

신주인수선택권과 차등의결권에 관한 미국 회사법과 프랑스 회사법의 비교법적 고찰*

원 용 수**

< 목 차 >

- I. 서 설
- II. 신주인수선택권에 관한 비교법적 분석
- III. 차등의결권에 관한 비교법적 분석
- IV. 우리나라 상법상 입법론적 검토
- V. 결 어

I. 서 설

우리나라의 자본시장에서 외국인 지분비율이 증가하고 있으며, 삼성물산과 제일모직 합병에 대한 미국계 헤지펀드인 엘리엇의 반대 사례, 엘리엇의 삼성 전자 지주사 전환 요구 사례, 미국계 헤지펀드인 SC펀더멘탈의 국내 다수기업에 대한 배당확대, 이사선임 등에 관한 주주제안 사례 등 해외 투기자본의 국내 상장기업에 대한 공격이 늘어나는 상황에서, 적대적 M&A에 대비하여 우리나라 기업의 경영권 방어수단을 회사법에 도입할 필요성이 절실하다. 이와 관련하여 학계에서는 경영권 방어의 순기능과 역기능에 관하여 오랫동안 논의되어 왔으나, 순기능을 우선시해야 한다는 차원에서 본 논문의 이론을 전개하고자 한다. 이에 따라 경영권 방어의 순기능을 우선시하는 입장을 유지하면, 상사

* 이 논문은 2018년도 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단 중견연구자지원사업 지원에 의해 연구되었음(과제번호:201806262002).

** 전 서울시립대학교 법학전문대학원 교수.

법학계에서 오랫동안 논의되어 온 신주인수선택권(포이즌필)과 차등의결권 제도에 관한 도입을 긍정적으로 검토하는 분위기가 조성되고 있다고 할 수 있다.

포이즌필은 경영권 방어 장치의 상징적 존재로서 적대적 기업매수를 방어하기 위하여 대상회사의 경영진이 그 주주들에게 대상회사의 매수자보다 더 유리한 조건으로 대상회사의 신주 또는 이후 합병하는 회사의 신주를 매입할 수 있는 내용의 콜옵션을 지급하는 것을 말한다. 차등의결권은 1주 1의결권의 원칙을 벗어나 주식의 종류별로 의결권의 수를 다르게 하는 것으로서 경영권 방어나 자금조달을 목적으로 1주에 복수의 의결권을 수여하는 경우이다.

미국의 신주인수선택권은 1983년 Lenox사가 적대적 기업인수 시도에 대항하기 위하여 처음으로 발행되었고, 1985년 그 합법성을 인정받았다(Moran v. Household International 사건). 그 후 1980년대 후반부터 미국에서는 신주인수선택권이 다수 활용되어서 적대적 M&A가 쉽지 않게 되었다. 또한 미국기업은 주로 상장기업과 IPO회사 중심으로 차등의결권 주식을 많이 활용하고 있는데, 포드자동차, 버크셔, 바이아콤, 캠캐스트 등의 상장기업과 구글, 페이스북 등과 같은 IPO회사 등이 그 예에 속한다.¹⁾

미국 델라웨어주 회사법, 뉴욕주 회사법과 뉴욕증권거래소 상장규정 등에서 차등의결권이 허용되고 있다.²⁾ 그리고 미국의 실증연구 결과에 의하면 최근에 미국 상장회사의 차등의결권 선호경향과 과거보다 차등의결권을 가진 상장회사가 시장에서 차지하는 비중이 높아지고 있다.³⁾ 이러한 상황에서 미국에서의 최근 논의는 차등의결권을 도입하고 유지·발전시켜야 하지만, 회사의 경영 비효율과 다수의 보통주주들과의 이해충돌로 인한 불필요한 갈등이 야기될 수 있어서 이것을 보완해야 한다는 데 초점을 두고 있다.⁴⁾

프랑스에서는 회사의 자금조달 수단으로 1983년 1월 3일의 법과 1985년 12월 14일의 법에 의하여 신주인수선택권[Bons de souscription autonomes(d'actions) ; BSA]이 최초로 발행되었다. 그리고 적대적 기업인수로부터 경영권을 방어하

1) Johnson, W.C., J.Karpoff, and S.Yi, The bonding hypothesis of takeover defense: Evidence from IPO firms, *Journal of Financial Economics*, 2015, pp.307-332.

2) 델라웨어주 일반회사법 제212조(a), 뉴욕주 회사법 제501조 및 뉴욕증권거래소 상장규정 제313조와 보충서 제10조.

3) Bebchuk, Lucian A. and K. Kastiel, The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, *Virginia Law Review*, Vol. 103. 2017, pp.585-631.

4) Ibid.

는 수단인 포이즌필은 미국법과 EU법인 2004년의 EU공개매수지침의 영향을 받은 2006년 3월 31일의 공개매수법(Loi n°2006-387 du 31 mars des offres publiques d'acquisition)에 의하여 도입되었다. 물론 위 공개매수법이 시행되기 전에도 프랑스 신주인수선택권은 적대적 기업인수로부터 방어할 수 있다는 견해가 지배적이었다. 위 공개매수법이 시행되기 전에는, 프랑스 구 상법 제 228-95조에 신주인수선택권의 근거규정이 있었다. 그런데 위 공개매수법이 제정된 후 이 조문은 프랑스 상법 제233-32조로 대체되었다. 그 후 실물경제 회복을 목적으로 하는 2014년 3월 29일의 법(Florange 법)과 2019년 5월 22일의 법(Pacte 법)은 기존의 프랑스의 신주인수선택권과 차등의결권 제도를 적대적 기업인수를 방어할 수 있도록 획기적으로 변화시켰다.

프랑스 차등의결권은 이중의결권과 다중의결권으로 나누어진다. 프랑스에서는 오랫동안 충실한 주주는 이중의결권에 의하여 보상받을 수 있다는 관념이 팽배하여 왔다. 이러한 관념으로 인하여 1966년 7월 24일의 상사회사법 제175조와 제176조는 주식회사의 이중의결권을 허용하였으며, 이것을 답습한 프랑스 상법 제225-123조와 제225-124조는 주식회사의 이중의결권을 규정하고 있다. 이러한 이중의결권 제도는 프랑스에서 상당한 성공을 거두었으며, 적대적 M&A를 방어하는 효과적인 수단으로 평가받고 있다.

미국 회사법과 프랑스 회사법은 적대적 기업인수에 대응할 수 있는 신주인수선택권과 차등의결권 제도를 적극적으로 유지하면서 적절한 변화와 발전을 모색하고 있다. 이러한 상황에서 우리나라에서도 신주인수선택권과 차등의결권의 도입을 찬성하는 상당수의 학자들이 현실적이고 설득력 있는 논거를 제시하면서 그 도입을 적극적으로 검토해야 한다고 주장한다. 이 시점에서 우리나라에서 전혀 연구가 이루어진 바가 없는 신주인수선택권과 차등의결권에 관한 미국 회사법과 프랑스 회사법의 비교법적 고찰은 매우 필요하고, 또한 이 연구주제는 창의성이 있다고 할 수 있다. 사실상 우리나라에서 일정한 사항에 관하여 미국 회사법과 프랑스 회사법의 비교연구가 이루어진 것이 거의 없다.

이 연구의 목표는 신주인수선택권과 차등의결권에 관한 미국법과 프랑스법을 분석하고 체계적으로 고찰한 후 다양한 기준에 따라 비교법적 분석을 하고 우리나라 상법상 적절한 입법론을 제시하는 것이다. 그리고 이 연구의 순서로는 먼저 신주인수선택권과 차등의결권에 있어서 미국과 프랑스의 입법례와 운용 사례를 검토하고 시사점을 제시한 후, 비교법적 고찰을 하고자 한다.

II. 신주인수선택권에 관한 비교법적 분석

1. 미국 회사법상 신주인수선택권의 입법례와 운용 사례 분석

1) 미국에 있어서 포이즌필의 의의 및 유형

미국에서 포이즌필은 일반적으로 적대적 M&A에 대한 방어수단으로 가장 효과적이고 통상적인 것으로 평가받고 있다. 그렇다면 포이즌필이란 무엇인가? 포이즌필의 개념은 세월이 흐름에 따라 바이러스처럼 변하여 왔다⁵⁾. 이에 따라 포이즌필의 개념은 무한하게 변화한다고 할 수 있다.

