Ferrarini, *One Share-One Vote: A European Rule?* ECGI Working Paper Series in Law (2006) at 18.

28) 니스 조약 56조는 “회원국간 또는 회원국과 제3국간의 자유로운 자본이동에 대한 제한은 금지된다”고 되어 있다. 이 조항과 황금주에 관련성에 대한 설명으로는 *ibid.*, at 19-21; Silja Maul & Athanasios Koulouridas, “The Takeover Bids Directive”, 5 *German L.J.* 355, 358 (2004) 참조.

보인다.²⁹⁾

4. 각 회원국의 선택권과 상호주의

지침은 각국의 입법재량을 최대한 존중하여, 많은 논란이 있었던 다수의결권 등 제한 원칙(제11조)과 이사회의 중립성 조항(제9조)³⁰⁾은 회원국의 재량에 따라 이를 도입하지 않을 수 있도록 하였다(제12조 제1항). 다만 만약 회원국이 위 조항을 도입하지 않기로 했다 하더라도 그 회원국에 등록된 개별 회사가 그 조항을 적용받기 원할 경우에는 이를 허용하여야 한다(제12조 제2항). 이는 개별 회사 중 주주들의 의사에 따라 적대적 인수합병의 가능성을 넓게 열어두기로 결정하는 회사가 존재할 것이라는 전제 하에 입안된 것으로 보인다. 이 같은 개별 회사의 결정은 주주총회에서 정관 변경과 동일한 절차에 의해 이루어져야 한다. 지침에는 이러한 결정의 취소에 관한 명문의 조항이 없지만, 그 결정과정과 동일한 절차를 밟는다면 이를 취소할 수 있는 것으로 보는 것이 일반적이다.³¹⁾

그리고 각 회원국은 다수의결권 등 제한 원칙과 이사회의 중립성 조항을 적용할 때 상호주의 원칙이 우선하도록 입법할 수 있다. 즉 인수대상 회사가 본래 다수의결권 등 제한 원칙 또는 이사회의 중립성 조항의 적용대상이더라도, 인수희망 회사가 이러한 조항들을 적용받지 않는 경우에는 인수대상 회사도 위 조항들의 적용을 면제받도록 입법할 수 있다. 이는 EU 외부의 기업이 유리한 전략적 지위에서 EU내 회사들을 적대적으로 인수합병하지 못하도록 막으려는 취지라고 하겠다.

29) 누가 보상을 지급하며, 언제, 어떻게 지급할지에 관한 의문이 제기된다. Blanaid Clarke, "Article 9 and 11 of the Takeover Directive and the Market for Corporate Control", *J. Bus. L.* 355, 370-371 (2006. 6). 보다 근본적으로 과연 이러한 보상을 지급할 필요가 있는지에 대한 문제제기도 가능할 것이고, 이 논문 초안의 발표시에 이에 관한 의문도 제기되었다.

30) 지침 제9조에 따르면, 공개매수 상황에서 대상회사의 이사회가 (i) 다른 공개매수 제안을 찾는 방식 이외에 그 당해 공개매수를 좌절시킬 수 있는 행위를 하려는 경우 또는 (ii) 당해 공개매수자의 지배권 취득에 지속적 장애가 될 수 있는 신주발행을 하려는 경우에는 반드시 주주총회의 사전 결의를 받아야 한다. 이러한 의무는 이사회가 공개매수에 관한 정보를 받게 된 때 발생하여 공개매수의 결과가 공포되거나 공개매수가 소멸되는 때까지 지속된다. 이렇듯 공개매수 상황에서 이사회의 중립성(Neutrality of Board)을 요구하는 것은 영국의 City Code에서 비롯된 것이다(City Code general principle 7과 Rule 2 참조).

31) Silja Maul & Athanasios Koulouridas, *supra* note 28, at 359.

결국 각 회원국은 다수의결권 등 제한 원칙 조항, 이사회 의 중립성 조항의 도입과 관련하여 다음 세 가지 선택지를 갖는다고 하겠다.³²⁾ 첫째, 이들 두 조항을 모두 거부하는 방법이다. 다만 이러한 때에도 개별 회사가 자발적으로 이들 조항을 따르기를 원하는 경우에는 이를 허용하여야 한다. 자발적으로 조항을 받아들인 회사가 적대적 인수의 대상이 된 경우 상호주의를 주장할 수 있는지 여부는 해당 회원국이 상호주의를 별도로 규정하고 있는지에 달려 있다. 둘째로, 두 조항 모두 또는 하나를 받아들이면서 상호주의를 특별히 규정하지 않는 방법이다. 이 경우 개별 회사들은 적대적 인수합병의 위협에 취약한 지위에 놓이게 될 가능성이 많다. 마지막으로 두 조항 모두 또는 하나를 받아들이면서 상호주의 또한 규정하는 방식도 고려될 수 있을 것이다.

IV. 지침의 분석과 그 평가

1. 총설

지침의 내용 중 골격을 이루는 세 가지는 의무공개매수, 다수의결권 등 제한 원칙과 이사회 의 중립성 조항이다. 이 중 의무공개매수 제도는 소수주주의 보호 내지 지배권 프리미엄의 분여를 주된 입법취지로 한다. 반면 나머지 두 원칙은 사실 의무공개매수와는 조금 다른 측면에서, 즉 인수합병활동의 활성화라는 차원에서 입법된 것이다. 다만 이사회 의 중립성 조항이 이미 인수시도가 발생한 상황에서 문제되는 것이라면(사후적 방어수단의 제한), 다수의결권 등 제한 원칙은 인수시도 이전에 이미 마련되어 있던 다수의결권 주식 등 경영권 방어장치를 무력화시키는 것이라는 점(사전적 방어수단의 제한³³⁾)에서 차이가 있을 뿐이다.

실제로 이사회 의 중립성 조항과 다수의결권 등 제한원칙이 도입되기까지는 상당한 우여곡절이 있었다. 먼저 논의된 것은 이사회 의 중립성 조항이었다. 지침은 유럽의 기업구조조정을 활성화하고, 이른바 기업지배권 시장(control market)을 확대하자는 취지에서 출발했다. 이를 위해 적대적 기업인수에 대한 장벽을 제거할 필요가 있었고, 따라서 기업인수가 문제되는 상황에서 이사회 의 방어행위를

³²⁾ Marco Ventoruzzo, note 6, at 212.

³³⁾ 다수의결권 주식 이외에도, 주주간의 약정을 통하여 자유로운 주식이전을 제한하는 방식, 합병 등에 관하여 초과다수를 요구하는 방식도 그 예이다.

제한하는 이사회 중립성 의무를 요청하게 된 것이다. 하지만 자국 기업이 국외 기업들에 의한 적대적 인수 위협에 무방비로 노출될 것을 두려워한 독일 등이 이에 반발하였다. 이러한 반발을 약화시키기 위해 강조된 것이 공정한 경쟁여건 (level playing field)이었고, 다수의결권 등 제한 원칙은 이러한 과정에서 새로 논의되기 시작한 것이다. 결국 위 두 조항은 회원국에 그 도입여부에 관한 선택권을 부여하기로 함으로써 비로소 지침에 포함될 수 있었다.

각 제도의 도입전제, 특히 적대적 인수합병 행위를 활성화시켜야 한다는 전제 자체에 대하여 의문을 품는 견해도 많다. 지침이 지향하는 바는 기업구조조정의 폭을 넓히고 효율적인 기업지배권 시장을 만들자는 것인데, 적대적 인수 이외에 구조조정을 유도하고 이사를 견제할 수 있는 대안은 많다는 비판이 제기되고 있다.³⁴⁾ 또한 적대적 인수합병이 이사들을 징계하는 효과가 있음은 분명하지만, 전체적으로 긍정적인 효과를 미치는지에 대하여도 논란이 있다.³⁵⁾ 다만 지침이 전제로 삼고 있는 이러한 논리에 대한 상세한 논의는 이 논문의 범위를 넘는 것이므로 생략하기로 한다.

각 제도 자체의 효과와 아울러 검토되어야 할 것은 각 제도를 함께 도입하면서 생기는 상호 효과와 도입의 형태이다. 예컨대 의무공개매수 제도는 소수주주 보호를 지향하는 제도인바, 다른 한편으로는 인수비용을 높이는 기능을 한다. 이러한 기능은 적대적 인수합병을 활성화하기 위한 다수의결권 등 제한 원칙, 이사회 중립성 조항과 상치되는 것이므로 그 상호관계도 분석할 필요가 있다. 또한 지침은 다수의결권 등 제한 원칙, 이사회 중립성 조항에 대하여는 각 회원국의 선택권 및 상호주의의 도입가능성을 인정하고 있는바, 이러한 각국의 재량이 어떠한 결과를 가져올 것인지도 흥미로운 주제이다. 앞서 언급한 것처럼 비교적 많은 논의가 진행되어 있는 이사회 중립성 조항을 제외하고,³⁶⁾ 의무공개매수, 다

34) E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5, at 3.

35) 예컨대 Luca Enriques, "The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization as Rent Seeking?", in Guido Ferrarini *et al.* (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), pp.785-786은 인수희망자가 기존 지배주주보다 개인적 이익을 덜 추구할 것이라는 점이 입증되지 않았다고 한다; John C. Coates IV, *supra* note 3, at 689는 기존 지배주주 및 경영진이 경영권 수호에 집착하는 경우 실제 경영에 차질을 빚을 가능성이 많다는 점을 지적한다; Jeremy Stein, "Takeover Threats and Managerial Myopia", 96 *J. Pol. Econ.* 61 (1988)은 적대적 인수합병 위협으로 인해 경영자진이 단기성과에 매달리게 되는 문제점을 지적한다.

36) 예컨대 Lucian A. Bebchuk, "The Case against Board Veto in Corporate Takeovers",

수의결권 등 제한 원칙, 회원국의 선택권 및 상호주의의 순으로 검토한다.

2. 의무공개매수 제도(Mandatory Bid)

가. 제도의 이론적 근거

의무공개매수는 이미 우리나라에도 유사한 제도가 한차례 도입된 바 있어 비교적 잘 알려져 있다. 이 제도는 앞서도 잠시 언급되었듯이 소수주주 보호의 관점에서 도입된 것이다. 이는 지침이 “당해 회사의 소수주주를 보호하기 위한 방편으로서…(as a means of protecting the minority shareholders of that company)”라고 표현하는 데에서도 나타난다(제5조 제1항). 의무공개제도의 원형이 되는 영국에서 이 제도를 설명하면서 주주간 동등한 취급(equal treatment)을 정당화 근거로 드는 것이라든지,³⁷⁾ 의무공개매수제도를 채택함으로써 인수자가 인수 후 소수주주의 희생 하에 회사를 약탈할 가능성이 줄어든다는 설명³⁸⁾ 역시 모두 이러한 맥락에서 이해될 수 있는 근거라고 할 것이다.³⁹⁾ 이밖에 의무공개매수절차에 의해 주식을 매각한 주주들은 대부분 그 대금을 재투자할 것이고, 또한 이러한 소수주주 보호장치의 존재는 투자자들의 투자욕을 높일 것이므로 결국 자본시장을 활성화하고 기업의 자금조달 비용을 낮출 것이라는 견해도 제시되고 있다.⁴⁰⁾

69 *U. Chi. L. Rev.*, 973 (2002); Reinier R. Kraakman *et al.*, *supra* note 19 at 163-173.

37) J. H. Farrar and B. M. Hannigan, *Farrar's Company Law* (4th ed. Butterworths London, 1998), p.594. 또한 지침 제3조 제1항 (a)도 대상회사의 동일한 주식은 동등하게 취급받아야 한다는 점을 일반원칙으로 명시하고 있다.

38) 후술하듯이 의무공개매수제도에 의하면 부정적 외부 효과를 내부화하게 되므로 사회적으로 바람직하지 않은 인수거래의 가능성이 줄어들게 된다.

39) Guido Ferrarini에 의하면 유럽에서 의무공개매수를 긍정적으로 보는 견해는 크게 (i) 주주간 동등한 취급, (ii) 지배권 프리미엄의 공유, (iii) 소수주주를 해하는 사회적으로 바람직하지 않은 인수거래의 저지의 3가지 근거를 제시한다고 한다. *Supra* note 27 at 22. 이는 모두 소수주주 보호의 관점을 갖고 있다.

40) Joseph A. McCahery, Luc Renneboog, Peer Ritter & Sascha Haller, “The Economics of the Proposed European Takeover Directive”, in Guido Ferrarini *et al.* (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004), p.622. 그밖에 공정한 경쟁 여건을 조성하는 것을 의무공개매수 제도의 도입근거로 보는 견해도 있을 수 있으나, 이러한 측면에서의 공정한 경쟁여건은 단순히 제도를 통일시킨다는 점에서 오는 것이므로(예컨대 일률적으로 의무공개매수를 금지해도 공정한 경쟁여건 측면에서는 일보 전진한 것이다. Luca Enriques, *supra* note 35, at 784), 의무공개매수제도에 고유한 도입근거로 보기는 어렵다.

문제는 의무공개매수가 인수합병 시장 자체를 위축시킬 수 있다는 것이다. 이하에서는 항을 바꿔 의무공개매수 제도의 경제적 메커니즘을 살펴보도록 하겠다.

나. 경제적 효과 분석

(1) 기본 모델

지배주주가 있는 경우 지배권의 이전은 어떠한 경우에 발생하는가? 또 의무공개매수는 어떠한 경제적 효과를 가져오는가? 여기에서는 지침과 유럽의 상황을 분석하기 위하여 (특히 후술하는 다수의결권 등 제한 원칙도 함께 분석하기 위하여) 지배주주가 현금흐름에 관한 권리를 α 의 비율로 (0.25 미만임. 나머지 주식은 다수주주들에게 분산) 가지지만, 다수의결권 등 기법을 사용하여 의결권의 절대다수를 행사하고 있다고 가정하자. 대상회사에 현재 기존 지배주주(Incumbent, I)가 있는데, 인수희망자(Rival, R)가 나타나서 인수를 희망하고 있다. 대상회사의 주주들이 갖는 경제적 이익에는 (i) 주주라면 누구나 갖게 되는 비례적인 경제적 이익(Security Benefit) 이외에 (ii) 회사의 지배주주만이 누릴 수 있는 개인적 이익(Private Benefit)이 있을 수 있다. 위 비례적인 경제적 이익을 각 주식당 x_i (기존주주가 계속 지배권을 행사하는 경우), x_r (인수희망자가 인수에 성공한 경우)이라 하고, 위 개인적인 이익을 Z_i (기존주주가 계속 지배권을 행사하는 경우), Z_r (인수희망자가 인수에 성공한 경우)이라고 정의하고, 특히 x_r , Z_r 은 객관적으로 예측이 가능하고 지배권 거래의 비용은 무시할 정도로 작다고 전제한다. 또한 주식 수를 N 이라 정의한다면, 기존주주가 지배권을 행사하는 경우 대상회사의 전체 가치는 $N \cdot x_i + Z_i$ 가 된다. 지배권 거래에 관한 Bebchuk 교수의 논문과⁴¹⁾ 소수주주의 기회주의적 행동에 관한 Grossman 교수 및 Hart 교수의 논문⁴²⁾의 방법론을 원용하여 분석하면 다음과 같은 결과를 얻을 수 있다(상세는 참고자료 1 참조).

먼저 의무공개매수 제도가 없는 경우에는, 인수희망자는 소수주주를 고려할 필요 없이 기존의 지배주주로부터 지배권을 양수받으면 된다. 이 때 인수희망자는 기존주주에게 지급하는 대가보다 더 많은 이익이 생길 때에만 거래에 나설 것이

41) Lucian A. Bebchuk, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", 109 *Q. J. Econ.* 957 (1994).

42) Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation", 11 *Bell J. Econ.* 42 (1980).

