



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

법학석사학위논문

중국의 적대적 M&A 방어와
이사의 신인의무에 관한 연구

-중국 바오능 완커 인수사건을 중심으로-

2021 년 8 월

서울대학교 대학원

법학과 상법 전공

宋 歌

중국의 적대적 M&A 방어와 이사의 신인의무에 관한 연구

-중국 바오농 완커 인수사건을 중심으로-

지도교수 노혁준

이 논문을 법학석사 학위논문으로 제출함

2021년 5월

서울대학교 대학원

법학과 상법 전공

宋 歌

宋歌의 석사 학위논문을 인준함

2021년 7월

위 원 장 _____

부 위 원 장 _____

위 원 _____

국문 초록

중국의 적대적 M&A 방어와 이사의 신인의무에 관한 연구

-중국 바오능 완커 인수사건을 중심으로-

다른 선진국가들보다 중국의 적대적 M&A 사건은 상대적으로 늦게 나타났으며, 이와 관련된 법률도 완비되지 않았다. 2015 년에 저명한 완보분쟁(万宝之争)이 대중들의 주목을 받았다. 2015 년에서 2016 년까지, 바오능과 완커의 분쟁이 계속 화제가 되었다. 바오능회사는 2015 년 7 월초 부터 완커회사 주식 5%를 매입하여 이어 7 월말, 8 월초, 11 월말 까지 네 차례 연속으로 완커 주식을 취득하여 최대 주주가 되었다. 완커 2015 년 12 월 18 일 이를 대응하기 위하여 자산 재편 및 증대자산 인수의 이유로 다급하게 주식거래를 중단시켰다. 2016 년 3 월, 국영기업 신천 메트로회사가 백기사로 등장하였다. 그 후 완커는 회사 명의로 바오능의 자금관리계획이 위법으로 감독기관에 제보하였다. 이러한 분쟁에 따라 완커회사의 주가가 많이 떨어졌고 중소 주주들이 크게 우려하고 있었다. 이 사건에서 완커 이사들의 일련의 경영권 방어 수단은 자신의 지배권을 지키는지 아니면 회사이익을 위한 행동인지가 학계와 실무계의 관심을 받게 되어 이에 대한 논의가 계속 진행되고 있으며 파급효과가 크다.

이 논문에 이 사건을 중심으로 중국 최근 몇 년간 적대적 M&A 사례를 통하여 대상기업 이사가 적대적 M&A 를 대응하는데 자주 사용하였던 방어수단 및 그 수단의 적법성을 분석하면서 이사의 신인의무에 관한 규정 및 적대적 M&A 에서 신인의무의 판단기준에 대한 논의하고 마지막으로 중국의 시장환경, 법률환경과 결합하여

선진국가들의 적대적 M&A 에 있어서 이사의 경영권 방어에 관한 규정을 참조하여 중국의 법률을 보완하고 명확한 법체계를 설계하는데 제안하고자 한다.

주제어: 인수합병, 적대적 M&A, 경영권 방어, 이사의 신인의무, 완커·바오닝 사건

학번: 2018-20672

목 차

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경과 목적-----	1
제 2 절 연구의 범위와 방법-----	1

제 2 장 중국의 M&A 관련 법제 현황

제 1 절 기업결합에 관한 규제-----	3
1. 협의인수-----	4
1.1 인수보고서 제출 및 공고-----	4
1.2 <증권법> 5% 공고의무-----	5
1.3 피인수 회사의 의견 발표-----	6
2. 공개매수-----	7
2.1 임의 공개매수-----	7
2.2 이미 30%를 초과한 경우-----	7
2.3 보고 및 공고의무-----	8
2.4 증감회 이의여부-----	9
2.5 법률책임-----	9
2.5.1 30% 규제위반의 경우-----	9
2.5.2 공고의무 위반의 경우-----	10
제 2 절 상장증권거래에 관한 법제: 주식거래 잠정적 정지제도 (临时停牌制度)-----	10

제 3 장 적대적 M&A 와 이사의 신인의무

제 1 절 대상기업 이사의 일반 신인의무와 특별 신인의무-----	13
1. 일반 신인의무-----	13
1.1 충실의무-----	14

1.2	주의 의무-----	15
2.	특별 신인의무-----	16
제 2 절	적대적 M&A 에 대한 경영권 방어와 경영판단-----	17
1.	이사회 권한-----	17
2.	경영판단원칙-----	18
3.	경영권 방어에 있어서 경영판단원칙의 적용 -----	19
3.1	선의-----	19
3.2	이익충돌 없이 및 독립성-----	20
3.3	합리적인 신뢰-----	20
3.4	충분히 이해 -----	21
4.	대상기업 이사 신인의무의 판단기준-----	22
4.1	대상기업 경영권 방어 조치의 결의모델-----	22
4.2	신인의무의 판단기준-----	23
4.2.1	경영판단원칙-----	24
4.2.2	강화된 경영판단원칙-----	25
4.2.3	정당한 목적기준-----	26

제 4 장 중국 적대적 M&A 방어수단의 유형과 적법성

제 1 절	주식거래 잠정적 정지(临时停牌)-----	28
1.	내용-----	28
2.	주식거래 잠정적 정지(停牌)에 적법성 판단 -----	29
2.1	부당한 목적-----	30
2.2	식거래정지로 주주 권리 침해-----	31
3.	주식거래 잠정적 정지에 대한 감독 미비-----	33
제 2 절	황금 낙하산계획-----	34
제 3 절	회사 정관에서 경영권 방어조항 설치-----	35
1.	유형-----	36

1.1	주식 보유 신고기준 수정	36
1.2	주주선거권 제한	38
1.3	이사회에 경영권 방어수단 실시 권한 부여	40
1.4	적대적 M&A 의 정의설정	41
2.	적법성 판단	42
2.1	결정권한의 귀속	43
2.1.1	절차	44
2.1.2	이사의 권한	44
2.2	적법성 판단기준	45
2.3	경영권 방어조항을 남용해 주주 권리 침해	46
3.	감독의 미비	48
제 4 절	인수자에 대한 적법성 심사	49
1.	내용	49
2.	적법성 판단	50
3.	구제의 혼란	52

제 5 장 중국 적대적 M&A 사례의 쟁점

제1절	중국 적대적 M&A 사례 개관 및 특성	54
1.	대상기업 지분 분산화	64
2.	경영권 방어의 성공비율 低	64
3.	경영권 방어 수단 단일화	64
제 2 절	사례검토: 바오능 VS. 완커사(萬科) 인수사건	65
1.	사실관계	65
2.	완커 사건에 대한 분석	67
2.1	완커 초반에 바오능에 대한 대응조치	69
2.2	재편회의 의결과 이사 행위	70
2.3	재편회의에서 이사의 행위	70

2.4	완커의 거래정지 신청행위-----	71
2.5	이사 왕시의 내부연설과 완커의 신고행위-----	72
3.	본 사건의 쟁점에 대한 법률적 해석-----	73
3.1	인수에서의 대상기업 이사의 역할-----	73
3.1.1	‘주주총회중심주의’하의 역할-----	74
3.1.2	‘이사회중심주의’ 하의 역할-----	74
3.2	대상기업 이사 신인의무의 한계-----	75
3.2.1	회사이익 극대화-----	75
3.2.2	이익균형-----	76
3.2.3	실질이 중요 원칙-----	77

제 6 장 향후 입법적 개선 방향

제 1 절	이사의 신인의무에 관한 내용 보완-----	78
1.	대상기업 이사의 역할 및 법적 지위 -----	78
1.1	보통 이사-----	78
1.2	독립 이사-----	79
2.	대상기업 이사 신인의무 이행기준-----	80
2.1	인수에 있어서 대상기업의 의사결정 모델 제시-----	80
2.2	대상기업 이사 신인의무 이행의 판단기준 필요-----	81
2.2.1	필요성-----	81
2.2.2	대청성-----	82
2.2.3	독립성-----	82
2.2.4	주주 간섭 배제-----	83
3.	상장회사 인수에 이사 신인의무의 가치 -----	83
4.	대상기업 이사 신인의무의 내용 보완 필요 -----	84
제 2 절	경영권 방어에서 이사행위 규범화-----	84
1.	경영권 방어 조항의 설치 권한 -----	85

1.1 법적 원칙-----	85
1.2 이사의 권한과 책임-----	87
1.2.1 경영권 방어 조항의 결정권 -----	87
1.2.2 이사의 신인의무-----	89
1.2.3 신인의무의 판단기준-----	90
2. 주식거래 잠정적 정지 신청에 대한 규제-----	92
2.1 주식거래 잠정적 정지 신청의 진정한 목적 구분-----	93
2.2 주식거래 잠정적 정지를 통해 경영권 방어의 합리성--	94
2.3 이사의 정보공개 의무 강화 -----	96
참고문헌-----	98
Abstract-----	100

표 목 차

[표 1]-----	55
[표 2]-----	58

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경과 목적

다른 국가들보다 중국의 적대적 M&A 에 대한 방어는 상대적으로 늦게 나타났으며, 제도적으로 미흡하다. 1993 년 ‘보연분쟁(宝延纷争)’은 중국 상장회사 인수의 첫 케이스이자 중국 상장회사 인수와 경영권 방어의 서막을 열었다. 관련 법규정이 미비한 환경에서 여러 경영권 방어 조치가 나타났다. 한편으로 이사 신인의무에 대한 규정이 부족하므로 이사의 권리남용 사건이 빈번하게 발생하였다. 다른 한편으로 중국 상장회사 통제권거래시장에 큰 혼란을 초래하였다. 미국을 포함한 선진국가들이 지난 40 년간 여러 차례 인수 사건을 통해 상대적인 완화된 제도를 정립하였고 이사의 신인의무에 대해 구체적인 규정이나 판단규칙이 있다. 이러한 적절한 방어체계가 있으므로 기업 경영진이 적대적 M&A 를 직면할 때 여유롭게 방어와 선택을 할 수 있다는 것이다.

이 글에서는 인수와 경영권 방어에 대한 가치 판단을 한 기초로 중국의 시장환경, 법률환경을 분석하면서 선진국가들의 적대적 M&A 에서 이사의 경영권 방어에 관한 규정을 참조하여 중국의 법률을 보완하고 명확한 법체계를 설계하는데 제안하는 것이다.

제 2 절 연구의 범위와 방법

이 논문에서 적대적 기업 인수, 합병 상황에서 대상기업의 이사에게 인수자의 제안에 대해 결정권을 줄지에 대해 논의한다. 적대적 인수자가 출현하여 주주에게 공개매수를 제안한 상황에서 대상기업 경영진에게 방어할 수 있는 권한을 주는 게 옳다는 견해와 이사는 아무런 조치도 취할 수 없고 다

만 주주가 매수인의 제안에 대해 판단하게 내버려 두는 게 옳다는 견해가 있다.

이 글에서는 적대적 M&A 를 통해 기업을 효율적으로 만들기 위해서 이사에게 어느 정도의 방어권을 인정하는 것이 좋은지 다음으로 이사의 경영권 방어와 관련된 중국의 사례를 살펴보고자 한다.

먼저 회사 이사의 신인의무에 대해 살펴본다. 적대적 M&A 에 있어서 이사의 신인의무가 어떻게 판단하는지 회사에 대해 어떤 영향을 미치는지를 살펴본다.

다음으로 중국의 최근 적대적 M&A 와 관련된 대표적인 사건인 ‘바오능 사건’을 중심으로 이사의 신인의무에 대한 행위기준을 살펴본다. 다음으로 중국 최근 몇 년간 적대적 M&A 사건과 이사가 취하는 경영권 방어 조치에 관하여 논의한다. 중국 최근 판례를 검토하면서 대상기업 이사의 경영권 방어 조치의 적법성을 판단하는 기준을 정립해야 할 지 그리고 입법 측면에서 이사 경영권 방어에 관한 법률을 어떻게 보완할 지를 생각해 보기로 한다.

이 글에서 주로 다음과 같은 두 가지 연구방법을 사용한다:

첫 번째는 비교분석법이다. 미국의 입법경험과 실천경험과의 비교분석함으로써 중국의 적대적 M&A 에 대한 방어에 있어서 부족한 점을 제시하여 개선방안을 제안하는 것이다.

두 번째는 사례분석법이다. 중국 최근 적대적 M&A 사례에 대상기업 이사들의 경영권 방어 수단을 분석과 ‘바오능-완커’ 인수사건의 쟁점에 대한 해독을 통하여 이사가 경영권 방어 조치를 취할 때 그 핵심문제를 살펴본다.

제 2 장 중국의 M&A 관련 법제와 현황

제 1 절 기업결합에 관한 규제

통상적으로 ‘M&A’는 둘 이상의 회사가 통합을 시도하여 법률적으로나 실질적으로 하나의 기업이 되는 ‘합병’과, 어느 한 기업의 주식 또는 자산을 취득하는 모든 형태의 거래를 총칭하며, 보다 폭넓게는 회사 분할과 기술 제휴 그리고 공동 마케팅과 같은 전략적 제휴까지로 확대되는 개념이다. 따라서 ‘M&A’에는 예시된 것처럼 부정적 측면만 있는게 아니다. 대규모 구조조정이나 등한시되는 연구 개발(research and development, R&D)과 같은 부정적 측면이외에도 회사의 효율성 및 생산성을 높이기 위한 시너지효과 창출, 장기적 관점에서 회사의 가치 상승을 위한 인수합병 시도, 부실기업 인수와 선진기술 습득에 따른 국가 경제의 경쟁력 강화와 같은 M&A의 긍정적 측면도 있다¹.

하지만 M&A의 긍정적 측면은 대개 장기적 관점에서 기업 성장을 목적으로 한 인수 회사와 피인수 회사의 적극적 합의 또는 전략적 제휴를 통해 이루어지는 우호적 M&A(friendly mergers and acquisitions)에서 형성된다. 기업 공개매수나 위임장 대결의 형태를 취하는 적대적 M&A(hostile mergers and acquisitions), 즉 피인수 회사의 이사와 상관없이 인수 회사의 고의적인 주식매입 행위를 통해 이루어진 독단적 M&A, 혹은 피인수 회사의 주주들이나 경영진을 무시한 채 제 3자가 악의적인 목적으로 경영권을

¹ 적대적 M&A와 이사의 역할’ 맹수석 [법학연구] 제 15 권, 제 1 호, 충남대학교 법학연구소, 2004

빼앗고자 하는 공격적인 M&A 에서는 대개 기업 사냥이나 그에 따른 피해자 속출과 같은 부정적 측면의 문제점들이 많이 있다².

다음으로 중국에서 기업인수합병에 관한 주요 법제도에 대하여 검토한다.

1. 협의 인수

협의인수라 함은 공개가격경쟁방식에 의한 증권시장 매매방식의 기본 원칙에 대한 예외로서 인수자와 상장기업의 독립 주주가 직접 만나 매매조건을 결정하여 이루어지는 주식인수 방식이다. 이는 불특정 다수에 대한 청약이 없다는 점에서 공개매수와도 구분이 된다.

따라서 양수인이 국유주주권 (国有股权) 의 행정적인 양도 (行政划转), 법원판결 (法院裁决), 상속 (继承), 증여 (赠与) 등의 합법적인 경로 (途径) 로 상장회사의 주식을 보유하거나 통제하여 그 상장회사의 실제 통제권을 취득하거나 취득한 가능성이 있다는 경우에도 협의인수와 동일하게 보아 협의인수에 관한 상장회사인수관리방법의 협의인수에 관한 규정을 적용한다.³

1.1 인수보고서 제출 및 공고

협의인수방식으로 상장회사를 인수할 경우, 인수협의 계약의 체결이 된 날의 다음 날⁴ 중국증감회에 상장회사인수보고서를 송부하고, 동시에 상장

² ‘적대적 기업인수합병의 윤리적 문제에 관한 연구’, 윤혜진, [한국동서철학연구], 제 94 호, 2019,12

³ ‘기업인수에 관한 중국법제의 연구’ 정상훈, 서울대학교 법학석사논문

⁴ 증권법 제 89 조에 의하면 협의인수의 방식으로 상장회사를 인수할 경우 협의가 달성된 후, 인수인은 3 일 내에 그 인수협의를 증권감독관리기구 및 증권거래소에 서면 보고서를 제출하여야 하고, 공고하여야 한다. 그러한 공고를 제출하기 전에는 인수협의를 이행할 수 없다라고 규정하여 상장회사인수보고서를 제출기한을 3 일 로 규정하고 있음에 대하여

회사의 소재지에 있는 중국증감회 파견기구와 증권거래소에 상장회사인수 보고서의 사본을 송부하여야 하고, 피인수회사에 통지를 하여야 한다. 그리고, 상장회사인수보고서를 요약화의 제시성공고(提示性公告)를 하여야 한다.

중국증감회는 위 상장회사인수보고서를 접수한 날로부터 15일 이내에 이의를 제출하지 않는 경우에 인수인은 상장회사보고서를 공고 하고, 협의인수 계약을 이행할 수 있다.⁵

1.2 <증권법> 5% 공고의무

<상장회사인수관리방법>에 의한 상장회사인수관리보고서 제출의무 외에 증권거래소에 증권거래를 통하여 투자자가 상장회사가 이미 발행한 주식의 5%를 보유할 경우 그 사실이 발생한 날로부터 3일 이내에 국무원 증권감독관리기구와 증권거래소에 서면보고서를 제출하여야 하고, 그 상장회사에 통지하고, 일반인에 공고하여야 한다. 위 기간 내에는 해당 상장회사의 주식을 다시 양도할 수 없다⁶.

즉 상장회사의 주식에 대한 협의인수계약을 체결한 경우 상장회사관리방법규정에 의거하여, 상장회사인수관리보고서를 중국증감회 등에 제출하여야 하고, 위 결과 상장회사 발행 주식을 5%이상 보유하게 되었을 경우에

상장회사관리방법은 보고서 제출기한을 인수계약 체결일 다음날로 규정하여 제출의무를 보다 강화하고 있다.

⁵<상장회사인수관리방법>제 12 조:通过证券交易所的证券交易, 投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时, 应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书, 向中国证监会、证券交易所提交书面报告, 通知该上市公司, 并予公告; 在上述期限内, 不得再行买卖该上市公司的股票, 但中国证监会规定的情形除外。

前述投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后, 通过证券交易所的证券交易, 其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%, 应当依照前款规定进行报告和公告。在该事实发生之日起至公告后3日内, 不得再行买卖该上市公司的股票, 但中国证监会规定的情形除外。

⁶<중국증권법>제 63 조:通过证券交易所的证券交易, 投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有一个上市公司已发行的有表决权股份达到百分之五时, 应当在该事实发生之日起三日内, 向国务院证券监督管理机构、证券交易所作出书面报告, 通知该上市公司, 并予公告, 在上述期限内不得再行买卖该上市公司的股票, 但国务院证券监督管理机构规定的情形除外。

는 다시 증권법의 규정에 따라 증권감독관리기구에 서면보고를 하도록 하여, 상장회사인수의 사전통제와 사후공고를 동시에 실시하고 있다.

1.3 피인수 회사의 의견 발표

피인수 회사가 인수인의 상장회사 주식의 협의인수 사실의 통지를 받은 경우에는 이사회(董事会)는 즉시 그 인수가 회사에 미칠 영향에 대한 의견을 발표하여야 한다. 독립이사가 위 이사회에 참석할 경우 자신의 독립적인 의견을 발표하여야 한다.⁷

적대적 M&A 와 달리 협의인수의 경우에 피인수회사의 이사회 등 경영진의 의견을 발표할 수 있는 기회를 부여하고 있으나, 그러한 의견이 증권감독관리위원회에서 협의인수를 결정함에 있어서 고려사항인지를 규정하고 있지 않아 실질적으로 얼마나 큰 영향을 할지가 의심된다는 의견이 있다.⁸ 그러나, 증권거래소가 협의인수에 대하여 확인 결정을 하는 경우, 이사회의 의견은 실질적으로 고려사항이 된다고 할 수 있고, 따라서 보다 중요한 것은 그러한 이사회 의견의 객관성을 확보하는 것이라 하겠다.

법은 관리층이나 직원이 상장회사의 주식을 협의 인수하는 경우, 독립이사의 의견을 반드시 요구하고 있어 회사관리자에 의한 주식 협의 인수의 경우에는 이사회의 의견의 객관성을 보다 강화하고 있다.⁹

⁷<상장회사인수관리방법>제 32 조,제 1 관:被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况 & 收购意图进行调查,对要约条件进行分析,对股东是否接受要约提出建议,并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后 20 日内,被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。

⁸ 엠호 외 “성공투자의 센기법 중국기업 M&A 법 채설”, 메인나회, 2003, 110p

⁹<상장회사인수관리방법>제 32 조,제 2 관:收购人对收购要约条件做出重大变更的,被收购公司董事会应当在 3 个工作日内公告董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见。

2. 공개매수

2.1 임의 공개매수

양수인이 보유하거나 통제하고 있는 상장회사의 주식이 발행된 주식의 총 30%에 미달되는 경우에는 그 양수인은 공개매수의 방식으로 그 상장회사의 주식의 보유를 증대시킬 수 있다. 이 경우 원칙적으로 예정 인수 주식(预定收购的股份)의 비율은 5%보다 낮아서는 안되고, 인수 후 예상인수(预定收购)가 완료된 후 보유하거나 통제하는 주식의 비율은 30%를 초과할 수 없다.¹⁰

그러나 예정 인수 주식의 비율이 30%를 초과할 경우 양수인은 그 회사의 주주 전부에게 소유하고 있는 전 주식을 양도할 것을 공개매수 청약(要约收口)을 하여야 한다.¹¹

2.2 이미 30%를 초과한 경우

양수인이 보유하거나 통제하고 있는 상장회사의 주식이 이미 발행된 주식의 총 30%에 도달한 경우에는 그 사실이 발생한 다음날에 중국증감회에 상장회사인수보고서를 송부하고, 동시에 상장회사 소재지의 중국증감회 파견기구(派出机构)와 증권거래소에 상장회사가인수보고서 사본을 송부하고, 피인수회사에 통지하여야 한다. 그리고 일반인에게 공고를 하여야 한다. 양수

¹⁰<상장회사인수관리방법>제 25 조:收购人依照本办法第二十三条、第二十四条、第四十七条、第五十六条的规定,以要约方式收购一个上市公司股份的,其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。

¹¹<상장회사인수관리방법>제 24 조:通过证券交易所的证券交易,收购人持有—个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时,继续增持股份的,应当采取要约方式进行,发出全面要约或者部分要约。

인이 이러한 보고, 공고의무를 이행하지 않는 경우에는 주식의 보유를 증대하거나 회사에 대한 통제권을 증가시킬 수 없다.¹²

상장회사의 주식을 이미 30% 이상 보유하고 있는 자가 상장회사의 주식 보유를 증가(增持股份)하거나 ‘통제권을 증가(增加控制)’하려고 할 경우, 그 자는 공개매수(要约收购)의 방식을 이용하여 그 회사의 주주 전부에게 각 주주가 가지고 있는 주식 전부에 대한 공개매수 청약(发出要约收购)을 하여야 한다.¹³

2.3 보고 및 공고의무

공개매수방식으로 상장회사를 인수할 경우, 양수인은 중국증감회에 공개매수인수보고서(要约收购报告书¹⁴)를 송부하고, 동시에 상장회사의 소재지에 있는 중국증감회 파견기구(派出机构)와 증권거래소에 공개매수인수보고서 사본을 송부하여야 하고, 피인수회사에 통지를 하여야 한다. 그리고, 공개매수인수보고서를 요약하여 제시성 공고(提示性公告)를 하여야 한다.

¹²<상장회사인수관리방법>제 30 조, 제 1 관: 收购人按照本办法第四十七条拟收购上市公司股份超过 30%, 须改以要约方式进行收购的, 收购人应当在达成收购协议或者做出类似安排后的 3 日内对要约收购报告书摘要作出提示性公告, 并按照本办法第二十八条、第二十九条的规定履行公告义务, 同时免于编制、公告上市公司收购报告书; 依法应当取得批准的, 应当在公告中特别提示本次要约须取得相关批准方可进行。

¹³<상장회사인수관리방법>제 23 조, 제 2 관: 未取得批准的, 收购人应当在收到通知之日起 2 个工作日内, 公告取消收购计划, 并通知被收购公司。

¹⁴<상장회사인수관리방법>제 29 조: 공개매수인수보고서에는 아래 사항을 명기하여야 한다:

1. 인수인의 성명과 주소
2. 인수에 관한 인수인의 결정
3. 피인수회사의 명칭
4. 인수목적
5. 인수주식의 상세한 명칭과 예정인수 주식의 수량과 액수
6. 인수 기한과 인수 가격
7. 인수에 필요한 자금과 자금의 보증
8. 공개매수인수보고서를 발송할 당시 보유하고 있던 피인수회사의 주식수가 피인수회사가 이미 발행한 주식의 총수에 차지하는 비율
9. 인수완료 후 후속계획
10. 중국증감회가 요구하는 기타 사항

증권거래소는 위 공개매수보고서를 송부받은 뒤 증권시장 관리의 수요에 근거하여 피인수회사의 상장거래주식(挂牌交易股票)의 거래를 잠정적 정지(临时停牌)를 시킬 수 있다¹⁵.

2.4 증감회 이의여부

중국증감회가 공개매수인수보고서를 접수한 후 15 일 이내에 이의를 제출하지 않는 경우에 인수인은 공개매수 서류를 공고할 수 있다. 중국증감회가 이의를 제출하는 경우에는 인수인은 관련 사항을 수정하거나 보충할 수 있다.¹⁶

2.5 법률책임

2.5.1 30% 규제위반의 경우

인수인이 공개매수의무를 위반하여 상장회사 주식의 30%이상을 보유, 통제하게 된 경우에는 먼저 스스로 이를 시정(改正)하여야 하고, 본인이 시정하지 않는 경우에는 증권거래소가 업무규칙에 근거하여 이를 처리한다. 본인이 시정을 거부할 경우에는 중국증감회는 본인에게 시정명령(责令改正)을 발한다. 인수인은 위반사항의 시정전에는 피인수회사에 대한 표결권을 행사할 수 없다.¹⁷

¹⁵<상장회사인수관리방법>제 40 조:收购要约期限届满前 15 日内, 收购人不得变更收购要约; 但是出现竞争要约的除外。

出现竞争要约时, 发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足 15 日的, 应当延长收购期限, 延长后的要约期应当不少于 15 日, 不得超过最后一个竞争要约的期满日, 并按规定追加履约保证。

¹⁶<상장회사인수관리방법>제 45 조:收购期限届满后 15 日内, 收购人应当向证券交易所提交关于收购情况的书面报告, 并予以公告。

¹⁷<상장회사인수관리방법>제 76 조:上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的, 中国证监会责令改正,

2.5.2 공고의무 위반의 경우

인수인이 공개매수 의무에 근거한 보고, 공고의무를 이행하지 않았을 경우, 스스로 이를 시정하여야 하고, 이를 시정하지 않을 경우 증권거래소는 업무규칙에 따라 이를 처리하고, 인수인을 시정을 거부할 경우 중국증감회는 인수활동의 시정명령(责令改正)을 내린다. 동 행위가 증권불법행위를 구성할 경우 법에 의하여 법률책임을 추궁(追究)한다¹⁸.