포이즌필은 일반적으로 대상회사의 경영진이 그 주주들에게 대상회사의 신주 또는 이후 합병하는 회사의 신주를 매입할 수 있는 내용의 콜옵션을 지급하는 것⁶⁾ 또는 적대적 기업매수를 방어하기 위해서 대상회사의 주주에 대해서 일정한 권리 또는 전환권이나 상환권을 가진 우선주를 부여하여 적대적 매수자에 의하여 회사의 경영권에 위협이 될 정도의 주식을 취득한 경우(triggering event)가 발생한 때에 매수자를 제외한 주주에 대하여 그 권리의 행사를 인정하는 것이다⁷⁾.

포이즌필의 목적은 기업매수에 있어서 매수비용의 부담을 증가시키는 등 고 통스러운 극약을 삼켜야만 하는 상황을 감수하도록 함으로써 매수 시도 자체를 포기시키거나 매수 관련 협상에서 현재의 경영진에게 유리한 상황을 만들기 위한 것이므로, 포이즌필의 존재 자체가 적대적 매수자에게 상당한 정도의 속고를 요구하는 결과를 가져올 수 있을 것이다⁸⁾.

미국에서 포이즌필의 유형은 flip-over plan, flip-in plan 및 back-end plan으로 나누어진다. flip-over plan은 매수자가 대상회사를 흡수합병하여 존속회사로 남는 경우 대상회사가 소멸하기 전에 대상회사의 주주에게 존속회사의 주식을 매우 낮은 가격으로 매수할 수 있는 권리를 배당의 형식으로 부여하는 유형이고, flip-in plan은 매수자가 대상회사의 주식을 일정한 비율 이상으로 취득하는 등 특정한 사유가 발생하는 때에는 대상회사의 주주가 대상회사의 주식을

5) Franklin A. Gevurtz, Corporation Law, West Group, 2000, p.676.

6) 김건식 외 6인, 「신체계 회사법」 제7판, 박영사, 2018, 512면.

7) 김택주, “상법 개정안상 포이즌 필의 검토”, 「상사법연구」 제29권 제2호, 한국상사법학회, 2010.8., 31면; 이철송, 「회사법강의」 제26판, 박영사, 2018, 472면.

8) 김정수, 「현대증권법원론」, 박영사, 2002, 493면.

시장가격보다 싼 가격에 매수할 수 있는 권리를 부여하는 유형이다⁹⁾. 그리고 back-end plan은 일정한 지분을 획득한 적대적 매수자가 잔여주식을 일정기간 내에 특정된 최소가격 이상으로 매수하지 않을 경우에 대상회사의 주주들에게 위 특정된 최소가격에 버금가는 현금이나 채무증서로 교환할 권리를 부여하는 형태이다¹⁰⁾.

일반적으로 미국의 포이즌필의 특징으로는 그 발행에 관한 사항이 주주총회의 의결을 요하지 않고 경영진(이사회)의 권한임, 주식과 분리하여 양도되어서는 아니됨, 기능하기 위한 가장 중요한 요소는 주주간 차별대우를 할 수 있어야 함 및 포이즌필의 상환 또는 재매입조항이 필요함 등을 들 수 있다.¹¹⁾

적대적 공개매수에 대한 경영권 방어의 적법성 요건에 관하여 1985년 Moran v. Household International, Inc. 판결에서 Unocal 기준이 포이즌필에 최초로 적용되었다¹²⁾. Unocal 기준은 포이즌필의 적법성 요건에 관한 미국법상의 중요한 기준으로서 우리나라에서 이미 많이 연구된 바 있다.

Unocal 기준은 위 판결보다 먼저 내려진 Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. 판결[493 A. 2d 946(Del. 1985)]에서 이사회에 경영권 방어 행위의 적법성을 판단함에 있어서 이사회에 의사결정 과정과 이사회가 의존한 정보뿐만 아니라 이사회 결정의 합리성까지 심사하는 강화된 경영판단의 원칙(enhanced business judgement rule)을 적용함으로써 확립되었다¹³⁾. 이에 따라 델라웨어주 대법원은 방어 행위가 경영판단의 원칙에 의해 보호받기 위해서는 사전에 법원 심사를 받아야 하는 강화된 의무(enhanced duty) 하에서, 이사회는 ① 공개매수로 인해 회사정책 및 효율성에 대하여 위협이 존재한다고 믿은 합리적인 근거(필요성)와 ② 자신이 채택한 방어수단이 가해진 위협과 관련하여 상당하다는(reasonable) 사실(상당성)에 대하여 1차적인 입증책임을 부담한다는 Unocal

9) 박한성, “신주인수선택권(포이즌 필)의 도입에 관한 법적 고찰”, 『기업법연구』, 제26권 제4호, 한국기업학회, 2012.12., 160면.

10) 김택주, 앞의 논문, 35면.

11) 김건식 외 6인, 앞의 책, 534-535면.

12) Moran 사례에서 문제가 된 포이즌필은 flip-over plan 조항이 포함된 것이며, Household International사의 이사이고 최대 주자인 Moran에 의하여 이사회가 해당 포이즌필의 채택을 반대한 것으로 인하여 소송으로 진행된 바 있다(Franklin A. Gevurtz, op.cit., p.694). 이에 관하여 상세한 것은 유영일, “한국형 poison pill의 적법 요건에 관한 연구”, 『법학논총』 제30권 제2호, 국민대학교 법학연구소, 2017.12., 344면 이하 참조.

13) 정봉진, “미국법상 poison pill에 의한 경영권 방어의 적법성 판단 기준으로서의 강화된 경영판단의 법칙”, 『법학연구』 제19권 제1호, 경상대학교 법학연구소, 2011.4., 137면.

기준을 확립하였다¹⁴⁾. 이 Unocal 기준은 그 후 Yucaipa American Alliance Fund II, L. P. v. Riggio, DeFAX 사례¹⁵⁾에서도 활용되었으며 오늘날까지 유효한 기준으로 유지되고 있다¹⁶⁾. 이 기준은 포이즌필이 우리나라 상법에 도입되는 경우 우리나라 법원에서 활용될 수 있을 것이라고 생각된다.

미국의 경우 적대적 M&A에 대한 방어수단을 활용하는 방법에 관하여 원칙적으로 이사회가 판단한다. 이는 이사가 그러한 판단을 함에 있어 회사에게 최상의 이익이 된다는 것을 전제로 합리적인 근거와 적절하고 충분한 정보에 바탕하여 판단한 경우라면 그러한 판단을 한 이사의 주의의무 위반 여부를 판단함에 있어 사법부의 판단을 배제한다는 경영판단의 원칙의 적용을 근거로 한다.¹⁷⁾ 적대적 M&A를 방어하는 이사의 결정에 경영판단의 원칙을 적용하는 명백한 기준은 그 이사가 사용하는 방어수단이 전통적인 자기거래(self dealing)를 구성하지 않더라도 이해충돌(conflict-of-interest)에 해당하는 것이다.¹⁸⁾ 결국 적대적 M&A에 대한 방어수단을 활용하는 경우에 그 결정을 한 이사의 적법성 판단은 경영판단의 원칙의 적용 여부에 달려 있게 된다. 즉, 적대적 M&A가 시도된 경우 그 방어수단을 활용하는 것이 원칙적으로 대상회사는 물론 그 주주들에게 이익이 될 것인가 또는 이사 자신의 지위 보존을 위한 것인가에 따라 달라지는 것이다. 이러한 이사의 방어수단의 활용에 대한 판단기준은 특히 델라웨어주 법원의 판례를 통해 정립되었다.¹⁹⁾

미국은 물론이고 우리나라를 포함하여 세계 어느 나라든 적대적 M&A가 시도되는 경우 그 대상회사는 이를 방어하려고 할 것이고, 그 방어수단이 어떠하더라도 그 방어의 목적으로 회사의 이익과 주주의 이익을 우선하여야 한다. 그러나 이를 도외시하고 현 경영진인 이사가 자신의 이익 또는 자신의 지위를 보존하기 위한 목적으로 방어행위를 하는 경우에는 그 적법성이 부인되는 것이 당연하다. 특히 포이즌필, 즉 신주인수선택권을 방어수단으로 활용하는 경우에

14) 유영일, 앞의 논문, 345면.

15) 1 A. 3d310(Del. Ch. Aug. 12, 2010).

16) 이에 관하여 상세한 것은 박준·송옥렬·최문희, “신주인수선택권의 바람직한 운용방안”, 『상사법연구』 제30권 제2호, 한국상사법학회, 2011, 531-532면 참조.