다($\alpha \cdot N \cdot xr + Zr > \alpha \cdot N \cdot xi + Zi$). 원래 사회적으로 효율적인 거래의 조건은 그 거래 이후 사회전체의 효용이 증가하는 것이다($N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi$). 그런데 이러한 최적 거래의 조건은 위 실제로 인수가 일어날 조건과 일치하지 않는다. 그리하여 사회적으로 바람직한 인수거래(value increasing takeover, 이하 ‘가치증가형 인수거래’라고 한다)가 발생하지 않거나, 사회적으로 바람직하지 않은 인수거래(value decreasing takeover, 이하 ‘가치감소형 인수거래’)가 발생할 가능성이 있다.⁴³⁾ 특히 인수희망자의 개인적 이익(Zr)이 상당히 크다면, 인수성공 후 비례적 이익 부분이 많이 줄어들더라도 인수희망자가 개인적 이익을 노리고 거래를 성사시켜 결국 가치감소형 인수거래가 이루어질 가능성이 있다.⁴⁴⁾ 반대로 인수희망자의 개인적 이익부분이 상대적으로 적다면 가치증가형 인수거래가 발생하지 않을 가능성도 존재한다. 이는 결국 거래당사자들이 그 거래로 인해 발생하는 다른 소수주주들에 대한 영향을 내부화하지 않기 때문에 발생하는 현상이다. 한편 대상회사 소수주주들의 관점에서 살펴본다면, 그들은 지배권의 변동 이후 주당 xr 의 가치를 보유할 것으로 예상하고 있다. 만약 인수희망자가 지배권 양수 이외에 추가적으로 소수주주로부터 주식을 공개매수한다면 그 거래조건은 $B(\text{공개매수 가격}) = xr$ 이 될 것이다. 소수주주는 xr 이하로 주식을 팔지 않을 것이고, 인수희망자 역시 지배권을 양수하는 이상 구태여 xr 보다 많은 금액을 지급할 필요를 느끼지 못할 것이다.⁴⁵⁾

이제 지침과 같이 의무공개매수 제도가 존재하고, 소수주주들이 모두 공개매수에 응하는 경우를 상정해보자. 이 경우 인수희망자는 기존 주주에게 지급한 프리미엄과 동일한 프리미엄을 소수주주들에게까지 지급한다. 수식으로 표현해 본다면 소수주주들은 주당 $xi + Zi/N \cdot \alpha$ 을 제시받게 되어 적어도 지배권 변동 이전의 주식가격(xi)보다는 좋은 조건을 갖게 되는 셈이다.⁴⁶⁾ 소수주주의 관점에서 보자면, 의무공개매수 가격($xi + Zi/N \cdot \alpha$)이 지배권 변동 후 예상되는 주식가격(xr)과 같거나 그보다 더 낮은 경우에는 의무공개매수 제도로 인해 특별히 보호를 받는 것이 없으나, 더 높은 경우에는 현재의 주식가격(xi)뿐 아니라 앞으로 예상되는

43) 상세한 논증은 참고자료 1, 사례 1 참고.

44) Erik Bergloef and Mike Burkart, “European Takeover Regulation”, 18 *Econ. Pol’y.* 173, 196 (2003). 이하 “E. Bergloef *et al.* (2003)”으로 표기한다.

45) 다만 연결납세 등 별도의 세무적 유인 등이 있는 때에는 이러한 추가취득이 별도의 이익을 가져올 경우가 있다.

46) 참고자료 1의 사례 2(3) 참조.

주식가격(x_r)보다도 높은 가격에 매도하는 것이 되어 두텁게 보호받게 된다. 이러한 경우에는 의무공개매수제의 도입이 인수희망자로부터 ‘대상회사 소수주주에로의 부의 재분배’를 가져온다고 할 수 있다.

의무공개매수제도에 의한 소수주주 보호측면은, 반대로 지배주주에게 소수주주 축출권을 부여하는 경우와 비교해 보면 극명하게 드러난다. 통상 소수주주 축출권을 인정하는 경우 인수희망자는 x_i 만 지급하면서 기존 소수주주들을 축출할 수 있게 된다. 따라서 의무공개매수제도하의 소수주주들은 (i) 더 많은 보상을 지급 받을 수 있다는 점($x_i + Z_i/N \cdot \alpha$ 는 x_i 보다 큼), (ii) 지배권 변동 후 형성될 주식가격(x_r)과 비교하여 주식이전 여부를 결정할 수 있다는 점에서 축출법제 하의 소수주주보다 (적어도 사후적으로는) 훨씬 유리한 위치에 놓이게 된다.

한편 의무공개매수 제도 하에서 인수희망자는 기존 주주 및 소수주주 모두에게 지급하는 대가($N \cdot x_i + Z_i/\alpha$)보다 자신이 얻게 되는 이득($N \cdot x_r + Z_r$)이 클 경우 비로소 거래에 나서게 된다($N \cdot x_r + Z_r > N \cdot x_i + Z_i/\alpha$). 그 결과 의무공개매수 제도는 두 가지 냉각 효과(chilling effect)를 가지게 된다. 첫째로 가치감소형 인수거래를 저지하는 효력이 있다. 인수희망자가 인수성공 후 소수주주의 희생 하에 개인적인 이익을 노리는 것이 불가능해지고, 결국 부정적인 외부효과는 내부화한다. 따라서 의무공개매수 제도 하에서 인수거래가 발생했다는 것은 효율적인 인수거래가 발생했다는 것을 의미한다.⁴⁷⁾ 또 다른 효과로서, 의무공개매수는 인수희망자로 하여금 소수주주에게까지 프리미엄을 지급할 의무를 지우므로, 가치증가형 인수거래마저 일부 저지하는 결과를 불러오게 된다.⁴⁸⁾

(2) 제도의 두 가지 효과의 조화

물론 이와 같은 모델은 현실에서 발생하는 지배권 거래를 지나치게 단순화하고 도식화한 측면이 있다. 다만 이러한 문제에도 불구하고, 의무공개매수 제도가 효율적이든 비효율적이든 인수거래 자체를 냉각시키는 결과를 초래한다는 점에

47) Mike Burkart & Fausto Panunzi, “Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process”, in Guido Ferrarini *et al.* (eds.), *Reforming Company and Takeover Law in Europe* (2004)는 의무공개매수가 도입되더라도 그 제안가격이 현 시가보다 낮고, 매도압력이 존재하는 경우에는 가치감소형 인수합병이 발생할 수 있다고 주장한다. 그러나, 여기에서 전제하듯이 기존의 지배주주가 있는 상태라면 이러한 경우는 발생하기 어려울 것이다. Joseph A. McCahery *et al.*, *supra* note 40, at 621 참조.

48) 상세한 논증은 참고자료 1의 사례 2(2) 참조.

는 큰 반론이 없는 듯하다. 물론 주식이 잘 분산되어 있어 예컨대 10% 정도로도 지배권 변동이 가능하므로 30% 정도를 기준으로 하는 의무공개매수 자체가 별 다른 냉각효과가 없다는 식의 접근도 있을 수 있지만, 지금 논의의 전제는 발동 요건이 지배권 이전을 잘 반영하고 있어서 일단 지배권 변동이 발생하면 대부분의 의무공개매수 절차가 뒤따르게 된다는 것이다. 극단적인 예로 지배권 변동 상황과 의무공개매수의 발동 요건이 절연되어서, 의무공개매수를 피하면서 얼마든지 지배권을 매매할 수 있다면 이러한 의무공개매수는 존재의의가 없는 것이고 적어도 지침에서 가리키는 의무공개매수는 아니다.⁴⁹⁾ 다시 의무공개매수의 효과로 돌아와 보면, 의무공개매수제도를 넓게 강제하는 경우에 가치감소형 인수거래의 사례가 줄어들겠지만, 이와 아울러 가치증가형 인수거래도 줄어들 것이다. 반대로 의무공개매수의 가격을 조정하고 요건을 강화하는 등 이를 좁게 강제한다면 가치증가형 인수거래가 더 늘어나지만 이와 함께 가치감소형 인수거래도 늘어나게 된다. 뒤집어 말하면 가치감소형 지배권거래가 많은 경우에 의무공개매수 제도는 큰 효용을 갖게 되는 셈이다. 과연 현실은 어떠한가?

어떤 지배권의 변동 상황이 발생한 경우에, 이를 가치증가형인지 가치감소형인지 파악하기는 쉽지 않다 다만 이를 여러 지표를 통해 추측할 수 있을 뿐이다. 예컨대 Barclay 교수와 Holderness 교수가 1978년부터 1982년 사이에 지배권거래가 발생한 78개 상장기업의 주가추이를 분석한 결과 위 지배권 변동으로 인해 통계적으로 유의한 비정상수익률을 발견하였는바,⁵⁰⁾ 이는 지배권 거래의 주된 목적이 경영개선에 있고 실제로 가치감소형 지배권 거래가 그다지 많지 않다는 주장의 근거로 사용되기도 한다.⁵¹⁾ 또한 가족기업이 많은 유럽기업의 특성상 오랜 기간 동안 쌓아올려진 명성 등 기존 지배주주의 일신즉속적인 개인적 이익이 인

49) 앞서 살펴본 바와 같이 지침도 ‘지배권을 행사할 수 있도록 하는’ 일정한 지분비율을 취득한 경우를 발동요건으로 정하여, 의무공개매수와 지배권 변동을 연결시키고 있다.

50) Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, “The Law and Large-block Trades”, 35 *J. L & Econ.* 265, 292 (1992)에 의하면 이러한 지배권 거래 발표이전 6개월과 발표 1년 후의 주가를 비교해보면 통상 25% 상승한 것으로 나타났고, 지배권 이전 이후 1년 후 인수합병이 이루어지지 않은 경우에도 주가는 16% 상승하였다고 한다.

51) E. Bergloef *et al.* (2003), p. 198. 다만 이와 같은 유형의 자료들을 토대로 곧바로 소수주주의 지분가치가 높아진 것으로 보기는 어렵다는 반론으로서 John C. Coffee, Jr, “Transfers of Control and the Quest for Efficiency: Can Delaware Law Encourage Efficient Transactions while Chilling Inefficient Ones?”, 21 *Del. J. Corp. L.* 359, 401-403.

수희망자의 그것보다 크다는 평가⁵²⁾도 가치감소형 지배권 거래 사례가 많지 않을 것이라는 추론으로 연결될 수 있다.⁵³⁾ 그러나 이러한 결론은 일응의 것이고 지침 통과 이후에도 EU 내에서 논란이 되고 있는 부분이다.

나아가 이러한 논란을 피하고 의무공개매수가 가지는 긍정적인 경제적 효과를 살린다는 차원에서, 의무공개매수 제도보다는 가치감소형 지배권 거래를 막는 다른 대안을 도입하는 것이 바람직하다는 견해도 등장하고 있다. 즉, (i) 기존 지배주주로부터 지배권을 인수하려는 인수희망자는 주주 전체에게 그 허부를 물어야 한다든지,⁵⁴⁾ 또는 (ii) 소수주주 중 다수결에 의한 동의를 얻어야 한다든지 하는 방식이 제안되고 있다.⁵⁵⁾ 개인적인 지분거래에 주주총회 또는 소수주주 과반수의 동의를 요구함에 따라 제기되는 논리적인 타당성 문제, 투표결과의 왜곡가능성 문제⁵⁶⁾는 차치하더라도, (i) 전자에 대하여는 지배주주가 다수의결권 주식, 피라미드, 상호출자 등 기법으로 주주총회를 장악하고 있는 경우 다수의결권 등 제한 원칙 등을 별도로 원용하지 않는 이상 큰 실효성이 없을 것이라는 비판이 가능하고, (ii) 후자에 대하여는 소수주주의 범위를 확정하기 어려울 뿐 아니라, 소수주주들의 판단을 다수주주들의 그것보다 우선시킬 근거가 약하다는 비판이 가능할 것이다.

다. 평가

EU 회원국의 입법례에서 의무공개매수가 널리 인정되고 또 지침에서도 별 무리 없이 도입된 것은 형평, 평등의 측면이 강조된 때문이 아닌가 싶다. 즉, 의무공개매수의 이론적 토대 중 경제적 효율성 측면 —즉 가치증가형 인수거래를 효과가 있기는 하지만, 가치감소형 인수를 제한할 수 있다— 의 이점이 얼마나 큰 것인지에 대한 명확한 증거가 없는 상태에서, 지배주주와 소수주주간 형평 또는 평등을 강조하는 접근법이 설득력을 얻은 것으로 보인다. 지침에 따라 모든 회원

⁵²⁾ Luca Enrique, *supra* note 35, at 786.

⁵³⁾ 앞서 언급한 바와 같이, 기존주주의 개인적 이익의 크기가 인수희망자의 그것보다 상대적으로 작은 경우에, 의무공개매수제도가 없다면 가치감소형 지배권거래가 발생할 가능성이 높아진다.

⁵⁴⁾ Mike Burkart *et al.*, *supra* note 47, at 752.

⁵⁵⁾ Yedidia Z. Stern, “The Private Sale of Corporate Control: A Myth Dethroned”, 25 *J. Corp. L.* 511, 541-545 (2000).

⁵⁶⁾ Zohar Goshen, “Voting (Sincerely) in Corporation Law”, 2 *Theoretical Inquiries in Law* 815(2001) (available at www.ssrn.com).

국은 이 제도를 수용할 의무를 지게 되고, 다만 발동요건을 전체 주식의 몇 퍼센트 취득으로 정할지에 관하여 입법재량을 갖게 되었다.

지침의 의무공개매수 제도를 우리나라 기업인수 시장에 그대로 이식하는 방식에는 찬성하기 어렵다. 영국 등에서 성공한 제도라 하여 우리나라에 적합하리라는 보장이 없을뿐더러,⁵⁷⁾ 우리나라의 지배권 거래가 어떤 형태로 이루어지고 있는지에 대한 분석도 부족한 상태이다. 또한 의무공개매수가 소수주주 보호측면에서 긍정적 결과를 초래할 것인지에 대하여도 아직 확실한 결론이 나 있다고 보기 어렵다. 의무공개매수 제도가 사후적(*ex post*)으로는 소수주주에게 유익한 것은 틀림없지만, 사전적(*ex ante*)으로 인수거래 자체를 줄임으로써 소수주주에게 불리한 결과가 발생할 수 있다. 즉, 가치감소형 인수로부터 소수주주를 보호하는 효용이, 가치증가형 인수를 통해 얻을 수 있는 이득을 놓치는 기회비용, 기존주주와 경영진들에게 대한 징계효력 감소에 따른 대리인 비용 증대를 상회하는 것인지에 대한 논란이 계속되고 있는 것이다.⁵⁸⁾ 더구나 우리나라에서는 1997. 1. 이른바 25% 의무공개매수 제도를 도입했다가 1년여 만에 이를 폐지한 경험이 있어서, 이 제도에 도입에 조심스러울 수밖에 없고, 2006. 10. 발표된 법무부의 상법개정안에도 의무공개매수에 관한 조항은 포함되어 있지 않다.

다만 지배권 변동 등의 경우에 소수주주들에 의한 감시 및 그 보호가 미흡한 우리 형편을 고려하여 이를 탄력적으로 수용하자는 접근법은 어떠한가? 이러한 탄력성은 의무공개 매수할 주식의 범위, 공개매수 가격 등에도 적용될 수 있지만⁵⁹⁾ 의무공개매수 도입 여부에 관하여도 논의될 수 있다. 후술하듯이 지침은 경영권 방어수단과 관련한 이사회의 중립성 조항, 다수의결권 등 제한 원칙 조항의 수용여부를 개별 회원국 또는 개별 기업이 선택할 수 있도록 하고 있다. 의무공

57) 영국에서의 성공요인에 관하여도, 자율규제가 큰 효력을 발휘하여 시장참여자와 City Code Panel들이 자기 명성을 유지하기 위하여 상호 노력한 결과라는 분석이 있다. Luca Enrique, *supra* note 35, at 788. Luca Enrique는 나아가, 이러한 기반 없이 의무공개매수제도를 도입한다면 이는 회사의 기존경영진, 법률자문을 맡게 될 변호사, 재량을 부여받게 된 감독당국에만 유리한 결과가 초래될 것이라고 우려하고 있다. 위 논문 794쪽 참조.

58) *Ibid.*, at 785.