제 2 절 상장증권거래에 관한 법제:주식거래 잠정적 정지제도(临时停牌制度)

중국 상해, 신천 증권거래소의 <상장주식규칙> (股票上市规则)에는 모두 상장회사 주식거래 잠정적 정지(临时停牌)를 신청해야 할 상황을 명확히 규정하고 있으나 상장회사가 다른 합리적인 이유가 있는 경우에도 증권거래소에 거래정지(停牌)를 신청할 수 있다고 규정한다. 예를 들어, <상해증권거래소상장주식규칙>에 따르면, 상장회사가 공포할 정보가 이미 유출된 경우, 상장회사가 중대 자산재편을 진행할 경우, 상장회사가 공개하지 않는 중요 정보가 이미 대중에게 알려져 있는 경우, 상장회사 회계보고서에 중대착오가 있는 경우, 그 이외에도 상장회사가 중대사항(重大事項)을 계획하는 경우 주식거래정지를 신청하여야 하며, 그 동안 주식과 파생상품의 거래가 모두 정지된다¹⁹. 여기서 중대사항(重大事項)에는 <상장주식규칙>은 ‘상장회사

采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人对其持有或者实际支配的股份不得行使表决权。

¹⁸<상장회사인수관리방법>제 75 조:上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

¹⁹《上海证券交易所股票上市规则》제 12 장제 1 조:为保证信息披露的及时与公平，本所可以根据实际情况、中国证监会的要求、上市公司申请，决定上市公司股票及其衍生品种的停牌与复牌事宜。

주식과 그 파생상품의 거래가격에 중대 영향을 미칠 수 있는 중대사항'을 지명한다²⁰. <상장회사중대사항계획을 위한 거래정지및 회복 지침²¹>(2018년 12월 28일 발표)이 공포되기 전에 상장회사가 적대적 M&A를 대항하기 위하여 '중대자산재편'의 명의로 주식거래 잠정적 정지제도를 많이 이용하였다.

²⁰ 《股票上市规则》中指明为“所有对上市公司股票及其衍生品品种交易价格可能产生较大影响的重大事件”

²¹ 《上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》, 上海证券交易所, 2018년 12월 28일

제 3 장 상장회사 경영권 방어하에 이사의 신인의무

현대 기업의 경영권 및 소유권의 분리는 회사 경영진의 이익이 회사 주주이익 및 회사 이익과 일치하지 않는 결과가 초래한다. 그러나 이사의 독립성과 경제인의 본질은 이사가 적대적 M&A 에 있어서 주주들의 최대 이익을 보호하기 위해 자신의 이익을 희생하도록 요구할 수 없다. 대상기업 경영진에게 의무를 설정하는데 이익 형평이라는 이념을 기본원칙으로 삼은 것이 가장 현실적인 방법으로 생각된다. 적대적 M&A 에 있어서 모든 당사자의 이익을 균형있게 하기 위해 대상기업 경영진에 대하여 일반적인 신인의무 외에 특별 신인의무를 부과하여야 한다.

영미법계에서 신탁은 다양한 전문가들과 그들의 고객간의 관계를 말하며 초기에는 신탁법에서 모든 상업 활동으로 확장되어 있다. 신탁관계가 규제와 감독하기가 어려운 계약관계다. 이사의 신인의무(Fiduciary duty)는 소유와 경영이 분리하는 현대 기업구조에 있어서 회사 투자자의 이익을 보호하는 수단으로써, 주의의무(Duty of Care)와 충실의무(Duty of Loyalty)를 포함한다²². 신인의무는 신탁법의 많은 원칙과 유사하지만 상업활동에는 상대적으로 융통성이 필요되기 때문에 신인의무에 대한 규정이 많지 않다. 미국 사법실무에서 경영판단원칙을 통하여 이사가 회사와 주주에 대한 신인의무를 다하고 있는지에 대한 판단하는 것이다²³. 경영권 방어에서 이사의 신인의무에는 이사가 인수를 실현하도록 최선의 노력을 다하기로 약속하는 것을 포함한다.

이사의 주의의무는 경영판단원칙의 전체다. 구체적으로는 이사가 직권을 수행함에 있어서 회사에 대해 선관의무, 근면한 의무를 부담하는 데 중국 회사법에서 근면의무라고 한다. 이사가 필요한 적절한 조치를 취하고 회사

²²<중국회사법>제 147 조:董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。

²³美国公司收购立法史研究_肖崇俊

의 최대 이익을 위해 행동해야 한다. 충실의무는 위탁자가 수탁자에 대한 기대와 신뢰이며 수탁자의 설명의무도 위탁자의 기대에 포함되므로 그 책임은 과실이나 손해결과를 조건으로 하지 않는다.

이사의 충실의무는 이사가 거래에서 자신의 이익과 회사의 이익이 충돌하는 경우 자신의 이익을 회사 이익에 앞세울 수 없다. 제 3자의 이익을 회사 이익에 앞세우는 것도 마찬가지로 허용되지 않는다.²⁴ 충실의무는 구체적인 한계가 없으며, 통상 이사가 회사의 이익을 보호할 뿐만 아니라 회사에 손해를 끼치고 회사의 이익을 얻는 행위를 해서는 안 된다. 중국 회사법에는 이사가 회사에 대하여 충실의무와 근면의무를 부담하는 것을 규정하고 있고 또한 이사가 자신의 지위를 이용하여 이익을 얻는 것도 금지한다. 그러나 이러한 규정은 모두 원칙적인 조항이므로 실무에서 적용되기가 어렵다. 중국은 미국의 판례를 참조하여 이사의 신인의무에 대하여 구체적으로 세분화해야 하고 경영권 방어에 있어서 이사 신인의무의 역할을 할 수 있도록 보완해야 한다고 생각된다.

제 1 절 대상기업 이사의 일반 신인의무와 특별 신인의무

1. 일반 신인의무

이사의 신인의무는 영미법계로 부터 비롯되었으며 발전을 거듭하여 영미법계에서 이사의 신인의무 이론은 비교적 강한 완전성, 체계성을 가지고 있다. 이 신인의무 이론에서 이사의 신인의무는 구체적으로 ‘주의 의무’와 ‘충실 의무’로 나누어진다²⁵. 중국 회사법은 주로 영미법의 경험을 받았다. 중국 <회사법>은 이사의 신인의무를 ‘충실의무’와 ‘근면 의무’로 표현하고

²⁴<중국회사법>제 147 조의 2:董事、监事、高级管理人员不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入, 不得侵占公司的财产。

²⁵论公司收购中目标公司董事义务_ 汤磊

있다²⁶. 근면의무의 개념적 범위는 영미법에서의 주의 의무와 완전히 동일하지 않으며, 근면의무는 주의 의무의 일종이라고 할 수 있다. 따라서 이사의 의무를 ‘충실 의무’와 ‘주의 의무’로 요약하면 대상회사 이사의 행동 방향을 보다 효과적으로 지도할 수 있다. 주의 의무는 이사의 ‘근면’에 대한 요구이며 대상기업 인수에서 이사가 적극적으로 행동하는 것을 요구한다. 충실 의무는 이사의 ‘도덕’에 대한 요구이며, 사실상 그것이 도덕적으로 필연적인 것이 아니고 법률상의 의무이다. 대상기업 인수에서 이사가 회사와 주주 전체적인 이익을 출발점으로 삼아 이사 내부에서 통제권을 빼앗는 것을 방지할 수 있다.

1.1 충실 의무

충실의무는 이사가 회사 업무 처리와 집행하는 데 있어 주관적으로 회사의 최선의 이익을 최 우선으로 하도록 하며 객관적으로 법률, 정관 또는 계약의 규정에 따라 직권을 행사하도록 요구한다. 중국에서는 충실의무에 관하여 주로 열거의 방식으로 규정하였다: <회사법>제 148 조는 이사가 충실의무 위반으로 금지된 8 가지 행위를 명시하고 있다. <상장회사정관지시> (上市公司 章程指引) 에는 이사의 충실의무를 다루는 조항이 주로 97 조인데, 97 조의 규정과 회사법에서 언급하는 경우와 동일하다.

<상장회사인수관리방법²⁷>(上市公司收购管理办法)제 8 조는 대상기업의 이사가 회사에 대하여 충실한 의무와 근면한 의무를 져야 하고, 모든 인

²⁶ 《中国公司法》第一百四十七条 董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。董事、监事、高级管理人员不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入，不得侵占公司的财产。

²⁷ 《上市公司收购管理办法》第八条:被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

수자에게 공정한 대우를 제공해야 하며, 이는 이사가 준수해야 할 원칙이라고 명시하고 있다. 제 80 조에는 상장회사의 이사가 충실 의무, 근면 의무를 이행하지 않으면 중국증감회가 감독조치를 취할 것을 규정하고 있다²⁸. 이사의 신인의무를 위반하는 결과를 가중하는 것은 필요하다. <상장회사인수 관리방법>은 총 10 장 90 조로 대상기업 이사의 충실의무에 관한 규정이 주로 위에 열거된 3 조 이외에 상장회사의 인수에서 대상기업 이사의 충실의무는 상당히 광범위하다.

회사가 인수를 당할 때 다자간의 이익을 다루고 있으며 충실한 의무는 주로 회사의 임원과 이사에게 주관적인 목적 제한을 설정하여 이사가 자신의 이익을 위하여 회사에 충성하지 않는 불법 경영권 방어조치를 하는 것을 방지하는 것이다. 이사의 충실의무 이론을 어떻게 법률규정으로 전환하는지 이사의 경영권 방어 행위와 조치의 선택을 지도하는 데 유용하다.

1.2 주의 의무

주의 의무는 회사의 지배권을 가진 이사로서 그의 전문적인 지식을 활용하여 적극적으로 직무를 집행하는 것을 요구한다. 주의 의무는 주관적, 객관적 두 가지 측면이 포함하여 주관적 측면에서 이사가 관리 직무를 수행하는 과정에서 회사의 최대의 이익을 위하여 행동해야 한다. 객관적 측면에서 이사는 회사 일반 임원보다 더 높은 정도의 근면, 신중하게 행동해야 한다. 미국 판례법상의 ‘경영판단원칙’의 목적은 실제통제인, 주주, 사회 여론 등이 과도하게 이사의 행위를 간섭하는 것을 방지하는 것이다. 인수를 직면할 때 이 규칙은 이사가 적극적, 신중하게, 이성적, 객관적인 행동을 하는 것에 도움이 될 것이다.

²⁸ 《上市公司收购管理办法》第 80 条 上市公司董事未履行忠实义务和勤勉义务，利用收购谋取不当利益的，中国证监会采取监管谈话、出具警示函等监管措施，可以认定为不适当人选。上市公司章程中涉及公司控制权的条款违反法律、行政法规和本办法规定的，中国证监会责令改正。

<중국회사법>제 147 조에는 이사가 회사에 대하여 부담하는 충실의무와 근면한 의무를 규정하고 있으며 주의 의무를 규정하지 않고 근면의무와 주의 의무의 관계에 대해서도 명확히 설명하지 않는다. <상장회사인수관리방법>제 8 조에는 이사가 충실의무와 근면의무를 부담하는 원칙을 규정하고 있지만 구체적인 행위 준칙을 규정하고 있지 않다. <상장회사정관지시²⁹⁾>제 98 조에는 근면의무의 기본적인 행위 방식과 원칙에 대하여 상대적으로 세부적인 규정을 하고 있지만 인수에 있어서 이사의 근면의무에 대해 언급하지 않는다. <중국회사법>에는 근면한 의무만을 규정하고 있고, 포괄적인 이사의 주의 의무에 관한 규정이 없으며 근면한 의무의 행위 준칙과 판단기준 및 주의 의무와의 관계에 대해 세분화된 규정도 없다.

2. 특별 신인의무

정보는 증권시장에 있어서 상당히 중요하다. 잠재적인 인수자가 나타나면 대상기업 이사가 정보조사원과 정보분석자가 되어야 하는 것을 요구한다. 대상기업이 연속적으로 정보 문의가 받거나 대상기업 주식 변동이 시작하거나 다른 잠재적인 인수 상황을 발생할 때 대상기업 이사가 날카로운 정보 포착 능력을 활용하여 잠재적 인수자를 확정하고 대량의 정보 조사와 분석을 실시하여 분석을 통하여 잠재적인 인수자에 대해 취해야 할 태도와 방침을 결정해야 한다. 서로 다른 인수자의 행위가 대상기업의 이익, 주주 이익 및 사회적 공익에 불리한 영향을 미칠 수 있는지 여부에 따라 이사는 분석을 통

²⁹⁾ 《上市公司章程指引》第 98 条 董事应当遵守法律、行政法规和本章程，对公司负有下列勤勉义务：

(一) 应谨慎、认真、勤勉地行使公司赋予的权利，以保证公司的商业行为符合国家法律、行政法规以及国家各项经济政策的要求，商业活动不超过营业执照规定的业务范围；(二) 应公平对待所有股东；(三) 及时了解公司业务经营管理状况；(四) 应当对公司定期报告签署书面确认意见。保证公司所披露的信息真实、准确、完整；(五) 应当如实向监事会提供有关情况 and 资料，不得妨碍监事会或者监事行使职权；(六) 法律、行政法规、部门规章及本章程规定的其他勤勉义务。

注释：公司可以根据具体情况，在章程中增加对本公司董事勤勉义务的要求。

해 회사가 중립적이거나 소극적인거나 긍정적인 태도를 취할 지 결정할 수 있다.

제 2 절 적대적 M&A 에 대한 경영권 방어와 경영판단

1. 이사회 권한

이사회 권한의 범위와 구체적인 내용은 지속적으로 발전되고 풍부해지고 있다. 미국에서는 이사회가 기업 지배구조의 핵심적 지위에 있으며 회사의 광범위한 권한이 이사회에 집중되어 있다. 이사회는 구체적인 권한을 상세하고 종합적으로 열거할 수 없으므로 미국 표준 회사법과 주법에서는 이사회 권한 범위를 정의하는 데 열거 방식을 채택하지 않고, 일반적으로 판례를 통하여 이사회 권한을 정한다.

중국의 현행 회사법은 회사의 유형을 구분하지 않으며 주주총회와 이사회 권한에 대하여 이사회 권한 외에 모든 사항을 주주총회로 결정하도록 하는 것이 아니라 제 99 조와 103 조에서는 주주총회와 이사회 권한에 대해 열거의 방식으로 규정한다. <회사법>은 주주총회와 이사회 권한의 한계를 명시하고 있으며 주주총회와 이사회는 서로 독립적이며 평등하다고 규정하고 있다. 어느 쪽도 권한을 초월할 수 없다.

<회사법사법해석 4> 제 5 조³⁰에서는 ‘결의 내용이 주주총회나 이사회 권한을 초월된 경우 유효 결의가 이루어지지 않은 것으로 간주된다’고 규정하고 있다. 따라서 주주총회는 이사회 권한을 부정해서는 안 되며, 또한 이사회는 주주총회가 합법적인 권한 범위내에 내리는 결의 만을 집행 할 수 있다. 중국 회사법에서는 방어수단의 최종 결정권이 주주총회에 귀속된다고

³⁰ 《公司法司法解释四》5：股东会或者股东大会、董事会决议存在下列情形之一，当事人主张决议不成立的，人民法院应当予以支持：

（一）公司未召开会议，但依据公司法第三十七条第二款或者公司章程规定可以不召开股东会或者股东大会而直接作出决定，并由全体股东在决定文件上签名、盖章的除外；

규정한 바 있고, 이사는 상장회사 적대적 M&A의 방어에 있어서 실질적인 권한이 매우 제한되어 있다. 중국이 구체적인 상황에 근거하여 미국 판례의 경험을 참고하여 이사의 권한범위를 어느 정도 확장하고 이사가 방어수단을 취할 수 있다는 권한을 명확히 규정하는 것이 바람직하다고 생각된다.

2. 경영판단원칙 (Business Judgment Rule)

경영진의 전문적인 능력을 발휘하기 위해 구체적인 의사결정에 대한 주주들의 간섭을 배제하고, 대상기업의 경영진에게 정상적인 경영결정을 할 수 있도록 충분히 존중되고 보호되는 경영판단원칙 (Business Judgment Rule)을 법으로 규정하고 있다. 경영판단원칙의 핵심은 이사가 상업 위험을 감수해야 한다는 것을 인식하기 때문이다. 이사의 행위가 <미국표준상장회사법³¹> 제 8.30(a) 및 8.30(b)조의 ‘경영’기준에 부합된다면, 해당 결정은 법정에서 인정받게 될 것이고 그 경영행위의 결과에 대한 이사의 개인적인 책임을 면제하게 될 것이다³².

경영판단원칙은 미국 판례법에서 발전된 이사의 주의의무에 관한 법률 규정이다. 그 핵심은 이사의 경영행위에 대한 평가하는 것이고 그 역할은 이사의 권한범위내에 행한 행위에 대한 판정하는 것이다. 일반적으로 경영판단원칙으로 보호되는 것은 일반적인 과실로 인해 이사의 주의의무를 위반한 행위이며, 선의(Good faith), 이익충돌 준부 및 독립성(disinterestedness

³¹ <MODEL BUSINESS CORPORATION ACT> 8.30(a) Each member of the board of directors, when discharging the duties of a director, shall act: (1) in good faith, and(2) in a manner the director reasonably believes to be in the best interests of the corporation.

8.30(b) The member of the board of directors or a committee of the board, when becoming informed in connection with their decision-making function or devoting attention to their oversight function, shall discharge their duties with the care that a person in a like position would reasonably believe appropriate under similar circumstances.

³² 미국의 poison pill에 관한 연구' [기업법연구] 제 20 권 제 3 호, 한국기업법학회, 2006

and Independence), 합리적인 신뢰(reasonably believe), 및 충분히 이해 (to be informed) 이 네 가지 요건에 부합된다면 이사가 신인의무를 다 하는 것으로 간주된다.

3. 경영권 방어에 있어서 경영판단원칙의 적용

대상기업 이사는 적대적 M&A에 대하여 본능적으로 저촉하여, 자신의 이익에 기반하여 의사결정을 행동하는 가능성이 있다. 이러한 혐의를 어떻게 해소할지는 경영판단원칙의 몇 가지 요건이 방어수단에 있어서 적용하는 문제와 관련된다.

3.1 선의

선의기준은 경영판단원칙 요건에서 파악하기가 가장 어려운 요건이다. 델라웨어주 최고법원 GUTH v. Loft, Inc. 사건³³에서 선의기준은 이사가 회사에 대해 사심 없이 충성해야 하고, 이사가 내린 의사결정에 대해 충분히 이해해야 하고, 또한 당시 상황에서 합리적인 상업적 목적을 위하여 이익충돌이 존재하지 않은 것을 합리적으로 믿었음 요구한다³⁴. 구체적으로 이사가 결정을 내리기 전에 알고 있었는지 여부로 주관적인 선의기준을 판단한다. 대상기업이 적대적 M&A에 직면할 때, 대상기업의 이사는 일종의 격렬한 이익충돌에 처해 있다. 이 때 선의기준은 이사가 인수회사 및 그 주주의 장단점을 객관적이고 효과적으로 분석해야 하고 적절한 방어를 하고 선량한 관리자의 주의 의무를 다하도록 요구한다.

³³ Guth v. Loft Inc, 23 Del.Ch.255,5 A.2d 503, 1939

³⁴反收购目标公司董事信义义务研究_丁燕

3.2 이익충돌 존부 및 독립성

이익충돌 존부 및 독립성 요건은 경영판단원칙을 심사하는 데 첫 번째 요건이며 주로 이사의 의사결정은 실질적인 재무적인 이익을 존재하는지 여부를 심사하는 것이다. 실질적인 재무적인 이익 충돌이 존재한다면, 심사의 내용은 이사의 주의의무로 부터 충실의무로 전환한다.

Cede Co. v. Technicolor, Inc. 사건³⁵에서 델라웨어주 최고법원은 개인 재무적인 수익이 자기거래에 해당한다면, 이사가 자격이 맞지 않다. 경영판단원칙에 이익충돌의 존재 또는 독립적이지 않는 것은 적대적 M&A 에서 이사가 채택하는 방어수단이 다른 이해 관계자와 직간접적인 이익충돌이 있는 것으로 표현되고 있으며 또는 이사가 회사기회를 유용하거나 심지어 자기거래를 하는 행위 등의 경우가 있다면, 그것은 충실의무를 위반하는 것이다. 이때도 모든 주주에게 이 관련관계를 알리고, 이해관계가 없는 주주들이 승인함으로써 해당 이사의 행위를 시정할 수 있다. 그러나 금지되는 이익 충돌은 중대한 이익충돌을 말하며, 왜냐하면 경영권 방어에서 이사가 모든 이익충돌을 피할 수 없기 때문이다. 이익 충돌은 ‘중대한’ 이익충돌이 아닌 한, 경영판단원칙에 위반하는 것으로 간주되지 않아야 한다.

3.3 합리적인 신뢰

합리적인 신뢰는 이사가 경영판단에 대해 주의를 기울이도록 요구하는 것이고, 객관적이고 주관적인 판단기준을 제공한다. 즉 객관적인 기준의 측면에서 이사의 신뢰는 이와 유사한 환경에서 같은 직위에 있는 어떤 사람에게 대해서도 합리적이어야 한다³⁶. 주관적인 기준에서 이사가 성실하고 선의로 의사결정을 적절하다고 믿어야 한다. 경영권 방어에서 개관적인 기준의 측

³⁵ Cede Technicolor, Inc., 684 A.2d 289 (Del. 1996)

³⁶ 美国公司收购立法史研究_肖崇俊

면에서 이사회가 그들이 적대적 M&A에 대해 적시에 지속적인 관심을 갖고 회사가 존재하는 위험에 대해 취한 방어수단이 그들이 관련정보를 충분히 파악한 후에 이루어진 것임을 증명해야 한다³⁷. 이사회는 의사결정의 적절성(entire fairness)을 증명해야 하고 즉 그들이 취하는 방어수단이 회사의 위험 정도와 상당하며 또한 자신의 이익을 보호하는 것이 아니라 회사의 지위와 전략을 지키기 위해 하는 것을 증명해야 한다. 의사결정의 적절성이 가장 중요한 것은 정보공개이다³⁸. 경영권 방어에 있어서 이사는 관련된 모든 중요한 정보를 적시에 주주에게 완전하게 공개해야 하며 주주가 이성적인 결정을 할 수 있도록 해야 한다.

3.4 충분히 이해

충분히 이해는 이사가 그 당시 상황에 따라 취득한 정보에 기초하여 상업적인 의사결정을 하는 것을 요구하는 데, 이사가 적대적 M&A가 이루어지기 전에 모든 관련정보를 수집하고 정확하게 파악한 후, 이사가 회사, 주주, 경영진 및 이해관계자에게 미칠 영향을 분석하여 주주총회에 전문적인 조언을 해야 하고 주주총회가 경영권 방어 조항을 설치할지 여부를 결정하도록 한다. 공개매수의 청약을 받은 후에 대상기업 이사회가 주주에게 청약을 받아들이거나 거절할 이유를 제공해야 하고 또는 전문적인 중개기관을 위탁하여 주식의 가치에 대한 평가를 포함한 독립적인 평가보고서를 작성해야 한다. 정보에 대한 주의의무, 조사의무, 분석의무 및 전문가를 위탁한 의무를 다해야 하고, 아니면 주의의무의 위반에 해당한다. 중국 <상장회사인 수관리방법> 제 32 조에는 이사회가 적대적 M&A에 대하여 실시한 방어수

³⁷ 적대적 M&A에 대한 이사의 방어행위 기준_ 권재열, [상사판례연구]제 18집, 제 2권, 2005.06

³⁸ 反收购目标公司董事信义义务研究_丁燕

단 및 결정이 이사회보고서의 형식으로 제출되어야 한다고 규정하고 있다³⁹. 이는 중국법에 대상기업 이사의 인수에 대해 전문적인 의견을 허용함을 시사한다.

경영판단원칙은 이사가 회사의 최선의 이익을 위해 행동해야 한다고 요구하는데, 이사가 인수를 대응할 때 정관에 정한 방어수단을 이용하여 인수자와 협의하여야 하며 주주들을 위해 최선의 가격을 추구하고 모든 주주가 공정한 대우를 받도록 노력해야 한다. 자신의 지배권을 지키기 위해서는 안 된다.

4. 대상기업 이사 신인의무의 판단기준

4.1 대상기업 경영권 방어 조치의 결의모델

경영권 방어는 대상기업이 인수자를 상대로 전개하는 행동이다. 적대적 M&A 또는 우호적 M&A 에 직면하여 대상기업이 받아들이거나 거부하는 조치를 취할 수 있다. 영국에서는 주로 인수에서 ‘주주총회중심주의’모델을 채택하는데 이 모델에서 이사는 수동적 의무를 가지고 있으며 충실의무는 이 모델에서 이사의 주요의무가 된다. 미국은 ‘이사회중심주의’모델을 채택하고 있으며 이 모델에서 신인의무의 범위가 상대적으로 넓다. 따라서 대상기업 이사 신인의무의 내용은 경영권 방어의 결정모델의 영향을 크게 받는다⁴⁰.