17) 김광록, “미국의 최근 판례를 통해 본 경영판단의 원칙”, 『법학연구』 제32집, 한국법학회, 2008.11., 245면.

18) Franklin A. Gevurtz, op.cit., p.680.

19) 김광록, 앞의 논문, 247면; 강희갑, “미국에 있어서의 적대적 기업배수의 방어책과 이사의 책임”, 『사회과학논총』 제7집, 명지대학교 사회과학연구소, 1992, 2면.

도 당연히 그 적법성 기준을 마련하고 그에 따라 적법성 여부를 판단하는 것은 매우 중요하다. 미국의 경우에는 상기한 바와 같이 그 적법성 기준이 판례에 따라 발전되어 왔다. 지금도 미국 법원은 특정 사건의 특별한 사정을 충분히 감안하여 사건별로 적법성 여부를 판단하고 있다. 이러한 상황은 포이즌필이 우리나라 상법에 도입되는 경우 우리나라 법원도 이미 도입된 경영판단의 원칙을 변화시켜 유사하게 판단할 것이라는 것을 암시한다고 생각된다.

2) 포이즌필의 발전된 유형

상기한 바와 같이, 미국에서 포이즌필은 매우 다양한 유형으로 발전하였다. 이에 관한 핵심적 상황은 다음과 같다.

적대적 기업매수자는 대상회사의 이사를 자기가 지명하는 새로운 이사로 교체한 후 그로 하여금 포이즌필을 소각시키고 기업매수의 목적을 달성하는 사례가 빈번하게 발생하였다. 이러한 상황에서 적대적 기업매수자에게 대항하는 발전된 유형의 포이즌필이 나타나게 되었다. 이러한 포이즌필은 적대적 매수자에 의하여 선임된 새로운 이사에 의한 포이즌필의 소각을 제한하는 조항을 부착하여 활용되었는바, 이 가운데 가장 대표적인 것이 계속이사조항(Dead Hand Provision)이다²⁰⁾. 계속이사조항의 적법성에 관하여 뉴욕주와 델라웨어주 법원은 무효로 판결하였고, 조지아주 법원은 적법하다는 판단을 하였다²¹⁾. 이와 같

20) 이러한 조항에는 Dead Hand Provision, No Hand Provision, Slow Hand Provision 등이 있다. Dead Hand Provision은 포이즌필의 채택 당시의 이사와 그의 동의에 의하여 선출된 이사 이외의 후임이사에 대해서는 그 포이즌필의 소각에 관여할 수 없게 한 것이고, No Hand Provision은 포이즌필의 존속 중에 그 채택 당시의 이사가 이사회 의 과반수가 되지 않는 경우에는 그 포이즌필을 소각할 수 없도록 한 것이며, Slow Hand Provision은 후임 이사에 의한 포이즌필의 소각을 일정한 기간 동안 제한한 것이다(정쾌영, “포이즌 필의 도입에 관한 입법론적 고찰”, 『기업법연구』 제20권 제2호, 한국기업법학회, 2006.6., 162면).

21) 이와 관련하여 델라웨어주 법원은 Carmody v. Toll Bros., Inc. 판결[723A. 2d 1180(Del.1998)]에서 계속이사조항은 무효의 근거로서 위임장 쟁탈전(proxy contest)을 현실적으로 성취할 수 없게 하므로 Unocal 기준 하에서 불균형하고 비합리적이라는 청구를 수용한 바 있다(Daniel Q.Posin, *The Law of Corporations and Other Business Entities*, Thomson West, 2005, p.743); 또한 동 법원은 Quickturn Design Systems, Inc. v. Shapiro 판결[721A. 2d 1281(Del.1998)]에서 선임 이사가 포이즌필을 소각할 수 있는 능력을 6개월 간 지연시킨 No Hand Provision을 무효로 판결한 바 있다(Franklin A. Gevurtz, op.cit., p.696). 이에 관하여 대체로 상세한 것은 김재형·최장현, “미국의 poison pill에 관한 동향”, 『기업법연구』 제20권 제1호, 한국기업법학회, 2006.3., 130면; 김택주, “포이즌 필의 이용방안과 문제점”, 『기업법연구』 제20권 제3호, 한국기업법학회, 2006.9.,

이 각 주마다 적법성 여부를 서로 다르게 판단하는 경향을 보여주고 있다.

3) 미국 회사법상 신주인수선택권의 입법례

미국의 델라웨어주 회사법 제141조(a)와 제157조(a)는 신주인수선택권(포이즌 필) 발행의 근거규정이라고 할 수 있다. 동 법 제141조(a)는 동 법에 의하여 설립된 모든 회사의 영업 및 업무는, 동 법 또는 회사의 기본 정관에 달리 규정하는 경우를 제외하고, 이사회에 의하거나 이사회의 집행 하에 수행되어야 하며, 그러한 규정이 기본정관에 규정되어 있으면, 동 법에 의하여 이사회에 주어진 권한과 의무는 기본정관에 규정된 범위까지 그러한 자에 의하여 행사되거나 이행되어야 한다고 규정하고 있고²²⁾, 동 법 제157조(a)는 모든 회사는 기본정관의 규정에 따라 회사의 주식 또는 기타 증권의 발행과 매도와의 관련 유무를 불문하고, 어느 종류의 자본금 주식을 회사로부터 취득할 수 있는 자격을 그 보유자에게 부여하는 권리 또는 옵션을 창설하여 발행할 수 있으며, 그러한 권리 또는 옵션은 이사회가 승인한 문서에 의하여 또는 문서로서 증명될 수 있어야 한다고 규정하고 있다²³⁾. 이와 같이 미국 회사법상 신주인수선택권의 근거 규정에는 구체적으로 포이즌필의 개념에 관한 것은 없으며, 이사회의 승인이 있는 경우에 특정한 주식을 회사로부터 취득할 수 있는 자격을 그 보유자에게 부여하는 권리 또는 옵션을 창설하여 발행할 수 있도록 함으로써 탄력적이고 추상적으로 해석될 수 있는 명문의 조항이 있다. 이것은 판례를 중시하는 미국 회사법의 특성을 반영한 것이라고 할 수 있다.

4) 미국의 신주인수선택권의 운용 사례

(1) 초기의 운용 사례²⁴⁾

신주인수선택권 제도는 1982년 회사 지배권 장악을 위해 주식매입을 통한 적대적 인수를 하려는 시도에 대항하여 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz사의 인

133면 이하 참조.

22) 권재열 역, 「미국 회사법 델라웨어주」, 법무부, 2014, 89면.

23) 권재열 역, 앞의 책, 131면.

24) Cremers, M., and A. Ferrell, Thirty years of shareholder rights and firm value. The Journal of Finance 69, 2014, pp.1167-1196.

수합병번호사 Martin Lipton이 개발하였다. 1980년대 초반, 기업 사냥꾼들에 의한 적대적 인수가 유행함에 따라 신주인수선택권 제도의 사용 또한 증가하였다. 신주인수선택권 제도가 혁신적이었던 이유는 여러 가지가 있다. 우선, 신주인수선택권 제도는 이사회 멤버들로 하여금 (그들이 교체당하지 않는 한) 공개 매입을 거부할 수 있는 능력을 준다. 더군다나, 신주인수선택권 제도는 주주의 동의 없이 아주 신속하게 낮은 거래비용만으로 채택될 수 있다는 장점이 있다. 마지막으로, 신주인수선택권 제도는 기업의 사업구조나 자본구조에 영향을 미치지 않고 온전히 그것을 보존한 채 채택될 수 있다.

델라웨어주 대법원은 1985년 최초로 신주인수선택권 제도의 사용을 승인하였다. 미국 상장기업들 중 절반가량이 본사를 두고 있는 델라웨어주에서 신주인수선택권 제도의 사용은 합법이 되었으나, 다른 주들에서 신주인수선택권 제도의 합법성은 좀 복잡한 문제였다. flip-over plan에 대해서는 합법성을 문제삼는 법원은 없었으나, flip-in plan의 합법성에 대해서는 의견이 갈렸다. 1986년부터 1989년 사이에 콜로라도주, 조지아주, 뉴저지주, 뉴욕주, 버지니아주, 위스콘신주의 주법원들은 flip-in plan의 사용이 주법에 비추어 비합법적이라고 하였다. 그 이유는 flip-in plan에서 기업 사냥꾼을 차별적으로 취급하는 것이, 동일한 클래스의 모든 주식들은 동일하게 취급되어야 한다는 법적 의무를 어긴 것이라 여겼기 때문이었다. 이에 반해 인디애나주, 메인주, 메릴랜드주, 미시간주, 미네소타주, 텍사스주 등에서는 flip-in plan의 사용을 지지했는데, 차별받는 것은 주주들 간에 일어나는 것이지 주식들 간에 일어나는 것이 아니라고 보았기 때문이었다. 하지만 사법부의 이런 논란과 다르게, 입법부는 flip-in plan을 승인하는 법을 적극적으로 만들었다. 이에 따라 신주인수선택권 제도는 인수합병이 커다란 붐을 이루었던 1980년대에 경영권 방어수단의 일종으로 널리 사용되어졌다.