59) 예컨대, 예전 독일의 입법례는 기업 지배권 인수 전 3개월간의 최고 시장가격을 공개매수 가격으로 한 바 있고, 이탈리아, 스위스, 오스트리아는 최고 거래가격과 시장가격 간의 중간가격을 공개매수 가격으로 정하였다고 한다. Joseph A. McCahery *et al.*, *supra* note 40, at 621; *ibid.*, at 787.

개매수 제도가 가치감소형 기업인수로부터 소수주주를 보호하고 경영권을 방어하는 효과가 있는 이상, 우리나라에서도 개별 기업으로 하여금 구체적 상황에 따라 도입여부를 결정하게 하는 방안이 주장될 수 있는 것이다.⁶⁰⁾ 생각건대, 이미 상장된 기업인 경우 지배주주와 경영진이 소수주주들의 무관심 등을 이용하여 의무공개제도를 남용할 가능성이 있으므로 이러한 선택권을 부여하는 것은 자칫 기존주주들에게 불리한 변화를 초래할 위험이 있다.⁶¹⁾ 최초로 상장하는 기업에 대하여만 의무공개제도를 읊트인하도록 허용하는 방식도, 이러한 읊트인 의사결정을 하는 주주 또는 경영진이 그 결정 결과를 전부 내부화하는 것이 아니고 사회적 효율성과 개인적인 효율성에 차이가 있는 경우가 있으므로⁶²⁾ 바람직하지 않다고 본다. 결국 지침의 의무공개매수제도 도입에도 불구하고, 우리나라에서는 아직 그 타당성에 대한 검증이 없고 또한 인수합병거래활동이 상대적으로 활발하지 않은 상태이므로, 이를 강제규범으로 또는 임의규범으로 도입하는 것은 성급하다고 생각된다.

3. 다수의결권 등 제한 원칙(Breakthrough Rule)

가. 제도의 이론적 근거 - 1주 1의결권 원칙과 관련하여

(1) 동등한 경쟁여건과 1주 1의결권 원칙

지침에 새로 도입된 ‘다수의결권 등 제한 원칙’은 경영권의 향배가 걸린 상황에서 주식의 이전 또는 의결권 행사에 대한 제한, 다수의결권에 관한 기존 조항을 모두 무시하고 오로지 현금흐름에 관한 권리의 크기에 따라 의결권을 행사할 수 있도록 하자는 것이다. 그 주된 근거는 동등한 경쟁여건을 조성함으로써 적대적 인수를 활성화하겠다는 것이다. 앞서 언급한 바와 같이 주식의 이전 또는 의결권 행사의 제한, 다수의결권은 적대적 인수합병을 구조적으로 또는 ‘사전적’으

60) 다만 개별기업에 선택권을 부여하는 방식의 전제는 의사결정 규범이 제대로 정비되어 있다는 것이다. Gerard Hertig & Joseph A. McCahery, *Optional rather than Mandatory EU Company Law Framework and Specific Proposals*, ECGI Working Paper Series in Law 78/2007 (2007) p.3.

61) 어떤 사항을 최초 정관(initial charter)에서 처음부터 정하는 것과 정관변경(charter amendment)을 통해 사후적으로 도입하는 것의 차이점에 대하여는 Lucian A. Bebchuk, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments”, 102 *Harv. L. Rev.* 1822 (1988).

62) Lucian A. Bebchuk, *supra* note 41, at 984-985.

로 가로막는 제도이다. 지침은 이미 발생한 적대적 인수합병 시도를 ‘사후적’으로 차단하고자 하는 이사회와 방어조치를 엄격한 요건 하에서만 허용하는 동시에(제9조), 다수의결권 등 제한 원칙을 통해 이러한 사전적인 방어수단 역시 무력화함으로써(제11조), 보다 많은 적대적 인수합병활동을 유도하고 있다. 또 한 가지 중요한 이론적인 근거는 윈터 보고서가 제시한 비례성의 원칙이다. 이 보고서에 따르면 위험을 부담하는 자본(Risk Bearing Capital)과 의결권간 비례성을 유지하는 것은 매우 중요한 문제이고, 특히 공개매수에서의 의사결정권은 이러한 위험을 부담하는 자본에 비례하여 행사되어야 한다.⁶³⁾ 이는 전통적으로 다수의결권에 너그러웠던 EU 회원국들의 기존 입법례와 달리 1주 1의결권 원칙을 강조한 것이다. 사실 윈터 보고서의 다수의결권 등 제한 원칙 제안 후 거의 모든 회원국과 관련 이해당사자들이 ‘위험을 부담하는 자본의 의미와 기존주주의 지배주식 상실에 대한 보상방법 등이 불분명하다’는 이유로 부정적인 반응을 보였고,⁶⁴⁾ 이에 따라 2002. 10.의 입법제안에서는 다수의결권 주식을 다수의결권 등 제한 원칙의 적용대상에서 배제되었다. 그러나 이후 논의과정에서 1주 1의결권 원칙을 일관적으로 적용할 필요성이 강조되어, 최종 지침에는 다수의결권 주식 역시 다수의결권 등 제한 원칙의 적용대상이 된 것이다. 위 근거 중 적대적 인수합병활동의 활성화는 지침의 기본방향에 해당하는 것으로서 그 타당성 여부는 앞서 잠시 살펴본 바 있으므로, 여기에서는 1주 1의결권 원칙에 대하여만 짚고 넘어가고자 한다.

(2) 유럽의 현황 및 추세

유럽에서 기업들의 지배구조평가를 전문적으로 행하는 Deminor Rating이 2005년 분석한 결과에 따르면, 조사대상 300개 기업 가운데 65%의 회사가 1주 1의결권 원칙에 입각하여 운영되고 있는 것으로 나타났다.⁶⁵⁾ 이 조사에서는 다수의결권 주식뿐 아니라 각종 의결권 또는 소유권 제한 등도 모두 1주 1의결권 원칙에 반하는 것으로 보고 통계를 작성하였다. 이렇게 볼 때 주로 프랑스, 네덜란드,

63) 윈터보고서(Winter Report), supra note 12, at 3-5.

64) Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids, Com (2002) 534 final p.4.

65) Deminor Rating, Application of the One Share - One Vote Principle in Europe (Report Commissioned by ABI - Association of British Insurers), (2005) (available at <http://deminor.org/articles.do?id=3479>).

스웨덴에서 설립된 회사들이 1주 1의결권 원칙의 예외를 널리 인정하고 있었다(참고자료 2 <표 1> 참조). 1주 1의결권 원칙의 예외로서, (i) 다수의결권 주식은 약 20%의 회사에서 활용되고 있었고(주로 프랑스, 스웨덴, 네덜란드), (ii) 의결권 상한제도(voting ceiling)는 약 10%의 회사에서(주로 스페인과 스위스), (iii) 소유 상한제도(ownership ceiling)는 약 5%의 회사에서(이탈리아, 영국 등), (iv) 보유자에게 특별한 권한을 부여하는 우선주식(priority shares)은 약 4%의 회사에서(주로 네덜란드, 영국, 프랑스), (v) 그밖에 황금주는 약 2%의 회사에서 이용되는 것으로 나타났다(전체 예외 중 각 방식이 차지하는 비중은 참고자료 2 <표 2> 참조). Morten Bennedsen과 Kasper Nielsen이 2002년 유럽 12개 국가의 5162개 기업을 분석을 한 결과도 이와 유사하다.⁶⁶⁾

이에 따르면 아직도 유럽의 기업 중 상당수는 1주 1의결권 원칙의 예외를 인정하고 있는 셈이다. 다만 전반적인 추세는 이러한 예외를 축소하는 흐름으로 가고 있다. 즉, 1990년대 초반 하더라도 절반 이상의 기업이 예외를 인정하였던 것과 비교하면,⁶⁷⁾ 위 조사결과는 1주 1의결권 원칙이 확산되어 가는 추세를 보여 주고 있다. 또한 독일과 이탈리아에서 다수의결권 주식이 입법적으로 금지되었고, 스웨덴에서도 2004년에 다수의결권 주식이 행사할 수 있는 의결권의 비율이 10:1을 넘지 못하도록 제한하는 조치를 취한바 있다.⁶⁸⁾

(3) 1주 1의결권 원칙의 타당성

사실 1주 1의결권 원칙의 타당성에 관한 논의는 벌써 1980년대에 미국에서 NYSE의 상장규칙의 개정과 관련하여 많이 논의된 적이 있다.⁶⁹⁾ 당시 1주 1의결권 원칙을 고수하고 있던 NYSE와 달리 NASDAQ과 AMEX는 상장회사의 경영권 방어에 도움이 되도록 다수의결권 주식을 허용하고 있었다. 이에 따라 경쟁관계에 있던 NYSE 역시 다수의결권 주식을 허용하는 방향으로 상장규칙을 개정하

66) 이들이 다수의결권 주식제도의 현황을 조사한 결과, 대상 스웨덴 기업 중 55%, 이탈리아 기업 중 41% 등 전체 조사대상 기업의 약 20% 정도가 다수의결권 주식제도를 운용하고 있는 것으로 나타났다. Morten Bennedsen & Kasper Nielsen, *The impact of a break-through rule on European Firms*, Copenhagen Business School Working Paper (2002) at 12 (available at <http://ir.lib.cbs.dk/download/ISBN/x656180551.pdf>).

67) Guido Ferrarini, *supra* note 27, at 22.

68) *Ibid.*, at 22.

69) 상세한 설명은 James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities and Regulation: Cases and Materials*, (Aspen Publishers, 2004) pp.923-926 참조.

였고, 이에 대하여 미국 SEC가 Rule 19c-4를 도입함으로써 이론적, 실증적 논쟁이 격화된 것이다. 위 SEC Rule은 처음 상장하는 회사가 다수의결권 주식제도를 이용하거나 이후 의결권에 차등이 있는 신주를 발행하는 것을 허용하면서도, 이미 상장되어 거래되는 주식의 의결권을 감축하거나 해하는 행위는 할 수 없도록 규정하고 있었다. 위 Rule은 SEC의 권한범위를 넘어서는 입법이라는 이유로 연방법원에 의해 무효화되었으나,⁷⁰⁾ 그 이후에도 위 Rule의 원칙은 그대로 지켜지고 있다.⁷¹⁾ 1주 1의결권 원칙의 필요성이 논의되는 것은 주로 두 가지 관점에서이다.

첫 번째로 1주 1의결권 원칙의 예외를 인정하는 경우 기업지배권의 변동에 어떤 영향을 미치는 것인가의 관점이다. 이를 상세히 분석한 Grossman과 Hart 교수의 결론은 (i) 인수희망자와 기존 지배주주 중 일방에게만 특유한 개인적 이익이 있는 경우에, 1주 1의결권 원칙의 예외가 허용되어 두 계층의 주주그룹이 존재한다면(즉 의결권을 갖는 그룹과 의결권이 없는 그룹) 가치감소형 기업인수가 발생하거나 가치증가형 기업인수가 일어나지 않을 수 있으므로, 이때에는 1인 1의결권 원칙이 사회적으로 효율적인 결과를 가져온다는 것이고,⁷²⁾ 반면 (ii) 인수희망자와 기존 지배주주 양쪽이 모두 대상회사에 상당한 개인적 이익을 갖고 있는 경우에는 1인 1의결권 원칙이 항상 사회적으로 효율적인 결과를 초래하지는 않는다는 것이다.⁷³⁾ 이에 따르면 1주 1의결권 원칙은 많은 경우에 타당하지만, 특히 소수주주 보호법제 등의 미비로 개인적 이익이 발생할 가능성이 많은 경우에는 오히려 그 예외를 인정할 필요가 있다는 뜻이 된다.⁷⁴⁾

다음 관점은 1주 1의결권 원칙의 예외와 대리인 비용간의 관계이다. 만약 소수지분만을 가진 자가 다수의결권, 주주간 약정, 피라미드 구조 등을 활용하여

⁷⁰⁾ Business Roundtable v. SEC, 905 F2d 406, 416-17 (DC Cir. 1990)

⁷¹⁾ John C. Coates IV, *supra* note 3, at 699.

⁷²⁾ Sanford J. Grossman and Oliver D. Hart, "One share-one Vote and the Market for Corporate Control" (1988) 20 *J. Fin. Econ.* 175, 180. (이하 S. Grossman *et al.* (1988)로 표기한다). 예컨대 개인적 이익이 큰 인수희망자는 이를 노리고 사회적으로 비효율적인 기업인수에 나설 수 있다. 이 때 인수희망자는 의결권이 있는 그룹의 주식만을 취득하므로 비효율적인 기업인수에 따른 손해는 일부만 부담한다.

⁷³⁾ *Ibid.*, at 181.

⁷⁴⁾ Guido Ferrarini, *supra* note 27, at 8; Mike Burkart & Samuel Lee, "The One Share-One Vote Debate: A Theoretical Perspective", ECGI Working Paper in Finance (2007) at 50.

전체 회사를 지배할 수 있다면, 이러한 자는 주주 전체 또는 회사 전체의 이익보다는 자기 자신의 개인적 이익을 우선할 가능성이 높다. 즉 1주 1의결권의 예외를 허용하는 경우 소수지분만을 가진 지배주주의 출현에 따른 대리인 비용이 발생하고, 그 문제점은 지배주주가 가진 지분비율이 떨어질수록 심하게 나타난다.⁷⁵⁾ 이러한 대리인 비용은 실제 사례분석을 통해서도 입증되고 있다.⁷⁶⁾

이렇게 볼 때 대체로 1주 1의결권 원칙은 긍정적인 기능을 갖고 있으며, 이러한 관점에서 다수의결권 등 제한 원칙 도입은 나름의 설득력을 지닌다. 하지만 1주 1의결권 원칙을 일관하고 예외를 인정하지 않을 것인지에 관하여는, 위 SEC Rule의 예⁷⁷⁾와 OECD의 기업지배구조 원칙⁷⁸⁾에서 보듯이 탄력성을 부여하는 경우도 많이 발견된다. 구체적으로 지침에 도입된 다수의결권 등 제한 원칙이 어떤

75) Lucian A. Bebchuk, Reinier Kraakman and George G. Triantis, "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights", in R. Morck(ed.), *Concentrated Corporate Ownership* (2000) pp.301-305. 이 논문 305-306쪽은 이러한 대리인비용을 줄이는 요소로서 경영진의 명성과 소수주주 보호법제를 들고 있다.

76) 예컨대 (i) Stijn Claessens, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan & Larry H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", 57 *J. Fin.* 2741, 2743(2002)에 의하면 동아시아 국가에서는 현금흐름에 관한 권리와 지배권 간의 괴리가 많이 나타나는데, 일반적으로 최대주주가 가진 현금흐름에 관한 권리가 커질수록 기업 가치가 증가하는 것으로 나타났다. (ii) Roberto Barontini & Lorenzo Caprio, "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe", ECGI Finance Working Paper No. 88/2005, (June 2005)에 의하면 유럽 11개국의 675개 상장법인을 조사한 결과 지배권과 현금흐름을 분리하기 위해 이용되는 각종 수단과 회사가치 사이에는 부(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

77) 1주 1의결권 원칙의 예외를 긍정적으로 받아들이는 견해도, 다수의결권 제도를 회사운영 중간에 도입하는 방식에 대하여는 부정적인 입장을 취하고 있다. 위 SEC Rule 19c-4도 최초의 상장시에만 1주 1의결권 원칙의 예외를 인정한 것이었다. Grossman *et al.* (1988). *supra* note 72, at 201도 회사운영 중간에는 비록 주주들이 동의를 한다고 하더라도 회사 이사들이 자신의 이익을 위하여 다수의결권 제도 등을 도입함으로써 주주의 이익을 침해할 위험성이 있다고 보면서, 이와 달리 최초 상장시에는 소유자들의 자신의 이익을 최대화시킬 유인이 있고 다수의결권 제도 도입에 따른 모든 효과를 받게 되므로 이와 같은 위험성이 없다고 보았다. Ronald J. Gilson, "Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes", 73 *Va. L. Rev.* 807, 841 (1987)도 기본적으로 이와 유사한 취지이다.

78) 2004년 OECD 기업지배구조 원칙에 의하면 지분소유와 비례하지 않는 지배권 행사를 긍정하면서, 다만 이러한 내용은 공시되어야 한다고 규정하고 있다. OECD Principles of Corporate Governance, II-D (2004) (available at <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>).