중국의 경영권 방어 의사결정권은 주주총회에 귀속되지만 이사회에 재량권은 영국의 ‘주주총회중심주의’ 보다 범위가 넓다. <상장회사인수관리방

39 《上市公司收购管理办法》第三十二条 被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况 & 收购意图进行调查, 对要约条件进行分析, 对股东是否接受要约提出建议, 并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后 20 日内, 被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。

⁴⁰公司董事勤勉义务判断标准实证研究_刘东艳

법>제 8 조의 규정에 의하여 이사회가 인수에 있어서 회사이익과 주주이익에 유리한 조치를 취해야 하다고 규정하고 있다⁴¹. <회사법>제 103 조에 따르면 주주총회는 회사의 합병, 분할에 대한 실질적인 의사결정권을 갖는다⁴². 이사회는 적대적 M&A 또는 우호적 M&A 에 대해 어떤 경영권 방어 조치를 취할지 결정할 수 있으며 따라서 이사회가 인수에 있어서 어느 정도 영향력이 있는것을 알 수 있다. 그러나 경영권 방어 조치가 채택될지는 주주총회 승인을 거쳐야 하며 경영권 방어 결정의 효율성에 다수 영향을 받을 수 있다. 이 때문에 우호적 M&A 혹은 적대적 M&A 에 있어서 이사회 의 자유재량권이 제한되어 있으며 특히 적대적 M&A 에서 이사의 긴급 결정권이 크게 제한된다.

종합하여 보면 중국의 기준 법률에서 이사회 의 우호적 M&A 과 적대적 M&A 에 대한 의사결정권이 실질적으로 제한되어 있으므로 의사결정의 시기와 효율에 영향을 미친다.

4.2 신인의무의 판단기준

대상기업 이사의 신인의무에 관한 중국의 법률은 비교적 광범위하고 <회사법>과 <증권법>를 포함한 법률 규정이 있고 <주식발행및거래권리조례>를 포함한 행정법규가 있고 <공모회사의정보공개시행세칙>과 <상장회사인수관리방법>등과 같은 부서규약이 있는데 규정이 번잡하고 판단기준이

41 《上市公司收购管理办法》第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

42 《公司法》第一百零三条 股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。但是，公司持有的本公司股份没有表决权。股东大会作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权过半数通过。但是，股东大会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

각 규정에서 나타나지만 상당히 모호하고 통일되지 않는다⁴³. 충실의무와 근면의무 중에서 근면한 의무의 기준은 비교적 포괄적이다. 중국은 이사의 신인의무에 관한 면책 규정이 부족하기 때문에 판사가 사건을 심리할 때 전면적이고 실질적인 심사를 해야 되므로 심리 난이도와 사법의 비용이 증가될 수 밖에 없다.

인수 및 경영권 방어의 분야에는 특수성이 있기 때문에 대상기업이 인수에 직면할 때 이사 신인의무에 대한 심사 기준도 구체적이고 특별한 것이어야 한다⁴⁴. 중국은 주로 주관적인 기준, 객관적인 기준, 주객관기준을 채택하고 있다. 여기에서는 주로 영미법의 경영판단원칙, 강화된 경영판단원칙과 정당한 목적기준을 살펴보기로 한다.

4.2.1 경영판단원칙

경영판단원칙은 행동의 기준과 사법 심사의 기준을 확립하는데 이는 이사의 면책 규정이다. 이 규칙에 의하면 이사의 행위에 대해 이의가 있는 주주는 해당 이사가 신인의무를 위반하는 증거를 제시해야 한다. 이사가 회사를 위해 경영 의사결정을 내리는데 다음과 같은 조건이 충족해야 한다: 이사가 경영결정을 내릴 때 충분한 정보를 수집 및 분석하고 선의로 이해관계가 없으며 회사의 최선의 이익에 부합한다는 것을 합리적으로 믿어야 한다⁴⁵. 이것은 주관적이고도 객관적인 기준이다. 회사의 인수와 경영권 방어는 주식의 분쟁이므로 다자간의 이익충돌을 일으키고 대상기업의 이사들에게 인수자의 압력 외에 회사 내부의 이익충돌로 인하여 이사가 중소주주의 이익을 침해할 가능성이 있다.

중국에서 대상기업 이사의 신인의무의 충실의무에는 이 규칙을 적용되지 않는데, 왜냐하면 충실의무를 위반하는 것이 이사의 주관적인 동기가 비

43 反收购视角下目标公司董事行为规制研究_朱任

44 论敌意收购中目标公司董事的义务_夏爽

45 反收购视角下目标公司董事行为规制研究_朱任

선의적이라고 추정되기 때문이다. 이 규칙은 이사의 주의 의무에게 책임을 면제하는 기준을 제공함으로써 이사가 이사, 주주, 회사와의 합법적이고 적절한 이익을 조화시켰으며 이사가 경영권 방어 조치를 공정하게 실시하는데 도움이 될 것이다. 이 판단기준은 이사가 적극적으로 신인의무를 행사하도록 인센티브를 준다. 이러한 인센티브 이념을 중국이 참고할 필요가 있다고 생각된다. 그러나 경영판단원칙의 적용은 인수에 있어서 이사의 행위에 대한 의심을 받고 있으며 이 규칙은 이사에 대한 사후의 감독으로 이사의 권리 남용을 사전에 예방하기 어려운 것으로 중국은 이 원칙을 참고할 때 다른 조치를 통해 이 점을 보완하는 것이 바람직하다고 생각된다.

4.2.2 강화된 경영판단원칙

강화된 경영판단원칙은 필요성과 대칭성 원칙이라고 하며 입증책임의 전환을 규정하고 있다. 경영권 방어에 있어서 대상기업의 이사가 피고로서 다음 두 가지를 증명할 필요가 있다: 경영권 방어조치의 필요성과 대칭성다. 필요성은 이사에게 인수자의 행위가 회사의 이익에 합리적인 위험이 있으며 이사가 선의에 따라 그 행위를 하고 또한 그가 취하는 경영권 방어 수단(작위 및 부작위)에 대해 합리적이고 충분한 논증·조사를 하였음을 증명하도록 요구한다⁴⁶. 동시에 대칭성은 이사에게 그가 취하는 경영권 방어 수단(작위 및 부작위)의 정도가 인수자가 회사에 초래한 위험의 정도와 상당한 것을 증명하도록 요구한다. 즉 경영권 방어 수단이 합리적인 범위 내에서 통제되어야 한다는 것이다. 이 규칙은 이사에게 신인의무를 이행하는데 더 엄격한 요구를 부과한다고 할 수 있다.

46 적대적 M&A 규제와 지배원리와 현행 법제의 재검토_ 송중준, [증권법연구]제 16 권 제 1 호, 2015.04

4.2.3 정당한 목적기준

영국은 최초 정당한 목적기준을 주로 대상기업이 신주를 발행함으로써 인수를 방어하는 판례에 적용하였다. 정당한 목적 기준은 이사가 행한 행동이 그의 직책의 요구에 부합하고 그 행위는 회사의 건전한 발전을 지키기 위한 것을 요구한다. 이 기준은 주로 대상기업 이사의 주관적 목적을 규제하는데 사용되며 주로 충실의무에 적용된다. 영국 법원은 인수와 경영권에 있어서의 이익충돌을 규제하기 위하여 충실의무와 주주이익 최대화를 이사 경영권 방어 조치의 적법성 여부를 판단기준으로 삼고 있다. 대상기업의 인수에서 이사의 충실의무에 대한 가장 기본적인 요구는 이사가 경영권 방어 행위(작위 및 부작위)를 실시하는데 정당하고 적법한 목적에 부합해야 한다는 것이다⁴⁷. 즉 그 행위의 주관목적은 회사에서의 지위를 지키기 위한 것이 아니라 주로 회사, 주주, 사회의 이익을 위한 것이다. 일부 학자는 정당한 목적기준이 이사의 신인의무에 대한 명확한 규정이 있는 전제하에만 적용될 수 있는데 중국의 활발한 인수 시장에 적용되기 어려우며 따라서 이 기준을 참고할 때 다른 관련 제도의 설계를 유의할 필요가 있다고 생각한다.

위의 세 가지 기준은 영미법계의 전형적인 기준인데 이러한 기준들이 자체의 합리성과 인용가능성이 있고 그러나 현재 규제가 부족한 중국의 환경에서 단순히 참고하서는 안되고 전면적으로 분석하고 연구할 필요가 있다. 이 세 가지 기준은 서로 다른 측면에서 이사 신인의무를 규제할 수 있다. 인수에 있어서 신인의무 규정이 최적의 효과를 발휘할 수 있도록 종합적으로 참고하고 중국법에 도입하는 것이 바람직하다고 생각된다.

⁴⁷ 英国新公司法中禁止篡夺公司商业机会规则_赵渊_2007

제 4 장 중국 적대적 M&A 방어수단의 유형과 적법성

2016 년 중국 자본시장에서는 이른바 ‘야만인 상장회사침입’의 사례가 빈번하게 발생하고 적대적 M&A 와 경영권 방어의 전쟁은 감독기관, 경영진부터 대중투자자까지 뜨거운 화제가 되었다. 인수와 경영권 방어는 자본시장에서의 양면적인 개념이다.

적대적 M&A 는 쌍 방이 우호적인 협상나 합의를 달성하지 않고 인수자가 대상기업의 지배권을 얻기 위해 대상기업의 주주와 직접 지분양도의 합의를 하거나 인수청약을 제기하는 행위를 말한다. 이것은 대상기업의 주주가 자율적으로 선택하는 것이고 이사회에 승인을 필요하지 않는 것으로 완전한 시장화 규범화된 인수모델로 간주된다. 따라서 대상기업 이사의 경영권 방어 행위가 야기되었다.

기업의 지분 분산화 및 주식 유동성은 적대적 M&A 를 유발하는 전제이며, 지분이 분산된 상장기업은 더 쉽게 적대적 M&A 의 목표가 될 수 있다. 이러한 기업에서는 이사회를 핵심으로 하는 경영진이 주주의 위탁 대리인으로서 기업경영 관리에 관한 대부분의 의사결정권을 갖고 있으며 상장회사 경영권 방어 수단을 취하는 과정에서도 상당한 권한을 갖고 있다. 그러나 적대적 M&A 의 성공은 항상 대상기업 통제권의 이전과 수반한다. 여기에는 회사의 지배주주, 중소주주, 이사회 등 경영진, 직원, 채권자 등을 포함한 다자간 주체의 이익이 포함될 것이다⁴⁸. 이러한 상황에서 대상기업의 이사는 회사의 지배권을 지키는 것을 목표로 하거나 자신의 지위를 지키는 것을 목적으로 하는 적대적 M&A 를 예방하거나 좌절시키는 일련의 조치와 행위를 이른바 경영권 방어라고 한다.

상장회사 이사의 경영권 방어 행위에 대한 규제는 인수행위의 합리성을 전면적으로 부정하는 것이 아니라 이사의 충실의무, 근면한 의무의 이행과

48 적대적 M&A 에 대한 방어수단에 관한 소고_ 권상오 [법학논의] 제 18 집, 제 2 호, 2010

자신 이익 보호와의 충돌에서 균형을 찾고 대상기업의 경영권 방어가 진정한 ‘야만인’을 거절하고 대상기업과 주주의 이익을 보호하는 것을 확보한다.

제 1 절 주식거래 잠정적 정지(临时停牌)

1. 내용

대상기업이 중대자산재편을 이유로 주식거래 잠정적 정지를 신청함으로써 적대적 M&A 에 저항하는 것은 중국 특유(中国特色)한 경영권 방어 조치라고 할 수 있다. 비록 주식거래 잠정적 정지 제도의 설계 취지는 자본시장의 정보 투명성 유지, 내부자 거래 방지, 대중 투자자 이익 보호 그리고 거래시장 질서 유지 등에 있으며 적대적 M&A 를 방어하는 것에 있지 않지만 정의에서 보면 경영권 방어 조치의 정의는 매우 광범위하고 일정한 패턴이 존재하지 않으며 대상기업이 실시하는 적대적 M&A 를 막는 것을 목적으로 하는 행위를 ‘경영권 방어’ 라고 할 수 있다⁴⁹. 적대적 M&A 의 과정에서 만약 대상기업 이사회가 중대자산 재편을 이유로 주식거래 정지를 신청한다면 그는 대상기업 이사회 등 경영진의 장기적인 경영 투자 전략의 부분이든 아니면 적대적 M&A 를 막기 위한 단기적인 저항 전술이든 모두 인수자의 자금의 유동성을 줄이고 대상기업의 경영진이 백기사(white knight)를 구하거나 다른 조치를 취하기 위하여 시간을 벌어주는 역할을 할 것이다. 주식거래 잠정적 정지는 증권시장에서의 주식 거래가 강제로 중단되었다는 것을 의미한다. 거래가 중단되면 구입한 주식을 되찾을 수 없으므로 현금흐름이 압박을 받는 인수자가 어려움을 겪을 수 있다⁵⁰. 따라서 중대자산 재편을 이유로 주식거래 잠정적 정지시킨 것도 일종의 경영권 방어 조치라고 할 수 있다.

⁴⁹ 敌意收购的法律立场_《中国法学》_2017年第3期,第226页

⁵⁰ [美]《现代公司与私有财产》_伯利、米恩斯_商务印书馆2007年版,第5页

주식거래 잠정적 정지 제도를 이용하여 적대적 M&A 를 견제하고 자신의 다른 경영권 방어 조치를 취하기 위하여 시간을 벌어 온 것이 최근의 일이다. 1994 년 증권사상 유명한 '군완대전(君万)'에서 왕석으로 대표되는 완커그룹 경영진은 거래 정지 제도를 이용하여 적대적 인수자인 군안증권(君安证券)을 대항하는데 성공한 바 있다. 20 년 후, 마오능(宝能)을 직면했을 때 완커그룹의 이사회는 다시 한번 주식거래 잠정적 정지 제도(停牌)를 사용하였다. 대상기업 이사회는 중대자산 재편을 이유로 거래정지를 신청함으로써 적대적 M&A 에 저항하는 행위가 최근 몇 년 동안 증권시장에서 만연(蔓延)한 추세가 보인다.

2. 주식거래 잠정적 정지(停牌)에 적법성 판단

회사 정관을 개정하는 것과 경영권 방어 조항을 설치하는 것보다 거래 정지제도를 이용하여 적대적 M&A 에 대항하는데 더 큰 자율성을 있다. 중국 <상장회사 중대자산재편 정보공시 및 거래정지방법> 제 9 조⁵¹는 상장회사가 중대자산재편을 계획하고 있어서는 주식거래 잠정적 정지를 신청할 권리를 부여한다고 규정하였다. 이것은 상장회사들이 중대자산 재편 시에 거래정지를 신청 것이 합법적이라는 것을 보여준다. 상장회사가 중대 자산재편을 이유로 거래정지를 신청하는데 내용과 절차에 법률·법규에 반하지 않을 경우, 그 거래정지 행위는 형식적으로 적법적이다. 주식거래정지의 기한은 법에 규정된 최장 기간내에 있는 한 자율적으로 결정할 수 있다. 따라서 이는 대상기업 이사에게 상당한 편리한 수단로서 적대적 M&A 를 대항하는 목적을 효과적으로 달성할 수 있다. 게다가 경영권 방어에 있어서 대상기업

51 《上海证券交易所上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》：上市公司筹划发行股份购买资产，可以根据实际情况申请短期停牌，停牌时间不超过 10 个交易日。停牌期间更换重组标的的，其累计停牌时间也不得超过 10 个交易日。

이사와 주주 사이에는 이익이 충돌이 있고 대상기업 이사가 거래정지제도를 불법으로 이용하여 회사와 주주의 이익을 침해하는 것을 피할 수 없다.

2.1 부당한 목적

주식거래 잠정적 정지는 여러 가지 유형으로 나누어지는데 그 중 중대 자산 재편을 계획하는 것과 주식을 발행하여 자산을 매입하는 것과 비공개로 주식을 발행하는 것은 상장회사가 거래정지를 신청하는 주요 원인이다. 2015 년의 경우, 상해, 신천증권거래소에서 주식거래 잠정적 정지를 신청한 사건에는 모두 2037 건으로 이 중 위 세 가지 이유로 거래정지를 신청하는 비율이 57.92%에 차지하다. 그 중에는 중대자산 재편을 계획한다는 이유로 다수를 차지하고 있는데 왜냐하면 그 행위의 주도권이 이사회에 달려 있기 때문이다. 주주총회에서 중대자산 재편 사항을 최종적으로 심의하기 전에 주식거래 잠정적 정지 신청할지 여부 및 법률 법규에 규정된 기한 내에 정지하는 시간도 상장회사 이사에 의해 결정하는 것이다. 이에 따라 이 잠정적 거래정지 제도가 중국에선 이미 이 제도의 취지와 관계없는 경영권 방어 기능이 갖게 된다⁵². 거래정지를 이용하여 적대적 M&A 에 저항하는 사례를 분석해 보면 다음과 같은 공통점이 있음을 알 수 있다.

첫째, 주식거래 잠정적 정지의 신청 시점을 보면 몇몇 상장회사 이사회가 적대적 M&A 가 나뉘는 후에 지배권 이전 위협에 직면했을 때 중대자산 재편을 이유로 증권거래소에 거래정지를 신청하였다. 완커그룹(万科集团)의 경우 2015 년 12 월 4 일, 전해인수(前海人寿)와 그 일치행동인(钜盛华)가 4 차례 주식을 구입하여 완커그룹의 지분 20.03%를 보유함으로써 완커의 최대 주주가 되었다. 완커그룹의 지배권에 영향을 미쳤으며 12 월 18 일, 완커그룹 이사회는 신천증권거래소에 주식거래 잠정적 정지를 신청하였다. 칸

⁵² 论目标公司反收购行为的决定权及其规制_胡鸿高、赵丽梅_《中国法学》2012 年第 2 期, P123

다르그룹(康达尔集团)의 경우 2015년 8월 31일,林志,경기그룹 및 王东河 공동으로<일치행 동인협의>에 서명하였으며 칸다르의 총 지분 24.74%를 보유하고. 당시 최대주주가 지분 28.62% 보유하고. 일주일 후, 칸다르그룹은 9월 8일에 잠정적 거래정지를 신청하였다.

둘째, 재판성 결과를 보면 위의 두 대상기업의 재구성이 모두 실패하였다. 중대자산의 재판은 대상기업 이사가 적대적 M&A에 대비하기 위한 수단일 수도 있다.

중대자산 재판은 회사의 중요한 경영 관리 활동에 속한다. 만일 이 행위가 상장회사의 이사회가 회사의 장기적 이익을 위해 하는 경영관리전략이라면 마침 적대적 M&A를 당할 때에 실시할 가능성은 매우 희박하다. 따라서 만약 상장회사 이사회가 일상적인 경영관리에서 중대자산재판을 기획·실시하고 거래정지를 신청한다면 그 절차가 적법하고 자료가 완비되는 한 이사의 거래정지 신청 행위가 합리성을 갖는다⁵³. 그러나 만약 한 회사가 대상기업이 된 후에 위에 언급한 행위를 실시한다면 감독기관은 거래정지를 허가하기 전에 그의 실제 목적을 심사해야 하며 그렇지 않으면 이때의 거래정지가 대상기업 이사가 자신의 지위를 지키기 위한 수단일 수도 있으므로 합리성이 없다고 인정해야 한다.

2.2 주식거래정지로 주주 권리 침해

주식거래 잠정적 정지 제도 자체는 한편으로 시장의 투명성을 높이고 증권시장에서의 정보 대칭성을 높여주며 대중투자자의 권익을 보장하는 것이다. 상장회사는 대중투자자들의 알 권리와 자주적으로 판단 및 선택한 권리를 보장하도록 주가에 영향을 미치는 정보를 진실하고 정확하며 적시에 밝힐 필요가 있다. 그러나 정보 전달 속도에 따라 증권시장에는 사람들이 처

⁵³ 论上市公司公开收购的法律问题_宋永泉_《中国法学》1999年第5期, P87

하는 위치에 따라 정보가 비대칭성이 있는 경우가 종종 있기 때문에 대중투자자들이 이 상황에서 의사결정을 하면 손실이 입일수도 있다. 따라서 증권감독기관 및 증권거래소는 민감한 사건을 다룰 때에는 상장회사에 주식거래 정지를 요구하고 증권거래시장의 공정과 안정을 보장하도록 한다⁵⁴. 다른 한편으로 거래정지가 되면 대중투자자가 보유하고 있는 그 회사의 주식이 동결되어 자유 거래할 권리가 상실된다. 증권시장의 핵심은 대중투자자가 자유롭게 거래할 수 있는 것에 있고, 거래정지될 때 주식이 유동성이 상실되어 증권시장도 활기를 잃었다.

대상기업 이사가 자신의 경영권과 지위를 지키기 위해 허위한 자산재편을 하고 주식거래 잠정적 정지 제도를 악용하여 적대적 인수자를 방해한다면 이는 대중투자자의 합법적인 권익을 심각하게 침해하는 것이다⁵⁵. 왜냐하면 정지기간 동안 대중 투자자는 대상기업의 주가에 대한 진실 상황을 알 수 없고 이러한 정보의 비대칭성 때문에 투자자들이 적대적 인수자가 제시한 인수가격과 대상기업 주가의 차이를 비교할 수 없게 되어 그의 이성적인 판단에 영향을 줄 수 있다. 상장회사가 재편성할 의사가 없으면 거래를 중단 시킴으로써 적대적 인수자가 갖고 있는 지분 비율을 더 이상 확대하지 못하게 하여 그의 시장 가치는 거래가 다시 시작된 후에 크게 달라질 가능성도 높다. 예를 들어, 완커그룹이 2016년 7월 거래가 다시 시작된 후 그의 주가가 연속적으로 하한가로 떨어졌고 주주 특히 중소 주주들에게 큰 손실을 입혔으며 중소 주주들의 이익을 심각하게 침해하였다⁵⁶.

상장회사의 주식거래 잠정적 정지 제도가 존재하는 이유는 거래 정지를 통해 중소주주가 증권시장에서 정보를 얻을 수 있는 공정성을 보장함으로써 증권시장의 투명성을 증가시킬 수 있기 때문이다. 대상기업 이사는 경영권 방어 과정에서 중대자산 재편을 계획하는 이유로 거래정지를 신청할

54 浅析以停牌的方式抵御收购_代婉琳

55 我国上市公司股票停牌制度的问题与改进_丁丹华

56 我国上市公司面临恶意收购时的应对措施浅析-以万宝之争为例_胡进

수 있지만 재판의 진실성과 타당성을 보장해야 하며 거래정지를 이사자신이 이익을 추구하는 도구로 사용해서는 안 되며 회사와 주주의 이익을 희생하는 대가로 자신의 지위를 지켜서는 안 된다.

3. 주식거래 잠정적 정지에 대한 감독 미비

중국 증권시장의 시작이 늦어 각종 감독제도가 부족하며 국외에서 성숙된 주식거래정지 감독제도에 비해 아직 보완해야 할 점이 많다. 거래정지 제도의 일반적인 규정을 보면 거래정지 이유의 범위가 넓고 중단 기간은 길며 정보공개에 관한 규정이 규범적이지 않은 문제가 있으므로 대상기업 이사가 이 제도를 적대적 M&A의 방어수단으로 사용하여 자신의 이익을 추구하는 상황이 종종 발생하다⁵⁷.

2018년 11월 6일, 증감회는 <상장회사주식거래정지제도 완화에 관한 지침⁵⁸>을 발표하여 상장회사 주식거래 잠정적 정지제도에 대해 다시 규정하였다. 상장회사가 신중하게 거래정지를 신청하여야 하고 비밀을 엄격하게 유지하여야 한다고 규정하였다. 상장회사들은 임의로 거래정지를 신청하거나 정지기한을 지연하거나 관련 사항의 결과가 불확실하다는 이유로 거래정지를 지연시키는 안 되며 장기적인 거래정지의 상황을 방지할 수 있는 조치를 취해야 한다. 그러나 이 제도 자체는 여전히 많은 문제점을 안고 있는데 만약 대상기업 이사가 거래정지 제도를 이용하여 적대적 M&A에 저항한

⁵⁷ 我国上市公司股票停牌制度的问题与改进_丁丹华

⁵⁸ 《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》一、明确上市公司股票停复牌基本原则:(一)审慎停牌原则。上市公司应当审慎停牌,以不停牌为原则、停牌为例外,短期停牌为原则、长期停牌为例外,间断性停牌为原则、连续性停牌为例外,不得随意停牌或者无故拖延复牌时间,并应采取有效措施防止出现长期停牌等情况。(二)分阶段披露原则。上市公司发生重大事项,持续时间较长的,应当按照及时披露的原则,分阶段披露有关事项进展的具体情况。上市公司不应以相关事项结果尚不确定为由随意申请股票停牌。(三)严格保密原则。上市公司及其股东、实际控制人,董事、监事、高级管理人员和其他交易各方,以及提供服务的证券公司、证券服务机构等相关主体,在筹划、实施可能对公司股票交易价格产生较大影响的重大事项过程中,应当切实履行法定保密义务,建立健全保密制度,做好信息管理和内幕信息知情人登记工作。不得以申请上市公司股票停牌代替相关各方的保密义务。

다면 그 선택 할 수 있는 이유가 매우 많고 감독기관의 업무 수행을 어렵게 만든다. 또한 이 방안은 상장회사의 거래정지 기간을 대폭 줄어 종전의 최장 6 개월에서 1 개월에서 3 개월로 단축시켰다. 이러한 규정은 증권감독기관이 인수 타깃이 되는 상장회사가 이 제도를 이용해 적대적 M&A 를 저항하는 것을 억제하려는 태도를 어느 정도 표명했지만 이러한 규정만으로는 거래정지 제도의 악용에 대한 감독이 아직 부족하며 부분 상장회사의 회사 이사로 하여금 이 제도를 이용하여 적대적 M&A 에 대항하여 자신의 이익을 도모하려는 사건을 철저히 방지할 수 없다.

완커, 칸다르그룹(康口尔公司)의 이사회가 실시한 경영권 방어 조치를 분석해 보면 적대적 M&A 에 있어서 주식거래 잠정적 정지의 방법으로 인수를 저항하는 것이 중국 특유 경영권 방어 수단이 되어가고 있음을 알 수 있다. 법에 명시적으로 금지되지 않고 감독기관이 불법 거래정지 신청행위에 대해 엄격한 처벌을 내리지 않는 한 대상기업들은 거래정지가 인수자에게 미칠 영향을 분명히 인지하고 있으므로 적대적 M&A 에 직면할 때 주저 없이 이 조치를 채택할 것이다. 단지 거래정지의 시간을 단축하는 규정만으로 대상기업 이사가 거래정지를 이용하여 스스로 보호하는 현상을 금지할 수 없다.