(2) 피플소프트(PeopleSoft)의 신주인수선택권의 운용 사례²⁵⁾

① 오라클과 피플소프트는 기업들에게 소프트웨어를 제공하는 기업들로서 서로 경쟁관계에 있었고, 오라클 수입 가운데에서 기업에 대한 매출액이 20%를 차지하고 있었으며, 피플소프트는 기업에 대한 매출액이 전체 수입의 100%를 차지하였다.

25) 이상호, “해외의 신주인수선택권 및 차등의결권 제도 운용사례 및 동 제도의 효과에 관한 실증연구 동향”, 2017년 한국법학원 상법팀 포럼 자료집, 한국법학원, 2017.12., 54면.

② 2003년부터 2004년까지 오라클은 피플소프트에 대한 적대적 인수를 시도하였다.

③ 피플소프트의 신주인수선택권은, 만일 오라클이 20% 이상 지분을 증가시킬 경우(이것은 trigger event라고도 불림), 피플소프트의 다른 주주들은 기존에 갖고 보유하고 있던 피플소프트 주식 하나당 \$380만권의 피플소프트 주식을 \$190로 하여 피플소프트에 주고 구입할 수 있는 권리를 주었다.

④ 2004년 10월 1일 이전 30일 동안 피플소프트 평균 주가는 \$18.54였으며, 오라클이 이 가격에 20% 피플소프트 주식을 사려면 \$1,350,000,000을 지불해야 한다.

⑤ 만일 피플소프트 기존주주들이 \$555,000,000을 주고 60,000,000주의 피플소프트 신주를 구입한다면 오라클의 지분율은 1.1%로 하락하게 되는데, 이는 오라클에게 \$638,000,000만권의 손실을 가져오게 되었다.

(3) 운용 사례 분석에 관한 입장²⁶⁾

1980년대 말 이래 신주인수선택권 제도의 채택이 기업가치를 증가시키는가 혹은 감소시키는가에 대한 실증연구들은 많이 이루어져왔다. 하지만 이 연구들은 어떤 결정적인 증거를 제시하는 데 실패했다고 볼 수 있다. 다수의 연구들이 신주인수선택권 제도의 채택과 기업가치 사이에는 음의 관계가 성립한다는 결론을 제시하였다. 하지만 신주인수선택권 제도의 채택은 내생적으로 결정되는 것이며 이사회는 주주들의 동의 없이 신주인수선택권 제도를 채택하는 것이 가능하므로, 다수의 견해에 의하면 그 실증연구들에는 역인과성 (reverse causality)과 누락변수 등의 통계적 문제가 발생한다. 이는 그 실증연구들의 해석을 어렵게 만든다. 주목할 만한 최근 연구들에 의하면, 1986년부터 2009년 사이에 신주인수선택권 제도를 합법화하는 법이 통과된 주에서는 그 주에 설립된 기업의 장기적 가치가 통계적으로 유의하게 증가함을 보였다. 이런 경향은, 그 기업이 기술혁신에 적극적으로 투자하고 다양한 이해관계자와 관계를 맺고 있는 경우 두드러졌다. 다른 연구에 의하면, 영업성과가 두드러지게 하락한 기업들이 신주인수선택권을 채택하는 경향이 있다는 것을 발견하였다.

신주인수선택권 제도는 발명 당시부터 논란의 대상이 되어 왔다. 왜냐하면 신주인수선택권 제도는 그 이전에 존재하던 경영권 방어수단들에 비해서 더 효과적인 수단이었기 때문이다. 경영자들과 이사들은 신주인수선택권 제도가 오

26) Cremers, M., and A. Ferrell, op.cit., pp.1167-1196.

히려 주주들의 이익을 위해 도움이 된다고 주장하였으나, 주주들과 학계에서는 신주인수선택권 제도가 경영자들을 참호구축함으로써 경영자의 대리인비용을 증가시킬 뿐이라고 비판하였다. 그리고 신주인수선택권 제도는 결국, 경영자들의 무능력 및 도덕적 해이문제를 효과적으로 감독하고 처벌하는 인수합병 시장을 무력화시킬 것이라 지적하였다. 상기한 여러 상황으로 인하여 미국의 신주인수선택권의 활용이 활성화되기 어려운 것으로 판단된다.

2. 프랑스 회사법상 신주인수선택권의 입법례와 운용 사례 분석

1) 프랑스식 포이즌필의 도입과 관련되는 신주인수선택권의 개념

프랑스에서 신주인수선택권 제도를 도입함에 있어서, 미국법상의 해당 개념을 분석하기 위하여 상당한 고심을 하였다고 생각된다. 왜냐하면 판례법상 형성된 개념을 성문법상 규정화하는 것은 매우 어려운 작업에 해당하기 때문이다. 이러한 어려운 상황을 극복한 학계와 실무계의 노력 덕분에 신주인수선택권 제도가 탄생하였다.

프랑스 신주인수선택권[Bons de souscription autonomes(d'actions); BSA]은 1983년 1월 3일의 법(Loi no 83-1 du 3 janvier 1983)과 1985년 12월 14일의 법(Loi no 85-1321 du 14 décembre 1985. Valeurs mobilières, titres de créances négociables, sociétés et opérations de bourse)에 의하여 최초로 발행되었다. 특히 후자(제339-1조에서 제339-7조까지)는 주식회사(société anonyme ; SA)²⁷⁾ 및 주식합자회사(société en commandite par actions)²⁸⁾에 대하여 모든 동산증권(valeurs mobilières)²⁹⁾의 발행을 허용하였다. 이러한 동산증권의 개

27) 오늘날 이것은 프랑스 경제계에서 가장 중요한 역할을 하는바, 상장회사(société ouverte aux marchés)와 비상장회사(société fermée)로 나누어진다. 모든 상장회사는 금융시장청(Autorité des marchés financiers ; AMF)의 통제를 받는데, 금융시장청은 법인격을 가지고 있는 독립된 금융행정기관이다.

28) 이것은 합자회사(société en commandite simple)와는 다르게 주식이나 동산증권을 발행하며, 유한책임사원(commanditaire)과 무한책임사원(commandité)으로 구성된다.

29) 이것은 프랑스 화폐 및 금융법전 제211-1조가 의미하는 금융증권으로서 각 유형별로 정형화된 권리가 부여되어 있고, 단순한 계좌기재 변경이나 현실적인 인도에 의하여 양도가 가능하며, 프랑스 상법전 제2권에 규정된 조건에 따라 주식회사, 주식합자회사 및 간이주식회사가 발행할 수 있다(동법 제228-1조).

넘은 2016년 4월 28일의 위임명령(Ordonnance)³⁰⁾에 의하여 자본증권과 채권증권을 포함하는 금융증권으로 확대되었다.

1985년 12월 14일의 법이 시행된 후 프랑스에서는 기업 자금의 조달에 활용되는 새로운 복합동산증권이 대량으로 발행되어 이용되었다. 이로 인하여 프랑스 상법상 허용되는 복합동산증권에는 신주인수선택권 외에 전환사채(OC), 상환사채(ORA : obligations remboursables en actions)³¹⁾, 신주인수권부사채, 특수담보부사채(obligations assorties de suretés particulières), 교환사채(OEA), 우선배당주식(ADP : actions à dividende prioritaire), 의결권 없는 우선배당주식(ADPSDV : actions à dividende prioritaire sans droit de vote), 이중의결권주식(actions à droit de vote double) 등이 있다.³²⁾

신주인수선택권은 전환사채와 마찬가지로 복합동산증권으로서 물적회사[주식회사, 주식합자회사 및 간이주식회사(société par actions simplifiée ; SAS)³³⁾]에 의하여 발행되는 금융도구이며 금융상품이다.