결과를 가져올 것인지에 관하여는 항을 바꾸어 살펴보고자 한다.

나. 경제적 효과 분석

(1) 기본 모델

만약 의무공개매수 제도 없이 다수의결권 등 제한 원칙만 있다면 인수희망자(R)는 두 가지 선택의 길을 갖게 된다. 즉 기존주주(I)와의 교섭을 통해 지배권을 양수할 수도 있고, 아니면 기존주주를 무시하고 곧바로 다수지분을 보유하고 있는 주주들에게 다수의결권 등 제한 원칙에 따른 공개매수를 시도하여 의결권 수반 자본의 75% 이상을 확보하는 방법을 택할 수도 있다. 어느 쪽을 선택할지는 인수희망자가 투자비용 등을 고려하여 결정할 문제이다. 이러한 점에서 다수의결권 등 제한 원칙은 소유와 지배권간의 괴리가 있는 경우 지배권자와 거래를 하지 않고 대신 직접 다수의 지분을 갖는 주주들의 의사를 물을 수 있도록 길을 열어준 제도라고 할 수 있다.⁷⁹⁾

하지만 의무공개매수 제도가 도입되어 있고, 이것이 다수의결권 등 제한 원칙과 효과적으로 결합되어 있다면, 인수희망자는 위 첫 번째 선택지가 아닌 두 번째 길을 선택할 가능성이 높다. 여기에서 효과적으로 결합되어 있다는 것은 지배권을 양수하면서 의무공개매수를 피할 수는 없다는 뜻이다. 이 경우 인수희망자는 기존주주와의 협의를 통해 지배권을 인수하더라도 곧바로 다른 주주들의 주식까지도 높은 가격으로 인수해야 하므로,⁸⁰⁾ 차라리 처음부터 다수 주주들을 상대로 75% 이상 지분의 확보를 시도할 가능성이 많은 것이다.⁸¹⁾

지침에 따르면 각국은 반드시 의무공개매수 제도를 도입하여야 하므로, 이를 전제로 인수희망자가 두 번째 길, 즉 다수의결권 등 제한 원칙에 따른 적대적 공개매수에 나선 경우를 검토해 본다. 분석의 편의를 위해 인수희망자는 $(1-\alpha)$ ⁸²⁾

79) E. Bergloef *et al.* (2003), *supra* note 44, at 200.

80) E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5, at 26.

81) 물론 이는 절대적인 것은 아니다. 예컨대 인수희망자, 기존주주의 개인적 이익(Z_r, Z_i)은 상당히 낮고 지배권 변동 후 예상되는 주가(x_r)는 상당히 높은 경우 거래비용을 고려하여 인수희망자가 직접 공개매수에 나서기보다 기존 지배주주와 협의를 한 후 의무공개매수로 이행하는 수순을 밟을 수 있다. 이 경우 참고자료 1 중 사례 2(3)(ii)의 예처럼 의무공개매수 가격 자체가 높지 않으므로, 지배권만 변경되고 기존 지배주주를 제외한 다른 주주들은 의무공개매수에 응하지 않은 채 그대로 주식을 보유하게 될 가능성이 많다.

82) 앞서 α 를 0.25 미만으로 정의했으므로 $1-\alpha$ 는 0.75(즉 75%) 이상이다.

지분을 취득의 대상으로 하고 있고,⁸³⁾ 이를 방어하는 기존 지배권자는 대항매수로서 역시 위 $(1-\alpha)$ ⁸⁴⁾ 부분의 취득을 검토하고 있다고 하자.⁸⁵⁾

먼저 기존 지배주주가 충분한 자금여력을 갖고 인수희망자의 적대적 인수합병 시도에 대항할 수 있는 경우, 의무공개매수와 다수의결권 등 제한 원칙의 결합은 효율적인 경영권의 이전을 가져오게 된다.⁸⁶⁾ 즉 기존 지배권자의 거부에 의하여 또는 의무공개매수 제도의 냉각 효과에 의하여 저지되었을 법한 가치증가형 인수거래가 일어나게 된다. 한편 가치감소형 인수거래는 효과적으로 저지된다. 문제는 기존 지배주주가 별다른 자금여력이 없어서 인수희망자가 기존 지배주주와의 경쟁이 없이 적대적 인수에 나서는 경우이다. 이 경우 인수희망자는 별다른 저항 없이 대상회사를 인수할 수 있고, 기업인수 거래가 항상 효율적이라는 보장은 없다. 소수주주의 관점에서 볼 때, 기존 지배주주가 자금여력이 있는 경우 소수주주는 향후 예상되는 주가(xr) 이상의 공개매수 가격을 제시받게 될 가능성이 많고, 자금여력이 없는 경우에는 향후 예상되는 주가 수준에서 공개매수 가격을

83) 전체 주식을 대상으로 하되 그 중 다수의결권 등 제한 원칙의 적용을 가능하게 하는 $(1-\alpha)$ 주식을 먼저 취득하고자 하는 것이다. 기존 지배주주에게 대항매수 여력이 없는 경우에는, 후술하듯이 공개매수 가격은 지배권 변동 후 주식가격과 동일하고($B = xr$), 따라서 $(1-\alpha)$ 주식을 취득한 인수희망자는 나머지 α 주식에 대하여 공개매수 가격이자 변동 이후의 가격인 xr 을 제시하여 의무공개 매수할 것이므로 별다른 추가 손익이 없다. 만약 기존 지배주주에게 대항매수 여력이 있어서 인수희망자가 xr 이상의 공개매수가격($B > xr$)을 제시했던 경우에는 그 공개매수가격으로 α 주식을 의무공개 매수해야 하므로 인수희망자에게 추가비용이 발생할 수 있다. 이하에서는 논의의 편의를 위해 $(1-\alpha)$ 주식만을 취득하는 것을 전제한다.

84) 의무공개매수제도 하에서 25% 미만을 가진 자가 추가로 주식을 매집하면 의무공개매수 제도가 정하는 지분비율에 도달하게 되어 전체 주식을 매수할 의무를 지게 되는 경우가 많을 것이다. 자금여력이 부족한 경우 100% 자회사를 설립하고 그 자회사로 하여금 신주식을 발행하여 교환공개 매수하는 방식도 고려할 수 있을 것이다. Lucian A. Bebchuk, *supra* note 41, at 970-971 참조.

85) 물론 인수희망자의 적대적 인수 시도 가운데 제3자가 등장할 가능성도 있는바, (i) 기존 지배주주에게 자금여력이 있는 경우 그 제3자 또는 인수희망자 중 고가를 제시하는 자와 기존 지배주주가 경쟁하게 되고, (ii) 기존 지배주주에게 자금여력이 없는 경우 인수희망자와 제3자의 개인적 이익의 크기에 따라 승자가 바뀔 수는 있으나 이때에도 개인적 이익을 반영한 고가를 제시한 자가 곧 위 분석의 인수희망자의 지위에 서게 된다. 이렇듯 제3자가 있는 경우 그러한 제3자와 인수희망자 중 어느 쪽에 지배권이 넘어가는 것이 더 효율적인지에 대하여는 별도의 검토가 필요하다. 여기에서는 일단 기존 지배주주의 지배권이 변동되는 것이 효율적인지 여부에 초점을 맞추고 있다.

86) 논증은 참고자료 1 중 사례 3(1) 참조.

제시받게 될 것이다.⁸⁷⁾ 특히 후자인 경우 소수주주 보호의 측면에서 볼 때 의무공개매수가 없는 상태로 돌아가게 되므로(제시받는 공개매수가격이 xr 이라는 점에서), 다수의결권 등 제한원칙은 의무공개매수에 의해 소수주주에게 부여된 이익을 박탈하는 결과를 가져온다는 비판을 받을 수 있는 것이다.⁸⁸⁾

위 분석들에 따르면 의무공개매수와 결합된 다수의결권 등 제한 원칙의 효과는 기존 지배주주의 대항가능성 여부에 따라 큰 차이가 있는 셈이다. 과연 EU 회원국의 현실은 어떠할까? 실증적인 연구결과에 의하면 25% 미만을 갖고 있는 지배주주로서 주식을 추가 매집할 자금여력을 갖고 있는 경우는 많지 않은 것으로 나타났다.⁸⁹⁾ 만약 지배주주의 자력이 충분했다면 아마도 미리 지분을 25% 이상 매집하여 다수의결권 등 제한 원칙의 적용을 원천적으로 막았을 것인바, 어떤 기업이 이러한 상황에 처했다는 것 자체가 지배주주의 대항가능성이 낮다는 것을 뜻한다고 볼 여지도 있다. 하지만 이 원칙의 도입 이후 대부분의 경우에 기존 지배주주가 인수희망자의 적대적 인수시도에 별다른 저항을 하지 못할 것이라고 보는 것도 비현실적이다. 위 모델은 기존 지배권자 역시 잔여주식 전부($1-\alpha$)를 취득하려고 할 것이라고 전제하고 또한 백기사 등 제3자의 개입을 상정하지 않고 있다. 그밖에 지배주주는 자회사 설립 이후의 교환공개매수 등 우회적인 지분매입에 나설 수 있는 길도 열려 있다. 결국 이론적으로 볼 때, 다수의결권 등 제한 원칙에 따른 적대적 인수합병의 허용은 기존 지배주주가 이에 저항할 가능성이 있는 이상 효율적인 경영권 이전에 도움이 될 가능성이 많지만, 과연 EU 회원국에서 실제 운용과정에서 지배주주의 행태가 어떻게 나타날지는 좀 더 관찰을 요한다.

(2) 다수의결권 등 제한 원칙과 의무공개매수의 관계

다수의결권 제한 원칙과 의무공개매수 제도와의 관계에 대하여, 다수의결권 등 제한 원칙을 회의적으로 바라보는 입장에서는 이 원칙이 지침상의 강제규정인 의무공개매수와 충돌한다고 주장한다. 대상회사의 소수주주 입장에서 볼 때 의무공개매수 제도를 통해 부여된 이익이 다수의결권 등 제한 원칙을 통해 박탈되는 접근도 이러한 흐름에 서 있다. 나아가, 지배권에 관한 개인적 이익의 일부를 소수주주에게 분여하는 것이 의무공개매수의 목적인데, 다수의결권 등 제한 원칙은 지배권에 붙어있는 프리미엄 자체를 낮추는 결과를 초래하므로 제도의 취지

87) 논증은 참고자료 1 중 사례 3(2) 참조.

88) E. Bergloef *et al.* (2003), *supra* note 44, at 200도 이러한 점을 지적하고 있다.

89) Morten Bennedsen & Kasper Nielsen, *supra* note 66.

가 상충된다는 비판도 있으나,⁹⁰⁾ 지배권 프리미엄의 극대화 여부는 지침의 목표와 무관하고,⁹¹⁾ 다수의결권 등 제한 원칙 도입 이후에도 지배주주와의 협의를 통한 지배권 인수 후 의무공개매수 방식을 통하는 경우에는 소수주주에게 지배권 프리미엄에 참여할 길이 여전히 열려 있으므로 그다지 설득력은 없다.

다수의결권 등 제한 원칙과 의무공개매수가 모순되는 것은 아니지만, 의무공개매수 제도의 도입만으로도 충분한 효과를 거둘 수 있다고 보는 견해도 있다. 이에 따르면 의무공개매수를 통해 인수희망자 측의 개인적 이익이 내부화하는 효과가 발생하는데, 다수의결권 등 제한 원칙에서 나타날 수 있는 효율성도 사실은 높은 지주비율(75%)에서 비롯된 것이므로 이는 의무공개매수 제도를 통한 내부화 효과로 충분히 달성할 수 있다고 주장한다.⁹²⁾ 그러나 앞서 본 바와 같이 다수의결권 등 제한 원칙은 인수희망자에게 직접 소수주주를 상대로 주식의 매집에 나설 선택의 길을 열어준 것이고, 의무공개매수와 다른 경제적 효과를 갖게 되므로, 이 견해에는 찬성할 수 없다.

결국 앞서 본 이론 분석에 따르면 다수의결권 등 제한 원칙은 (i) 냉각효과를 갖고 있는 의무공개매수와 달리 (지배주주가 있는 대상회사에 관한) 적대적 인수 합병의 새로운 통로를 열어줌으로써 인수합병시장을 활성화한다. (ii) 특히 지배주주의 대항가능성이 낮은 경우에는 의무공개매수에 의해 부여된 소수주주의 이익이 박탈될 수 있다는 점에서 의무공개매수와 상충되는 점이 있다고 하겠다. 다만 실제로 다수의결권 등 제한 원칙이 얼마나 영향력이 있을지는 좀 더 정밀한 사례 분석이 필요하다. 예컨대 앞의 이론 분석은 인수희망자가 다수의결권 등 제한 원칙을 이용하여 적대적 공개매수에 나서는 것을 전제로 하였으나 현실에서는 인수희망자가 의무공개매수의 발동요건,⁹³⁾ 사회적 분위기⁹⁴⁾ 등을 고려하여 지

90) E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5.

91) P. Mülberr, *supra* note 25, at 733.

92) *Ibid.*, at 732. P. Mülberr 교수는 나아가 의무공개매수가 있는 경우 다수의결권 등 제한 원칙은 단지 복수의결권 주식에 부착된 프리미엄을 희석시키는 것에 불과하다 라고 평가절하하고 있다(*Ibid.*, at 735).

93) 지침상 의무공개매수의 발동요건은 회원국이 정하도록 되어 있다. 예컨대 의무공개매수의 발동요건이 40% 선으로 정해져 있고, 현재의 지배주주가 20%의 지분을 보유하면서 지배권을 행사하는 경우 인수희망자는 의무공개매수의 부담 없이 지배주주와 협의에 나설 수 있는 것이다. 물론 이 경우에 인수희망자가 다수의결권 등 제한 원칙을 이용하여 적대적 공개매수에 나설 수도 있는바, 어느 쪽을 선택할 것인지 일률적으로 말하기는 어렵다.

94) 인수희망자는 적대적인 기업인수에 우호적이지 않은 사회분위기를 고려하여 비용부담

배주주와의 협의를 선호할 수도 있는 것이다.

(3) 실증적인 분석

지침의 의도대로 다수의결권 등 제한 원칙이 도입되어 효용을 발한다면, 소수 지분만으로 전체 회사를 지배해 오던 지배주주들의 입지가 흔들릴 가능성이 높다. 이론상 지배주주들이 취할 수 있는 조치로서, (i) 다수의결권을 활용하여 주주총회에서 기존 경영진으로 하여금 적극적인 방어행위에 나서도록 하는 방법, (ii) 피라미드 구조, 상호주 보유 등 소유와 지배권을 분리할 수 있는 대안을 강구하는 방법, (iii) EU 회원국 이외의 국가 또는 회원국이더라도 다수의결권 등 제한 원칙을 거부한 국가로 회사 설립지를 이전하는 방법, (iv) 보유지분의 비율이 25%를 넘도록 지분을 추가 취득하여 다수의결권 등 제한 원칙의 발동을 저지하는 방법 등이 있을 수 있다.⁹⁵⁾ 그러나, 위 (i)의 방법은 방어조치를 논하는 주주총회에서 1주 1의결권이 적용되도록 한 지침 제11조 제3항으로 인해 실행이 어렵고, (ii)의 방법은 이러한 대안적 구조를 마련하는데 추가비용과 시간이 소요된다는 문제가 있으며, (iii)의 경우에도 회사의 실질적인 본거지(real seat)를 중시하는 접근법에 따른다면 효력을 인정받지 못할 위험성이 있고, (iv)의 경우에도 기존 지배주주들 중 과연 이렇듯 자금여력이 있는 주주가 많을 것인지에 대한 의문이 남는다.