제 2 절 황금 낙하산계획 (golden parachute)

‘황금 낙하산’ 은 미국에서 흔히 볼 수 있는 것으로 경영판단원칙에 따라 회사의 이익을 보호하려는 취지여야 하며, 예를 들어 회사를 위해 우수한 관리자를 끌어들이는 것이고 단순히 경영자 자신의 이익을 위해서만 사용될 수 없다⁵⁹. 경영권 방어 차원에서는 두 가지 측면이 있다: 인수자의 인수원가를 높이고 적대적 M&A 에 지장을 주는 한편 대상기업의 현임 이사가 인

⁵⁹ Charles R. Knoeber, Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers, The American Economic Review, Vol.76, No.1 (May, 1986), P155-167

수로 인해 교체될 수 있다는 압력을 줄여주고 이들의 적대적 M&A 에 저항하기 위해 경영권 방어 행위를 하는 동력을 떨어뜨렸다.

예를 들어 이리회사(伊利公司) <개정 회사정관> 제 96 조⁶⁰의 2 는 회사가 적대적으로 인수되었을 때 이사·감사·임원에게 회사의 전 회계년도의 모든 급여와 복리의 총액의 10 배에 해당하는 현금보상금을 이른바 ‘황금 낙하산’(golden parachute)을 일시불로 지급해야 한다고 규정한다.

중국법은 해임된 이사에게 퇴직보상금을 주는 것을 금지하지는 않지만 일정한 업종 기준을 따라야 하며 또한 주주총회로 결정해야 한다고 규정한다. 황금 낙하산은 대상기업 이사들에게 마치 정심환과 같아서 경영권 방어 뿐만 아니라 회사의 일상적인 경영에도 일정한 역할을 할 수 있다. 그것은 이사로 하여금 일상적인 경영관리 심지어 경영권 방어에서 중립적인 위치에 놓이게 할 수 있으며 회사와 투자자의 입장에서 의사결정을 할 수 있고 사익을 추구하는 상황의 발생을 줄일 수 있다.

제 3 절 회사 정관에서 경영권 방어조항 설치

완커회사와 바오능의 지분 분쟁으로 부터 중국의 회사 경영이 새로운 시대로 들으면서 상장회사 특히 지분이 분산화된 상장회사들은 자본시장에서 다들 쟁탈하는 타깃이 되었다. 준비가 충분하고 목표가 확실한 상대의 기습에 상장회사 이사회 등 경영진은 어쩔 수 없이 일어섰다. 대상기업으로 되기 전에 벽을 쌓고 적을 문밖에서 막으려고 애썼다. 최선의 사전 방어수단은 회사정관에 경영권 방어 조항을 설치하는 것이다.

⁶⁰ 伊利集团章程修正案第 96 条:在发生公司被恶意收购时,公司须一次性向董事、监事、高级管理人员按其在上一年度应得税前全部薪酬和福利待遇总额的十倍支付现金经济补偿金。在发生公司被恶意收购时,与公司签订有劳动合同的经理级以上管理人员、核心技术及业务人员可以主动提出辞职。针对上述 辞职人员,董事会有权根据其在中国公司发展中做出的贡献进行研究确定是否需给予经济补偿,对于确定给予 经济补偿的人员,公司应一次性支付相当于其上一年应得税前全部薪酬和福利待遇总额的十倍的现金经济 补偿金。

2016년 8월말까지 약 540개 주식회사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 회사정관에 추가하였다. 그 중 이리주식회사(伊利公司)는 전형적인 사례로서 정관 개정안에 경영권 방어 조항의 내용을 폭넓게 포함시켰다. 이리회사를 예로 들어 정관 개정안에서의 경영권 방어 조항을 구체적으로 분석하고 해당 조항의 적법성과 이사 행위의 합리성을 판단한다.

1. 유형

이리 주식회사가 2016년 8월 10일에 공시된 <회사정관개정에 관한 공고⁶¹>에 따르면 이번 개정은 모두 11개 조항을 다루고 주로 다음과 같은 측면에서 설치하였다.

1.1 주식 보유 신고기준 수정

이리회사 <개정 회사정관> 제 37조 제 5항의 2는 인수자의 고 기준을 5%에서 3%로 낮추었다⁶². 이는 <중국증권법>에 규정된 정보공개 규칙에

⁶¹ 《伊利股份第八届董事会临时会议决议》
<http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/announcement/index.shtml?productId=600887>, 2019年11月12日.

⁶² 伊利集团章程修正案第 37 条(5):通过证券交易所的证券交易,投资者持有,或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司已发行的股份达到 3%时,应当在该事实发生之日起三日内,向公司董事会发出书面通报。在通报期限内和发出通报后二个交易日内,不得再行买卖公司的股票。投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有公司已发行的股份达到 3%后,其所持公司已发行的股份比例每增加或者减少 3%, 应当依照前款规定进行通报。通报内容应包括但不限于,信息披露义务人介绍、本次权益变动的目的、本次权益变动方式、本次交易的资金来源、后续计划、对上市公司影响的分析、前六个月内买卖公司股份的情况、信息披露义务人的财务资料、其他重要事项、备查文件、信息披露义务人及其法定代表人声明。违反上述规定,或者在信息披露过程中存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的应承担如下法律责任:1、公司其他股东有权要求其赔偿因其恶意收购而造成的所有经济损失(含直接和间接损失)。2、公司董事会有权依据本章程主动采取反收购措施,并公告该等收购行为为恶意收购,该公告的发布与否不影响前述反收购措施的执行。3、违反上述规定购买、持有公司股份的,在其违规行为改正前,不得行使其所持或所控制的该等股票的表决权,公司董事会有权拒绝其行使除领取该等股票股利以外的其他权利。4、公司董事会及其他股东有权向证券监督管理机构、证券交易所等反映情况并请求追究其法律责任。

대한 개정에 해당하여 인수자의 인수 난의도를 높이고 인수자의 의무를 가중시켰다. 동시에 회사 다른 주주들은 인수자에게 그의 적대적 M&A 로 인한 입힌 모두 경제적 손실을 배상하도록 청구할 권리가 있으며 이사회는 인수자가 주식 배당 수령하는 것을 이외의 기타 권리를 행사하는 것을 거부할 수 있다.

이 조항은 곧바로 상해 증권거래소의 질의를 받았으며 이리회사에 다음과 같은 사항을 추가 공시하도록 요구하였다: (1) 상기 조항을 개정하는데 의거하는 법적 근거와 투자자가 법에 따라 주식을 매입 및 양도하는 것을 제한 받는지 여부. (2) 해당 ‘조치’의 법적 근거 및 합리성, 회사 주주의 의결권을 부당하게 제한하는지 여부 또한 이사회는 주주가 주식 배당금 수령이외의 기타 권리의 행사를 거부하는 법적 근거.

<중국증권법>제 80 조에 따르면 투자자가 신고하는 기준은 5%⁶³이고 이리 주식회사는 이 기준을 3%로 낮춘다. 국내에서 보면 이것은 이리회사의 독창적인 것이 아니고, 아화(雅化集团)그룹에서도 비슷한 정관 개정안을 제안한 바 있다. 그러나 미국에서는 poison pill 로 대표되는 고도로 복잡한 경영권 방어 조치가 있었는데도 유독 인수자 주식보유의 통보기준을 낮추는 것이 없었다. 그것은 회사법이 임의적인 규칙이므로 회사를 통제하는데 규칙수정을 통해 자치(自治)적으로 이루어질 수 있는 것이고 다만 증권법에서 정보 공시에 관한 규칙은 강제적인 규칙이므로 회사의 임의적인 변경을 용납하지 않기 때문이다. 회사의 지배구조의 자유로움과 회사 정관의 자치에서 중요한 전체조건은 회사 임원들이 대중투자자에게 회사의 지배구조를 충분히 공개하는 것이다.

63 《证券法》第八十条：发生可能对上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司的股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易场所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。（八）持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人持有股份或者控制公司的情况发生较大变化，公司的实际控制人及其控制的其他企业从事与公司相同或者相似业务的情况发生较大变化；

미국 법률에 비해 중국의 주식보유 통보기준은 인수자에게 너무 지나쳤다. 만일 대상기업이 그 문턱을 수정하도록 내버려 두면 입법자가 정책 균형을 추구하는 본래의 목적을 깨뜨릴 뿐만 아니라, 대상기업 이사회와 같은 경영진이 권력을 남용한 혐의를 받게 될 것이며 충실하고 근면한 의무에 위반하는 것이다.

1.2 주주선거권 제한

이리회사 <개정 회사정관> 제 53 조 2에서는 2년 이상 단독 또는 합계 15% 이상의 주식을 보유하는 주주는 이사의 교체 또는 지명할 제안권이 있다고 규정한다⁶⁴. 제 77 조⁶⁵ 제 1 항에는 정관개정 및 이사, 감사의 선거교체 통과기준을 주주총회 출석인원의 의결권의 3/4 까지 높였다. 제 96 조⁶⁶에서는 이사회에의 교체선거의 경우, 교체된 이사는 전체 이사의 1/3 를 초과할 수 없으며, 집행 이사의 교체는 전체 집행이사의 1/3 를 초과할 수 없다고 규정하고 있다. 따라서 적대적 인수자에 대하여 대부분의 이사를 교체하

⁶⁴ 伊利集团章程修正案第 53 条:公司召开股东大会, 董事会、监事会以及单独或者合并持有公司 3%以上股份的股东, 有权向公司提出提案。但是, 关于更换及提名董事会、监事会成员以及修改公司章程的提案, 须连续两年以上单独或合计持有公司 15%以上股份的股东才有权提出提案。单独或者合计持有公司 3%以上股份的股东, 可以在股东大会召开 10 日前提出临时提案并书面提交召集人。召集人应当在收到提案后 2 日内发出股东大会补充通知, 公告临时提案的内容。除前款规定的情形外, 召集人在发出股东大会通知公告后, 不得修改股东大会通知中已列明的提案或增加新的提案。

⁶⁵ 伊利集团章程修正案第 77 条:下列事项须由出席股东大会的股东(包括股东代理人)所持表决权的 3/4 以上通过方为有效:1、本章程的修改; 2、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事的议案; 3、在发生公司被恶意收购时, 该收购方(包括其关联方或一致行动人)与公司进行的任何交易事项;4、股东大会审议收购方(包括其关联方或一致行动人)为实施恶意收购而提交的关于购买或出售资产、租入或租出资产、赠与资产、关联交易、对外投资(含委托理财等)、对外担保或抵押、提供财务资助、债权或债务重组、签订管理方面的合同(含委托经营、受托经营)、研究与开发项目转移、签订许可协议等议案。

⁶⁶ 伊利集团章程修正案第 96 条:董事会换届选举时, 更换董事不得超过全体董事的三分之一, 且执行董事的更换不得超出全体执行董事的三分之一。连续两年以上单独或者合并持有公司 15%以上股份的股东提名董事时, 每一提案(提案人及其关联方或一致行动人分别提出的提案应当合并计算)所提候选人不得超过全体董事的五分之一, 且不得多于拟更换或补选人数。除非换届选举, 年度股东大会或临时股东大会选举或更换董事人数不得超过现任董事的四分之一。并且在连续 12 个月内, 选举或更换董事只能进行一次。

는데 적어도 3년이 걸릴 것이다. 위의 세 가지 조항은 주주의 선거권과 이사회 구성원을 교체하는 권한을 방해하고 인수자에 넘을 수 없는 장벽을 설치하였다.

지분이 분산된 상장회사의 대표인 이리주식회사에서는 주주가 단독으로 15%의 지분을 보유하지 않으면 주주가 단독으로 이사 교체 제안을 할 수 없는 것이다. 인수자가 보유하는 주식이 15%를 초과하더라도 2년이 지나야 제안할 권한이 있다. 이 규정은 대상기업의 현임 이사가 적어도 2년 동안 그들의 직위가 흔들리지 않도록 보장하면서 이사의 충실하고 근면한 의무 이행 상황에 대한 주주의 감독에 불리한 영향을 미친다고 할 수 있다. 다음으로 해당 특별 결의의 통과기준을 높여 회사가 적대적 M&A에 직면한 상황에서 마찬가지로 인수자에게는 넘기 힘든 장벽을 설치하였다. 마지막으로 이리회사는 이사 교체에 관한 규정을 통해 인수자의 기존 이사들을 교체하는 시간을 3년으로 끌고, 이렇게 긴 시간을 지나가면 대다수 인수를 와해(瓦解)시킬 수 있으며 이 조항의 핵심은 여전히 현임 이사 등 경영진의 이익을 보호하는 것이다.

선거권은 회사 주주의 가장 기본적인 권리이며 회사자치(自治)를 존중한다는 것이 이사가 주주의 권리를 박탈하고 제한할 수 있다는 것을 의미하지는 않는다. 주주가 이사를 지명하고, 투표로 이사를 선출하는 것은 상장회사 이사가 회사경영을 하는 전체 조건과 기초이다. 따라서, 정관 개정을 통한 주주 지명권을 제한하는 것은 회사 자치(自治)의 한계를 넘어 무효에 해당한다고 생각된다.

1.3 이사회에 경영권 방어수단 실시 권한 부여

이리회사 <개정회사 정관> 제 107 조 제 16 항의 1⁶⁷는 주주총회가 이사회에게 백기사(white knight⁶⁸)를 찾는 것을 포함한 경영권 방어수단을 단독으로 취할 수 있는 권한을 부여할 것을 요구하고 있다. 중국에서는 현재 경영권 방어 조항에 관한 입법을 많지 않고, 구체적인 경영권 방어수단이 중국에서 적용될 수 있을지에 대해서도 명확한 한계를 설립되지 않고 있다. 따라서 이러한 이사회에 독립적으로 경영권 방어수단을 취할 수 있는 권한을 부여하는 것 심지어 구체적인 이사회에 위임하는 조항이 법에 위반되는지의 여부는 중국의 법적 배경에서 구체적으로 분석할 필요가 있다.

중국에서는 ‘주주총회중심주의(股口大口中心主义)’를 채택하고 있으며 대상기업 경영권 방어의 결정권이 주주에게 있으며 법으로 주주총회만 행사해야 한다고 명시되어 있는 권리를 제외하고 주주총회 의결을 거쳐 주주총회의 승인을 받으면 이사회도 경영권 방어 수단을 취할 수 있다. 중국 상장회사들이 사전에 정관에 이사회에게 경영권 방어수단 실시 권한을 부여한 조항을 추가하는 경향이 있는 것은 적대적 M&A가 발생되기 전에 회사이사(董事)와 주주 간의 이익충돌이 뚜렷하지 않고도 중소 주주들이 이사의 경영관리 행위에 대해 무관심한 태도를 취하기 때문에 이 때 이 정관이 주주총회에 통과될 확률이 높기 때문이다. 그러나 대상기업 이사회가 독립적으로

⁶⁷ 伊利集团章程修正案第 107 条(16):在发生公司被恶意收购的情况下,为确保公司经营管理的持续稳定,最大限度维护公司及股东的整体及长远利益,董事会可自主采取如下反收购措施:1、针对公司收购方(包括其关联方或一致行动人)按照《公司章程》的要求向董事会提交的关于未来增持、收购及其他后续安排的资料,做出讨论分析,提出分析结果和应对措施;2、从公司长远利益考虑,董事会为公司选择其他收购者,以阻止恶意收购者对公司的收购;3、根据相关法律法规及本章程的规定,采取可能对公司的股权结构进行适当调整以降低恶意收购者的持股比例或增加收购难度的行动;4、采取以阻止恶意收购者实施收购为目标的包括对抗性反向收购、法律诉讼策略等在内的其他符合法律法规及本章程规定的反收购行动。当公司面临恶意收购情况时,董事会可以采取本章程规定的以及虽未规定于本章程但法律、行政法规未予禁止的且不损害公司和股东合法权益的反收购措施,而无需另行单独获得股东大会的决议授权。董事会在采取和实施反收购措施后,应及时以公告方式向全体股东作出公开说明。

⁶⁸ 적대적인수합병의 방어 수단 _지영림 [연세법학연구],1998

경영권 방어수단을 하든 아니면 주주총회의 승인을 받아 독립적으로 경영권 방어 수단을 실시하든 반드시 이사의 신인의무의 요구 하에 해야 하며, 그렇지 않으면 그 행위는 법에 위반으로 무효가 될것이다.

1.4 적대적 M&A 의 정의설정

이리주식회사 정관 제 192 조⁶⁹에서 적대적 M&A 의 개념을 정의하였다. 이사회 동의 없이 인수 또는 다른 방법으로 상장회사 3% 및 그 이상의 주식 또는 통제권을 획득하는 행위 또는 정관 제 37 조 제 5 항을 위반하는 행위 또는 이사회가 인정하는 적대적 M&A 에 해당하는 기타 행위를 말한다.

중국 현재 입법 및 관련 규정은 적대적 M&A , 악의적 인수(恶意收购、敌意收购)의 정의에 대해 명확하게 규정하지 않았다. 따라서 대상기업은 정관에서 어떤 행위를 적대적 M&A 로 정의하는 것이 공평원칙에 위반하는지 여부와 이사회 동의 기준을 기준으로 하는 것이 합리적인 것인지는 <회사법>이 임의법인지 아니면 강제법인지에 달려 있다. 이는 회사가 회사정관에 법률 규정을 임의로 변경할 수 있는지 여부를 결정한다.

미국 일부 학자들의 견해에 따르면 <회사법>은 <계약법>과 마찬가지로 수권적 법률에 속하기 때문에 원칙적으로 정관의 자유로운 변동이 허용된다⁷⁰. 입법자와 판사가 어떤 지배구조가 회사에 가장 적합한지 결코 알지 못하며 오직 권한을 회사정관의 제정자에게 부여하며, 즉 회사의 이사회, 그들이 회사에 가장 적합한 지배구조를 선택하도록 하고 이러한 자치권이 시장에 반영되면 회사 정관은 미리 작성된 계약과 같고 대중투자자들은 받아

⁶⁹ 伊利集团章程修正案第 192 条:恶意收购:是指在未经公司董事会同意的情况下通过收购或一致行动等方式取得公司 3%及以上股份或控制权的行为,或违反本章程第三十七条第(五)项的行为,或公司董事会决议认定的属于恶意收购的其他行为。如果证券监管部门未来就“恶意收购”作出明确界定的,则本章程定义的恶意收购的范围按证券监管部门规定调整。前述董事会未就恶意收购进行认定决议,不影响公司董事会根据本章程规定,在符合上市公司及广大股东利益的前提下主动采取反收购措施。

⁷⁰ 董事会反收购的法律分析_喻茜

들일 수 있는 규제와 투자대상을 자율적으로 선택하고 계약의 다른 당사자가 될 것이다. 그러나 중국 일부 학자가 이 관점을 동의하지 않았다. 邓峰 (2016)의 관점에서 보면 <회사법>에 명시적 허가가 있지 않는 한 회사 정관은 법률 규정을 변경해서는 안 된다. 이런 관점에서 대상기업이 정관에 주주 선거권을 제한하거나 지분보유 통보 기준을 변경하는 행위는 허용되지 않는다.

이 두 가지 관점을 종합이 보면 <회사법>이 수권적인 법률이라는 관점에 동의하지만 수정 또는 증가된 조항이 <회사법>과 <증권법>의 강제적 규정을 위반하지 못하도록 제한되어야 한다. 중국은 회사 자치를 존중하는 것은 회사가 정관을 개정하거나 합의된 방식으로 강제 규정을 배제할 수 있다는 것을 의미하지는 않는다. 대상기업 이사회는 상장회사의 관리자로서 정관을 개정하는 과정에서 현대의 회사가 어떤 조직인지 자신은 회사와 주주와 어떤 관계인지를 항상 기억해야 한다. 만약 이사회가 자신의 이익을 지키기 위해 정관에 경영권 방어 조항을 추가하여 인수자의 장애를 증가시켜 회사와 대중투자자의 이익을 고려하지 않는다면, 해당 이사가 신인의무를 위반할 것이다.

2. 적법성 판단

이리주식회사(伊利股份有限公司)는 전형적인 사례로서 정관개정안에 경영권 방어 조항의 내용을 폭넓게 포함시켰다. 전술한 바와 같이 중국 상장회사는 정관에서 경영권 방어 조항을 설치하는데 크게 두 가지에 집중한다: 하나는 주주의 권리를 제한하고 주주의 의무를 가중시키며 적대적 인수자의 인수비용을 증가시키는 것이다⁷¹. 예를 들면 지분 보유 통보 기준을 변경하는 것을 통해 인수자의 정보 공시의무를 가중시킬 것이며 이사선임에 관한

⁷¹我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

주주 지명·선거 권리를 제한하는 것을 통해 현임 이사회 구성원이 교체 되는 것을 막을 수 있다. 다른 하나는 이사의 권한을 확대하는 것이다. 원래 주주가 갖고 있던 경영권 방어 의결권을 이사에게 부여하여; 황금 낙하산 계획을 통해 이사의 이익을 보호한다. 상장회사 이사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 설치하는데 다음과 같은 법적 문제가 있다.

정관에 경영권 방어 조항을 설정하는데 있어 적법성은 가치판단과 법률 적용에 관한 중요한 문제로 중국의 법률적 배경하에서 회사 정관자치(自治) 뿐만 아니라 회사 이사의 행동권한과도 관련되어 있다.

2.1 결정권한의 귀속

중국은 ‘주주총회중심주의’를 채택하고 있는 이유는 입법 취지와 법적인 전통을 고려하여 주주총회가 의사결정권을 행사하는 것이 실무와 더 잘 부합될 수 있어 경제 발전과 회사의 내부 구조에 가장 적합한 선택이다. 따라서 회사 정관에 있는 모든 경영권 방어 조항에 대한 결정권은 대상기업의 주주총회에 속하며 이사회가 독립적으로 행하는 회사정관변경은 적법한 것이 아니고, 왜냐하면 이사회는 적법한 변경주체가 아니기 때문이다. 그러나 실무에서 이사회는 회사의 집행 기관으로서 회사를 경영권을 갖고 있다. 특히 지분이 분산된 상장회사들에서 이사회는 회사의 실질적인 지배자일 수도 있고 게다가 상장회사 주주총회는 개최 횟수가 한정되어 있고 절차가 복잡하고 효율이 낮은 단점이 있다⁷². 이에 따라 적대적 인수자를 직면할 때 주주총회 승인 없이 이사회가 법률 허점을 악용하여 세칙을 정하는 방식으로 경영권 방어 조항을 설치해 독립적으로 경영권 방어수단을 실시하는 상황도 많이 발생되었다.

⁷² 论目标公司董事信义义务的法律规制_徐华

2.1.1 절차

입법 관점에서 보면 <중국회사법> 37 조 및 99 조는 상장회사의 존속 과정에서 회사 정관을 개정할 권한을 주주총회가 가진다고 규정하고 있으며, 이사회가 주주총회에 회사정관 개정제안을 할 수 있다⁷³. 이리그룹(伊利公司)의 경우 2016년 8월 9일 이리그룹 제 8 차 이사회 임시회의에서는 <회사정관개정에 관한예안>을 심의·통과하였지만 이 정관 개정안이 증감회 개입으로 주주총회 결의로 통과 받지 못하여 해당 경영권 방어 조항이 발효되지 않았다. 전반적으로 만약 대상기업 이사가 정관 개정의 형식으로 그 안에 경영권 방어 조항을 추가하려면 주주총회 특별 의결절차를 거쳐야 하며 그렇지 않으면 절차 위법으로 무효가 된다. 그러나 대상기업 이사가 회사세칙, 기본관리제도를 제정하는 방식으로 경영권 방어 조항을 설정할 경우 이사가 독립적인 의사결정권이 있는지 감독기관이 이사행위를 어떻게 감독할 것인지에 대해 생각할 필요성이 있다고 보인다.

2.1.2 이사의 권한

대상기업 주주가 회사의 소유자로서 정관 개정의 결정권을 갖고 있으며 입법적으로 보면 주주총회 동의 없이 대상기업의 이사들은 스스로 경영권 방어 조항을 설치할 수 없지만 지분이 분산된 상장회사 주주에게 ‘협동행동 곤란’이라는 문제가 존재하다. ‘협동행동곤란’이란 상장회사 지분이 분산되어 있으므로 주주가 보유한 지분이 의사결정의 방향을 바꿀 만큼 크지 않고 회사의 일상적인 경영관리에 개입할 관심이 부족하기 때문에 협동으로 행동하는 것이 쉽지 않은 것을 말한다. 그들은 회사 경영 관리의 권한을 이사회

⁷³ 《公司法》第 37 条:股东会行使下列职权:(七)对公司增加或者减少注册资本作出决议;第 99 条:本法第三十七条第一款关于有限责任公司股东会职权的规定,适用于股份有限公司股东大会。

를 핵심으로 하는 경영진에게 위임하고 이사회가 회사 경영할 책임을 지고 회사의 사무를 처리하며 상당한 자주권을 가지고 있다.

경영권 방어에서는 특히 정관에 경영권 방어 조항을 설정하는 전문적인 문제를 다루며 주주에 대한 전문성 요구가 높다. 대중투자자들은 증권 시장에 들었을 때 약간의 증권지식만으로 그들이 각종 전문적인 문제를 처리하는데 부족하고 이때 회사 경영진에 의존해야 한다. 이사회에 대한 주주의 의존은 이사회가 제안하는 경영권 방어조항을 주주총회에 통과될 확률이 높게 만든다. 따라서 대상기업 이사회는 독립적 위치에 처해야 하고 회사와 투자자의 이익을 보호한다는 입장에서 회사법, 증권법, 정관의 원칙에 반하지 않고 주주총회에 경영권 방어 조항을 설치하는 정관 개정안을 제안해야 한다. 그러나 대상기업 이사와 주주가 경영권 방어에 있어서 자연적인 이익충돌이 있기 때문에 정관 개정으로 경영권 방어 조항 설치하는데 중립을 지킬 수 있을지 그의 신인의무를 이행 할지는 현재 그의 행위를 규제할 때 가장 해결해야 될 문제가 된다.

2.2 적법성 판단기준

경영권 방어 조항의 적법성 판단과 관련하여, 다음과 같은 여러 가지 측면을 고려해야 한다: 첫째, 중국 법률·법규에 명시된 사항에 대하여 상장회사가 정관에 개정하는 것을 허용할지 여부이다. 둘째, 법률·법규가 다루지 않은 문제에 대하여 상장회사가 정관에 이를 보충하고 보완할 수 있는지 여부이다.