흔히 신주인수선택권은 회사의 자본증가 시 발행될 수 있고, 새로이 발행된 주식과 결합될 수 있다.³⁴⁾ 따라서 신주인수선택권의 발행은 자본증가에 대한 약속이다.³⁵⁾ 이 경우에 그 주식의 양수는 신주인수선택권이 포함된 주식을 양수하는 것이다. 그러한 주식은 신주인수선택권주식(ABSA : action à bon de souscription d'action)이다. 그리고 신주인수선택권은 사채와도 결합될 수 있는데, 그러한 사채는 신주인수선택권사채(OBSA : obligation à bon de souscription d'action)이다.

30) 이것은 법률에 준하는 성격을 띠고 있으며, 법률의 신설과 개정에 주도적 역할을 하는 정부의 법률명령이다.

31) 이 사채는 현금으로 상환되지 않고 주식이나 투자증명서로 상환된다. 회사채권자가 주주로 바뀌더라도 그는 전환사채나 교환사채의 경우처럼 선택권을 가질 수 없다. 이 사채를 가진 자는 그것을 만기 전에 상환의 방법이 적절한 자에게만 매도할 수 있을 뿐이고, 이를 통하여서만 주식을 받을 수 있다.

32) 우리나라의 경우에도 2011년의 개정상법에 의하여 종류주식이 정비되었으며, 이익참가부사채, 교환사채, 상환사채 및 파생결합사채의 발행근거가 마련되었다. 이와 관련하여 우리나라 제도와 프랑스 제도는 유사하다고 볼 수 있다.

33) 이것은 새로운 형태의 주식회사로서 1994년 1월 3일의 법(La loi n°94-1 du 3 janvier 1994)에 의하여 신설되어, 현재 프랑스 상법전 제23권 제2편 제7장에 편입되어 있다.

34) 신주인수선택권은 동산증권이거나 동산증권에 부착된 권리라고 할 수 있으므로 이것은 자본증가를 실현시킬 수 있다(프랑스 상법 제225-177조에서 제225-186조까지). 신주인수선택권은 자본증가의 엄격한 절차를 밟지 않고 시장에서 자본을 신속하게 동원할 수 있는 장점을 가지고 있다(F. X. Testu et S. Hill, Les BSA : utilisation possible dans les sociétés de haute technologie, JCP E 2003, p.1655).

35) M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, Droit des sociétés, Litec, 2018, p.563.

이러한 주식이나 사채가 한 단계 더 진화되어서 상환신주인수선택권(BSAR : bons de souscription d'actions remboursables)이 되었으며, 더 나아가 상환신주인수선택권사채(OBSAR : obligation à bons de souscription d'actions remboursables)와 상환신주인수 및/또는 취득권(BSAAR : bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables)³⁶⁾과 상환신주인수 및/또는 취득권사채(OBSAAR : obligation à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables)로 발전하게 되었다. 이러한 복합증권은 초복합동산증권이라고 할 수 있으나, 이 경우에도 신주인수선택권은 분리되어 양도될 수 있다.³⁷⁾ 이러한 복합증권은 상기한 기존의 주식이나 사채와 워런트를 결합한 신종의 금융상품이다.

신주인수선택권은 2003년 3월의 France Telecom 사건³⁸⁾에서 행사된 바 있다. 그러나 이것은 포이즌필과 관련성이 없었다. 포이즌필 제도와 관련하여 2006년 2월 21일 처음으로 프랑스는 외국기업의 적대적 인수합병으로부터 자국 기업을 보호하기 위하여 상원에서 법안 통과를 시킨 바 있다.³⁹⁾ 이에 따라 2006년 3월 31일의 공개매수법(Loi no 2006-387 du 31 mars des offres publiques d'acquisition)이 탄생하게 되어 미국식 포이즌필을 응용한 프랑스식 워런트가 도입되어 적대적 기업인수에서 포이즌필이 이용될 수 있게 되었다.⁴⁰⁾ 이 법이 제정되기 이전에, 프랑스 상법 구 제228-95조는 신주인수선택권의 근거규정으로서 다음의 규정을 두었다:

비상주주총회⁴¹⁾는 이사회와, 경우에 따라 회계감사인의 특별보고서를 참고로 하여 다른 모든 발행과는 독립하여 신주인수선택권의 발행을 허용할

36) 2005년 6월 이후 최근까지 프랑스 금융시장에서 동 증권의 구체적 발행 사례에 관하여는 T. Bouvet etc., Motivation Financière des Dirigeants, Economica, 2016, pp.26-32 참조.

37) M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, op.cit., p.563.

38) 2003년 3월 France Telecom은 150억 유로의 자본증가를 하였다. 이 때 각 주주는 3월 24일 증권시장 폐장 이후 보유한 한 주식에 대하여 하나의 신주인수선택권을 교부하는 조건에 따라 신주인수선택권을 무상으로 교부받았다. 즉시 증권시장에 상장된 신주인수선택권은 2003년 3월 25일부터 4월 4일까지 보유한 20개의 신주인수선택권에 대하여 1주당 14.50유로의 가격(명목가격 4유로, 발행가액 10.50유로)으로 19개의 신주를 인수하는 것을 허용하였다.

39) 이것은 경제부장관의 2006년 2월 21일 상원 선언(Déclaration du ministre de l'Economie au Sénat, séance du 21 février 2006)이다.

40) 동 법이 시행된 직후, Carrefour, Club Méditerranée, Eurodisney 등은 증권시장에 상장되었다.

41) 이것은 우리나라의 구분 방법에 의하여 주주총회를 정기총회와 임시총회로 구분하는 것과는 다르게 구분한 것으로서 정관을 변경하는 권한을 가진 총회이다. 프랑스에서는 주주총회를 통상주주총회와 비상주주총회로 구분한다.

수 있다.

신주인수선택권의 개념에 관하여 프랑스 상법 구 제228-95조는 신주인수선택권을 소지인에게 발행회사의 일정한 자본의 할당액을 표창하는 증권을 인수할 권리를 수여하는 옵션 권리(bons qui confèrent à leurs titulaires le droit de souscrire des titres représentant une quote-part du capital de la société émettrice)라고 정의한다. 이것은 우리나라의 신주인수선택권의 개념(일정한 기간 내에 발행회사로부터 일정한 수량의 주식을 저렴한 가격으로 매입할 수 있는 옵션 권리)보다 탄력성이 있고 추상적이라고 할 수 있다.⁴²⁾ 프랑스 상법 구 제228-95조는 2006년 3월 31일의 공개매수법이 제정된 후 후술하는 프랑스 상법 제233-32조로 대체되었다.

2) 신주인수선택권의 발행에 관한 입법례 및 그 운용 사례

신주인수선택권의 발행에 관한 프랑스 상법 제233-32조는 다음과 같다 (2014년 3월 29일의 법에 의하여 개정):

I. - 상장회사를 대상회사로 하는 유가증권의 공개매수(offres publiques d'acquisition)⁴³⁾의 기간 동안, 대상회사의 이사회, 업무감독이사회와, 그 선임권한을 제외하고, 업무집행이사회, 집행임원 또는 대표집행임원 중 일인은, 다른 청약을 추구하는 것 이외에는, “회사의 이익의 한계 내에서” 이 공개매수의 청약을 실패하게 할 수 있는 모든 조치를 취하기 위하여 총회의 사전 승인을 얻어야 한다.

II. - 법에 의하여 허용된 다른 조치에는 상관없이, 본 법 제225-98조에 규정된 조건에 따라 결의하는 대상회사의 비상총회는 우선적인 조건으로 그 대상회사의 주식을 인수하는 것과 공개매수의 기간의 만료 전에 이 자격을 가지는 대상회사의 모든 주주에게 무상으로 교부하는 것을 허용하는 증권(신주인수선택권)의 발행을 결정할 수 있다.

총회는 이 권한을 이사회 또는 업무집행이사회에 위임할 수 있다. 총회는 이 증권상의 권리 행사와 발행될 수 있는 증권의 최대한의 수로부터 발생할 수 있는 자본증가의 최대한의 총액을 정한다.

그 위임은 또한 이사회 또는 업무집행이사회에 대하여 이 증권(신주인수선택권)의 발행 및 무상교부, 그 발행 및 무상교부의 연기 또는 포기를 하는 의무 및 금지에 관한 조건을 정하는 것을 정할 수 있다. 대상회사는 이 증권을 발행하는 그의 의도를 공시한다.