위 (iv)의 문제를 포함하여 다수의결권 등 제한 원칙이 EU 기업들에 미칠 파급효과를 실증적으로 분석한 Morten Bennedsen과 Kasper Nielsen에 따르면, 2002년 현재 상당한 숫자의 EU 기업들이 이 원칙의 시행으로 인해 영향을 받는 것으로 나타났다.⁹⁶⁾ 그리스와 룩셈부르크, 네덜란드를 제외한 EU 회원국 내의 5,126개 상장기업을 조사한 결과, 약 20%에 해당하는 1,035개 회사가 다수의결권 주식을 갖고 있었고, 그 중 33~47개(3~5%) 기업이 위 원칙의 시행으로 인해 경영권 상실의 직접적인 위협에 놓이게 되는 것으로 나타났다. 즉 이 기업들은 지배주주가 25% 이하의 소유지분을 가지면서 50% 이상의 의결권을 행사하는 구조를 갖고 있었다. 나아가 119~179개(11~17%) 기업들도 경영권을 위협받게 되는 상황에 놓이게 될 것으로 분석되었다. 이렇듯 경영권에 대한 위협이 문제되

이 늘어나더라도 지배주주와 협의에 나설 가능성이 있다.

⁹⁵⁾ E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5 at 29.

⁹⁶⁾ Morten Bennedsen & Kasper Nielsen, *supra* note 66, at 21.

는 기업들은 주로 덴마크, 독일, 핀란드, 이탈리아, 스웨덴, 영국에서 설립된 기업들이었다. 또한 현재 지배주주가 25% 미만의 소유지분을 갖고 있는 유럽의 기업으로서 추가적으로 25% 경계선을 넘기기 위해 지분을 추가 매집할 여력이 있는 경우는 많지 않은 것으로 나타났다. 이에 대하여 같은 자료를 인용하면서도 위 원칙을 실제로 시행할 때까지는 상당한 기간이 소요될 것이고 피라미드 등 다른 대안적 구조로 전환하는 기업도 많을 것이므로 실제로 경영권 위협이 발생하는 기업은 많아야 전체 유럽기업의 3~4% 수준에 불과하다고 위 원칙의 영향력을 평가절하 하는 견해도 있다.⁹⁷⁾

다. 평가

우리 상법은 전통적으로 1주 1의결권 원칙에 의하고, 이에 대한 별다른 예외를 허용하지 않았다. 그러나 2006. 10. 법무부가 발표한 상법개정안에 따르면 복수의결권 주식은 허용되지 않으나, 다양한 주식 형태를 통하여 1주 1의결권 원칙에 탄력성을 부여하는 방식이 모색되고 있다.⁹⁸⁾ 다수의결권 등 제한 원칙을 둘러싼 유럽에서의 여러 논의는 이러한 우리 현실에도 도움이 될 수 있을 것이다.

다수의결권 등 제한 원칙에 관한 논의는 (i) 다수의결권 등 제한 원칙 자체의 타당성에 관한 문제와 (ii) 그 배경에 깔려 있는 1주 1의결권 원칙의 타당성에 관한 논의로 대별될 수 있다. 전자의 측면에서 제기되는 비판으로서 먼저 재산권에 관한 사후적 간섭에 따른 문제점이 있다. 이러한 간섭은 공정성 문제를 불러일으킬 뿐 아니라 재산권에 대한 불확실성을 높이게 된다는 것이다.⁹⁹⁾ 이미 발행되어 유통되는 다수의결권 주식을 방치하면서 왜 인수합병 단계에서만 그 효력을 무력화시키는지 의문이라는 견해도 이와 맥을 함께 한다.¹⁰⁰⁾ 다수의결권 등 제한 원칙 실행에 관한 또 하나의 난제는 기존 지배주주에 관한 보상 문제이다. 비록 지침에서 다수의결권 등 제한 원칙으로 인한 지배권 상실의 보상조항을 두고 있지만(제11조 제5항), 구체적인 보상액의 산정은 지난한 문제이다. 또한 각종

⁹⁷⁾ John C. Coates IV, *supra* note 3, at 685.

⁹⁸⁾ 위 상법개정안 제344조제1항은 회사가 주주총회에서의 의결권의 행사, 주식의 양도, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 종류의 주식을 발행할 수 있는 것으로 하고 있고, 제344조의4는 특정한 사항의 거부권에 관한 종류주식을, 제344조의5는 임원인 면권에 관한 종류주식 등을 각기 규정하고 있다.

⁹⁹⁾ E. Bergloef *et al.* (2003), *supra* note 44, at 202.

¹⁰⁰⁾ Guido Ferrarini, *supra* note 27, at 3.

선택의 왜곡 현상이 지적되기도 한다. 즉 기존 지배주주가 25% 이상을 보유하고 있다 하더라도 신주발행으로 인한 지분희석에 부담을 갖는 경우, 투자기회를 포기하거나 또는 신주발행 이외의 비싼 자본조달 수단을 택하는 현상이 나타날 수 있다.¹⁰¹⁾ 또한 다수의결권 이외의 대안추구 현상, 즉 다수의결권 주식제도와 마찬가지로 소유와 지배를 분리할 수 있지만 다수의결권 등 제한 원칙의 적용대상에서 제외되는 피라미드식의 불투명한 지배구조로 도피하는 현상이 나타날 수 있다.¹⁰²⁾ 만약 다수의결권 등 제한 원칙으로 인해 피라미드식 구조가 늘어나게 된다면 이는 오히려 상황이 악화되는 것이라고도 할 수 있다.¹⁰³⁾ 나아가 다수의결권 등 제한 원칙이 결과적으로 지배주주로 하여금 25% 이상의 현금흐름에 관한 권리를 갖도록 유도하는 것에 대하여 위 25%라는 수치가 정당성을 갖기 어렵다고 보는 견해도 있다.¹⁰⁴⁾ 그밖에 다수의결권 등 제한 원칙이 원래의 취지와 달리 오히려 인수합병행위를 어렵게 할 것이라는 비판¹⁰⁵⁾과 지배주주가 있는 것

¹⁰¹⁾ Morten Bennedsen & Kasper Nielsen, *supra* note 66, at 18.

¹⁰²⁾ Lucian. A. Bebchuk & Oliver D. Hart, "A threat to dual-class Shares - The Recommendation of the Breakthrough Rule Fails to Recognize Its Broader Implications", *Financial Times* (May 31, 2002) (available at http://www.ecgi.de/takeovers/media/articles/bebchuk_hart_ft.pdf).

¹⁰³⁾ 피라미드식 구조는 외부에서 효율적으로 모니터링하기 어려운 구조여서 그 확산이 바람직하지 않지만, 피라미드를 정의하고 그 사용을 제한하는 데에는 기술적인 어려움이 따르기 때문에, 지침상 다수의결권 등 제한 원칙의 적용대상에서는 제외되었다. 윈터 보고서, *supra* note 12, pp.38-39.

¹⁰⁴⁾ John C. Coates IV, *supra* note 3, at 698는 지배주주가 5% 정도를 보유할 때 기업가치가 제일 높고 그 이후 30%까지는 오히려 지배주주의 지분율이 높아질수록 기업가치가 떨어진다는 연구결과 [Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, 20 *J. Fin. Econ.* 293 (1988)]. 다만 이 연구결과에 대하여는 잘못된 방법론이라면서 반대의 자료를 제시하는 논문도 있다. Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard and Darius Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", 53 *J. Fin. Econ.* 353 (1999)]를 인용하고 있다. 위 연구결과에 의한다면, 다수의결권 등 제한 원칙은 25% 정도의 소유를 장려하게 되어 결국 기업가치를 떨어뜨리는 결과를 초래한다는 것이다.

¹⁰⁵⁾ P. Mülbart, *supra* note 25, at 719는 다음 사례를 들고 있다. X회사가 100,000주의 A주식과(1개의 의결권. 시장에서 10유로에 거래됨) 100,000주의 B주식(3개의 의결권. 시장에서 20%의 프리미엄으로 거래됨)을 발행하고 있다고 하자. 현재 법제 하에서 75%의 지배권 인수희망자는 B주식만 1,200,000유로에 구입하면 되고, 이는 50% 현금흐름에 관한 권리를 의미하게 된다. 하지만, 다수의결권 등 제한원칙이 입법화된 경우에 (프리미엄이 골고루 분산된다는 전제 하에) 인수희망자는 똑같은 결과를 얻기 위해 1,650,000 유로(200,000주×75%×(10유로×110%))를 투자해야 하는 문제가 발생한다.

이 전혀 없는 것보다 나올 수 있다는 비판¹⁰⁶⁾도 제기되고 있지만, 이러한 비판은 큰 설득력이 없는 것으로 보인다.

다음으로 1주 1의결권 원칙의 타당성에 대한 비판의 핵심은, 이를 규범으로 강제하는 경우 당사자들의 선택을 왜곡하게 된다는 것이다. 즉 다수의결권 주식제도가 금지되어 있으면 지배주주는 이를 대신하는 피라미드 구조 등을 택하게 되고,¹⁰⁷⁾ 다수의결권 주식 이외에 마땅한 경영권 방어방법이 없다고 판단되는 경우에는 아예 상장을 하지 않은 채 폐쇄회사 지위를 유지한다는 것이다.¹⁰⁸⁾ 또한 앞서 Grossman 교수와 Hart 교수가 지적한 바와 같이 다수의결권을 인정하는 자본구조가 경우에 따라서는 가장 효율적인 결과를 가져올 수 있다는 주장도 가능할 것이다.

생각건대, 지침상 다수의결권 등 제한 원칙은 그 자체로 많은 난점을 갖고 있다. 경제적으로 볼 때 특히 기존 지배주주가 자금여력이 없는 경우 앞서 분석한 바와 같이 비효율적인 결과가 발생할 가능성이 다분하고, 위에서 본 바와 같이 그 구체적인 실행에 있어서도 걸림돌이 많다. 반면 그 배경에 자리 잡고 있는 1주 1의결권 원칙은 우리에게 시사하는 바가 크다. 현재 다수의결권을 인정하는 회사들과 1주 1의결권 원칙에 의한 회사들의 수익력 차이를 단정할 실증적 자료는 없는 듯하다.¹⁰⁹⁾ 하지만 앞서 경제적 분석에서 살펴본 바와 같이, 많은 경우

다는 것이다. 따라서 위 원칙의 도입이 오히려 인수, 합병의 가능성을 낮춘다고 보고 있다. 그러나 (i) 위 원칙의 도입으로 인해 기존 지배주주의 협력 없이 적대적으로 대상회사를 인수하는 것이 가능해졌고, (ii) 위 원칙의 도입이후에도 지배주주의 협력을 받아 지배권을 인수하는 것이 여전히 가능하다는 점을 고려할 때, 위 원칙의 도입이 오히려 인수, 합병의 가능성을 낮춘다고 보기는 어렵다.

¹⁰⁶⁾ John C. Coates IV, *supra* note 3, at, 698은 다수의결권 등 제한 원칙의 적용결과 주식 소유가 분산된다면 경영진에 관한 대리비용이 크게 증가할 것을 우려하고 있다. 그러나, 다수의결권 등 제한 원칙이 의도하는 것은 주식 소유의 분산이 아니라 소유권과 지배권과의 비례관계이다. 다수의결권 등 제한 원칙이 시행되면 지배주주들은 대부분 자신의 주식을 분산시키는 쪽으로 반응하기 보다는 25% 이상으로 늘리기 위해 노력할 것이다.

¹⁰⁷⁾ Marco Becht, *European Corporate Governance: Trading Off Liquidity against Control*, ECGI Working paper (1999) p.8.

¹⁰⁸⁾ Mike Burkart & Samuel Lee, *supra* note 74, at 38, 51 참조; 이와 관련하여 Lucian A. Bebchuk, "A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control", NBER Working Paper no. 7203, (June 1999) p.30은 법에 의해 주식분산형 소유구조를 유도한다 하더라도, 기업들은 이에 따르기 보다는 아예 상장을 하지 않는 방식으로 반응할 것이라고 보았다.

¹⁰⁹⁾ Olaf Ehrhardt & Erik Nowak, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)* EFA 2003 Annual Conference

에 1주 1의결권 원칙은 가장 효율적인 결과를 가져오고 특히 다수의결권 주식을 인정할 경우 대리인 비용이 크게 발생할 우려가 높다. 이러한 대리인 비용은 아직 주주보호법제가 충분히 발전하지 못한 것으로 평가되는 우리나라에서 더욱 크게 나타날 우려가 있다.¹¹⁰⁾ 어차피 피라미드 구조 등으로 동일한 효과를 달성하고 있으므로 다수의결권을 허용해도 큰 차이가 있는 것은 아니라는 접근법도, 피라미드 구조를 만들고 유지하는데 거래비용이 든다는 점¹¹¹⁾과 다수의결권 주식이 가능해지면 훨씬 더 싸고 간편하고 소유권과 지배권을 분리시킬 수 있다는 점을 고려하면 반드시 설득력이 있는 것은 아니다. 다수의결권을 통해 상장을 원하는 기업에게 경영권 방어수단을 부여할 수 있다는 견해에 대해서도, 경영권 방어 수단을 도입할 필요성을 인정한다고 하더라도 상법이 지금까지 유지했던 근간인 1주 1의결권 원칙을 근본적으로 변화시킬 것이 나으리 아니면 포이즌 필 등 다른 수단을 도입하는 것이 나으리 비교할 필요가 있다는 반론이 가능할 것이다. 또한 비록 다수의결권 주식제도가 도입된 경우 이에 대한 적정한 평가가 시장에서 이루어진다고는 하나, 단일 주식에 대한 평가보다는 아무래도 그 평가가 더 복잡하고 어려워질 가능성이 많다. 유럽의 경우 앞서 살펴본 바와 같이 다수의결권 주식제도는 점차적으로 그 힘을 잃고 있고, 윈터 보고서와 다수의결권 등 제한 원칙에서 보듯이 전 유럽적으로 1주 1의결권 원칙을 정립하려는 움직임이 나타나고 있다. 이러한 점에서 볼 때, 현행 1주 1의결권 원칙을 근본적으로 변경하는 것은 신중하게 접근할 필요가 있다.

Paper No. 809 (June 2003)에 의하면, 독일에서 1970~1991 사이에 다수의결권 주식제도를 도입한 채 공개에 나선 105개의 기업을 조사한 결과, 동일한 사이즈의 포트폴리오의 회사들과 비교할 때 3년간 수익률에서 더 뒤지는 것으로 나타났다. 반면, Laura Casares Field & Jonathan M. Karpoff, "Takeover Defenses of IPO Firms", 57 *J. Fin.* 1857, 1883 (2002)에 의하면, 1990년대 초반에 상장된 1,000여 개의 미국 기업을 조사한 결과 다수의결권 주식제도를 포함한 일반적인 지배권 확보방법이 기업의 수익력을 떨어뜨렸다고 볼 증거가 없다고 한다.

110) Bernard S. Black & Reinier R. Kraakman, "A Self Reinforcing Model of Corporate Law", 109 *Harv. L. Rev.* (1996)도 효율적이지 않은 증권시장인 경우 1주 1의결권 원칙의 변형이 자칫 비합리적인 결과를 가져올 수 있다고 한다. 즉 공모가격 등 주가 결정이 정확하게 이루어지지 않을 가능성이 높고, 회사 경영진이 기회주의적인 행동을 보일 가능성이 많다는 것이다.

111) John C. Coates IV, *supra* note 3, at 689.

4. 각 회원국의 선택권과 상호주의

가. EU 차원의 단일입법 여부: 단일 유럽시장 vs. 개별 회원국의 현실

지침의 또 하나 특징적 조항은 각 회원국의 입법재량과 상호주의를 규정하는 제12조이다. 즉 논란이 많았던 이사회에의 중립성 조항(제9조)과 다수의결권 등 제한 원칙(제11조)에 관하여, 각 회원국은 이를 도입하지 않을 수 있고(opt-out), 이를 도입하면서 상호주의를 요구할 수도 있다.

사실 논리적으로 먼저 다루어져야 할 근본 문제는, 과연 EU 차원의 공개매수 지침을 따로 마련할 필요가 있는지 여부였다. 각 회원국이 자국의 현실을 반영한 공개매수 법제를 마련하면 충분하고, 실제로 지난 수년간 EU 차원의 통일적 규범 없이도 각국의 회사법제가 서로 접근해왔다는 점을 들어 이러한 지침 자체의 효용에 의문을 제기하는 견해도¹¹²⁾ 있었다.¹¹³⁾ 반면 EU 위원회의 기본적인 입장은 EU의 기업인수 시장을 활성화해야 한다는 것이고, 이를 달성하기 위한 주요한 수단 중의 하나가 통일적인 법규를 제정하여 적대적 인수합병의 비용을 낮추는 것이었다.