경영권 방어 조항의 적법성 판단에 관한 중국 법규정이 상대적으로 적어 그에 상응하는 판단 기준이 결여되어 있으며 단지 금지된 경영권 방어 조치만을 규정하고 감독기관의 업무에 큰 어려움을 초래한다. 이것은 또한 실무에 있어서 이리그룹과 산둥 김태그룹 주식회사에 출현하는 상황을 초래하였으며 마찬가지로 정관 개정으로 유사한 경영권 방어 조항을 정관에 설치

하는데 이리그룹은 상해증권거래소의 개입으로 인하여 수정을 포기하는 반면 산둥 김태그룹은 감독기관이 개입한 뒤에도 정관 개정안을 주주총회에 제출하여 통과하였다. 명확한 판단기준이 결여되기 때문에 현재 중국 일부 상장회사 이사들은 경영권 방어 행위를 실시하거나 정관에 경영권 방어 조항을 설치하는데 있어서는 어려움을 겪고 있으며 인수자와 대상기업, 대상기업 이사와 주주 사이에 경영권 방어조항에 관한 분쟁이 발생할 때 분쟁해결하는데도 감독기관이 어려움을 겪고 있다.

2.3 경영권 방어조항을 남용해 주주 권리 침해

이리그룹의 정관 개정안을 보면 주주 투표권을 제한하는 것이든 황금낙하산계획을 통해 이사들에게 고액 보상을 규정하는 것이든 이사회에 직접 경영권 방어수단을 실시할 권한을 위임하는 것이든 적대적 M&A에 대한 불합리한 장애를 설치하는 것과 같다. 경영권 방어에 있어서 대상기업 이사와 주주 사이의 이익충돌은 객관적으로 존재하는데 지분이 분산된 대상기업에서 이사회는 회사 권력의 중심이며 회사의 경영관리자로서 일반적으로 의사결정은 할 때 객관적인 입장에서 회사와 투자자의 이익을 충분히 고려하지만 적대적 M&A에 직면할 때 대상기업 이사회와 대중투자자의 이익은 종종 분리되었다. 이것은 인수의 성공 여부는 대상기업의 경영활동에 다소 영향을 미칠 수 있고 대상기업 내부 지배구조를 바꿀 수 있으며 회사 경영 방향을 변경하여 이사회 및 기타 경영진과 직원을 교체될 수도 있다. 따라서 회사이익을 지키기 위해서든 자신의 지위를 지키기 위해서든 대상기업 이사는 적대적 M&A에 대항하는 조치를 피할 수 없을 것이며 갈등과 충돌에 직면한다면 자신의 이익을 보호하기 위하여 정관 개정을 하게 될 것이다.

사전에 회사 정관에 경영권 방어 조항을 설치하여 여러 조항의 조합으로 적대적 인수자를 방어할 수 있다. 적대적 M&A가 발생한 후 정관 개정을 통해 경영권 방어 조항을 추가하는 것도, 적대적 인수자가 이사회를 교체하

는 것을 막을 수 있고 자신의 지위와 권리를 지킬 수 있다. 따라서 경영권 방어 조항은 대상기업 이사에게 효율이 높고 효과가 빠른 경영권 방어 조치라고 할 수 있다. 상술하는 이리그룹 정관의 경우 몇 가지 혼한 경영권 방어 조항에 대한 분석을 통해 그의 내용이 주주의 권리를 제한하는 것이 아니면 이사 자신의 행위 권한을 확장시키는 것이고 따라서 경영권 방어에서 이사와 주주 사이의 갈등과 주주의 지위로 인하여 주주들의 권익을 항상 침해되었다. 또 증권거래소의 주목을 받은 이리그룹이 이사회회의에 통과한 정관 개정안을 주주총회에 제출하는 것을 포기했고, 최종적으로는 정관 개정도 못하게 되어 이 것은 이사회가 자신이 수정한 조항의 내용이 주주권리 침해를 알고 있음에도 불구하고 감독기관을 피하려고 시도한 후에 결국 어쩔 수 없이 개정을 포기하는 것을 시사한다⁷⁴.

적대적 M&A 는 시장화된 산물로서 경영 효율이 낮고 지분이 분산된 상장회사가 더 쉽게 인수의 목표가 될 수 있다. 적대적 인수자가 인수를 하면 비효율적인 경영진을 교체해 장기적으로 회사의 성장을 촉진하기도 한다. 따라서 모든 적대적 인수자가 ‘야만인’이 아니며 인수는 회사의 일종의 외부 관리 메커니즘으로서 효율성이 낮은 경영진을 교체하는 역할을 할 수도 있다. 그러나 이리그룹이 수정하는 정관 조항은 거의 모든 인수자를 배제하고 있으며 이러한 외부 관리 메커니즘은 그 가치를 상실한다. 이러한 경영권 방어 조항을 설치할 때 이사의 동기가 사익을 추구하여 기존 경영진의 안정을 지키는 것이 었는지 의심받지 않을 수 없고 주주의 권리를 제한하고 자신의 권한을 확대하는 행위는 이사 신인의무 위반에 해당한다고 생각된다.

⁷⁴ 论敌意收购中目标公司董事的义务_夏爽

3. 감독의 미비

<关注函> 방식을 채택하여 대상기업 정관에 설치하는 경영권 방어 조항에 대해 감독하는 것은 현재 중국 증권감독기관에서 자주 사용하고 있는 감독방식이다. 이리그룹의 경우, 2016년 8월 9일 이리그룹 제 8차 이사회 임시회의가 <회사정관개정에 관한예안>을 심의한 후 상해증권거래소의 개입하여 지분보유 통보기준의 변경과 주주 선거권의 제한에 관한 법적근거를 이리그룹에 설명하도록 요구하였다. 결국 이리그룹의 이사회는 이 수정안을 주주총회에 제출하지 않았지만 중국의 감독기관의 문제점을 여전히 드러냈다.

관련 법률규범이 미비로 인해 경영권 방어 조항의 적법성에 대하여 확답이 찾기가 어렵다. 증권거래소는 종종 <关注函>을 보낸 방식으로 상장회사에 해당 조항의 적법성에 대한 설명하도록 요구하지만 최종 개정하는지 여부는 상장회사가 스스로 결정하다. 산둥 김태그룹 주식회사는 회사의 정관을 개정하고 경영권 방어 조항을 설치 하는데 증권거래소로부터 <산둥김태그룹 주식회사에 대한 关注函>를 받아 정관 개정에 대한 적법성을 주의하도록 제시하였다. 이리그룹과 달리 산둥김태는 감독기관의 주목을 받자 로펌을 통해 감독기관이 관심 조항에 관한 법률의견서⁷⁵를 작성하였고 임시주주총회 심의를 거쳐 정관 개정 결의를 통과하여 경영권 방어 조항을 성공적으로 설치하였다. 이에 따라 감독기관은 법적 근거가 부족한 상황에서 상장회사가 정관에 경영권 방어 조항을 추가하는 행위를 강제적으로 감독할 수 없고 상장회사로서 감독기관이 개입할지 여부는 그의 경영권 방어 조항을 설치하는 최종적 결과와 관련이 없다.

⁷⁵ 《北京市竞天公诚律师事务所关于山东金泰集团股份有限公司拟修订公司章程部分条款之专项法律意见书》
<http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/announcement/index.shtml>
productId= 600385, 2019年12月23日

제 4 절 인수자에 대한 적법성 심사

1. 내용

미국 증권시장에서 대상기업 이사회는 항상 반독점 조사나 직접 제소를 하는 방식으로 적대적 인수자를 막기 위해 장벽을 설치하는데⁷⁶, 영국<도시법전>의 규정에 따라 통상적인 상황하에서 주주의 동의를 얻지 않는 한 대상기업 이사회는 소송하는 방식으로 적대적 M&A 를 방어하는 것이 허용되지 않는다.

중국에서는 대상기업 이사회가 감독기관이나 사법기관(司法机口)에 제보하는 방식으로 적대적 M&A 를 대항하는 것도 자주 사용되는 경영권 방어 수단이다. 적대적 인수자를 상대로 한 제보나 방어소송은 통상 적대적 인수자가 공시의무 위반, 인수자금 출처 불명 및 내부자거래 등 이유로 제기된다. 그의 목적은 감독기관의 관심을 끌기 위한 것이고, 감독기관에 인수 행위에 대한 적법성 심사를 청구하여 적대적 인수자가 위법으로 인하여 보유하는 주식을 무효로 하고, 또한 직접 법원에 제소해 적대적 인수자가 위법으로 인하여 보유하는 주식에 의결권이 없다고 판결 청구하는 것이다.

감독기관이나 사법기관을 통해 인수자의 행위에 대해 적법성을 심사함으로써 적대적 M&A 를 대항하는 것은 어느 정도 이점이 있다: 한편 적대적 인수자는 감독기관이나 법원의 조사를 대응하여 자신의 인수행위가 적법하다고 증명해야 하며 적대적 인수자의 걸음을 지연시키는 역할을 하는 것이다. 다른 한편, 만약 인수자에 위법이 있었다면 감독기관의 개입은 일정한 처벌을 수반하여 적대적 M&A 가 실패하는 결과를 초래할 수도 있다. 그러므로 최근 몇 년 동안 점점 더 많은 대상기업 이사들이 적대적 M&A 의 위협

⁷⁶ ‘적대적 인수합병의 방어수단’, 지영림, [연세법연구], 406 면

에 직면했을 때 감독기관이나 법원의 힘을 빌려 자신이 다른 경영권 방어 수단을 실시하기 위해 시간을 벌고 있다.

아래 글에서 위의 경영권 방어 조치를 분석하여 위 조치를 실시하는 이사의 행위를 어떻게 규제해야 이익 충돌의 영향을 최소화하고 대상기업 주주의 합법적 권익을 보호할 수 있는지 검토할 것이다.

2. 적법성 판단

주주권리 배제는 대상기업인 상장회사가 이사회 결의의 형태로 적대적 인수자의 의결권을 배제하는 것을 통하여 인수를 방어하는 목적을 달성하는 것이다. 통상적으로 대상기업은 적대적 인수자가 인수과정에서의 정보공개 위법, 인수자금의 출처불명 등 위법이 있다는 이유로 상대방이 상장회사 인수의 주체 자격을 갖추지 못한 것으로 인정하라고 신청함으로써 그가 위법 행위를 시정하기 전에 보유 회사의 주식에 대한 의결권이 배제된 효과를 추구한다. 적대적 인수자의 의결권이 배제되는 것이 그가 대상기업의 경영관리에 참여할 수 없고 주주총회에 제안하지 못하고 이사회를 교체할 수 없음을 의미한다. 대상기업 현임 이사에 대한 위협을 어느 정도 해소할 수 있다.

위에서 이미 칸다르그룹이 적대적 인수자의 행위에 대해 감독기관 및 법원의 힘을 빌려서 어떻게 적법성 심사를 통해 인수에 대항하는 목적을 달성했는지에 대해 분석하였다. 칸다르그룹의 회장 및 경영진이 감독기관에 제보하기 전에 2015년 11월 26일 제8차 이사회 임시회의에서 인수자의 주주 권리를 박탈하는 결의를 통과하였다⁷⁷. 이 결의는 인수자인林志, 경기그룹유한회사와 그 일치행동인의 의결권을 배제하고 수익반환 및 주식매각

⁷⁷ 康达尔集团《2015年第六次临时董事会决议》：(2)公司应要求林志、京基集团有限公司及其一致行动人在改正其违法行为前不得对其持有的公司股份行使表决权、将其违法所得(即违法增持公司股票及减持该等股票所获的收益)上缴上市公司、将合计持有的公司股票减持至合计持有比例5%以下、确认其不具备收购上市公司的主体资格。董事会同意并授权公司采取包括提起诉讼在内的措施，以促成相应要求的实施。

등의 행위를 이행할 것을 요구하였다. 2016년 11월 30일까지 경기그룹이 보유 칸다르그룹의 지분은 31.65%로 <회사법>에 규정된 제안권의 한계를 넘어섰다. 그러나 칸다르그룹 이사회는 여전히 경기그룹이 주주 자격을 갖추지 못하고 하며 주주 권리를 행사할 수 없다는 이유로 경기그룹의 이사회 선임 제안을 거절하였다. 칸다르그룹 이사회의 이러한 조치가 중국에서 법에 위반하는 것이며 감독기관의 관심을 받아 이러한 규칙 위반하는 행위가 곧바로 감독기관의 개입으로 이어졌다.

인수자는 대상기업의 주식을 보유하고 있는 상황에서 주주로서 가장 기초적인 주주권리를 향유해야 한다. 칸다르그룹 이사회의 절박한 주주권리 박탈한 행위는 그의 경영권 방어 수단의 동기를 의심받게 된다. 칸다르그룹이 공개한 정보에서도 알 수 있듯이 인수자의 주주 권리를 배제하는 것이든 감독기관의 힘을 빌려 인수행위에 대한 적법성 심사를 하는 것이든 모든 행위는 이사회가 독립적으로 결정하는 것이다.

중국 증권시장의 <주식거래규제>에 따르면 어떤 투자자도 상장회사 주식을 협의하거나 증권거래소를 통해 합법적이고 자유롭게 거래할 수 있다. 적대적 인수자가 일단 대상기업 주식을 매입하면 대상기업의 주주 중 하나가 되어 주주의 기본적 권리를 향유한다. 따라서 주주가 상장회사의 주식을 얼마나 많이 보유하는가는 곧 회사의 경영관리자에게 얼마나 많은 의사 결정권을 갖고 있는가를 의미하며 법적 절차 없이 불법적인 제한과 배제 당해서는 안 된다. 대상기업 이사는 법으로 정한 범위내에서 경영권 방어 행위를 실시할 권리가 있지만 주주의 기본적 권리를 배제할 권리가 없다. 게다가 경영권 방어에서 대상기업 이사와 주주 사이의 이익충돌을 감안할 때 이사회 결의 방식으로 적대적 인수자의 의결권을 배제하는 행위는 합법성이 없는 것이다.

<상장회사 인수관리방법> 제 75, 76 조는 인수자 정보공시에 관하여 위반행위가 있을 경우 증감회는 감독 및 시정(改正) 경고(警告) 또는 인수중지 등 처분을 할 것을 규정하고 있다⁷⁸. <증권법> 제 120 조에는 거래규칙에 따라 행하는 거래의 효력이 인정된다고 규정한 바 있다. 이는 적대적 인수자에게는 증권시장에서의 주식 매수가 거래규칙에 따라 이루어지며 이 거래를 한 상대방이 인수자에 위법행위가 있는지를 알기 어렵기 때문에 거래의 결과가 바뀌지 않고 그 주주의 신분과 권리가 적법하다. 따라서 대상기업 이사는 인수 행위의 성격을 스스로 정할 권리가 없고 적대적 인수자의 주주 권리를 스스로 배제할 권리도 없다.

3.구제의 혼란

적대적 M&A 에 직면할 때 대상기업 이사는 항상 감독기관이나 사법기관의 힘을 빌려 인수자의 행위를 심사하여 적대적 인수자의 주주신분 및 권리를 배제함으로써 인수에 저항하는 목적을 달성하려고 하였다⁷⁹. 이 과정에서 상술하는 감독기관이나 사법기관이 인수자의 행위를 관정하기 전에 이사회결의를 통해 그 주주의 권리를 배제하는 문제 외에도 감독기관과 사법기관의 책임 분담이 명확하지 않은 경우도 종종 있다.

중국 증권시장에서 행정 개입은 종종 사법구제를 대체하여 분쟁을 해결하는 주요한 수단이 되었다. 적대적 M&A 와 경영권 방어에 분쟁에서 대상

⁷⁸ 《上市公司收购管理办法》第 75 条: 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人, 未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的, 中国证监会责令改正, 采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前, 相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第 76 条: 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的, 中国证监会责令改正, 采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前, 收购人对其持有或者实际支配的股份不得行使表决权。

⁷⁹ 论敌意收购中目标公司董事的义务_夏爽

기업 이사가 인수자에 위법행위가 있다고 의심할 경우 최종적으로 판정한 자는 사법기관이 아니라 행정기관일 경우가 종종 있다. 칸다르그룹(康达尔集团) VS. 경기그룹(京基集团) 사건에서 인천법원은 적대적 인수자인 경기그룹이 위법행위 있는지 여부에 대한 결정권이 증권감독기관에 있다고 인정하였다. 원고는 피고의 인수행위가 위법으로 주주 자격을 갖지 못하다고 판결하도록 법원에 청구하였고 법원은 피고 즉 적대적 인수자의 행위에 대해 실질적인 심사를 하지 않고 단지 감독기관에 인수행위의 위법을 판정한 바 없기 때문에 대상기업 이사는 적대적 인수자의 의결권을 제한하고 배제할 권리가 없다는 이유로 칸다르그룹의 이사회 결의는 무효라고 판시하였다. 법원에 소를 제기하기 전에 칸다르그룹은 같은 문제에 대해 감독기관에 제보했지만 법원이 판결을 하기 전까지 감독기관이 이에 대해 판정하지 않았다. 만약 이후 감독기관이 법원과 반대되는 판정을 내리면 감독기관과 사법기관이 서로 충돌하는 상황을 발생하게 된다.

아울러 법원이 적대적 M&A 와 경영권 방어에 개입한다는 것은 곧 회사 내부 자치에 개입한다는 의미하며 판사가 전문지식과 체계적인 판단기준이 있어야 한다. 사법기관은 감독기관의 판정에 의존하여 판결을 내린다. 이는 한편으로 법원이 회사 자치의 원칙을 존중하여 회사 내부경영에 지나치게 개입을 원치 않기 때문이다. 다른 한편으로 법원은 <회사법>, <증권법> 등 전문지식이 물론 자본시장의 운영 규율에 대한 지식을 갖추어야 사건의 세부 사항에서 당사자의 행위 동기를 분석해야 적절한 법률재판을 할 수 있기 때문이다. 따라서 분쟁이 발생할 때 감독기관과 사법기관의 책임 분담이 명확하지 않은 상황도 종종 있다.

제 5 장 중국 적대적 M&A 사례의 쟁점

제 1 절 중국 적대적 M&A 사례 개관 및 특성

1993년 중국 바오안그룹(宝安集团)은 주식거래 시장에서 유통주를 구입하는 방식으로 연중실업(延中实业)의 최대 주주가 되었다. 이는 중국 자본 시장에서의 적대적 M&A의 서막을 열었다. 중국 증권시장의 발전이 늦기 때문에 대상기업인 연중실업에게는 참조할 수 있는 상장회사 경영권 방어 경험이 없으며 연중실업은 바오안그룹이 증권시장에서 행하는 행위가 위법한 이유로 증권감독기관에 제보했지만 경영권 방어는 실패로 끝났다.

중국 증권시장의 발전함에 따라 적대적 M&A에 대한 경영권 방어 활동도 점점 늘어나고 있다. 1993년후 중국 증권시장에서 대표적인 상장회사의 경영권 방어 사건에 대해 관련 자료를 근거로 통계를 작성하였는데 아래 표와 같다.

	년도	인수자	대상기업	인수방어 수단	결과
1	1993	바오안그룹 (宝安集团)	연중실업 (延中实业)	인수자에 대해 심사하도록 증감회에 제보	실패
2	1994	군안증권 (君安证券)	완커회사 (万科公司)	주식거래 잠시정지	성공
3	1998	북대방정 (北大方正)	연중실업 (延中实业)	인수자에 대해 심사하도록 증감회에 제보	실패
4	1998	대항유전 (大港油田)	애사주식 (爱使股份)	회사정관변경; 초토화전략	실패
5	2001	유흥전자 (裕兴电子)	방정과학기술 (方正科技)	대주주 주식 증식; 회사정관변경	성공
6	2002	동성그룹 (东盛集团)	리주그룹 (丽珠集团)	초토화전략; 백기사	성공
7	2003	만화그룹 (万和集团)	ST 미아 (ST 美雅)	초토화전략; 백기사	성공
8	2004	중신증권 (中信证券)	광발증권 (广发证券)	백기사	성공
9	2006	첼강은태 (浙江银泰)	백대그룹 (百大集团)	백기사	성공
10	2012	신오에너지 (新奥能源)	중국가스공사 (中国燃气)	대주주 주식 증식; 반독점 조사 제기	성공
1	2014	개남그룹	상해신매	구조조정료 주식거래 잠정적	실패

1		(开南集团)	(上海新梅)	정지; 회사 정관 변경; 인수자에 대해 심사하도록 증감회에 제보	
1 2	2015	위어핵물질 (沃尔核材)	장원그룹 (长园集团)	회사정관변경	성공
1 3	2015	바오능 (宝能)	완커회사 (万科)	구조조정로 주식거래 잠정적 정지; 백기사; 인수자에 대해 심사하도록 증감회에 제보	성공
1 4	2017	철민간투자 (浙民投天弘)	진흥생물 (振兴生化)	구조조정로 주식거래 잠정적 정지; 백기사	실패
1 5	2017	경기그룹 (京基集团)	캉다르 (康达尔)	인수자에 대해 심사하도록 증감회에 제보; 구조조정로 주식거래 잠정적 정지; 초토화전략	실패

[표 1]

2010년까지 백기사의 영입은 대상기업에서 자주 사용하는 경영권 방어수단이 되어 있지만 2010년 이후에는 2건에서만 사용된것을 볼수 있다. 따라서 대상기업에게 ‘백기사’는 최선의 경영권 방어수단이 아니라고 본다. 대상기업 이사회 등 경영진이 좋아하지 않는 적대적 인수자를 배제한 것일 뿐 대상기업이 백기사에게 인수되거나 대주주 지분이 크게 희석될 수 있기 때문이다. 또 ‘백기사’가 도입되면 백기사와 적대적 인수자가 공동으로 가격 경쟁하고 대상기업을 인수하려는 상황이 된다. 만약 적대적 인수자가 매우

높은 가격을 제시한다면 백기사는 이때 더 높은 가격을 제시해야 할 것이며 ‘백기사’의 인수비용을 높일 뿐만 아니라 대상기업이 백기사 찾기가 어려워지면서 경영권 방어 성공 가능성도 낮아졌다⁸⁰. 그러므로 백기사는 현재 이미 중국 상장회사에서 자주 사용된 경영권 방어 조치가 아니기 때문에 본문에서는 이에 대해 논의를 하지 않는다.

중국 증권시장의 발전함에 따라 대상기업도 상대적으로 적절하고 효과가 뚜렷한 경영권 방어수단을 선호하는 경향을 보인다. 2017년까지 중국에서는 총 16건의 전형적인 적대적 M&A 사건이 발생했는데 이 중 7건에 대상기업이 중대 자산재편의 이유로 주식거래 잠정적 정지를 신청하는 방식으로 적대적 M&A를 방어한다. 7건에서 대상기업이 감독기관과 법원에 소를 제기하여 인수자의 행위에 대한 적법성 심사를 청구하며 인수자가 가지고 있는 주식의 권리를 부인하고 그의 의결권을 박탈함으로써 적대적 M&A를 방어한다.

여기에서는 4건만에 대상기업이 인수를 방어하기 위해 정관을 개정하는 방식을 택했지만 ‘완커’지분 분쟁이후에 2016년 8월말까지 약 540개 주식회사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 추가하여 일종의 사전의 경영권 방어수단으로 적대적 인수자를 문 밖으로 막고자 하였다. 상장회사가 상해증권거래소 홈페이지에서 공고한 정보에 따르면 정관에 경영권 방어 조항을 추가한 경우를 통계하여 15개 상장회사를 예로 들어 다음과 같이 설명한다.