공개매수의 청약 또는 모든 불확실하고 협력적인 청약의 조건과 관련되어야 하는 이 증권상의 권리 행사의 조건과 권리 행사의 가격이나 이 가격의 결정 방법에 관한 이 증권의 다른 특징은 총회에 의하여 정하여지거나, 총회의 위임에 의거하여 이사회 또는 업무집행이사회에 의하여 정하여진다. 공개매수의 청약 및 모든 불확실하고 협력적인 청약이 실패하고, 무효가 되며, 철회가 되는 이상, 이 증권은 법률상 당연히 무효가 된다.

42) 위 2010년의 상법 개정안 제430조의2 제1항에 의하면, 회사가 정관으로 정한 바에 따라 이사회의 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액으로 일정한 기간 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리를 신주인수선택권이라 한다.

위 프랑스 상법 제233-32조 II.에 따라, 프랑스에서는 포이즌필의 발행에 flip-over형은 가능하지 않고, flip-in형만 가능하다.⁴⁴⁾ 장기적인 관점에서 보건대, 이에 관한 프랑스 상법은 미국법의 상황과 마찬가지로 flip-over형도 허용할 것이라고 생각된다.

위 프랑스 상법 제233-32조가 시행된 후부터 학설과 판례는 신주인수선택권의 개념을 특혜의 조건으로 인수를 허용하는 옵션 권리라고 정의를 내림으로써 이전의 프랑스 상법 구 제228-95조가 정의를 내린 해당 개념보다 더욱 더 탄력적이고 유연한 접근을 하고 있다.⁴⁵⁾ 그리고 포이즌필과 관련하여 우리나라 상법개정안의 내용과는 달리 비상주주총회의 승인을 얻어야 한다. 그러나 실제로 프랑스 회사의 주주는 신주인수선택권 발행의 승인에 관하여 이사회에 위임하는 경우가 많다.

신주인수선택권의 발행에 관하여 적대적 공개매수기간 중에 주주의 사전 승인을 얻은 후 이사회에 결의로 발행하면 적법한바, 미국 법원의 일정한 적법성 판단기준이 필요한지에 관하여 프랑스 판례는 침묵을 지키고 있다. 다만 프랑스법상 “회사의 이익의 한계 내에서”라는 적법성 판단기준은 주목해야 할 것이다. 이러한 기준은 미국법의 Unocal 기준과 비견될 수 있는 것으로서 그 해석에 관하여 프랑스 법원은 중요한 역할을 하리라고 판단된다. 성문상법을 유지하고 있는 우리나라의 경우에는 해당 제도를 도입하는 때에 프랑스법상 위 문귀의 기재는 필수적이라고 할 수 있다. 이에 따라 신주인수선택권이 우리나라 상법에 도입되는 경우 그 적법성으로 인하여 발생할 수 있는 분쟁을 사전에 방지하기 위하여 미국 법원이 제시하는 Unocal 기준이나 관련 프랑스법상 위 문귀를 신중하게 검토하여 입법에 반영해야 할 것이다.

신주인수선택권이 발행된 2009년 2월의 Saint-Gobain 사례를 살펴보기로 한다⁴⁶⁾:

43) 이와 관련하여 프랑스에서는 공개취득의 용어를 사용하되, 이것은 현금으로 결제하는 공개매수(OPA)와 주식이나 사채로 결제하는 공개교환(OPE)을 포함하는 광의의 개념이다.

44) 포이즌필은 미국에서는 자기 회사의 신주를 대상으로 발행하는 것이 보통이지만(이른바 flip-in형), 자신을 흡수합병하는 회사의 신주를 대상으로 하는 경우(이른바 flip-over형)도 가능하다(김건식 외 6인, 앞의 책, 714면). 이 점에서 미국법과 프랑스법은 차이를 보이고 있다.

45) Qu'est-ce qu'un bon de souscription d'action(BSA)? Fiche pratique Société.Com., 2018, p.2.

46) M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, op.cit., p.523.

Saint-Gobain사는 과중한 부채로 인하여 재정 위기에 처하게 되어 2009년 2월에 15억 유로 자본증가를 실현하였다. 신주인수권이 허용되지 아니한 각 주주는 보유 주식 수에 비례하여 동년 2월 20일 신주인수선택권을 부여받게 되었다. 2009년 3월 6일 이전에 주주는 7개의 신주인수선택권으로 2개의 신주를 인수할 수 있었고, 결과적으로 신주당 14유로를 지급하게 되었다. 이 사례에서 신주인수선택권은 신주인수권의 대용물로 활용되었는데, 그 이유는 신주인수권에 부과된 공시의무를 신주인수선택권은 피할 수 있었기 때문이었다. 이에 관하여 금융시장청은 신주인수선택권의 이러한 이익을 인정한 바 있다.

또한 상환신주인수선택권이 발행된 주목할만한 사례를 보기로 한다. 저명한 프랑스 기업 현황에 관한 잡지인 기업과 시장[Entreprises et Marchés(2017년 8월 30일 발간)]에 의하면, Archos사는 자사의 주주에게 상환신주인수선택권(BSAR: bons de souscription d'actions remboursables)을 부여할 예정이었다. 실제로 Archos는 신주인수선택권이 있는 주식을 소유하는 당사의 주주에게 상환신주인수선택권의 무상교부의 시행을 공지하였다. 이에 따라 2017년 9월 7일에 해당 주주는 상환신주인수선택권을 무상으로 교부받았는데, 동 회사의 자본에 근거하여 동 날짜에 42,561,334 상환신주인수선택권이 발행되었다. 이러한 운용 사례는 신주인수선택권의 발행과 무상교부가 광범위하게 이루어지고 있다는 것을 보여주는 예이다. 이와 같은 현상은 프랑스 기업이 적대적 M&A를 방어하려는 강한 의지를 보여준 것이라고 볼 수 있다.

3) 신주인수선택권의 행사 및 양도 등에 관한 이론과 그 운용 사례

프랑스에서는 신주인수선택권의 행사 및 양도 등과 관련하여 특별한 법적 규제를 받지 않는바, 계약이 중요한 역할을 한다. 통상의 동산증권과 마찬가지로 신주인수선택권은 행사된다. 신주인수선택권의 소지인은 발행되는 때에 정해진 행사 기한(자유로이 정하나 관행적으로 최대한 5년)과 가격을 비롯한 여러 사항에 따라 그의 권리를 행사할 수 있다.

신주인수선택권은 주식이나 사채와 결합하여 행사될 수 있으며 양도될 수 있다. 또한 신주인수선택권은 주식이나 사채와 분리되어 양도할 수도 있으며, 신주인수선택권 자체만으로 증권거래소에 상장될 수 있다.⁴⁷⁾ 이 밖에 신주인수선

택권의 상장, 소각, 상환 등에 관한 특별 규정을 프랑스 상법에서 발견할 수 없다. 따라서 이에 관한 사항도 동산증권에 관한 규정이 적용된다고 할 수 있다.

프랑스 금융시장에서 2005년 6월부터 2013년 5월까지 상환신주인수 및/또는 취득권은 38차례 발행되었다.⁴⁸⁾ 이것의 발행 양식은 주주가 회사의 임원에게 상환신주인수 및/또는 취득권을 양도할 수 있는 상환신주인수 및/또는 취득권 사채의 발행, 회사의 임원에게 재판매하는 은행에게 유보된 동 사채의 발행 및 회사의 임원에게 유보된 상환신주인수 및/또는 취득권의 발행인 세 가지이다.⁴⁹⁾ 이러한 운용 사례는 매우 활발하다는 것을 보여주는 것이며, 신주인수선택권은 주식이나 사채와 분리되어 양도할 수 있다는 것을 보여주는 것인데, 포이즌필이 주식과 분리되어 양도·양수되지 못한다는 상기한 우리나라 학설과 다른 점이다.

4) 미국식 우선주 제도인 선호주식의 도입과 미국식 자금조달형 워런트인 다양한 복합동산증권을 포괄적으로 규정한 자본접근부 동산증권 제도⁵⁰⁾의 신설

프랑스 학계와 실무계는 기존의 주식과 사채를 발전시키기 위하여 미국법상 제도를 응용하는 노력을 한 결과, 주식과 사채를 포함하는 동산증권 제도의 개혁이 2004년 6월 24일의 동산증권에 관한 위임명령에 의하여 획기적으로 이루어졌다.⁵¹⁾ 동 위임명령이 규정한 선호주식(actions de préférence)⁵²⁾은 기존의

47) 이에 비하여 포이즌필은 원칙적으로 주식과 분리하여 거래되거나 이전될 수 없으며, 일정한 사건이 발생하지 않는 한 콜옵션을 행사하는 것도 금지되고, 오직 증권상 정해진 사건, 다시 말해서 발행회사가 적대적 인수의 대상이 되는 경우에만 주식과 분리하여 거래될 수 있고 콜옵션의 행사도 가능하다는 견해가 있다[김화진, 「상법강의」 제3판, 박영사, 2016, 533면].