단일 유럽시장을 달성하기 위해 통일된 지침을 일관하다 보면 각기 다른 기업 소유구조와 규제의 역사를 갖고 있는 개별 회원국의 현실을 무시하게 된다. 반면 각 회원국의 사정을 고려하다 보면 통일된 유럽시장이라는 목표는 공염불이 되고 만다. 이러한 점과 지침을 둘러싼 각 국의 정치적 이해관계를 조율한 결과, 지침의 주요 내용을 그대로 유지하되 논란이 많았던 위 두 조항에 관하여는 개별 회원국들이 상당한 재량을 가지고 그 도입여부와 상호주의를 규정할 수 있도록 타협이 이루어진 것이다.

¹¹²⁾ E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5 at 32.

¹¹³⁾ 그밖에 미국에서의 논의 중, 기존의 ‘주별’ 인수합병 규제 방식 이외에 별도의 ‘연방’ 규율을 만들자는 주장(Lucian A. Bebchuk & Allen Ferrell, “A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition”, 87 *Va. L. Rev.* 111 (2001))에 대하여 연방 입법자의 인센티브 부족, 그에 대한 로비우려 등을 들어 반박하는 견해(Stephen J. Choi & Andrew T. Guzman, “Choice and Federal Intervention in Corporate Law”, 87 *Va. L. Rev.* 961 (2001))도 EU 차원의 규제를 반대하는 논거로 인용될 여지가 있을 것이다.

나. 각 회원국의 선택권에 관한 검토

(1) 입법의 방식: 강제규범과 임의규범

어떠한 사회적 현상에 대하여 과연 정부 또는 제3자가 개입하여 규제하는 것이 바람직한 것인지, 만약 규제한다면 이를 강제규범을 통해 달성할 것인지 당사자들의 선택권을 최대한 존중할 것인지에 관하여는 다양한 견해가 있을 수 있다. 이를 회사법의 성격, 근거와 관련지어 살펴본다면, 일정한 경우에 정부가 회사에 관한 강제적 규범을 설정하고 회사관련자들로 하여금 이를 지키게 할 필요가 있다는 데에는 (정도의 차이가 있을지는 몰라도) 다수의 학자들이 동의하고 있다.¹¹⁴⁾ 특히 이미 설립되어 운영 중인 회사인 경우 예컨대 정관 변경을 제한 없이 허용한다면, 주주들이 주주총회에서 적절하게 투표권을 행사할 인센티브가 없는 등 정관 변경 절차의 불완전성으로 말미암아, 정관 변경이 비효율적인 방향으로 흐를 가능성이 많다.¹¹⁵⁾ 최초의 회사 설립 시에도 외부효과와 정보의 불완전성으로 인해 회사관련자들 간의 협의만으로는 효율적인 결과에 이르기 부족한 경우가 있을 수 있다.¹¹⁶⁾ 물론 이러한 논의는 강제규범의 필요성에 관한 것일 뿐 모든 규제를 강제규범에 의해 행하여야 한다는 뜻은 아니다. 많은 경우에 회사관련자들은 스스로의 이익을 판단하여 이를 회사 운영에 반영할 수 있다. 또한 규제 당국이 회사 관련자들보다 효율적인 규칙을 제정할 정보와 능력을 갖추었다는 보장도 없고, 오히려 특정 이해관계자들에 의해 영향을 받을 가능성도 있다. 하나의 규범을 각기 다른 상황 및 형태의 회사에 적용(one-size-fit-all)하는 문제점을 시정하고, 변화하는 기업환경에 신속하게 대응할 수 있는 탄력성을 부여하기 위해서도,¹¹⁷⁾ 당사자의 선택권을 일정 범위에서 보장해 줄 필요가 있다.

과연 어떤 경우에 강제규범이 필요하고 어떤 경우에 당사자의 선택권을 인정할지 여부는 별도의 논의를 요하는 주제이고, 여기에서는 선택권을 보장하는 형태에 대해서만 좀 더 살펴보고자 한다.

선택권을 보장하는 방식은 옵트아웃(opt-out)방식과 옵트인(opt-in)방식으로 대별된다. 전자에 의하는 경우 당사자는 원칙적으로 규제당국이 정해둔 기본규칙

114) Jeffrey N. Gordon, "The Mandatory Structure of Corporate Law", 89 *Col. L. Rev.* 1554 (1989) 등 참조.

115) Lucian A. Bebchuk, "The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law", 89 *Col. L. Rev.* 1395, 1401 (1989).

116) Mike Burkart *et al.*, *supra* note 47, at 742.

117) Gerard Hertig *et al.*, *supra* note 60, at 21.

(default rule)의 적용을 받지만 별도의 의사표시를 통해 그 적용을 피할 수 있다. 반면 후자인 경우 당사자는 애초에 규제당국의 기본규칙을 적용받지 않고 다만 이를 적용받겠다는 별도의 의사표시를 한 이후에 비로소 그 적용을 받게 된다. 두 방식 모두 당사자의 의사를 존중하고 있지만, 그 접근방식이 반대이기 때문에 실제 결과에 있어서는 상당한 차이가 있는 것으로 분석된다. 특히 옵트아웃 방식은 규제당국이 원하는 방향으로 당사자를 유도할 수 있는 효과가 더 강하지만, 반면 (i) 현상유지를 선호하는 일반적인 성향, 정립되어 있는 기본 규칙을 이탈함으로써 발생할 위험성 등 추가비용에 대한 부담 등으로 인해, 당사자의 의사결정이 왜곡될 가능성이 높고, (ii) 이미 마련된 대안을 선택하는 옵트인과 달리 옵트아웃의 경우 그 이후에 어떤 길을 가야할지까지도 결정해야 하므로 더 큰 비용이 소요된다는 문제점이 지적되고 있다.¹¹⁸⁾ 옵트인 방식과 비교할 때 옵트아웃 방식에 있어서는 기본규칙의 내용이 더 큰 영향력을 갖는다. 회사법의 기본규칙을 어떻게 정할 것인지에 대하여, 전통적인 접근방식은 만약 당사자들이 당해 문제를 예상하고 거래비용 없이 협의했다라면 어떻게 정하였는지 가상적으로 판단하여 정하는 것이 바람직하다고 보고 있다.¹¹⁹⁾ 그러나 바람직한 기본규칙의 내용에 관하여 명확한 결론을 내리기 어려울 때에는 향후 옵트아웃 가능성까지 고려하여 기본규칙을 정할 필요가 있다고 하겠다. 즉 상대적으로 정보 및 권한을 더 많이 가지고 있는 자에게 불리하게 기본규칙을 정해둔다면, 설사 이러한 기본규칙이 비효율적인 것으로 판명되더라도 그러한 자의 주도하에 옵트아웃 절차를 통해 비효율을 제거할 수 있는 것이다.¹²⁰⁾ 이에 따르면 분산 소유된 공개회사의 경영권 방어장치에 관한 어떤 제도의 효용성을 확신할 수 없을 때에는 가급적 많은 정보와 권한을 갖는 경영진에게 불리하도록 이를 정해두어야 하는 셈이다.

(2) 지침상의 선택권 조항 분석

지침이 적대적 인수합병 활성화를 위한 핵심조항이라고 할 수 있는 제9조와 제11조의 도입여부를 개별 회원국에게 맡기기로 한 것에 대해, 이러한 선택권의 부여를 강력하게 비판하는 견해도 있었으나 많은 전문가들은 이를 현실적인 선

¹¹⁸⁾ Ibid., at 12.

¹¹⁹⁾ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harv. Univ. Press, 1991) pp.34-35.

¹²⁰⁾ Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, "Optimal Defaults for Corporation Law", 96 *Northwestern Univ. L. Rev.* 489 (2002).

택으로 받아들였다.¹²¹⁾ 나아가 이렇듯 선택권을 부여하는 입법방식이 EU 차원의 입법을 용이하게 하고 각 회원국들에게 EU 입법에 적응할 충분한 시간을 부여하는 장점이 크므로 앞으로 더욱 확대되어야 한다는 견해도 제기되고 있다.¹²²⁾

지침의 탄력적인 태도를 긍정적으로 받아들인다 하더라도 그 조항을 자세히 검토해 보면 몇 가지 문제점이 발견된다. 먼저 지침상 선택권 조항은 회원국 차원의 자유이지 개별 회사들의 자유는 충분히 보장되지 않고 있다. 지침에 따르면 회원국은 제9조와 제11조를 옹트아웃하기로 결정할 수 있고, 따라서 다수의결권 등 제한 원칙과 이사회 의 중립성 조항을 선별하여 받아들일 수 있다. 개별 회사들은 어떠한가? 얼핏 보면 회원국이 옹트아웃한 경우에도 회사들은 자체 결의에 의해 옹트인할 수 있으니 회사들에게도 선택의 자유가 보장된 것처럼 보인다. 그러나 개별회사의 자유는 거기에 그치고, 예컨대 회원국이 제9조, 제11조를 수용한 경우 개별회사는 옹트아웃할 수 없는 것이 원칙이다.¹²³⁾ 또한 후술하는 상호주의 역시 회원국이 도입여부를 결정할 수 있을 뿐, 개별회사가 스스로 상호주의를 도입할 수는 없다. 선택권 도입의 취지가 외부강제에 의해서가 아니라 시장압력과 개별사정에 따라 적대적 인수합병에 대한 방어수단의 유지여부를 결정하도록 한 데 있다고 할 때, 지침은 선택권을 도입하면서도 이를 개별회사가 아닌 ‘회원국’에 부여함으로써 논리적인 일관성을 잃었다는 비판이 가능할 것이다. 즉 제9조와 제11조를 강제하지 않고 선택의 여지를 부여하기로 한 이상, 그 선택권은 시장압력을 직접적으로 받고 있으며 자신의 내부사정을 가장 잘 알고 있는 개별 회사에게 부여함이 타당하다.

다음으로 선택권을 보장하는 방식에 관해 살펴볼 필요가 있다. 처음 선택권의 도입을 주창한 포르투갈 대표단의 제안은 현재의 지침과 반대의 접근법을 택하고 있었다. 즉 회원국은 제9조, 제11조를 옹트인하기로 결정할 수 있고, 옹트인이 있더라도 그 회원국의 개별회사들은 옹트아웃할 수 있는 구조였다.¹²⁴⁾ 과연

121) Blanaid Clarke, *supra* note 29, at 372에 각 전문가들의 반응이 소개되어 있다. 예컨대 지침의 도입을 처음부터 주관했던 커미셔너 F. Bolkestein은 이러한 선택권은 결국 시장에 잘못된 신호를 주게 될 것이라면서 선택권 부여를 비판한 반면, A. Nielsen은 회원국들로 하여금 각기 다른 시장 사정을 고려하여 고유의 장점을 살릴 수 있도록 한 좋은 접근법이라고 평가하였다. Winter 교수는 시장의 자연스러운 압력에 의하여 각 회원국이 위 제9조와 제11조를 전면적으로 도입하게 될 것으로 기대하였다.

122) Gerard Hertig *et al.*, *supra* note 60, at 5, 7.

123) 회원국이 옹트인을 하면서 별도 조항을 두어 개별회사의 향후 옹트아웃을 허용할 수 있는지 대하여는 후술한다.

현 지침과 위 원래의 제안 중 어느 것이 더 바람직한가? 개별회사가 소속 회원국 입법과 달리 나아가는 경우에 초점을 맞추자면, 지침은 회원국이 옵트아웃 했음에도 개별회사가 옵트인하는 것을 상정하고 있고, 위 원래의 제안은 회원국이 옵트인 했음에도 개별회사가 옵트아웃하는 것을 상정한다. 만약 제9조와 제11조의 도입이 사회적으로 효율적인지 불분명하고 개별회사에서의 도입 및 폐지에 관해 경영진이 상당한 영향력을 행사한다면, 앞서 본 바와 같이 일응 공개회사의 경영진에게 불리하도록, 즉 개별회사가 일정한 절차를 밟아야만 옵트아웃할 수 있도록 기본규칙을 짜는 것이 보다 안전한 선택이다. 다만 지침과 위 원래의 제안은 모두 회원국 차원의 선택이 선행되므로 그 우열을 일률적으로 말하기 어렵다. 위에서 언급한 것처럼 선택권을 인정하는 이상 그 선택권은 개별 회사에 부여하는 것이 타당하고, 그 기본규칙에 관해서는 (제9조와 제11조의 도입이 사회적으로 효율적인지 불분명하고 통상 개별회사에서의 도입 및 폐지에 관해 경영진이 상당한 영향력을 행사한다는 전제 하에) 경영진에 불리한 제9조와 제11조를 기본조항으로 정해두는 바람직할 것이다. 즉 이러한 전제 하에서라면, 일반적으로 제9조, 제11조가 적용되는 가운데 특히 이를 원치 않는 ‘개별회사’들이 별도의 절차를 밟아 옵트아웃할 수 있도록 하는 입법구조가 적절하다. 그렇다면 현 지침 하에서도 회원국이 옵트인하면서 별도의 조항을 두어 개별회사로 하여금 옵트아웃할 수 있도록 입법할 수 있는가? 지침상 명확하지 않으나, 이러한 접근이 지침의 정신을 크게 벗어나는 것도 아니고,¹²⁵⁾ 앞서 본 바와 같이 개별회사의 선택권을 보장할 필요성이 크다는 점에서 긍정적으로 보아야 할 것이다.

(3) 상호주의 조항의 분석

상호주의는 공정한 경쟁여건을 조성하기 위한 또 다른 원칙으로 도입되었다. 만약 다른 회사에 대하여 적대적 인수합병을 시도하려면 스스로도 이러한 적대적 인수합병이 가능한 구조를 갖고 있어야 한다는 취지이다. 상호주의를 시행하면 인수합병을 기획하고 있는 기업들이 스스로 이사회외의 중립성 조항, 다수의결권 등 제한 원칙 조항을 수용하여 결국 전반적으로 경영권 방어수단이 약화될 것이라는 기대도 그 배경에는 깔려 있다.¹²⁶⁾

¹²⁴⁾ Matteo Gatti, “Optionality Arrangements and Reciprocity in the European Takeover Directive”, 5 *European Business Organization Law Review* 553, 570 (2005).

¹²⁵⁾ *Ibid.*, at 571.

¹²⁶⁾ DTI. *supra* note 10, at 28은 이를 논거로 제시하면서도 그 설득력은 약하다고 평가하

그러나 지침이 정하는 상호주의는 그 논리적 일관성과 원래 지침이 목표로 하고 있는 인수합병 활성화의 측면에서 몇가지 문제점이 지적되고 있다.

먼저 지침상 상호주의의 이념적 바탕이 되고 있는 평등은 이사회외의 중립성 조항, 다수의결권 등 제한 원칙의 수용만으로 실현되는 것이 아니다. 예컨대 위 조항을 수용하면서도 적대적 인수합병의 위협에 전혀 노출되지 않는 기업이 있을 수 있다.¹²⁷⁾ 이러한 기업의 경우 원래의 상호주의 취지에 따르면 불공정한 경쟁 여건 하에 다른 기업을 적대적으로 인수 합병하는 셈이다. 상호주의 원칙을 일관 하려면 공격자측과 방어자측이 동일한 정도의 적대적 인수가능성을 갖추어야 하는데, 법규정에 의해 이러한 균형을 달성하는 것은 기술적으로도 불가능하다.¹²⁸⁾ 또한 상호주의는 인수희망자측에 추가적인 요건을 요구하는 것이므로 이는 적대적 인수합병 시장의 수요를 억제하는 효과를 갖게 되고, 결국 인수합병시장을 축소하게 될 것이다.¹²⁹⁾ 즉 상호주의는 공정한 경쟁여건을 조성하는데 기여하기는 하지만 인수합병시장 자체를 냉각시키면서 이를 달성하는바, 이는 원래의 지침 목표와 상충되는 것이다.