⁸⁰ 公司董事勤勉义务判断标准实证研究_刘东艳

	회사명칭	개정시간	인수방어 조항 내용	증감회 개입 여부	개정 결과
1	내몽골 이리실업 주식회사 (内蒙古 伊利实业)	2016 년 8 월 9 일 회사 제 8 차 이사회 임시회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안> 의결 후 증감회의 개입으로 개정포기	(1)지분 보유 통보기준 3%로 수정; (2)주주 선거권 제한; (3)황금 낙하산계획; (4)이사회 인수방어수단 실시 권한 부여; (5)적대적 M&A 의 정의 설정.	개입	포기
2	산동김태 그룹주식 유한회사 (山东金 泰集团)	2016 년 8 월 12 일 회사가 제 9 차 이사회 3 차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안> 통과 2016 년 8 월 29 일 위 제안 임시 주주총회에 제출, 통과	(1) 주주 선거권, 제안권 제한; (2)이사, 감사 후보자의 조건 제한; (3)황금 낙하산계획; (4)이사회 인수방어수단 실시 권한 부여.	개입	성공
3	다프다화 학주식유 한회사 (多氟多 化工股份 公司)	2016 년 3 월 24 일 회사 제 4 차 이사회 제 30 차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안>통과	(1)주주 선거권, 제안권 제한; (2)황금 낙하산계획; (3)적대적 M&A 의 정의 설정.	개입	성공

		2016 년 4 월 21 일 위 제안 주주총회에 제출, 통과			
4	광우그룹 주식유한 회사 (广宇集 团)	2016 년 8 월 4 일 회사 제 4 차 이사회 제 58 차 회의 소집,<회사정관 개정에 관한 예산> 통과 2016 년 8 월 22 일 위 제안 2016 년 제 4 차 임시 주주총회 제출,통과	(1)적대적 M&A 의 정의 설정 (2)황금 낙하산계획; (3)이사, 감사 후보자의 조건 제한; (4)이사회 인수방어수단 실시 권한 부여; (5)인수자 정보 공시의무와 책임 추가.	개입 없음	성공
5	상해룽우 가스주식 유한회사 (上海龙 宇燃油)	2016 년 6 월 7 일 이사회 <회사 정관 개정에 관한 공고> 공포 2016 년 6 월 16 일 회사 2015 년 주주총회 소집, <회사 정관 개정에 관한 예산> 통과	(1)주주 선거권, 제안권, 주주총회 소집권 제한; (2)적대적 M&A 의 정의 설정.	개입	성공

6	상영글로벌주식유한회사 (商贏環球)	2016년 7월 28일 회사 2016년 제 2차 임시 주주총회 소집, <회사 정관 개정에 관한 제안> 통과	(1) 이사회 인수방어수단 실시 권한 부여	개입 않음	성공
7	신천세계연합자문주식유한회사 (深圳世聯行地產顧問)	2016년 6월 2일 회사 제 3차 이사회 제 54차 회의 소집, <회사정관 및 관련 제도 개정에 관한 제안> 통과 2016년 6월 14일 위 제안 2016년 제 2차 임시 주주총회 제출, 통과	(1)인수자 정보 공시의무와 책임 추가; (2)주주 선거권, 제안권, 주주총회 소집권 제한; (3)황금 낙하산계획; (4)이사회 인수방어수단 실시 권한 부여; (5)적대적 M&A 의 정의 설정.	개입 않음	성공
8	중국바오안그룹주식유한회사 (中國寶安集團)	2016년 6월 6일 회사 제 12차 이사회 제 43차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 제안> 통과 2016년 6월 29일 위 제안 2015년 주주총회 제출, 통과	(1) 황금 낙하산계획.	개입	성공

9	원룡평농 업기술주 식유한회 사 (袁隆平 农业高科 技)	2016 년 1 월 11 일 회사 제 6 차 이사회 제 24 차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안> 통과 2016 년 1 월 28 일 위 제안 2016 년 제 1 차 주주총회 제출, 통과.	(1) 이사회 인수방어수단 실시 권한 부여	개입 없음	성공
10	량광발전 주식유한 회사 (廊坊发 展)	2016 년 3 월 2 일 회사 제 7 차 이사회 제 23 차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안> 통과 2016 년 3 월 18 일 위 제안 2016 년 제 1 차 임시 주주총회 제출, 통과	(1) 이사회 인수방어수단 실시 권한 부여	개입 없음	성공
11	산동 강천실업 주식유한 회사 (山 东江泉实 业)	2016 년 7 월 25 일 회사 제 8 차 이사회 제 27 번차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안>통과 2016 년 3 월 28 일 위 제안	(1) 이사회 인수방어수단 실시 권한 부여	개입	성공

		2016 년 주주총회 제출, 통과			
12	신강일로 만원실업 투자주식 유한회사 (新疆亿 路万源事 业投资控 股)	2016 년 5 월 21 일 회사 제 6 차 이사회 제 22 차 회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안> 통과 2016 년 6 월 13 일 위 제안 2016 년 제 1 차 임시 주주총회 제출, 통과	(1) 주주 선거권 제한	개입	성공
13	중국남보 그룹주식 유한회사 (中国南 玻集团)	2017 년 7 월 31 일 회사 제 8 차 이사회 임시회의 소집, <회사정관 개정에 관한 예안>통과 2017 년 8 월 18 일 위 제안 제 4 차 임시 주주총회 제출 통과	(1) 황금 낙하산계획	개입 않음	성공

14	사천김로 그룹주식 유한회사 (四川金 路集团)	2016 년 8 월 23 일 회사 제 9 차 이사회 제 20 차 회의 소집, <회사정관 개정예 관한 예안>통과 그이후 증감회 개입으로 개정 포기	(1)황금 낙하산계획	개입	포기
15	사천아화 실업그룹 주식유한 회사 (四川雅 化实业)	2016 년 7 월 22 일 회사 제 3 차 이사회 제 16 차 회의 소집, <회사정관 부분조항 개정예 관한 예안> 통과 2016 년 8 월 16 일 <회사정관 및 관련 조항 개정 연기에 관한 공고>공포	(1)황금 낙하산계획 (2)인수자 정보 공시의무와 책임 추가 (3) 이사회 인수방어수단 실시 권한 부여 (4)적대적 M&A 의 정의 설정	개입	포기

[표 2]

위에 분석한 결과에서 보면 중국 적대적 M&A 를 방어하는데 주로 다음과 같은 특성이 있다:

1. 대상기업 지분 분산화

기업의 지분 분산화 및 주식 유동성은 적대적 M&A 를 유발하는 전제이며 지분이 분산된 상장기업은 더 쉽게 적대적 M&A 의 목표가 될 수 있다. 이러한 기업에서는 이사회를 핵심으로 하는 경영진이 주주의 위탁 대리인으로서 기업경영 관리에 관한 대부분의 의사결정권을 갖고 있으며 회사 중소주주들이 회사경영 관리에 대한 큰 관심을 없으며 따라서 인수자가 증권시장에서 혹은 다른 방식으로 대상기업의 주식을 취득하지가 쉽고 통제권을 취득하기도 쉽다.

2. 경영권 방어의 성공비율 低

적대적 M&A 의 결과에서 보면 1993 년이래의 인수사건에 경영권 방어수단을 실시해 방어 성공한 사건이 많지 않는다. 왜냐하면 첫째, 적대적 M&A 를 당할 때 이사가 이에 대한 의식이 부족하고도 주주들이 이에 대한 관심이 크지 않기 때문에 사전 예방조치가 거의 없었다. 둘째, 경영권 방어수단이 부족하므로 대응하기 어렵다. 셋째, 관련 법규정 결여되어 있으므로 경영권 방어 수단을 실시하는데 불리하다⁸¹.

3. 경영권 방어 수단 단일화

대상기업이 선택하는 경영권 방어 수단에서 보면 회사정관에 경영권 방어 조항의 설치, 주식거래 잠정적 정지제도의 이용, 감독기관에 제보하여 인수자에 대해 적법성 심사하도록 요구하는 방식은 중국에서 상장회사가 적대적 M&A 를 방어하기 위한 자주 사용하는 경영권 방어 조치이다. 이러한 조치들은 중국 자본시장의 현황에 따라 발전된 것이며 그 중 부분은 중국 특유

⁸¹ 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

한 것이며 다른 부분은 외국 증권 시장에서 이미 출현했던 것이다. 예를 들어 중국에서는 대상기업 이사가 적대적 M&A 를 저항하기 위해 중요자산 재편의 이유로 주식거래 잠정적 정지를 청구하는 것이 많이 사용하고 있었다. 이것은 중국에서 장기 거래정지나 임의적 거래정지 상황이 빈번하게 발생되어 이 제도를 경영권 방어 수단으로 하는 것이 비용이 적어 효율적이기 때문이다. 따라서 주식거래 잠정적 정지 제도도 중국 특유한 경영권 방어 수단이라고 할 수도 있다.

제 2 절 사례검토: 바오능 VS. 완커(萬科) 인수사건

1. 사실 관계

2015 년에서 2016 년까지, 바오능과 완커의 분쟁이 계속 화제가 되고 있었다. 완커는 중국 최대의 부동산개발회사로써 최소한 가격으로 용자하여 기업 지배구조의 모범으로 여겨져 왔다. 완커가 주장하는 ‘회사가 실질적인 지배자가 없다’라는 것도 회사를 관리하는 데 완벽한 이념으로 여겨졌다. 본 절에서는 바오능가 완커를 인수하는 과정을 4 단계로 나누어 살펴보기로 한다.

완커는 1984 년에 창업해서 1991 년에 신천증권거래소에 상장되었다. 사건이 시작되기 직전인 2014 년말 현재 소유가 광범위하게 분산되어 있었고 최대주주는 지분 14.91%를 보유했던 국영 화룬그룹(华润集团 China Resources)이었다⁸².

2015 년에 포브스지 집계 중국 24 대 부호라는 야오첸화(姚振華)가 회장으로 있는 바오능(寶能) 그룹이 완커에 적대적 M&A 를 시도하였다. 바오능은 2015 년 7 월초 부터 완커 주식 5%, 5.53 억 주를 매입하여 이어 7 월

⁸² 万科与宝能系控制权之争的反思 _刘静, 张海凡

말, 8 월초, 11 월말 까지 네 차례 연속으로 완커 주식을 취득하였다. 바오능의 행위에 대하여 완커 회사와 그 이사는 이 단계에서 대외적인 행동을 하지 않았다.

2015 년 11 월 27 일 까지 바오능은 연속적인 증자로 인해 15.04%로 최대주주에 올랐다. 화륜이 15.29%로 지분율을 끌어올리자 바오능은 20%를 넘기는 것으로 응수하였다. 2015 년 12 월 27 일 완커 이사 왕시(王石)는 베이징 완커에서 내부 연설을 진행하였다. 왕시는 바오능의 사장 야오첸화를 만났다고 말하면서 4 시간 동안 이야기를 나눴으며 바오능이 완커의 최대주주로 환영 받지 못한다고 하였다. 이번 내부 연설은 곧바로 언론에 유출되었다. 왕시가 바오능을 반기지 않겠다고 밝힌 다음 날 완커 이사 겸 CEO 위량(郁亮)은 왕시와 같은 입장에 서있다고 발언하였다.

2015 년 12 월 18 일, 완커는 중대자산 재편 및 중대자산 인수를 이유로 다급하게 주식거래를 정지시켰다. 12 월 20 일 완커는 중대자산 재편 정보를 공개할 계획을 발표하였다. 2016 년 3 월 국영 신천메트로(深口地口)가 백기사로 등장하였다. 완커 주식거래 정지기간이후 반년이 된날 또는 다시 주식거래를 시작해야 할 날인 6 월 18 일의 전날, 6 월 17 일에, 완커는 이사회를 개최하여 선전메트로에게 신주를 발행하기로 결정하였다. 완커 총 11 명 이사 원래 최대주주 화륜 측에서는 4 명의 이사가 있으며 그 중 한명은 독립이사고 화륜의 이사 3 명이 반대를 하였지만 반대 이유가 부족하므로 이번 이사회 의 찬성율은 7/10 이며 2/3 를 넘었으므로 투표가 유효하며 사후에 화륜은 이번 이사회 회의결과의 적법성에 대해 소를 제기하였다⁸³.

재편 예안 회의 후 독립이사인 화생(華生)은 대중에게 완커 이사의 구체적인 행위를 알리기 위해 <상해증권보>에서 글을 발표하였다. 그러나 독립이사 화생의 행위가 내부 정보 유출한다는 의혹이 받았다. 완커는 2016 년 7 월 4 일에 주식거래를 다시 시작하는 당일에 주가가 하한가로 떨어졌다.

⁸³ 万科与宝能系控制权之争的反思 _ 刘静

그 후 완커는 회사 명의로 바오능의 자금관리계획이 위법으로 감독기관에 제보하였다. 사후 바오능이 신속하게 대답을 하였지만 완커의 주가에 큰 영향을 미쳤다. 2016년 8월 21일 발표된 중간보고에 따르면 이번 바오능과 완커의 지분분쟁이 완커의 신용 경영실질에 영향을 미쳤으며 완커의 중소주주들 고객과 직원들은 우려하고 있었다.

2017년초에 화룬은 지분 전부를 선전메트로에 양도하고 물러났다. 바오능도 최대 주주이기는 하지만 단순투자자로 남겠다는 입장을 발표한다.

2. 완커사건에 대한 분석

상장회사 인수는 투자자가 일정한 절차와 수단을 통해 주식회사가 발행하는 주식을 매입하여 그 상장회사의 지배권을 획득하는 행위를 말한다. 현재 중국 상장회사의 인수와 경영권 방어 사건이 계속 증가하고 있으며 경영권 방어에서 대상회사 이사의 신인의무 문제를 해결하는 것이 경영권 방어 질서를 유지하는것에 유리하다. 신인의무의 내용은 신인의무의 핵심이며 신인의무의 한계를 명확히 하는 것이 이사가 신인의무의 내용을 파악하고 업무를 집행하는데 도움이 될 것이다⁸⁴. 바오능과 완커의 적대적 M&A에 있어서 완커 이사총 11명, 독립이사 4명, 상장회사 독립이사에 관한 요구와 부합하고 이번 지배권 분쟁에서 완커 이사 초반에 부작위 행위 주식거래 잠정적 정지의 신청, 새로운 투자자의 영입, 바오능 자금출처에 대하여 신고하는 것이 통제권을 지키는 것으로 의심을 받고 있다. 이러한 행위를 바탕으로 대상회사 이사의 신인의무의 내용에 대해 검토하겠다. 완커의 이사, 원래 최대주주 화룬의 이사, 독립이사 4명, 이 통제권 분쟁에서 각자 어떤 역할을 해야 할지 어떤 의무를 이행해야 회사 이익과 중소 주주의 이익을 보호할 수 있는 것은 본 글의 중점이다.

⁸⁴ 我国上市公司面临恶意收购时的应对措施浅析-以万宝之争为例_胡进

전통적으로 이사 신인의무에는 주의 의무와 충실의무를 포함하는데 현재 이사의 신인의무는 현실 발전의 수요에 부응하여 어느 정도 확장되었다. 주의 의무는 일반적으로 능력에 대한 요구이며 충실의무는 도덕에 대한 요구이다. 적대적 M&A 에서 대상회사 이사가 각 단계에서 구체적인 신인의무를 이행해야 한다. 예를 들어 잠재적인 인수자가 나타나면 정보 수집과 조사를 해야 하고 이미 최대주주가 된 인수자를 직면하면 이사가 신중하게 적절한 방어수단을 취해야 한다. 또한 전체 인수 과정에서 이사가 전면적이고 지속적인 정보 공개의무를 해야 한다.

바오능이 완커를 인수하는 과정에 있어서 이사인 왕시의 내부연설 주가상한가를 올리는 상태에서 긴급으로 거래를 정지 시키는 행동 그리고 이사회 회의에서 이사들이 의견이 충돌은 지배권을 지키는 것으로 보인다. 대상회사 이사로서 적대적 M&A 를 당할 때 회사 전체적인 이익을 위해 행동하지 않고 방어수단을 반복적으로 검토하지도 않았다. 오히려 이사간의 대립이 대중에게 보여주고 자신의 이익을 지키기 위해 행위로 인해 완커의 신용과 주가가 어느 정도 손실을 입었다⁸⁵. 대중들은 완커 이사들의 행위의 목적, 방식, 시기에 대해 모두 의심을 품게 되었다. 이 사건은 대상기업 이사의 행동이 회사에 대해 매우 중요하다는 것을 보여주고 이사가 신인의무를 잘 이행하는지 여부는 회사의 여러 측면에 영향을 미친다. 중국의 상장회사 인수와 경영권 방어에 있어서 이사 신인의무의 내용과 그 이행정도는 매우 중요해 보인다.

대상기업 이사가 수행하는 신인의무에 대한 판단기준이 원칙적이고 상대적으로 주관적인 기준이기 때문에 각 요소를 종합적으로 고려해야 한다.

⁸⁵ 对上市公司独立董事制度的观察与思考_以宝能万科之争为背景_王继禹

중국은 이사 신인의무에 관한 법률이 계속 정비되고 있다. <회사법⁸⁶⁾>에서는 이사의 근면의무를 명시적으로 규정하였다. 그러나 이사 신인의무의 판단기준은 포괄적이고 모호하며 이사 신인의무를 판단하는데 어렵다. 바오능이 완커를 인수한 사건은 이론적으로나 실무에서 전형적인 케이스다. 완커 이사의 내부연설, 긴급 주식거래 정지, 이사회에서의 의견 충돌등 일련의 행위가 이사의 신인의무 문제에 관해서 단일한 기준이 아니라 깊이 있는 이론을 다루는 것이다. 영미법계에서 대상회사 이사의 신인의무를 판단하는 기준을 참고하여 중국의 시장경제 체계에 맞는 판단기준을 보완해야 한다. 이는 또한 이사가 신인의무를 이행하는데 행위하는 기준을 제공할 것이다. 모호한 판단기준으로 인해 우리가 이 사건에 이사 신인의무를 이행정도를 판단하는데 제한받게 된다. 이 사건을 중심으로 이사 신인의무의 판단기준을 분석하고자 한다. 이 기준을 정립하는 것은 완커 사건의 해결에 도움이 될 뿐만 아니라 중국의 시장경제에서 회사인수에 있어서 이사의 신인의무를 규율하는 체계적인 규정이 확립함으로써 시장질서를 유지하고 시장경제를 활발히 발전시키는 것에 도움이 될 것이다.

2.1 완커 초반에 바오능에 대한 대응조치

증권시장에 있어서 정보공개는 핵심이다. <상장회사 인수관리 방법> 제 8⁸⁷⁾조는 이사가 인수자의 인수행위를 대해 보고 및 공고를 해야 한다고 규정하고 있다. 바오능이 2015년 7월부터 11월 까지 하는 행동들이 완커

⁸⁶⁾ 《中国公司法》第一百四十七条 董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。董事、监事、高级管理人员不得利用职权收受贿赂或者其他非法收入，不得侵占公司的财产。

⁸⁷⁾ 《上市公司收购管理办法》第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

에게 많은 정보를 주고 충분한 시간을 주었다. 완커의 이사는 이 단계에서 정보를 조사 및 평가를 해야 하고 바오닝의 인수행위를 대응해야 하는데 그러나 완커는 대응하지 않는다. 2015년 11월, 바오닝이 완커의 최대 주주가 될 때까지 잠재적인 인수자에 대하여 완커는 명확한 조치를 취하지 않았다. 종합히 보면 완커의 이사가 이 단계에서 예방조치가 약간 부족한 부분이 있는데 그 단계에서의 주의 의무 특히 정보 조사와 공개의무는 부족한 것으로 보인다. 따라서 인수가 시작된 단계에서 이사의 인수방어 조치가 다소 다급해 보인다.

2.2 재편회의 의결과 이사 행위

완커 이사회는 결의는 대중들의 주목을 받았는데 이번 회의의 개최는 긴급 거래정지 기한 만료일의 전날이었으며 시간의 시급하므로 재편 결의에 여지가 없다. 만약 결의가 통과되지 않으면 완커의 주식 거래가 다시 시작되어 새로운 투자자가 없기 때문에 완커의 주가가 떨어질 것이다. 일반 대중들이 모두 예측할 수 있는 결과를 이사회가 더 잘 알아야 했는데 그렇다면 왜 회의 시간을 앞당기지 않았는지는 의문이다. 중국 회사법 관련 규정에 따르면 이사는 이사회 개최 시간에 대해 제안권을 갖는다. 이사가 완커의 재편회의에서 어떤 역할을 했는지는 확인되지 않지만 이사가 이 사항에서 재편결의에 대한 충분히 준비를 하지 않음을 보이므로 이사의 신인의무의 주의 의무를 이행하지 않았다는 것이 분명하다.

2.3 재편회의에서 이사의 행위

완커의 독립이사 화생이 <상해증권보>에서 밝힌 바에 따르면 화륜이 이사회회의에 앞서 열린 주주총회에서 반대표를 던지지 않았는데 뒤이어 열린 이사회에서 재편결의를 반대를 하지만 이번 회의에서 찬성률 7/10로 2/3를 초과하므로 투표가 합법적으로 유효하다고 발표된다. 그 후에 화륜은 이

번 결의의 투표 절차를 질의해 완커를 상대로 소를 제기하였다. 외부에서는 이번 사건은 바완분쟁에서 화완 분쟁으로 변했다는 얘기가 나온다. 이번 이사회 회의에서 새로운 재편 예안이 없이 회사재편이 실패된다면 완커의 주식이 다음 날에 거래를 다시 시작될 것인데 주가가 크게 떨어질 것으로 예상된다. 반대표를 던진 화륜 이사들과 기권한 독립이사가 대중들 보다 이 결과를 더 잘 알고 있을 텐데 이사가 이 사건에서 주의 의무를 다하지 않았음을 알 수 있다⁸⁸. 완커의 이사로서 상장회사의 장기적인 이익과 전체적인 이익을 지키고 중소주주의 이익을 보호해야 한다. 이사는 그가 위임받는 주주와 독립되어야 하며 회사의 이익이 주주 자신의 이익과 충돌할 때 회사와 주주의 전체적인 이익을 우선적으로 고려해야 하며 인수에서 이사와 독립이사의 지위와 기능에 관하여 법률의 관련 규정이 더욱이 명확히 마련되어야 한다.

2.4 완커의 거래정지 신청행위

2015년 12월 19일 완커 주가가 상한가를 기록하는 가운데 갑자기 주식거래가 정지되어 완커는 늦어도 2016년 1월 18일에 거래를 다시 시작할 것으로 응답하는데 1월 29일에 거래를 또 정지시켜 2016년 7월 4일까지 완커의 주식거래를 다시 시작하였다. 중단 시간이 6개월이나 된다. <증권법>에는 거래정지를 설치한 목적은 투자자의 이익을 보호하고 시장정보 공개를 보장하는 것인데 이 규정은 어느 정도 적대적 M&A를 방어할 수 있으나 완커는 이 권리를 남용하여 주주들의 거래 기회와 경제적 이익을 손해를 줄 것이며 이러한 행위는 주주 이익 뿐만 아니라 완커의 신용에 손해를 끼친다.

⁸⁸ 恶意收购股权结构公司治理的缺陷-以宝能收购万科为例_王艾

신천증권거래소가 제정한<상장회사 거래정지규정⁸⁹>에 따르면 중대자산 재편의 이유로 거래 중단기간이 3 개월을 넘을 것으로 예상된 경우 회사가 주주총회를 소집하여 결의에 대해 심사해야 한다. 이 규정은 이사의 의사결정이 신중하고 합법적이어야 한다고 시사한다. 이번 긴급 거래정지의 이유는 중대자산 재편성이지만 2016년 3월 12일에 완커는 신천메트로와 계약을 체결한다. 법률에 따르면 완커 이사회는 이 거래정지 사항을 심사하고 통과했는데 의결주체인 이사가 이 사건에 감독 의무를 했는지 그리고 충실 의무를 했는지가 의심스럽다. 완커의 주식 거래정지 행위에서 보면 대상회사 이사의 특별 신인의무가 부족하다.

독립이사인 화생의 일련의 문장에서 보면 이번 긴급 거래 정지이후에 완커는 적시에 이사회를 소집하지 않는 것을 알 수 있으며 이사가 감독의무를 다 하지 않는 것으로 보인다.

2.5 이사 왕시의 내부연설과 완커의 신고행위

대상기업이 정보 처리를 할때 타당하고 적절한 방식을 선택해야 한다. 2015년 12월 7일 완커이사 완시는 바오능이 최대 주주가 된 것을 환영하지 않겠다는 내부연설을 하면서 바오능과 완커의 다툼이 본격적으로 시작되었다. 왕시가 선택한 이 방식인 타당할 것인가? 왕시가 선택한 조치에 대해 독립이사 화생은 비판을 하였으나 이사 위량은 왕시가 연설을 발표한 다음날 왕시와 같은 입장에서 있다고 밝혔다⁹⁰.

구체적인 인수자, 회사, 이사회에 대하여 이사가 인수자인 바오능에 대해 중립적이거나 긍정적이거나 소극적인 태도를 취하는지를 선택할 수 있는데 그러나 이 내부연설의 방식과 이사가 이 사건에 대한 각각 다른 반응을

⁸⁹ 《深圳证券交易所上市公司信息披露指引 第 2 号——停复牌业务》

⁹⁰ 我国上市公司面临恶意收购时的应对措施浅析-以万宝之争为例_胡进

보면 바오능에 대하여 완커의 이사가 효과적이고 반복적인 논증을 하지 않는 것으로 보인다.

완커는 회사 명의로 바오능의 자금 관리 계획이 위법하다고 증권감독위원회에 신고하였다. 바오능은 신속하게 대답을 하였고 2016년 7월 4일에 완커의 주식거래가 다시시작함에 따라 26%나 폭락하였다. 대상회사 이사가 충실한 의무를 지고 있고 대상회사가 인수자를 받아들일지 여부를 완전히 자유롭게 결정할 수 있고 그러나 이사가 환영받지 못한 인수자에 대해 여전히 타당하고 이성적이고 중립적인 경영권 방어 수단을 취할 수 있다.

이번 바오능과 완커의 분쟁에서 우리는 완커 이사의 행위에서 여러가지 문제가 존재하는 것을 알 수 있으며 이러한 문제의 원인은 한편으로 이사의 주의 의무와 충실의무등 신인의무에 대해 법률의 규정이 건전하지 않는 것이다. 인수자와 대상기업은 이 과정에서 모두 이익 충격을 받아 또한 시장의 질서에 영향이 미친다. 다른 한편으로는 회사의 이사로서 그의 정보공개 의무 및 통지의무를 다하지 않는 것인고 이사회를 적시에 소집하지 않았기 때문에 다른 이사가 신인의무를 이행하였는지가 의심스럽다⁹¹. 또한 완커 이사가 인수에 있어서 행한 행위에 대한 투명성과 감독이 부족하기 때문에 완커 이사의 행위에 대해 대중들의 인지가 지연되어 이는 어느 정도 완커의 신용에 영향을 미친다.

3. 본 사건의 쟁점에 대한 법률적 해석

3.1 인수에서 대상기업 이사의 역할

오랫동안 완커의 주가가 실제 가치보다 훨씬 낮다. 따라서 인수자가 액면가격보다 높지만 실제 가치보다 낮은 가격으로 대상회사를 인수할 때 회

⁹¹ 万科与宝能系控制权之争的反思_刘静

사의 주주는 인수자를 환영할 가능성이 매우 높고 이사가 회사에서 퇴출될 가능성도 높은 것이다⁹². 그러므로 인수를 직면할 때 주주와 이사가 인수에 대한 태도가 완전히 다를 수 있다. 대상회사 이사가 권리를 행사하면 회사와 주주의 재산에 영향을 미칠 것이다. 대상기업 경영권 방어 결정권은 주로 주주총회와 이사회에 있기 때문에 인수에서 다자간 이익 충돌의 핵심인 이사의 지위와 역할을 명확히 해야 한다.

3.1.1 ‘주주총회중심주의’하의 역할

‘주주총회중심주의’에서 주주총회가 사항의 최종 결정권을 가지고 있다. 이사회는 주주총회의 권력에 의존하며 이사회는 주로 주주총회 결의를 소극적이고 기계적인 집행자로서 존재한다. 따라서 인수를 직면할 때 대상회사가 인수자에 대해 효과적이고 빠른 반응을 하지 못하며 인수방어의 최적의 시기와 전략을 놓치기 쉽다. 이러한 관리모델에서 이사의 역할은 주로 감독자다.

3.1.2 ‘이사회중심주의’하의 역할

‘이사회중심주의’의 주요 특징은 이사 및 이사회 독립성이다. 이 모델은 ‘주주총회중심주의’ 모델과 비슷하고 최고 권력기관은 여전히 주주총회이며 이사는 주주총회로 선임되고 주주총회에 대해 책임을 진다. 그러나 이러한 모델에서 이사회는 업무집행, 경영 의사결정, 경영 이념과 전략 등에 있어 유연성과 더 강한 지배권이 가진다.