48) T. Bouvet etc., Motivation Financière des Dirigeants, Economica, 2016, pp.25-32.

49) T. Bouvet etc., op.cit., p25.

50) 이것의 번역을 지분연계증권 또는 채권연계증권이라는 견해가 가능하다. 이것은 미국법상의 Equity Warrant(주식인수형 워런트)와 Covered Warrant(파생형 워런트)를 포함하는 개념이다.

51) M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, op.cit., p550.

52) 이 제도는 기존의 우선주식(action de priorité)을 포함함은 물론이고, 이익 초과분, 누적 배당금, 회사 분할 시 받을 수 있는 배당금 등을 지급받을 수 있는 것이 가능하며, 탄력성 있게 기존의 다양한 주식과 사채를 융합한 복합동산증권(valeurs mobilières composées) 내지 초복합동산증권(valeurs mobilières surcomplexes)의 발행과 유통을 가능하게 하였다.

주식과 사채를 융합한 복합동산증권(valeurs mobilières composées) 내지 초복합동산증권(valeurs mobilières surcomplexes)으로 변화될 수 있으며, 보통주(actions ordinaires)의 전환에 의하여서도 생길 수 있다(프랑스 상법 제 228-15조 제2항) 이러한 우선주식은 비상주주총회 또는 동 총회의 위임을 받은 이사회에서 발행할 수 있다(프랑스 상법 제225-12조 및 제228-12조 제1항). 위 위임명령은 새로운 동산증권인 자본접근부 또는 채권증권배당부 동산증권(valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances) 소지인에게 기존의 전환사채, 신주인수권부사채, 교환사채 등의 소지인이 누리는 보호장치를 동일하게 제공하였다. 최근에 자본접근부 또는 채권증권배당부 동산증권의 용어는 자본접근부 동산증권으로 통일하는 방향으로 변화되고 있다. 환언하면 위 위임명령은 기존의 다양한 복합동산증권 법제를 폐지하고⁵³⁾ 단일 법제인 자본접근부 동산증권 제도를 신설하였다(프랑스 상법 제228-91조에서 제228-106조까지 참조). 이것은 자금조달형 미국식 워런트 제도를 도입한 것이다. 이러한 제도의 도입 결과, 주식회사 등에 의한 선호주식 신주인수선택권부 보통주식의 발행도 가능하다.⁵⁴⁾ 그러나 2004년 6월 24일 이전에 발행된 기존의 복합동산증권의 소지인이 가지는 권리는 그대로 유지된다(동 위임명령 제64조).⁵⁵⁾ 이에 따라 오늘날 프랑스 회사법상 주식은 보통주식, 선호주식, 자본접근부 동산증권 및 소멸 중의 증권으로 나누어진다.

3. 시사점

신주인수선택권의 의의 및 유형과 관련하여 미국 회사법은 바이러스에 비유되는 바와 같이 매우 다양한 의의와 형태를 허용함에 비하여, 프랑스 회사법은 소지인에게 발행회사의 일정한 자본의 할당액을 표창하는 증권을 인수할 권리를 수여하는 옵션 권리라고 프랑스 상법상 개념을 제시하면서 주식이나 사채와 결합할 수 있도록 하고 있다. 이와 같은 의의와 유형 면에서 차이를 보임으로

53) 예컨대, 신주인수권부사채, 전환사채 및 교환사채 제도가 폐지되었다. 엄밀히 말하면 이것들은 새로운 제도에 통합되었다.

54) M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, op.cit., p553.

55) 이 경우의 복합동산증권은 소멸 중의 증권(titres en voie d'extinction)이라고 불리우는데, 선호주식 또는 보통주식으로 전환될 때까지이거나 회사의 해산 시까지 그 지위가 유지된다(M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, op.cit., p.555).

인하여 미국 법원은 프랑스의 경우에 비하여 적대적 공개매수에 대한 경영권 방어에 적법성 요건에 관한 판결을 해야 하는 환경이 조성되었다고 생각된다. 이에 따라 우리나라 입법에 있어서 신주인수선택권 제도를 도입하는 경우 프랑스식 신주인수선택권을 도입하면, 그 적법성 요건에 관한 법적 분쟁은 흔하지 않을 것이다.

신주인수선택권의 입법례와 관련하여 미국 회사법과 프랑스 회사법은 상당한 차이를 보이고 있다. 미국 회사법에는 신주인수선택권의 개념에 관한 구체적인 규정이 없고, 이사회에 승인이 있는 경우에 특정한 주식을 회사로부터 취득할 수 있는 자격을 그 보유자에게 부여하는 권리 또는 옵션을 창설하여 발행할 수 있게 하는 포괄적이며 탄력적이고 추상적인 규정을 두고 있다. 이에 비하여 프랑스 회사법에는 상기한 바와 같이 신주인수선택권에 관한 구체적인 개념이 제시되어 있고, 신주인수선택권의 발행, 무상교부 등에 관하여 구체적이고 상세한 규정을 두고 있다. 이와 관련하여 우리나라 입법에 대한 시사점으로 프랑스 상법 제233-32조는 참고할 가치가 있다고 생각된다.

신주인수선택권의 운용 사례와 관련하여 미국과 프랑스에서는 서로 다른 양상이 전개되었다. 미국에서의 실증적 연구는 신주인수선택권을 운용한 기업의 장기적 가치가 의미 있게 증가한 사례와 영업성과가 두드러지게 하락한 기업들이 신주인수선택권을 채택하는 경향을 보인 사례로 나누어지는 것으로 결론을 제시한 바 있다. 그리고 경영자들과 이사들의 견해와 주주 및 학계의 견해가 서로 상반되는 입장이었다. 이러한 상황으로 인하여 미국의 신주인수선택권의 활용은 활성화되기 어렵다고 볼 수 있다. 이에 비하여 프랑스의 경우에는 적대적 M&A의 방어에 효율적인 자금 조달형 신주인수선택권의 활용은 지속적으로 증가된다고 할 수 있다.

Ⅲ. 차등의결권에 관한 비교법적 분석

1. 미국 회사법상 차등의결권의 입법례와 운용 사례 분석

1) 미국에 있어서 차등의결권 주식의 의의 및 유형

미국의 차등의결권 주식(dual class stock)은 의결권의 수가 복수인 복수의결권 주식, 의결권의 수가 1개 미만인 부분의결권주식 등, 의결권에 관하여 내용이 다른 복수 종류의 주식이다⁵⁶⁾. 미국에서는 상장이나 비상장을 막론하고 회사의 차등의결권제도 채택을 통한 복수의결권 주식의 발행이 거의 자유로운 상태이다⁵⁷⁾. 미국에서의 차등의결권주식은 1주1의결권주식에 구매받지 않고 의결권이 없거나 제한되는 주식을 포함하여 의결권을 복수 또는 다수로 인정하는 주식 등 다양한 클래스의 주식으로 이해한다.⁵⁸⁾

미국의 차등의결권 주식의 유형은 상당히 탄력적이다. 예컨대, A클래스 주식은 1주에 1개의 의결권을 가지는 반면 B클래스 주식은 1주에 10개의 의결권을 가지도록 하는 것도 가능하고, 종류별로 의결권을 행사할 수 있는 사항을 달리 정하여, 예컨대, A클래스 주식은 전체 이사 중 30%의 이사 선임에 대해서만 의결권을 행사할 수 있고, 나머지 70%의 이사 선임 및 기타 모든 주주총회 안건은 B클래스 주식만이 의결권을 행사할 수 있도록 하는 것도 가능하다⁵⁹⁾. 그리고 차등의결권 주식을 발행하는 또 다른 방법으로 기존의 1주1의결권 보통주를 보유한 주주들을 대상으로 1주당 복수의 의결권을 가진 B클래스 주식으로 교환해줄 수 있다⁶⁰⁾. 상기한 바와 같이 차등의결권 주식의 의의 및 유형은 매우 탄력적인 특징을 보여주는바, 우리나라 입법론으로 적절한지 여부에 관하여 부정적으로 생각된다.