나아가 이러한 상호주의가 자본의 자유로운 이동에 관한 EU 원칙과 어긋나는 비판¹³⁰⁾과 자본주의 경제의 본질을 침해하는 것이라는 비판,¹³¹⁾ 시행시 대단히 복잡한 규정이 필요하고 국제적인 보복조치가 우려된다는 비판¹³²⁾도 제기되고 있다.

이 상호주의의 도입은 미국기업들이 포이즌 필 등 경영권 방어수단으로 무장한 채 경영권 방어수단이 약화된 EU 기업들을 공략할 가능성이 높다는 우려가 반영된 것으로 보인다. 그렇다 하더라도 위 상호주의의 논리적인 문제점과 회원국 차원에서 상호주의를 입법할 때에 발생하는 기술적인 어려움과 비효율, 회원

고 있다.

127) 일례로 다수지분을 가진 지배주주가 있는 기업이 다수의결권 등 제한 원칙을 수용하였다고 하더라도 경영권의 향배에 아무런 영향이 없다.

128) Marco Becht, *supra* note 10, at 7.

129) *Ibid.*, at 12.

130) Blanaid Clarke, *supra* note 29, at 373.

131) Matteo Gatti, *supra* note 123, at 573에 의하면, 상호주의가 자본주의 경제에서 합당한 개념이 되려면 “적대적 인수합병 위협으로부터 자유롭게 되면 기업지배권 시장의 다른 인수희망자에 비해 유리해지는 것이다”라는 명제가 증명되어야 하는데, 이렇게 단언할 수 없다고 한다.

132) DTI, *supra* note 10, at 28.

국들간의 갈등을 고려할 때, 개별 회사 차원에서 방어수단 도입 여부를 결정하도록 하는 것이 보다 타당하지 않았을까 생각된다.

다. 평가

지침이 도입한 입법방식 중 상호주의의 경우, 우리나라에서 경영권 방어관련 규제를 할 때 다른 나라의 상황을 의식할 수는 있겠지만, 이를 도입하기에는 위에서 살펴본 실행상, 논리상의 문제점이 너무 크다. 상호주의의 적용요건을 정하는 것도 어려울 뿐 아니라, 적대적 인수합병에 노출되어 있는 기업만이 적대적 인수합병에 나설 수 있다는 논리를 뒷받침할 논거가 너무 약하다. 인수합병 규제의 초점은 사회적으로 바람직한 인수합병인지 여부에 맞추어져야지, 단순히 형평의 차원에서 접근하여서는 곤란할 것이다.

반면 옵트인, 옵트아웃의 입법방식은 우리나라로서도 눈여겨볼 필요가 있다고 생각된다. 비록 지침상 이러한 방식을 도입하게 된 배경에는 각 회원국들의 이해관계를 조정하여 지침의 통과를 이끌어내기 위한 정치적인 목적도 다분히 있었지만, 이러한 이해관계의 조정은 각기 다른 사정에 처해 있는 개별회사에 관해서도 마찬가지로 적용될 수 있을 것이다. 이처럼 당사자에게 일정사항에 관해 선택권을 주는 방식은 가장 많은 정보를 갖는 자에게 그 상황에 맞게 결정할 수 있는 권한을 부여하는 장점 이외에, 그 결정 과정에서 회사 내부의 논의를 유도하고 외부에 그 회사의 행보에 관한 보다 많은 정보를 전달하는 순기능이 있다. 다만 개별회사의 의사결정권자가 그 결정결과를 전부 내부화하지 않고 제3자에 영향을 미치게 되는 경우 등에는 역기능이 나타날 수도 있으므로 주의할 필요가 있다. 우리나라에서는 어떠한 사항을 임의규범으로 정할지, 임의규범으로 정할 경우에도 이를 옵트인과 옵트아웃 중 어느 방식으로 정할지에 관한 논의가 많지 않다. 향후 흥미로운 연구주제가 될 수 있을 것으로 생각한다.

V. 지침의 입법화와 시사점

지침은 그 이후 많은 EU 회원국들에 의해 국내법으로 수용되었다. 이 논문에서 논의된 것 중 의무공개매수제도는 반드시 수용해야 하는 것이어서 큰 논란이 없었고, 특히 주목을 받은 것은 각 회원국의 선택권이 인정된 다수의결권 등 제

한 원칙, 이사회 의 중립성 조항과 상호주의의 도입 여부였다. 2007년 1월을 기준으로 국내 입법화가 마무리된 17개국¹³³⁾ 중 리투아니아, 라트비아 2개국만이 다수의결권 등 제한 원칙을 받아들였다.¹³⁴⁾ 주요 회원국 대부분이 이를 받아들이지 않은 것은, 이 제도의 효용 자체를 둘러싼 논란과 경영권 위협에 노출될 가능성이 있는 기업들의 반발 때문인 것으로 풀이된다. 반면 이사회 의 중립성 조항의 경우 17개국 중 독일, 덴마크, 룩셈부르크를 제외한 14개국이 이를 수용하였다.¹³⁵⁾ 영국 등 이를 수용한 많은 국가들은 이미 위 중립성 조항을 규정하고 있었다. 상호주의에 관하여는 17개국 중 8개국이 이를 도입하고 8개국이 이를 도입하지 않았다. 반면 핀란드는 2007. 1. 현재 명확한 태도를 유보하였다.¹³⁶⁾

지침에 대한 전반적인 평가는 엇갈린다. 일부에서는 인수합병 시장을 활성화하려는 원래의 취지에 매우 미흡하고 지침 이전의 상태보다 별로 발전한 것이 없다고 평가기도 한다.¹³⁷⁾ 반면 유럽 기업 지배구조에 특징적인 지배적 주주의 존재가 과연 비효율적인지에 관한 명확한 자료 없이 인수합병 시장 활성화라는 목표에 집착한 결과, 지침은 너무 경영권 방어를 도외시하고 분산소유 구조를 유도하는 방향으로 치우쳤다는 비판도 제기되고 있다.¹³⁸⁾ 앞서의 분석결과를 종합해 볼 때 전반적으로 지침의 파급효과는 제한적일 것으로 예상된다. 지침의 핵심 조항 중 의무공개매수 제도와 이사회 의 중립성 조항은 지침 이전에 이미 많은 나라에서 시행 중인 상태이다. 또한 또 다른 핵심 조항인 다수의결권 등 제한 원칙과 이사회 의 중립성 조항의 도입 여부는 회원국의 입법재량에 달려 있고 나아가 회원국은 상호주의를 규정함으로써 지침의 충격을 완화할 수 있다. 이처럼 지침의 효과가 제한적이라고 하더라도, 일단 EU 국가들이 통일적인 규범에 합의한 것은 다양한 인수합병 규제를 간명하게 하고 관련비용을 줄이는 쪽으로 나아갔다는

133) 2007. 1. 기준으로 지침의 준수 의무를 지는 국가들은 27개 정식 회원국과 3개의 EFTA 국가(노르웨이, 아이스랜드와 리히텐슈타인. 이들 국가는 EEA 조약에 따라 EU의 회사법 지침을 준수하여야 한다) 등 30개국이다. Beate Sjøfjell, "Political Path Dependency in Practice: the Takeover Directive" (2007) p. 5.

134) Ibid., at 7.

135) Ibid., at 5.

136) Ibid., at 9.

137) 예컨대 지침의 도입을 처음부터 주관했던 커미셔너 Frits Bokenstein은 최종 통과된 지침 내용에 관하여 차라리 통과되지 않는 것이 나았을 것이라고 공개적으로 불만을 토로한 것으로 전해진다. Matteo Gatti, *supra* note 123 at 554.

138) E. Bergloef *et al.* (2002), *supra* note 5 at 3, 7.

점에서 상당한 성과로 평가할 수 있을 것이다.

이 논문은 의무공개매수가 있는 경우와 없는 경우, 나아가 지침상의 다수의결권 등 제한원칙이 의무공개매수와 결합된 경우 경영권 시장에 어떤 영향을 미치게 되는지 분석하였다. 익히 알려진 대로 의무공개매수 제도는 인수합병시장을 냉각시키는 효과가 있는바, 다수의결권 등 제한원칙을 추가로 도입하는 경우, 일정한 요건 하에 이를 완화시키면서 효율적인 경영권 이전을 유도하고 비효율적인 경영권 이전을 막는 효과를 거둘 수도 있다. 이 논문에서는 나아가 이러한 의무공개매수제도와 다수의결권 등 제한원칙의 도입이 대상회사의 소수주주들에게 미치는 영향도 분석하였다. 이에 따르면 의무공개매수제도를 도입하는 경우 인수희망자와 대상회사 소수주주 사이에 부의 재분배 효과가 일부 나타날 수 있는바, 나아가 다수의결권 등 제한원칙이 도입되고 기존 지배주주가 이에 따른 적대적 인수시도에 대항할 수 없는 경우라면 이러한 재분배 효과는 나타나지 않게 된다.

상법 개정을 눈앞에 두고 있는 우리나라에서도 EU에서의 논의과정과 지침 내용은 참고할 점이 있을 것이다. 이 논문에서는 지침의 내용 중 의무공개매수, 다수의결권 등 제한원칙, 각 회원국의 선택권과 상호주의에 대하여 검토하였다. 아직 인수합병시장이 활성화되어 있지 않은 우리나라에서 의무공개매수제도를 강제적 또는 임의적 규범으로 도입하기는 어려운 것으로 보인다. 다음으로 다수의결권 등 제한원칙은 피라미드, 상호주 보유 등 우회로를 통해 소유권과 지배권을 분리하는 우리나라 대기업 행태에 대한 규율로는 적절하지 않다. 다만 그 바탕에 깔려 있는 1주 1의결권 원칙의 의미에 대하여는 우리나라의 상법 개정 논의에서도 되짚어볼 필요가 있을 것이다. 마지막으로 선택권과 상호주의에 관하여, 지침상의 상호주의는 많은 문제점을 내포하고 있는 것으로 보이며, 선택권에 있어서는 앞으로 우리나라에서도 당사자에게 규범에 관한 선택권을 확대함으로써 규제에 관한 탄력성을 부여하는 방안을 긍정적으로 검토할 여지가 있다고 하겠다.

주제어: 공개매수 지침, 의무공개매수, 다수의결권 등 제한원칙, 1주 1의결권 원칙, 상호주의

〈참고자료 1〉

전제사실

- (i) 대상회사의 전체 주식 수 N 중, 기존 지배주주 I는 $\alpha (< 0.25)$ 부분을 보유함. 그 나머지 $1 - \alpha (\geq 0.75)$ 은 다른 주주들에게 분산되어 있음. I는 위 지분만을 갖고서도 다수의결권 등을 활용하여 의결권의 절대 다수를 행사함.
- (ii) 모든 주주들이 보유 주식 수에 비례하여 가지는 이익(Security Benefit)의 값은, I가 지배권을 행사할 경우 1주당 x_i 이고, 인수희망자 R이 인수에 성공하여 지배권을 행사할 경우 1주당 x_r 임.
- (iii) 회사의 지배주주만이 누릴 수 있는 개인적 이익(Private Benefit of Control)의 값은, I가 지배권을 행사할 때에는 Z_i 이고, R이 지배권을 행사할 때에는 Z_r 임.¹⁾
- (iv) 위 (ii)의 비례적 이익과 위 (iii)의 개인적 이익 사이에는 서로 아무런 함수관계가 없음.
- (v) 지배권의 변동에 관한 거래비용은 무시할 수 있을 정도로 작음
- (vi) 지배주주를 제외한 나머지 소수주주들은 자신의 의결권 행사가 일반적으로 주주총회에서의 의사결정에 별다른 영향력을 갖지 못한다는 점을 인식하고 있음.
- (vii) Z_r 과 x_r 값은 사전적인(ex ante) 예측가격이고, 주주들은 x_r 을 동질적으로 예측하고 있음.

1) Z_i 가 의무공개매수 제도의 존부, 지분율의 증감에 따라 변동할 가능성도 있으나, 여기에서는 Z_i 를 경영권 프리미엄이 아니라 지배주주가 지배주주이기 때문에 누리는 편익으로 정의한다. 따라서 의무공개매수가 도입된다고 하더라도 Z_i 자체의 값에 큰 변동이 없다고 전제한다.

[사례 1: 지배주주가 지배권을 자유롭게 매매하는 경우]²⁾

(1) 거래 성립의 요건

$\alpha \cdot N \cdot x_r + Z_r > \alpha \cdot N \cdot x_i + Z_i$ 은 지배권 거래의 필요충분조건임.

(2) 효율성에 대한 영향

(i) 가치감소형 인수거래가 발생할 가능성

있음. 즉 $\alpha \cdot N \cdot x_r + Z_r > \alpha \cdot N \cdot x_i + Z_i$ 이라 하여 항상 효율적($N \cdot x_r + Z_r > N \cdot x_i + Z_i$)인 것은 아님: $N \cdot x_r + Z_r / \alpha > N \cdot x_i + Z_i / \alpha > N \cdot x_i + Z_i > N \cdot x_r + Z_r$ 일 수 있음.

(ii) 가치증가형 인수거래가 발생하지 않을 가능성

있음. 즉 $N \cdot x_r + Z_r > N \cdot x_i + Z_i$ 이라 하여 항상 $\alpha \cdot N \cdot x_r + Z_r > \alpha \cdot N \cdot x_i + Z_i$ 조건을 충족하는 것은 아님: $N \cdot x_i + Z_i < N \cdot x_r + Z_r < N \cdot x_r + Z_r / \alpha < N \cdot x_i + Z_i / \alpha$ 일 수 있음.

(3) 대상회사의 소수주주의 지위

- R은 지배주주로부터 지배권을 매수하면서 대상회사의 소수주주들로부터 주식을 매입할 수 있음.³⁾
- R이 추가적인 공개매수에 나서는 경우 공개매수 가격 B는 x_r 과 같음. R은 지배권을 이미 확보하는 상태이므로 특별히 x_r 이상 지급할 이유가 없고,⁴⁾ 소수주주들은 B가 x_r 보다 작으면 이에 응하지 않을 것임.⁵⁾

2) Lucian A. Bebchuk, "Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control", 109 *Q. J. Econ.* 957 (1994)과 Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation", 11 *Bell J. Econ.* 42 (1980)의 분석 방법에 기초하여 일부 개인적 생각을 추가하였다.

3) 소수주주에게 돌아가는 보상의 크기를 사례 2와 비교할 목적으로 분석한다.

4) 다만 실제로는 100% 취득에 따른 연결납세 등 세제상 이익을 누리기 위하여 새로운 지배주주가 주식을 추가 매입하는 경우가 있을 수 있다.

5) 다만, 만약 소수주주들이 정보부족으로 x_r 을 과소평가하는 경우에는 x_r 보다 낮은 B에 응할 경우가 있을 것이다.

[사례 2: 의무공개매수 제도가 있는 경우]

(1) 거래 성립의 요건⁶⁾

$N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi/\alpha$ 은 지배권 거래성립의 필요충분조건임(이 경우 R은 전 주식을 매입하여야 하므로 지배권 변동으로 인해 R이 누리게 되는 이익은 $N \cdot xr + Zr$ 임. 반면 지배권 변동으로 인해 R이 지불할 대가는 $N \cdot xi + Zi/\alpha$ 임).

(2) 효율성에 대한 영향⁸⁾

(i) 가치감소형 인수거래가 발생할 가능성

없음. 즉 $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi/\alpha$ 이면 항상 $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi$ 임:
 $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi/\alpha > N \cdot xi + Zi$.