이 모델에서 이사회는 결의는 적절하고 집행력이 있으며 이사회는 역할은 의사결정자다. 그러나 이사는 회사의 경영진과 임원으로서 의사결정을 할 때 회사의 최선의 이익을 최 우선으로 해야 하더라도 회사 대주주나 다른

⁹² 万科与宝能系控制权之争的反思_刘静, 张海凡

주주의 점법한 이익을 침해할 경우도 있다. 이사가 회사의 이익에 위반하지 않고 대주주와 기존 주주의 점법한 이익을 보호할 수 있는지, 양자의 이익의 균형을 기초하여 경영권 방어 조치를 할 수 있는지는 현재 입법과 사법 실무의 중점이 된다.

3.2 대상기업 이사 신인의무의 한계

경영권 방어수단의 집행주체는 ‘주주총회중심주의’와 ‘이사회중심주의’ 모델에서 동일하다, 즉 이사회이다. 이사는 주주에게 선임되어 전문적인 업무집행과 처리능력이 있으므로 대상기업이 인수를 직면할 때 이사는 이성적이고 객관적인 경영권 방어 행위를 할 능력이 있다. 대상기업 이사도 직권으로 자신의 이익을 보호할 가능성이 있으므로 대상회사의 이사에 대해 비교적 엄격한 신인의무를 요구할 필요가 있다⁹³. 이사가 그의 의사결정을 하는 주요 목적은 회사와 주주의 이익을 지키는 것이며 적어도 회사의 장기적인 이익을 해치는 않는다. 상장회사 인수에서 이사의 신인의무의 한계를 확립 하는데 다음과 같은 원칙에 부합해야 한다:

3.2.1 회사이익 극대화

완커의 이사 완시는 이렇게 말한다: ‘완커의 대주주는 사실 중소주주이다.’ 따라서 회사의 이익과 중소 주주의 이익은 대부분의 경우 일치성이 매우 높다는 것을 알 수 있다. 따라서 회사와 중소 주주의 이익을 최대화 하는 지 여부는 경영권 방어수단의 합리성을 판단하는 기초적인 기준이다. 중국의 <상장회사인수관리방법>제 8 조⁹⁴는 원칙적인 조항으로 대상회사의 이

⁹³ 宝能收购万科中反并购策略的选择及分析研究

⁹⁴ 《上市公司收购管理办法》第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍。

사가 인수에 있어서 충실의무와 근면의무를 지도록 규정하고 있다. 회사 및 주주 이익을 극대화 하는 것은 이사와 경영진이 경영권 방어에서 충실의무를 이행하는 구현이자 인수방어 행위가 적법하고 합리적인지 여부를 판단하는 기본 기준이 된다.

3.2.2 이익균형

독립이사인 화생은 그의 글⁹⁵에서 ‘이사회에서 완커와 화륜의 진실한 소구를 깨달았다. 양자 중 어느 쪽을 선택하는지를 결정하려면 누구의 입장이 회사와 주주의 전체적인 이익에 더 맞는지 고려해야 한다.’ 따라서 이사는 이익 균형을 거친후에 인수방어 수단을 채택하는 것을 알 수 있다. 이익 균형 원칙은 일정한 이익구조와 체계하에 상대적으로 평화롭게 공존하는 상태를 말한다. 잠재적인 인수자가 나타나기부터 인수한 과정까지 다양한 이익 주체가 존재하며 이 인수과정에서 이사가 채택하는 경영권 방어 수단은 다른 이익 주체들과 이익 균형을 거친 후에 이루어진 것이다⁹⁶.

적대적 M&A 나 우호적 M&A 에 직면하여 지배권을 가진 이사는 직권으로 자신의 이익을 보호하기 쉽다. 그러나 이사가 경영권 방어 조치를 채택할 때 자신의 적법한 이익을 희생하는 대가로 회사의 이익을 지키는 것은 합리적이지 않는다. 따라서 회사의 이익과 이사의 적법한 소유를 균형 있게 하는 기초하에 경영권 방어 방안을 모색하는 것이 가장 적절한 방법일 것이다. 회사가 인수를 당할 때 이사가 중요한 이익 균형의 위치에 처하고 있게 때문에 이사가 회사의 이익, 주주 이익, 사회적 효익의 세 가지 측면을 고려하여야 회사의 건전한 발전에 도움이 될 것이다.

当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

⁹⁵ 华生. 我为什么不支持大股东意见(中) [N]. 上海证券报, 2016-06-25001.

⁹⁶ 万科与宝能系控制权之争的反思 _ 刘静

3.2.3 실질이 중요 원칙

화륜을 대표하는 이사가 이사회 회의에서 반대표를 던질 권리가 있다. 그러나 이번 회의 후 독립이사 화생은 ‘바완분쟁이 화완분쟁으로 변했다’고 말했다. 이사의 신인의무 이행 여부는 단지 법조를 따르는지 여부에 의해 판단할 수 없음을 알 수 있다. 대상회사 인수에서 주주와 회사의 이익이 완전히 일치하지는 않는다. 이사는 주주총회에 의해 선임되고 주주총회에 대해 책임을 지지만 사실상 대주주에 의해 선임된 이사가 많고 회사와 주주의 이익이 충돌될 때 이사가 대주주에 대한 책임을 지는가 아니면 회사에 대한 책임을 지는가? 대상회사가 인수를 직면할 때 신분 경합이 있는 주주이사는 신인의무를 엄격하게 이행해야 하고 회사의 실질적인 이익을 최 우선으로 해야 한다. <최고인민법원은 중국회사법적용에 관한 문제(4)⁹⁷>에 이사회 결의가 무효인 경우를 규정하여 형식보다 실질이 더욱 중요하는 원칙에 부합해야 한다. 중국은 주주총회에 의사결정권을 부여하고 이사가 선택한 경영권 방어 조치는 주주총회 동의를 거쳤지만 실질적으로 회사 주주의 이익, 사회적 이익에 어느 정도 손해를 끼칠 수 있다면 이 결의가 실제로 무효로 인정된다. 따라서 상장회사 인수에서 대상회사의 행위는 법정 형식과 절차에 부합해야 할 뿐만 아니라 단순히 그 배후의 주주의 이익을 보호하는 것이 아니라 실질적으로 회사의 이익을 보호해야 한다.

⁹⁷ 《最高人民法院关于适用《中华人民共和国公司法》若干问题的规定（四）》第四条：股东请求撤销股东会或者股东大会、董事会决议，符合民法典第八十五条、第二十二条第二款规定的，人民法院应当予以支持，但会议召集程序或者表决方式仅有轻微瑕疵，且对决议未产生实质影响的，人民法院不予支持。

제 6 장 향후 입법적 개선 방향

제 1 절 이사의 신인의무에 관한 내용 보완

1. 대상기업 이사의 역할 및 법적 지위

1.1 보통 이사

회사를 대표하는 이사의 회의에서의 행동은 사람들의 우려를 불러일으켰다. 대상회사가 인수를 당할 때 이사는 그가 선임된 주주의 의견을 따라야 할지 아니면 회사의 이익을 고려해야 할지의 문제이다.

인수에 있어서 대상회사의 이사가 실질적인 의결권을 가지고 있으며 이사가 인수자에 대한 작위 및 부작위에는 인수자에 대한 태도와 방침을 보이며 그의 행동은 회사 인수의 성패와 회사, 주주와 사회적 이익에 중대한 영향을 미친다⁹⁸. 그러므로 대상회사 이사의 인수에서의 법적 지위를 입법적으로 명확히 하는 것은 이사의 신인의무제도의 입법 방향을 수립하는데 유리하다.

상장회사의 기본적인 특징은 지분이 고도로 분산되어 있는 것이고 그 소유권과 경영권이 분리되어 있기 때문에 상장회사 인수에 있어서 대상회사 이사와 회사 사이에 이익충돌이 존재할 수 있으며 이 경우 대상회사 이사는 회사의 이익을 최 우선으로 해야 한다. 우호적 M&A 에서 이사의 역할은 정보 수집자와 공개자이며; 적대적 M&A 에서 이사는 객관적으로 분석자와 저항자이다. 대상회사 이사의 역할을 명확히 하게 되어야 그의 기능을 효과적으로 발휘할 수 있다.

⁹⁸ 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

1.2 독립이사

<중국회사법>에 따르면 주주총회는 회사의 최고 권력기관이며 이사회는 주주총회의 집행자이다. 경영권 방어에 있어서 <상장회사인수관리방법> 제 8 조⁹⁹는 이사에게 일정한 경영권 방어 권리를 부여하고 이사가 방어 조치를 취하기 위해서 주주총회에서 승인을 받아야 하고 이는 이사가 경영권 방어 조치를 취할 때 곤란을 가중시켰다. 바오닝이 완커를 인수한 사건에서 재편예안이 이사회 결의를 거쳐 통과되면 그 예안이 주주총회에서 다시의결해야 통과되어야 하는데 이러한 절차가 실질적인 인수사건에서 이사의 경영권 방어 결정을 지연시킬 수 있기 때문에 독립이사가 사건에서의 의사결정권을 증가할 필요가 있다. 본 사건에서 이사회 회의가 이사 사이에 이익충돌이 더 많이 보여 주었고, 경영권 방어에 있어서 충실의무를 설계하는 목적은 도덕적 의무를 법형식으로 마련하는 것이며 독립이사의 직책중 하나는 내부이사가 신인의무 특히 충실의무를 이행하는 것을 감독하는 것이다¹⁰⁰. 따라서 독립이사는 더 무거운 충실의무를 부담하고 있으며 독립이사의 감독자와 의사결정자의 역할을 입법적으로 명확히 해야 한다고 제안한다. 현재 중국에서 독립이사의 비율이 낮아서 그의 최적의 독립성과 감독기능을 발휘할 수 없다. 상장회사 독립이사의 개혁과 관련하여 다음 두 가지 방안이 있다: 1. 독립이사의 지명범위와 선거 절차를 개혁하고 독립이사의 인재庫를 설립하며 각 회사의 성격과 규모에 따라 이 인재庫 시행을 추진한다. 지명 범위는 이사회, 감사회 그리고 단독 또는 합계 지분 1% 이상을 보유한 주주로 확장된다. 동시에 독립이사의 발언권을 확대하는 것을 중요하다. 2. 독립이사

⁹⁹ 《上市公司收购管理办法》第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

¹⁰⁰ 上市公司收购时目标公司董事义务研究_王彬

의 비율과 권한을 높인다. 독립이사가 이사회 인수의 3분의 1를 넘어야 하는 것이 하여 독립이사의 인수와 비율을 증가하는 것이다. 동시에 독립이사의 인수에 있어서의 특수한 권리를 증가하여 독립이사의 최적의 역할 특히 대상회사 이사에 대한 감독역할을 강화한다¹⁰¹.

2. 대상기업 이사 신인의무 이행기준

2.1 인수에 있어서 대상기업의 의사결정 모델 제시

중국에서 인수사건이 활발하게 이루어지는데 주주총회를 중심으로 한 지배구조하에서 경영권 방어의 실질효과는 명확하지 않는다. 따라서 이사의 상응하는 의사결정권 범위를 넓힐 것을 바람직하다고 생각된다. 중국의 기존 규정에 의하면 주주총회는 경영권 방어수단의 결정주체이며 실무중에서 회사의 경영권 방어 결정권이 대상회사 이사의 영향을 크게 받는다. 그러므로 입법 측면에서 중국에는 ‘이사회중심주의’를 채택하는 것을 명확히 하여 이사가 경영권 방어에서의 긴급적인 권한을 증가시킨다. 입법과 사법해석 그리고 시행을 통하여 중국의 경영권 방어의 결정권 모델을 전환한다. 이 제도상의 개혁은 이사에게 인수과정에서 더 많은 권리를 부여하는 동시에 대상회사 이사의 신인의무를 강화할 필요가 있다. 신인의무 판단기준, 내용 등 측면에서 이사의 권리를 제한하고 주주의 알 권리를 증대하며 주주와 이사 내부의 제안권을 활성화하여 회사 내부와 외부에서 대상회사 이사에 대한 감독을 강화함으로써 이사가 배임행위를 하는 것을 효과적으로 예방할 수 있으므로 포괄적인 대상회사 이사회 의사결정모델과 관련제도를 형성될 것이다.

¹⁰¹ 对上市公司独立董事制度的观察与思考_以宝能万科之争为背景_王继禹

2.2 대상기업 이사 신인의무 이행의 판단기준 필요

바오닝이 완커를 인수한 사건에서 완커 이사의 일부 행위는 충실의무와 주의 의무 및 특수한 신인의무 등과 관련되므로 대상회사 이사의 행위가 신인의무 기준에 부합하는지를 판단하는데 있어서 종합적인 판단기준을 이해해야 한다¹⁰². 상술한 경영판단원칙에 대하여 중국은 참고할 때 그와 관련된 규정을 주의해야 한다. 강화된 경영판단원칙에서 입증책임의 전환을 참조할 필요가 있다. 주로 충실의무를 판단하는데 적용된 정당한 목적기준을 중국의 대상회사 이사의 신인의무에 대한 판단기준에 보완하는게 바람직하다고 생각된다.

중국에서 이사 신인의무에 대한 판단기준은 주로 주관적인 기준, 객관적인 기준을 포함하는데 그러나 입법상이나 실무에서 이 기준을 명확히 하지 않았다. 우선 <회사법> 에서 모든 이사에게 적용된 객관적과 주관적인 기준을 확립하는 동시에 사법해석과 판례를 통해 인도해야 한다. 대상회사의 이사로 하여금 각 단계마다 명확한 판단기준이 있도록 하며 명확한 판단기준에 관해 내용은 다음과 같다:

2.2.1 필요성

필요성은 그중에 우선적인 판단기준이며 그것은 대상회사가 경영권 방어 수단을 취하기 전에 대량의 정보 조사를 하고 객관적이고 이성적으로 분석하는 것을 요구하고 있다. 동시에 부정적인 분석방법을 통해 이 수단의 절실한 지를 판단한다. 즉 인수방어 수단을 취하지 않으면 인수자의 행위가 대상회사, 주주, 사회 이익에게 초래한 손실의 정도를 판단하다. 인수자 행위의 위험성 인정에 관해서는 주로 두 가지 측면을 고려한다: 차입매수와 인수의 '불량' 목적. '불량' 목적 즉 인수자의 회사 인수의 주요 목적은 대상회사

¹⁰² 反收购目标公司董事信义义务研究_丁燕

를 이용하여 불법행위를 중사하거나 회사를 분리하여 매각하려는 것이다. 차입매수는 인수자가 여러차례의 융자를 통해 나아가서 인수한 자금을 모두 조달하는 것을 말한다. 이는 대상회사의 발전에 불안정한 요소를 가져올 것이다.

2.2.2 대칭성

대칭성은 대상회사 이사가 취하는 경영권 방어 수단의 정도가 인수자가 대상회사의 이익, 주주이익, 사회적 이익에게 주는 위험 정도와 상당하도록 요구한다. 경영권 방어의 강도에 대한 인정은 일반적으로 두 가지로 구분된다¹⁰³. 첫째, 대상회사 이사가 절대적인 경영권 방어 수단을 취하는 것이다. 즉 어떤 경우에도 대상회사가 경영권 방어 행위를 반드시 해야 하고 인수를 실패시키는 것이다. 둘째, 대상회사의 이사가 인수에 직면할 때 합리적이고 객관적으로 인수행위가 회사에 미치는 위험정도를 분석하여 위험성이 매우 높은 경우에만 상응하는 경영권 방어수단을 취하는 것이다.

2.2.3 독립성

독립성은 대상회사 이사가 인수에 직면할 때 회사의 객관적인 경영상황과 주주의 이익에 기초하여 결정을 하는 것을 말한다. 또한 그 의사결정은 이사 자체와 이해관계가 없어야 한다. 이 원칙은 경영권 방어 수단의 이성적 정도와 신뢰성을 크게 높이고 객관적으로 대상회사 이사의 경영권 방어 행위에 대한 부담하는 입증책임을 줄여줄 것이다.

¹⁰³ 적대적 M&A 에 대한 방어수단에 관한 소고_ 권상오 [법학논의] 제 18 집, 제 2 호, 2010

2.2.4 주주 간섭 배제

일반적으로 주주 간섭배제 원칙은 경영권 방어에 있어서 대상회사의 이사와 이사회가 주주의 권리 행사에 관여해서는 안 된다는 것이다. 이사회결의모델에서는 이 원칙을 중시할 필요가 있고 이 원칙을 핵심조항으로 삼은 것 바람직하다고 생각된다.

상장회사의 지배구조, 성격, 규모 등은 각각 다르므로, 이사의 자격, 업무능력, 소질 등에 차이가 있기 때문에 동일한 판단기준에서 상장회사 인수에 있어서 이사 신인의무의 개별성을 유의해야 하고 또한 이사 면책 기준의 설계도 중요하다. 이사의 신인의무의 법적 설계를 중시하여 대상회사 인수에 있어서 주주의 알 권리, 선거권등과 관련된 권리가 침해되지 않도록 보장하는 동시에 이사의 의사결정을 활발하게 이루어질 수 있는 관련 규정을 강화하는데 주력해야 한다.

3. 상장회사 인수에 이사 신인의무의 가치

지분집중일 경우 대주주가 가진 지분의 비율이 높은 것은 중국 상장회사의 일반적인 현상이다. 상장회사 인수과정에서 지방 정부, 상장회사 또는 지배 그룹회사에 지배권을 가지고 있다. 중국의 회사 환경을 종합하여 법률 또는 정관에서는 이사 신인의무의 가치를 규율하면 불필요한 이익 분쟁을 피할 수 있다고 생각된다.

첫째, 적대적 경영권 방어 수단을 취할 수 없으며 합법적인 인수행위에 직면한다면 이사는 더욱 이성적으로 판단해야 한다. 적대적 M&A 에 직면하면 이사는 합법적인 수단만을 취해야 한다. 둘째, 주주의 이익을 지키는데 주의해야 한다. 상장회사 인수에 있어서 대상회사 이사가 선의로 회사의 발전을 지키는 동시에 주주의 이익 특히 중소 주주의 이익을 소홀히 해서는 안 된다. 셋째, 경영권 방어 조치의 실시 동기는 대상회사의 이사로 입증책임을 져야 한다. 그의 동기는 이사의 지위를 유지할 것인지 아니면 회사의 이익을

지키는 것인지를 외부에서 판단하기는 어렵다. 동기는 회사의 이익을 위주로 하는 한 대상회사 이사가 신인의무를 위반했다고 단정할 수 없다¹⁰⁴. 넷째, 공개적이고 투명한 방식으로 경영권 방어를 실시하여야 한다. 회사내부에 이사의 행위를 감독하는 동시에 정부에는 권위있는 감독을 할 수 있기 위하여 공개적이고 투명한 절차가 필요하다.

4. 대상기업 이사 신인의무의 내용 보완 필요

중국에서 대상회사 이사의 신인의무에 관한 법률규정이 많지 않고, 법률, 행정법규, 부문규약등을 구분되어 있는 상황에 시스템을 형성하지 않았기 때문에 감독기관이 대상회사 이사의 신인의무의 이행을 효과적으로 지도해줄 수 없고 인수와 경영권 방어 시장의 질서를 지속적으로 규제할 수 없다. 그러므로 이사의 신인의무 내용 체계를 규범화할 수 있기 위하여 다음과 같은 제안을 제기하다: 1. 대상회사 이사 신인의무의 내용 구조와 비율을 균형시킨다. 2. 인수에서 대상회사 이사의 일반적인 신인의무 내용을 단계별로 나뉜다. 3. 대상회사 이사의 특수 신인의무를 명시할 필요가 있다.

제 2 절 경영권 방어에서 이사행위 규범화

중국 증권시장의 출발이 늦어 제도의 측면에서 선진국가들과 차이가 여전히 크다. 증권시장 투자자의 권익보호에 관한 기본 법률이 마련되었지만 경영권 방어에서 대상회사의 이사와 회사, 주주의 이익을 균형 있게 유지하는 문제, 특히 대상회사의 경영권 방어에 있어서 이사행위에 대한 규제에는 여전히 허점이 많았다. 대상회사 이사들이 자신의 지위를 지키기 위해 신인의무를 위배하여 경영권 방어 조치를 취하는 사건이 종종 발생한다. 그러므로 대상회사 이사의 경영권 방어 행위를 규제하고 이사와 주주 간에 적절한

¹⁰⁴ 董事会反收购的法律分析_喻茜

이익 배분 메커니즘을 구축하고 또한 외부 감독을 강화함으로써 회사와 투자자의 최대 이익을 보장할 수 있다고 생각된다.

상장회사 경영권 방어에 있어서 이사의 경영권 방어 행위에 대한 규제는 회사와 주주의 이익을 최대화하는 것을 보장하고 뿐만 아니라 대상회사 이사의 권리와 책임을 균형시키는 것이다. 경영권 방어 수단이 대상회사 이사회나 경영진이 자신의 이익을 보장하고 자신의 지위를 지키는 도구로 사용되는 것을 방지해야 한다.

1. 경영권 방어 조항의 설치 권한

바오능 VS.완커 사건 이후 여러 상장회사들이 회사정관을 개정해 각종 경영권 방어 조항을 추가하려고 시도해왔다. 이리그룹 정관개정안과 비슷하게 그들이 모두 주주 선거권 제한, 황금 낙하산 및 이사회에게 경영권 방어 권한 부여 등 조항의 조합을 통해 적대적 인수자를 대항하려고 한다¹⁰⁵. 따라서 구체적인 경영권 방어 조항의 적법성 판정기준을 보완하고 회사정관에 있는 경영권 방어 조항에 관한 법률을 정비하는 것이 가장 시급하게 보이며 이것도 대상회사 이사의 경영권 방어 행위를 규제하는 것과 회사와 주주 권익을 보호하는 것에 대하여 매우 중요한 의미를 있다.

1.1 법적 원칙

먼저 대상기업 이사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 설치하는 주주총회를 거쳐 정관 개정안을 통과시키든 모두 합리적인 범위내에서 진행해야 한다. 그래서야 정관에 설치된 경영권 방어 조항이 적법성을 가지고 진정으로 적대적 M&A 를 대항하는 역할을 할 수 있을 것이다.

¹⁰⁵ 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

대상회사의 이사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 설치할 때는 다음과 같은 원칙에 따라야 한다: 첫째, 법률 강제적 규정을 준수해야 한다. 비록 중국<회사법>과 <증권법>에는 경영권 방어행위에 대한 규제에 있어서 원칙적인 규정만을 있지만 그러한 규정들이 대상회사의 구체적인 경영권 방어 행위에 대한 지도적인 역할을 한다. 따라서 대상회사 이사가 정관을 개정하여 경영권 방어 조항을 설치할 경우 법률의 강제적 규정을 위반해서는 안 된다. 둘째, 주주의 권익을 공평하게 보호하여야 한다. 주주의 권리를 무단으로 배제하고 주주의 의무를 가중시켜서는 안 된다. 한편 대상회사 이사의 권리는 주주로 부터 위임 받는 것이며 이사는 신인의무를 준수하여 주주의 이익을 위해 행동해야 한다. 다른 한편 주주평등의 원칙에 따르면 기존 주주든 새로운 주주인 적대적 인수자든 평등한 대우를 받아야 한다. 셋째, 회사 전체적인 이익을 지켜야 한다. 회사의 존속과 발전은 주주과 이사 등 경영진의 이익이 보장 받는 기초이며 경영권 방어 조항의 설치는 대상기업 내부 지배구조를 변경해서는 안 되며 기업 지배구조 사이의 균형을 깨뜨릴 수 없다.

대상기업 이사는 정관에 경영권 방어 조항을 설치할 수 있지만 이를 통하여 회사와 주주의 이익을 손상시킨 대가로 이사 자신을 위해 이익을 도모해서는 안 된다.

또한 자주 사용된 경영권 방어조항을 열거 발식으로 정해 대상회사가 선택할 수 있도록 하는 것도 중요하다. 일부 전형적인 경영권 방어 조항의 효력을 법으로 확정시키고 예를 들어 ‘황금 낙하산’계획의 보상금액이 합리적인 범위를 초과해서는 안 된다. 이는 한편으로 대상회사 이사가 경영권 방어 조항을 악용하여 적대적 M&A 를 방해하고 주주 권리를 침해하며 사리를 추구하는 현상을 감소할 수 있다¹⁰⁶. 다른 한편 경영권 방어 조항의 적법성을 명확하게 되어 감독기관의 업무 부담을 줄여 증권거래의 효율성을 높일 수도 있다.

¹⁰⁶ 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

1.2 이사의 권한과 책임

법은 회사의 자치(自治)를 존중하지만 대상회사 이사가 타인의 자산을 관리하는 과정에서 자신의 이익을 위해 사리를 추구하는 것이 허용되지 않는다. 대중투자자 자산의 관리자로서 그들이 경영관리를 하는데 회사와 주주 이익 극대화한다는 원칙에 따라야 하며 그렇지 않으면 법으로 그들이 타인의 자산을 관리하는 권리를 박탈할 수 있다¹⁰⁷. 따라서 대상회사 이사가 정관을 개정하여 경영권 방어조항을 설치할 때 그들의 권한과 책임을 명확히 하는 것이 매우 중요하다.

1.2.1 경영권 방어 조항의 결정권

경영권 방어 조항을 설정하는 권한과 인수방어 조치를 취하는 권한과 어느 정도가 같다. 중국은 영국과 같이 '주주총회 중심주의'를 채택하고 있지만 경영권 방어 조항의 결정권에 관한 문제에 있어서는 다른 점이 있다. 위 글의 사례에 대한분석에서 중국 대상회사 이사가 경영권 방어에 있어서 상당한 권한이 있다고 보이고 중국법에서 단지 주주총회의 승인 없이 이사회가 실시할 수 없는 몇 가지 행위를 금지적인 규정으로 열거하였다. 이러한 규정은 또한 대상회사의 이사가 다른 유형의 경영권 방어 조치를 독립적으로 실시할 수 있는 여지를 남겼다. 반면 영국의 <City Code on Takeovers and Mergers¹⁰⁸> 제 7 조는 대상기업 이사회가 주주 총회 승인 없이 회사 업무와 관련된 어떠한 행위와 인수를 방해하는 행위가 금지된다고 명시하고 있다. 이는 이사회가 이 행위를 실시한 결과가 주주 스스로 결정을 내릴 기회를 배제하는 것이기 때문이다. 나아가 이 법전도 주주총회 승인을 거쳐야

¹⁰⁷ 反收购视野下董事信义义务研究_郑凡_2006

¹⁰⁸ <City Code on Takeovers and Mergers>: directors of a company which is subject to an offer or where the directors have reason to believe a bona fide offer for their company may be imminent. The board of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid.

하는 경영권 방어 조치와 수단 유효한다고 규정하고 있다. 경영권 방어 조치를 실시하기 위하여 반드시 대상회사 주주 동의를 받아야 하며 대상회사 이사회는 주주총회의 집행 기관으로서 적대적 M&A가 발생할 경우 경영권 방어에서 조언자 역할만을 할 수 있다¹⁰⁹.

중국 <회사법>규정한 정관개정의 절차를 분석에 따르면 주주총회가 회사 정관에 인수방어 조항을 설치하는 결정권이 있다. 정관개정안이 주주총회에 특별 다수결에 의해 통과되어야 발효된다. 만약 대상회사 정관 개정을 통해 경영권 방어 행위를 실시하려고 하면 그의 결정권이 주주에게 있으므로 이사가 회사의 정관에 임의로 경영권 방어 조항을 설치하는 행위가 무효하다. 이사회는 주주총회의 집행 기관으로서 회사의 일상 경영관리에서 회사 정관 개정에 대한 제안권을 가진다. 대중투자자들이 회사 경영진에 의존하기 때문에 이러한 제안권은 회사에게 훨씬 더 큰 영향이 미친다. 법은 대상회사 이사들이 적대적 M&A 위협에 직면할 경우 인수자의 진의를 따져 경영권 방어 행위가 필요하다고 판단되어야 주주총회에 경영권 방어 조항을 추가하는 방안을 제안할 수 있다고 규정하고 있지만 윗 글에서 15개 상장 회사에 경영권 방어 조항을 설치한 사례를 보면 실무에서 이사회가 정관 개정안을 주주총회에 제안한다면 그 경영권 방어 조항 설치의 목적은 주주 이익 보호 아니면 이사 이익 보호에 있는지를 불문하고 통과된 확률이 상당히 높다¹¹⁰.

회사의 정관을 개정하는 방식을 통해서든 아니면 이사회세칙을 제정하는 방식을 통해서든 해당조항이 인수에 저항하는 기능을 갖추면 <회사법> 일반적인 절차적 요구에 부합되어야 하고 뿐만아니라 해당조항과 적법성에 관한 전문적인 의견을 증권감독기관이나 전문위원회에 별도로 제출하여 승인받아야 그 조항이 발효가 된다고 합리적이라고 생각된다.

¹⁰⁹ 적대적 M&A 방어대책으로서 주식인수형 권리제도의 도입가능성에 관해_ 양만식 [기업법연구]제 29 권 제 1 호, 2015.03

¹¹⁰ 我国上市公司反收购中董事行为规制研究_曹媛媛

1.2.2 이사의 신인의무

대상기업 이사는 경영권 방어에 있어서 특히 정관에 경영권 방어 조항을 설치하는데 매우 중요한 역할을 하고 있으며 게다가 대상회사의 주주와의 이익 충돌로 인하여 대상회사 이사의 신인의무를 가중시키는 것이 매우 중요하다고 보인다. 이사가 회사관리 과정에서 충실하고 근면한 의무를 이행하는 것은 이사에 대한 가장 기본적인 요구다. 나아가 회사 정관에 경영권 방어 조항을 설치할 때 이사가 신인의무를 준수하는 것은 대상회사 및 투자자의 이익을 보장을 위한 뿐만 아니라 대상회사 이사가 원래 반드시 지켜야 할 책임이다. 중국 현행 법제도에 이사 신인의무에 관한 규정의 부족에 대하여 국외 입법과 실무의 경험을 참조하고 중국 법제도를 정비하여야 바람직하다.

중국 <회사법>, <증권법>은 대상회사 이사가 인수방어에 있어서 이사의 의무에 대하여 원칙적인 규정만을 제공하였으며 일부 금지규정을 통해 이사의 인수방어 행위를 제한하였다. 이러한 규정들이 명확하지 않고 실무에서 증권감독기관과 사법기관에 적용되기 어렵다. 또한 관련 조항이 간단하여 범위가 좁고 지도 의미가 상당히 제한적이다.

<회사법>은 회사 설립, 운영 및 해산(解散)에 관한 전면적인 규정을 한 법률로서 회사의 경영관리에 있어서의 모두 문제를 다루는 법률이라고 감주된다. 우선 충실하고 근면한 의무의 내포에 대한 명확하게 정의해야 하며 대상회사 이사의 인수방어 행위가 충실하고 근면한 의무에 위배되는지를 판단할 경우에 기준과 근거를 제공할 것이다. 동시에 대상회사 이사의 기타 행위를 규제할 때 이것도 그에 대한 법적 근거를 제공할 것이다. 다음으로 <상장회사 정관지침>에서 상장회사 이사가 정관 개정을 제안하는데 수행하는 성실하고 근면한 의무의 구체적 내용을 규정할 필요가 있다고 생각된다. 예를 들면 이사의 신인의무를 이사의 통지와 설명의무로 세분화 하여 이사가 정관 개정안에서 적대적 M&A에 대항하는 기능이 있는 조항을 특별히 제시

하고 설명해야 하며 인수방어 조항을 설치하는 동기, 목적, 그리고 주주에게 줄 영향을 설명하도록 요구하다¹¹¹. 이는 이사가 경영권 방어 조항을 이용해 사익을 추구하는 것을 방지하는 한편 주주의 알 권리를 보호할 수도 있다.

1.2.3 신인의무의 판단기준

회사 경영관리 방식에 따라 서로 다른 지배구조가 이루어지므로 각 국가가 대상회사 이사의 경영권 방어 행위가 적법한지 여부, 즉 충실하고 근면한 의무를 다하는지에 대한 판단기준도 각각 다르다. 중국은 영국과 함께 ‘주주총회 중심주의’를 채택하고 있는 국가로서 이사의 경영권 방어에 있어서 신인의무의 판단기준에 대해 제도설계를 할 때 영국의 선진적인 경험을 참조하여 중국의 법제도를 정비하는게 바람직하다. 영국은 정관에서 경영권 방어 조항을 설치하는 것을 포함한 이사의 경영권 방어 행위를 판단하는데 주로 두 가지 측면에 이사가 충실하고 근면한 의무를 다하는지를 판단한다¹¹². 첫째, 충실한 의무를 판단하는데 ‘이익 기준’과 ‘정당한 목적기준’을 채택하였다. 둘째, 대상회사 이사의 근면한 의무 이행 여부를 판단하는데 영국 법원은 오랫동안 ‘주관적인 기준’을 채택하여 즉 선량한 일반인이 달성할 수 있는 수준을 기준으로 이사의 주의 정도를 정하였다. 1925 년 ‘Re City Equitable Fire Insurance Co.’ 사건에서 당시의 판사인 Romer J는 이사가 의무를 이행할 때 그가 가진 전문지식과 경험으로 합리적인 기대만 달성하면 된다 더 높은 수준까지 도달할 필요는 없다고 인정한 바 있다¹¹³. 사법의 발전에 따라 영국은 이사의 근면한 의무를 판단할 때 주관적인 측면과 객관적인 측면을 결합하는 방식으로 합리적인 기대의 판단 기준과 더불어

¹¹¹ 论目标公司董事信义义务的法律规制_徐华

¹¹² 적대적 M&A 에 대한 방어행위의 허용기준-자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 대한 논의를 포함하여-, [원광법학]제 26 권, 제 1 호 원광대학교 법학연구소 2010

¹¹³ 《英国公司法经典案例》_张明澍_法律出版社_P155-156

어 이사의 행위는 그 자체의 기능, 능력과 경험을 의하여 구체적으로 판단해 왔다.

영국과는 달리 중국 실무에서는 대상회사 이사가 예를 들면 회사 정관에 경영권 방어 조항의 설치등 경영권 방어 과정에 있어서 권한이 비교적 크다. 중국은 ‘이익 기준’과 ‘결과 기준’을 결합하여 판단을 진행하는 것이 타당하다. ‘이익 기준’은 대상회사 이사가 주주총회의 승인 없이 권리를 남용하여 독립적으로 경영권 방어 행위를 실시하여 회사와 주주의 이익에 침해해서는 안 된다고 요구한다. 그러나 대상회사 이사와 회사, 주주 사이에 이익의 충돌이 있으므로 감독기관이 이사가 적대적 M&A 에 저항할 때의 목적이 정당하고 중립적이고 독립적인지를 판단하기가 매우 어렵다. 따라서 ‘결과 기준’에 의하면 대상기업의 이사가 독자적으로 실시하는 경영권 방어 행위가 객관적으로 회사 및 주주의 적법적 권익을 침해한다면 그의 목적이나 동기와 관계없이 경영판단원칙을 통해 면책될 수 없다. 아울러 판단과정에서 대상회사 이사에게 그 행위의 적법성을 증명할 권리를 부여한다. 즉 독립적으로 인수방어 행위를 실시하는 이사는 감독기관의 개입을 받은 후 정관 개정안과 경영권 방어 조항의 의결기록과 전문기관 의견서를 제출할 수 있다. 마지막으로 감독기관이 대상회사 이사가 제출한 증거와 경영권 방어 행위가 회사와 주주의 이익에 미치는 불리한 결과에 의하여 이사가 충실하고 근면한 의무를 다하는지를 종합적으로 판단한다¹¹⁴.

‘결과 기준’ 과 ‘이익기준’과 결합된 판단기준은 대상기업 이사가 회사의 정관을 개정하여 인수방어 조항을 설치할 때 충실하고 근면한 의무를 다하는지 여부 뿐만 아니라 이사가 적대적 M&A 에 대해 내린 모든 인수방어 행위에 적용될 수 있다.

¹¹⁴ 적대적 M&A 와 이사의 역할_맹수석[법학연구]제 15 권, 제 1 호, 충남대학교 법학연구소, 2004

2. 주식거래 잠정적 정지 신청에 대한 규제

윗 글에서 이미 대상기업 이사가 주식거래 잠정적 정지제도를 이용하여 적대적 M&A 에 저항하는 행위의 적법성을 분석하였는데 회사, 주주의 최선의 이익을 위하는 행위는 유효하며 이사의 지위를 지키기 위하는 행위는 무효하다. 대상회사 이사가 거래정지를 이용하여 인수에 저항하는 것에 대한 감독의 강화는 이사의 거래정지 신청을 전면적으로 금지하는 것이 아니라 외부 감독을 통해 거래정지 사유의 진실성을 보장하고 회사와 대중투자자의 이익이 훼손되지 않도록 보호하는 것이다.

주식거래 잠정적 정지제도를 경영권 방어조치로 삼는 것은 중국 특유한 현상이며 비록 선진국들의 감독 경험이 없지만 그 본질은 역시 대상회사 이사회가 실시하는 경영관리 전략이다. 특히 지분이 분산된 상장회사에서 소유와 경영이 분리되어 있어서 회사가 인수되는 것은 종종 경영권의 이전을 의미하며 원래 이사들은 이로 인해 회사에서 그들의 핵심적 지위와 그에 따른 이익을 잃을 수도 있다. 이사는 성실하고 근면한 의무의 요구에 따라 객관적인 입장에서 의사결정을 해야 하는 한편 자신의 계산으로 자신의 직위와 권리를 지키기 위해 경영권 방어 조치를 실시하여 경영권을 쟁탈하는 상황도 적지 않는다¹¹⁵. 따라서 대상회사 이사의 경영권 방어 행위에 대해 엄격한 감독이 필요하며 잠정적 거래정지 제도의 일반적인 규정을 제외에도 다음과 같은 여러 가지 측면에서 이 제도가 경영권 방어 조치로서의 합리성을 고찰해야 한다.

¹¹⁵ 浅析以停牌的方式抵御收购_代婉琳

2.1 주식거래 잠정적 정지 신청의 진정한 목적의 구분

상장회사 이사가 중대자산 재편을 계획한다는 이유로 잠시거래정지를 신청하는 행위 자체에는 적법성 문제가 존재하지 않는다. 그러나 거래정지 제도를 인수방어의 조치로 삼았을 때 대상회사 이사가 충실하고 근면한 의무를 다하면 또한 이 조치가 회사와 주주의 이익을 침해하지 않으면 법으로 보호 받을 수 있다. 따라서 경영권 방어 행위가 법에 위배되는지 여부를 판단할 때 대상회사 이사회가 중대자산 재편 계획의 진실성, 관련 의사결정을 내리는 동기를 분석하는 것이 사익을 위하여 악의적을 거래정지를 신청해 적대적 M&A 를 방해하여 회사와 주주의 이익을 침해하는 것을 방지하는 것에 유용하다.

상장회사 중대자산 재편을 하는 절차가 일반적으로 복잡하고 번거로우며 그 중에는 다자간 이익주체의 협상과 회사 지분의 변화 등과 관련되어 있으며 감독기관에서 일정한 승인 절차가 필요하다. 예를 들면 상해 증권거래소의 <상장회사중대사항거래정지지침¹¹⁶>에 따르면 상장회사가 중대자산 재편을 이유로 거래정지를 신청하는 경우 재편의 명칭 재편방식 등의 정보를 공시하여야 하며 거래정지 기한이 만료되기 전에 재편방안, 최대 주주의 의견서 등을 포함한 재편제안을 공개하고 이사회 결의를 거쳐야 한다고 규정하였다. 따라서 상장회사 이사회가 중대자산재편을 실시하는데 상당한 긴 시간의 준비가 필요하여 확률적으로는 거래정지의 신청시기가 마침 적대적 M&A 를 당하고 대상회사가 된 직후일 가능성은 매우 낮다.

따라서 중국 증권감독기관은 상장회사의 거래정지 신청에 접수할 때에는 그의 신청 시기에 따라 이사회의 목적을 구분할 수 있으며 해당 거래정지가 일반적인 거래정지인지 아니면 저항적 거래정지인지를 구분하여야 한다.

¹¹⁶ 《上市公司重大事项停牌》第十一条 上市公司应当在停牌期限届满前披露经董事会审议通过的重组预案，并申请复牌；未能按期披露重组预案的，应当终止筹划本次重组并申请复牌。

신청 시기, 이유 등 요소를 분석해 적대적 M&A 를 막기 위한 이사회 의 단기 전략으로 추정할 경우 일정한 기준과 규제에 의해 그 의사결정을 내리는 이사의 행위에 대해 분석하여 적법성을 판단한다¹¹⁷. 따라서 만약 한 회사가 거래정지를 신청했을 때 그 상장회사는 인수 당한 위협이 없으므로 보이면 감독기관이 법률에 따라 처리한다. 만약 거래정지 신청이 적대적 M&A 가 발생한 후에 회사의 지배권이 이전될 위험이 있는 경우에 이루어지면 감독기관은 이를 저항적 거래정지로 추정하여 상장회사 이사에 대해 해당 서류외에 거래정지 사항에 관한 이사회 결의기록 경영자 보고서 자문기관의 의견서 등 서면증거와 증인증언 등을 제출하도록 요구해야 한다. 이사가 그가 행해진 행위가 적대적 M&A 를 막기 위한 것이 아님을 입증할 책임이 가진다.

2.2 주식거래 잠정적 정지를 통해 경영권 방어의 합리성

주식거래 잠시정지 제도 자체는 한편으로 시장의 투명성을 높이고 증권 시장에서의 정보 대칭성을 높여주며 대중투자자의 권익을 보장하는 것에 목적이 있다. 다른 한편으로 거래정지하는 동안 대중투자자가 보유하고 있는 그 회사의 주식이 동결되어 자유 거래할 권리가 상실된다. 따라서 만약 이사가 이 제도를 이용해 적대적 M&A 를 저항하는 것에 대한 제한과 감독을 가하지 않으면 모든 적대적 인수자이 문밖으로 막게 된다면 대상회사와 이사에 대해 유해한 것은 틀림없다¹¹⁸. 거래정지의 신청을 통해 경영권 방어를 하는 것을 허용하는 이유는 회사 및 그 주주가 M&A 의 위협을 받지 않기 위한 것이고 이사회에게 스스로 보호될 기회를 제공하는 것이 아니기 때문이다.

주식거래 잠시정지 제도의 강한 배타성을 감안할 때 대상회사의 이사가 적대적 M&A 를 당한 후에 이 조치를 취할 경우 이사가 적대적 M&A 자체가 회사와 주주에 대한 위협의 정도와 거래정지의 폐해와 상당성이 있음을

¹¹⁷ 적대적 M&A 에 대한 방어수단에 관한 소고_ 권상오 [법학논의] 제 18 집, 제 2 호, 2010

¹¹⁸ 我国上市公司股票停牌制度的问题与改进_丁丹华

증명해야 한다. 그렇지 않으면 대상회사 이사의 행위가 합리성을 갖추지 못할 것이다. 상당성에 대한 판단기준은 미국 법원이 오랜 기간에 사법실무에서 발전하고 보완해 온 ‘Unocal 기준’과 다소 유사하다. 1985년 델라웨어주 대법원은 Unocal Corp .V .Mesa Petroleum Co. 사건¹¹⁹에서 이 기준을 제시하였다. Unocal 사건에서 대법원은 적대적 매수 시에 이사회가 방어행위를 취하는 것을 회사의 정채 또는 기능에 대한 위협이 발생한다고 합리적인 이유(위협의 요건)가 있고 또한 방어행위의 정도가 그러한 위협과 상당한 것(상당성의 요건)을 요건으로 하여 인정하였다¹²⁰. Unocal 사건은 처음으로 이사회가 회사와 주주의 이익보다는 자신의 이익을 위해 권리를 행사할 수 있음을 인정하였다

따라서 이사가 거래정지제도를 이용해 적대적 M&A 를 저항하는 경우 감독기관이 합리성을 판단할 때 우선 적대적 인수자와 인수계획을 심사하여 ‘Unocal 기준’과 같이 이사가 자신이 실시한 경영권 방어 행위의 정당성에 대해 입증할 책임을 부담하도록 요구한다. 또한 대상기업과 주주에 대하여 적대적 인수자가 진정한 ‘야만인’인지를 판단한다. 적대적 M&A 가 대상회사 및 그 주주에게 심각한 위협이 될 경우에만 대상기업 이사가 인수자와 대상회사 주주 사이의 거래를 막기 위한 방어수단을 취할 의무가 있을 것이고 거래정지를 신청으로 경영권 방어를 하는 것이 허용된다¹²¹. 따라서 만약 적대적 M&A 가 성공되면 회사의 경영 방침에 큰 변화가 있을 것 또한 적대적 인수자가 회사 경영에서 중소 주주의 이익을 침해하는 역사가 있다는 증거가 있다면 감독기관은 이사는 거래정지의 방식으로 적대적 M&A 를 저항하는 것을 허용할 필요가 있다.

¹¹⁹ "unocal v. mesa petroleum ", 493 a.2d 946 (del. 1985)

¹²⁰ 적대적 M&A 와 이사회기능-손영화, [기업법연구] 제 23 권 제 2 호 2009

¹²¹ 我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清

2.3 이사의 정보공개 의무 강화

대상기업 이사가 저항적 거래정지를 신청하는 행위가 본질적으로 회사의 경영관리 과정에서 내리는 결정이고 회사의 경영 상황을 가장 잘 알고 있는 집단으로서 회사의 잠재가치도 알고 있다. 투자자의 이익 대표로서 경영권 방어에서 책임을 져야 하고 주주의 이익을 고려해 주주와 회사의 이익을 지켜야 한다. 정보를 공개하는 것은 대상회사 주주의 권익을 보장하기 위한 것이고 대상회사 이사가 경영권 방어 행위를 실시하는 과정에서도 경영권 방어에 관한 정보를 진실하고 정확하며 충분하게 주주에게 공시하여 투자자 치 및 주주 또는 채권자의 이익을 보호할 수 있도록 노력해야 한다.

미국에는 대상회사 이사회에 매우 큰 의사결정 자율권을 부여하고 있으며 이사회가 실시하는 경영권 방어 수단이 단지 경영 의사결정권의 하나의 구현으로 간주되고 있다¹²². 대상회사의 통제권이 변경될 수 있거나 반드시 변경될 경우 이사회가 그에 상응하는 신의의무를 져야 하며 이사가 알고 있는 회사 정보와 경영진이 갖춘 전문 지식과 기능을 활용하여 회사에게 더 높은 가치를 창출해야 한다. 미국 판례는 인수와 경영권 방어에 관한 내부 정보를 알고 있는 모든 사람이 공개의무를 지며 주주에 대해서는 충실하고 근면한 의무를 부담하는 이사가 강화된 공개의무를 부담하는 ‘내부자’ 규칙을 확정하였다. 미국 증권거래위원회도 대상회사 이사의 경영권 방어 행위에 대한 규제하는데 주로 정보공개에 집중하고 있었다.

그러므로 중국의 감독기관은 대상회사 이사가 거래정지 제도를 이용하여 적대적 M&A에 대항하는데 있어서의 정보 공개의무를 보완할 필요가 있다. 적대적 M&A를 당한 후에 이사가 실시하는 모든 중요 행위를 대중투자자에게 설명하고 해당 행위의 목적을 밝히도록 요구해야 하고 대상회사 이

¹²² 기업지배구조와 적대적 기업인수 방어수단의 도입에 관한 연구_ 최승재, [동북아법] 제 1 권, 제 1 호, 2007

사의 경영권 방어 행위가 신인의무를 위배하여 회사 및 주주의 정당한 권익을 침해하는 것을 방지에 대해 유용하다.

참고문헌

- 적대적 M&A 과정에서 주주의 역할 -일본 기업가치보고서의 사고방식을 중심으로-_곽관훈
- 적대적 기업인수합병의 윤리적 문제에 관한 연구_ 윤혜진, [동서철학연구] 제 94 호, 2019.12
- 적대적 M&A 방어대책으로서 주식인수형 권리제도의 도입가능성에 관해_ 양만식 [기업법연구]제 29 권 제 1 호, 2015.03
- 기업지배구조와 적대적 기업인수 방어수단의 도입에 관한 연구_ 최승재, [동북아법] 제 1 권, 제 1 호, 2007
- 적대적 M&A 규제의 지배원리와 현행 법제의 재검토_ 송종준, [증권법연구]제 16 권 제 1 호, 2015.04
- 적대적 M&A 에 대한 이사의 방어행위 기준_ 권재열, [상사판례연구]제 18 집, 제 2 권, 2005.06
- 중국 경영권 방어제도의 개선 방안에 관한 검토_ 이창범 [YGBL]제 2 권, 제 2 호
- 적대적 인수합병의 방어 수단 _ 지영림 [연세법학연구], 1998
- 적대적 M&A 에 대한 방어수단에 관한 소고_ 권상오 [법학논의] 제 18 집, 제 2 호, 2010
- 적대적 M&A 에 대한 방어행위의 허용기준-자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 대한 논의를 포함하여-, [원광법학]제 26 권, 제 1 호 원광대학교 법학연구소 2010
- 적대적 M&A 와 이사의 의무_김성수
- 적대적 M&A 와 이사회기능-_손영화, [기업법연구] 제 23 권 제 2 호 2009
- 적대적 M&A 와 이사의 역할_맹수석[법학연구]제 15 권, 제 1 호, 충남대학교 법학연구소, 2004

中国公司法
中国证券法
我国上市公司反收购中董事行为规制研究_曹媛媛
美国公司收购立法史研究_肖崇俊
论公司收购中目标公司董事义务_汤磊
反收购视野下董事信义义务之研究_郑凡
反收购目标公司董事信义义务研究_丁燕
公司董事勤勉义务判断标准实证研究_刘东艳
上市公司收购时目标公司董事义务研究_王彬
反收购视角下目标公司董事行为规制研究_朱任
论敌意收购中目标公司董事的义务_夏爽
万科宝能股权之争案例分析_石梦莹
对上市公司独立董事制度的观察与思考_以宝能万科之争为背景_王继禹
我国上市公司章程反收购条款法律规制研究_曹清清
论反收购中目标公司董事的信义义务_张琪苑
董事会反收购的法律分析_喻茜
我国上市公司面临恶意收购时的应对措施浅析-以万宝之争为例_胡进
论目标公司董事信义义务的法律规制_徐华
万科与宝能系控制权之争的反思_刘静
恶意收购背景下我国企业公司治理问题研究_王艾
恶意收购股权结构公司治理的缺陷-以宝能收购万科为例_王艾
宝能收购万科中反并购策略的选择及分析研究
万科与宝能系控制权之争的反思_刘静, 张海凡
浅析以停牌的方式抵御收购_代婉琳
我国上市公司股票停牌制度的问题与改进_丁丹华
论抵御敌意收购的停牌行为的合法性_刘盈

Abstract

Research on the director’s antitakeover measures

In the Hostile Mergers and Acquisitions

-From the Perspective of the Dispute between Baoneng

and Vanke-

Song Ge
Department of Law
Graduate School
Seoul National University

The global economic integration and the development of the market economy have driven China’s capital market to become more mature, open, and free. Hostile purchases that focus on demonstrating capital intensity have frequently occurred in recent years. In 2015-2017, the “Bao Wan Debate” that lasted for one and a half years has become a landmark event in the development history of China’s listed companies. This incident is to popularize public securities knowledge, optimize internal corporate governance structure, and standardize hostile takeover participation. The important opportunity for the behavior of the public is also the concentrated practice of the adoption of hostile takeovers and anti-takeover measures by listed companies in China. The hostile takeover is a new thing in China's market economy. Even if China has relatively complete laws and regulations, it frequently appears in the face of this complex hostile takeover case. Therefore, through the analysis of representative hostile takeover cases, through the background of the times and the motivation of the subject to peel out the cause of the case, decompose the legal issues involved in the mergers and acquisitions

involved parties to analyze, absorb experience, make securities law-related laws. The improvement of laws and regulations is not only based on China's indigenous rule of law experience, but also integrates the advanced experience of drawing on the hostile acquisitions of the West.

This article will introduce the basic theoretical content of hostile takeover in the first part. And mainly analyzes the case of the “Bao Wan Debate”. The analysis will focus on the typical legal issues involved in the disputes between Bao Wan and the parties and the corresponding sound suggestions. This article also analyzes the general problems existing in China's hostile takeovers and counter-acquisitions and presents a general analysis of the legal stances that hostile takeovers should take in China.

Key words: hostile takeovers, anti-takeovers, the board’s fiduciary duties, the Dispute between Baoneng and Vanke,

Student Number: 2018-20672