(ii) 가치증가형 인수거래가 발생하지 않을 가능성

있음. $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi$ 이라 하여 항상 $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi/\alpha$ 인 것은 아님: $N \cdot xi + Zi/\alpha > N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi$ 일 수 있음. (Zi/α 와 Zi 의 차이가 커질수록, 즉 (i) α 가 작아질수록 또는 (ii) Zi 의 절대값이 커질수록, 그 가능성이 높아짐.⁹⁾)

-
- 6) 이하 (1) 거래 성립의 요건과 (2) 효율성에 대한 영향분석은 소수주주 전체가 의무공개매수에 응한다는 전제 하에 논의한다. 또한 위 Bebchuk 논문에서는 일반적인(영국형) 의무공개매수 이외에 proration version을 별도로 검토하고 있으나 그 효율성 분석시 별다른 차이가 없으므로, 이하에서는 지배권을 취득한 이후 나머지 전체 주식에 대해 동일한 가격으로 공개매수절차를 밟는 것을 전제로 설명한다.
- 7) 기존주주를 포함한 전 주주에게 비례적인 이익 모두를 보상해 주어야 하고($N \cdot xi$), 나아가 지배권 프리미엄도 전체 주주들에게 부여하여야 한다. 후자의 보상가액은 “ $\alpha : Zi = 1$: 보상가액”의 비례식을 풀면 쉽게 산정된다.
- 8) 위 각주 2)의 논문들 이외에 Erik Berglof and Mike Burkart “Break-Through” in European Takeover Regulation? Site Staff Paper no. 02/03, 23-24 (2002)의 분석을 참조하였다. 이 논문 24면에서는 의무공개매수가 있는 경우의 거래조건이 의무공개매수가 없을 경우의 거래조건보다 까다롭다는 점을 지적하고 있다. 이를 위 산식에 맞추어 풀이하자면, 전자의 거래조건 [$N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi/\alpha$, 즉 $N \cdot xr - N \cdot xi > Zi/\alpha - Zr$]이 후자의 거래조건 [$\alpha \cdot N \cdot xr + Zr > \alpha \cdot N \cdot xi + Zi$, 즉 $N \cdot xr - N \cdot xi > (Zi - Zr)/\alpha$]보다 까다롭다는 것으로 이해될 수 있을 것이다.
- 9) α 가 작다는 것은 소수주주들의 지분비율이 높아서 R이 지급해야 할 지배권 프리미엄의 크기가 커진다는 것을 의미하고, Zi 의 절대값이 큰 경우에도 R이 소수주주에게 많은 지배권 프리미엄을 지급해야 하는 것이다.

(3) 대상회사의 소수주주의 지위

의무공개매수를 통해 소수주주들은 주당 $x_i + Z_i/(N \cdot \alpha)$ 의 의무공개매수 가격을 제시받게 됨[전체 주주들에게 지급되는 대가 $N \cdot x_i + Z_i/\alpha$ (전체 주주들에게 지급되는 대가) ÷ N (전체 주식수)]. 소수주주들은 위 의무공개매수 대가와 공개매수 후 형성될 주식 가격(x_r)을 비교하여 의무공개매수에 응할지 여부를 결정함.

(i) $x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) = x_r$ 인 경우

- 소수주주들의 선택은 무차별함.
- 의무공개매수 제도가 없을 때($B = x_r$)와 비교할 때, 소수주주들이 받게 되는 대가는 x_r 로서 동일함. $x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) = x_r$ 이라면 의무공개매수 제도의 유무를 불문하고 인수희망자에게 남는 이익은 어느 경우이든지 Z_r 로 동일하게 됨.¹⁰⁾

(ii) $x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) < x_r$ 인 경우

- 소수주주들은 의무공개매수 제안에 응하지 않음(인수희망자 지배 하에 대상회사의 수익력이 대폭 개선될 것으로 예상되는 경우 등).
- 의무공개매수 제도가 없을 때와 비교할 때($B = x_r$), 공개매수 조건이 주주들의 기대에 미치지 않아 이에 응하지 않는 경우이므로, 소수주주 보호측면에서 특별한 차이가 없음.

(iii) $x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) > x_r$ 인 경우

- 소수주주들은 의무공개매수 제안에 응함(인수희망자 지배 하에 대상회사의 수익력이 별로 개선되지 않거나 나빠질 것으로 예상되는 경우 등).
- 의무공개매수 제도가 없을 때와 비교할 때, 소수주주들은 두터운 보호를 받게 됨. 즉 $(x_i + Z_i/(N \cdot \alpha)) - x_r$ 만큼 더 대가를 받게 됨. 이 경우 의무공개매수 제도의 도입이 인수희망자로부터 소수주주에로의 부의 재분배를 가져온다고 볼 수 있음.

10) 의무공개매수 제도가 없는 경우 인수희망자가 누리는 이익은 $[\alpha \cdot N \cdot x_r + Z_r - (\alpha \cdot N \cdot x_i + Z_i)] + [(1 - \alpha) \cdot N \cdot (x_r - B)]$ 이다 (앞의 대괄호는 지배권 자체의 거래에 따른 손익이고, 뒤의 대괄호는 소수주주로부터의 추가매입에 따른 손익이다. 이 경우 $x_r = B$ 이므로 사실상 뒤의 대괄호의 손익은 0이다). 의무공개매수제도가 있는 경우 인수희망자가 누리는 이익은 $N \cdot x_r + Z_r - (N \cdot x_i + Z_i/\alpha)$ 이다. $x_r = B = x_i + Z_i/(N \cdot \alpha)$ 을 이용하여 앞의 식과 뒤의 식을 정리하면 공히 Z_r 만이 남게 된다(소수주주 중 일부만 의무공개매수에 응한 경우도 마찬가지임).

- * 소수주주의 선택권이 없는 체제(소수주주 축출법제)와 의무공개매수 제도의 비교
 - 소수주주 축출법제인 경우 인수희망자는 통상 x_i 만 지급하고 전체 주식을 취득할 수 있음.¹¹⁾
 - x_i 를 지급하면서 소수주주를 축출하는 법제와 비교할 때, 의무공개매수 제도는 ① 소수주주에게 더 많은 보상을 지급하게 된다는 점($x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) > x_i$), ② 소수주주에게 공개매수 후 형성될 주식 가격(x_r)과의 비교를 가능하게 한다는 점에서 소수주주를 두텁게 보호함.

[사례 3: 의무공개매수 제도 및 다수의결권 등 제한원칙(Breakthrough Rule)이 있는 경우 - 소수주주에 대한 공개매수 사례]¹²⁾

(1) 공개매수성공의 요건과 효율성에 대한 영향

- * 인수희망자는 다수의결권 등 제한원칙의 요건을 충족시키기 위해 75% 이상인 $1 - \alpha$ 를 공개매수로 취득하려고 함. 기존 지배주주(I)도 자금력이 되는 경우 이에 대항하여 $(1 - \alpha)$ 를 공개매수로 취득하려고 함.
- * 개별 주주들은 공개매수 가격 B와 지배권 변동 후 형성될 것으로 예측되는 주식가격 x_r 을 비교하여 대응 여부를 결정하고, 유리한 가격인 경우 모두 공개매수에 응함.

11) 지배권 변동만으로 소수주주 축출 및 주식매수청구권이 발생하는 것은 아니지만 만약 발동요건이 충족되었다고 한다면, 통상 그러한 지배권 변동에 따른 시너지 효과는 소수주주 주식의 보상가격 산정에 반영하지 않는 것이 보통이다. 미국 델라웨어 주법은 소수주주에 대한 보상이 “합병의 실행 또는 그 기대로 인해 발생하는 어떤 요소도 배제하여(exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger)” 결정된다고 명시하고 있다(Sec 262(h)). 명확하지는 않으나 우리 대법원도 영업양도에 관한 주식매수청구 사건에서 수익가치의 판단기준을 “주식의 가치가 영업양도 등에 의하여 영향을 받기 전의 시점을 기준으로” 판단하여야 한다고 본 것이 있다. 대법원 2006. 11. 23. 선고 2005마958, 959, 960, 961, 962, 963, 964, 965. 966 (병합) 결정.

12) 기존 지배주주의 대응매수가 있는 경우와 없는 경우를 구분하여 고찰하는 것은 Erik Bergloef and Mike Burkart, European Takeover Regulation, 18 *Economic Policy*, 173 (2003)의 아이디어를 원용한 것이다.

a. I의 대응매수 가능성이 없는 경우

- $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr > (1-\alpha) \cdot N \cdot B^{13)}$ 이고, $B \geq xr$ 이기만 하면 거래가 성립됨. 인수희망자는 최저가인 xr 을 공개매수 가격으로 제시함($B = xr$).
- 만약 $B = xr$ 로 제시한 경우 Zr 이 양수(+)이기만 하면 지배권 변동이 발생함.
- 가치감소형 인수가 발생할 수도 있고, 경우에 따라서는 가치증가형 인수가 발생하지 않을 수도 있음.¹⁴⁾

b. I의 대응매수 가능성이 있는 경우

- $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr > (1-\alpha) \cdot N \cdot B$ 이고, 또한 $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr > (N \cdot xi + Zi) - \alpha \cdot N \cdot xr^{15)}$ 이 성립하여야 함.¹⁶⁾ 앞의 조건은 앞서 본 바와 같이 통상 쉽게 달성할 수 있고, 대응매수 가능성이 있다는 것은 주로 뒤의 조건이 문제되는 상황임.
- $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr > (N \cdot xi + Zi) - \alpha \cdot N \cdot xr$ 의 조건식을 정리하면, 곧 $N \cdot xr + Zr > N \cdot xi + Zi$ 이 됨.
- 즉, 공개매수의 성공 요건과 효율적 지배권 이전의 요건이 동일함.¹⁷⁾

(2) 대상회사의 소수주주의 지위

a. I의 대응매수가 없는 경우

- $B=xr$ 수준에서 공개매수 가격이 결정됨.

13) 좌측항은 인수희망자가 얻게 되는 이익이고, 우측항은 인수희망자가 지급하는 대가이다.

14) Zr 이 음수인 경우. 또한 여기에서는 거래비용이 거의 없다고 전제하고 있으나, 만약 이를 완화하면 가치증가형 인수가 발생하지 않을 가능성이 더 증가한다.

15) 좌측항은 인수희망자가 얻게 되는 이익이고, 우측항은 기존 지배주주가 최대한 지급할 수 있는 대가이다. 구체적으로 $(N \cdot xi + Zi)$ 부분은 지배주주가 대항매수에 성공했을 때 누릴 이익이고, $\alpha \cdot N \cdot xr$ 은 인수희망자가 공개매수에 성공했을 때 지배주주가 갖게 될 이익이다. 그 두 이익의 차가 지배주주가 최대한 지급할 수 있는 대가일 것이다.

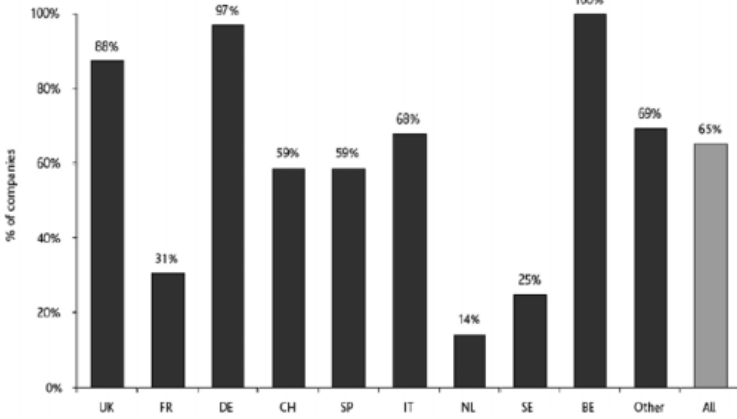
16) 만약 $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr < (N \cdot xi + Zi) - \alpha \cdot N \cdot xr$ 이 성립하는 경우, 가정에서 이러한 이익은 합리적으로 예측이 가능하다고 하였으므로, 인수희망자는 처음부터 적대적 인수시도에 나서지 않을 것이다.

17) 물론 $(1-\alpha) \cdot N \cdot xr + Zr > (1-\alpha) \cdot N \cdot B$ 이고, $B \geq xr$ 인 요건도 필요하고 따라서 예외적으로 Zr 이 음수이거나 거래비용을 상정하면 가치증가형 기업인수가 일어나지 않을 가능성도 현실적으로는 존재한다.

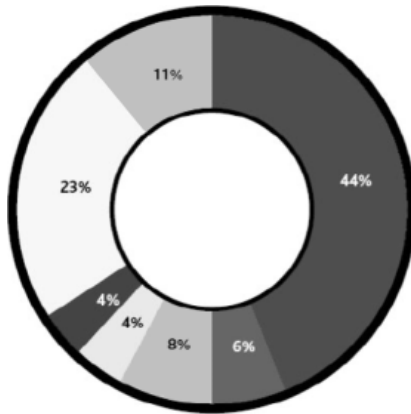
- 따라서 의무공개매수 제도만 있는 경우에 나타날 수 있는 상황인 공개매수 가격이 xr 을 초과하는 형태($x_i + Z_i/(N \cdot \alpha) > xr$)는 나타나지 않음.
- b. I의 대응매수가 있는 경우
- 인수희망자가 제시할 수 있는 공개매수가격의 상한은 $xr + Zr/(1-\alpha) \cdot N$ 이고, 기존주주가 제시할 수 있는 공개매수가격의 상한은 $[(N \cdot x_i + Z_i) - \alpha \cdot N \cdot xr]/(1-\alpha) \cdot N$ 임. 후자가 더 높은 경우 인수희망자는 처음부터 인수를 시도하지 않았을 것이므로 소수주주가 받을 수 있는 매수가격의 상한은 $xr + Zr/(1-\alpha) \cdot N$ 이고 하한은 xr 임(구체적으로 소수주주가 받을 대가는 $[(N \cdot x_i + Z_i) - \alpha \cdot N \cdot xr]/(1-\alpha) \cdot N$ 임($\geq xr$)).
 - 따라서 소수주주는 xr 을 초과하는 대가를 지급받을 가능성이 많음.

〈참고자료 2〉

〈표 1〉 EU 각국에서 1주 1의결권 원칙을 적용하는 회사들의 비중¹⁸⁾



〈표 2〉 EU에서 1주 1의결권 원칙에 대한 예외의 유형¹⁹⁾



44%: Multiple voting right

23%: Voting right ceilings

11%: Ownership ceilings

8%: Priority shares

6%: Non-voting shares without preference

4%: Golden shares/ Depository receipts

18) Deminor Rating, Application of the One Share - One Vote Principle in Europe (Report Commissioned by ABI - Association of British Insurers), (2005) (available at <http://deminor.org/articles.do?id=3479>).

19) Ibid.

<Abstract>

EU's 13th Directive on Takeover Bids and Its Implications

Hyeok-Joon Rho*

In April 21, 2004, after 20-year-long negotiations and debates, the Council of the European Union passed the 13th Directive on Takeover Bid (the "Directive"). Aiming to encourage corporate restructuring and takeover activities, the Directive adopted several controversial devices associated with takeover bid: mandatory bid; board neutrality; breakthrough rule ("BTR"); optionality right of Member State; reciprocity.

This paper analyses the effects of three major provisions of the Directive. First of all, the mandatory bid rule requires acquirer to offer minority shareholders of the target company the same price as has been offered to controlling shareholders, thereby protecting minorities. This rule has two-fold chilling effect: it would effectively prevent value-decreasing acquisition, discouraging incompetent purchaser from buying the target; it might also prevent value-increasing acquisition, imposing additional burden even on competent purchaser.

Secondly, the BTR allows the offeror to 'break through' any restrictions on voting and/or transfer over target shares, provided that she successfully obtains 75% cash-flow rights in the tender offer. BTR is expected to reduce the agency cost from separation of cash-flow rights and voting rights. In terms of hostile takeover activities, BTR has opposite effect to mandatory bid rule: BTR is supposed to boost hostile takeover, while mandatory bid rule has chilling effect. This paper shows how these two contradicting aspects would work in the future. According to the economic analysis, the BTR might erode the protection for minorities by mandatory bid rule.

* Associate Professor, College of Law, Seoul National University

Thirdly, the Directive gives Member State the option not to adopt BTR and/or board neutrality rule. While the optionality provision, reflecting the compromise between pro-hostile takeover Member States and anti-takeover Members States, gives each State flexibility, it might threaten the integrity of the new Directive.

The Directive and the legislative history can give some insights to Korea that is under corporate law reform. While it seems not desirable to directly introduce those new devices in the Directive, the ideas behind the Directive, including one-share-one-vote theorem and level playing field concept for M&A, should be considered when we revise current Korean Commercial Code.

Key words: Takeover Directive, Mandatory Bid, breakthrough rule, one-share-one-vote, reciprocity in M&A