이러한 차등의결권 주식의 장단점에 대하여 침예하게 의견이 대립되고 있는데, 그 핵심적 내용은 주주평등의 원칙에 기초한 1주1의결권 원칙으로 대변되는 회사에 대한 소유와 지배의 비례관계는 유지되어야 한다는 입장과 계약자유 원칙에 기초한 기관 구성의 자율권 원칙으로 대변되는 회사는 스스로 적합하다고 생각하는 구조로 조직할 수 있는 자율권이 보장되어야 한다는 입장의 대립이라고 할 수 있다⁶¹⁾. 이러한 견해의 대립은 우리나라나 프랑스 등 대륙법

56) 김건식, 「회사법」, 박영사, 2015, 165면; 고창현, “차등의결권제도의 도입과 상장”, 「기업법연구」 제29권 제3호, 한국기업법학회, 2015.9., 76-77면.

57) 김화진, “미국법 상의 복수의결권 주식”, 「선진상사법률연구」 통권 제78호, 법무부, 2017, 32면.

58) 김화진, 앞의 논문, 32면.

59) 고창현, 앞의 논문, 77면.

60) 정혜련, “차등의결권에 관한 소고 - 각국의 입법, 태도의 변화, 그리고 기업의 효율성을 중심으로-”, 「기업법연구」 제29권 제1호, 한국기업법학회, 2015, 84면.

61) 고창현, 앞의 논문, 78면.

계 국가에서도 유지된다고 볼 수 있다.

2) 미국 회사법상 차등의결권의 입법례

미국의 델라웨어주 회사법 제212조(a)는 차등의결권 주식의 발행 근거규정이 라고 할 수 있다. 동 법 제212조(a)는 회사의 기본정관에 다르게 규정하는 경우를 제외하고, 동 법 제213조에 의거하여, 각 주주는 그가 소유하는 각 주식에 대하여 1의결권을 가진다고 규정하고 있다. 그리고 동 조에 의하면, 회사의 기본정관이 각 주식에 대하여 1의결권 보다 많거나 적은 차등의결권을 규정하는 경우에, 어떠한 사안에 대해서도 차등의결권 조항은 그대로 유지된다. 이와 같이 델라웨어주 회사법은 미국 회사법상 지극히 당연한 것으로 고려되는 1주1의결권의 원칙이 임의규정으로서 회사의 기본정관에 의하여 적용되지 않을 수 있는 여지를 마련하고 있다. 대부분의 다른 주들도 이와 비슷한 입법례를 유지하고 있다. 예컨대, 뉴욕주 회사법 제501조는 회사가 정관에 의하여 어떤 종류의 주식에 대하여 의결권을 부인하거나 다르게 의결권을 제한할 수 있고, 배당권 또는 청산권도 다르게 정할 수 있다고 규정하고 있다.⁶²⁾ 이에 따라 미국의 대다수 주에서는 복수의결권 주식의 발행이 허용되며, 증권거래위원회(SEC) 규칙이나 뉴욕증권거래소와 나스닥 상장규정도 기업공개 시 복수의결권 주식의 발행과 상장을 허용하고 있다⁶³⁾. 이와 같이 미국에서는 회사가 스스로 적합하다고 생각하는 구조로 조직할 수 있는 자율권이 보장되어야 한다는 견해에 따라 회사법상 복수의결권 주식의 발행을 자유롭게 허용하는 특징을 보여준다.

3) 미국에 있어서 차등의결권의 운용 사례

(1) 초기의 운용 사례⁶⁴⁾

미국에서 차등의결권 제도의 역사는 1900년대 초반으로 거슬러 올라간다. 정확하게 말하면, 1898년 International Silver Company가 1100만주의 무의결권

62) 고창현, 앞의 논문, 82면.

63) 고창현, 앞의 논문, 83-84면.

64) Howell, J. W., The survival of the U.S. dual class share structure, Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 44(C), 2017, pp.440-450.

보통주를 최초로 발행하였다. 그 후 1920년대에 기업들은 두 개 클래스의 보통주를 발행하여 그 중 한 클래스에만 의결권을 주는 차등의결권 제도를 채택하기 시작했다. 1926년에는 180개 이상의 기업들이 의결권이 없는 클래스의 보통주를 발행하였다.

하지만 이런 무의결권 보통주의 등장은 주주민주주의를 훼손하는 것으로 인식되어져 커다란 논란의 중심에 서게 되었다. 대표적인 예로서 하버드대학교의 정치경제학자 William Ripley는 차등의결권 제도가 일반주주들의 권리를 박탈하려는 시도들 중에서도 가장 악명높은 것이라고 강도 높게 비판하였다. Berle과 Stevens같은 학자들이 여기 가담하여 1주1의결권의 원칙을 옹호하면서 차등의결권에 대한 비판은 대중의 관심까지 불러일으키게 되었다.

결국 이런 움직임은, 1926년 뉴욕증권거래소가 자기 거래소 내 상장기업들에게 무의결권 보통주를 발행하지 못하도록 하는 움직임을 낳았다. 뉴욕증권거래소의 이런 금지는 1985년까지 계속되었다. 뉴욕증권거래소의 이런 금지에도 불구하고 소수의 상장기업들은 차등의결권 제도를 채택할 수 있었는데, 가령 포드자동차회사는 무의결권보통주 대신 의결권이 열등한 보통주를 발행함으로써 뉴욕증권거래소의 이런 금지를 피할 수 있었다. 이런 뉴욕증권거래소의 노력 덕분에 1985년에 뉴욕증권거래소 상장기업들 중 10개 기업만이 차등의결권 제도를 채택하고 있었다.

다른 증권거래소는 뉴욕증권거래소만큼 엄격하게 차등의결권 제도를 금지하지는 않았다. 가령 아메리카증권거래소 (AMEX)는 1972년까지 차등의결권 제도를 채택하는 것에 대해 별 조치를 취하지 않았다.⁶⁵⁾ 하지만 1972년에 아메리카증권거래소는 동 거래소 회사안내편(Company Guide) 제122 귀절에 무의결권 보통주식의 상장을 금지하는 규정을 두었다.⁶⁶⁾ 그러다가 1976년 Wang Laboratories가 차등의결권 채택 문제로 뉴욕증권거래소 상장이 불발되면서 아메리카증권거래소에 상장 신청을 하는 일이 발생하였다. 이때 Wang Laboratories의 상장을 승인하면서, 아메리카증권거래소는 차등의결권 제도를 채택한 기업들의 상장에 대한 기준을 제시하였다. 이 기준을 Wang Formula라고 부른다. 그 내용은, 1) 의결권이 열악한 클래스의 주식도 최소한 25%의

65) Joel Seligman, Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy, George Washington Law Review, Vol. 54, 1986, p.691.

66) Joel Seligman, op.cit., p.704.

이사회 멤버들을 뽑을 능력이 있어야 하며, 2) 의결권이 우월한 클래스 주식의 주당 의결권 수가 의결권이 열악한 클래스 주식의 의결권 수의 10배가 넘지 않아야 하며, 3) 의결권이 열악한 클래스 주식들의 의결권을 희석시키는 주식 발행이 더 이상 없어야 하며, 4) 의결권이 우수한 클래스 주식 수가 일정 퍼센티지 이하로 떨어지면 의결권이 우수한 클래스 주식은 소멸되며, 5) 의결권이 열악한 주식에 대한 이익배당이 우선될 것을 강력하게 권고한다는 것이다.⁶⁷⁾ 아메리카증권거래소의 차등의결권 제도에 대한 이런 우호적인 태도는, 차등의결권 제도를 채택한 기업들이 아메리카증권거래소에 다수 상장되는 결과를 가져왔다. Wang Laboratories가 상장된 후, 아메리카증권거래소에 상장된 22개 회사가 Wang Formula를 1985년 8월 15일까지 이용하였다. 1985년 당시 아메리카증권거래소와 증권거래위원회 회장 John Shad의 평가에 따라 아메리카증권거래소에 상장된 785개 회사 중 약 60개 정도(약 7%)가 차등의결권 제도를 유지하고 있었다.⁶⁸⁾

증권거래원전국협회(NASD)의 컴퓨터화 된 거래시스템 덕분에 거래 경쟁이 치열함으로 인하여, 1985년 1월에 뉴욕증권거래소 하부위원회는 1주1의결권의 원칙을 중시시키고 이중의결권(차등의결권)을 허용하는 상장규정안을 제안하였다.⁶⁹⁾ 이에 따라 1986년 7월에 뉴욕증권거래소의 임원진은 대부분의 공기업 독립이사(independent directors)와 다수인 주주들이 승인하는 경우의 이중의결권 제도를 채택한 바 있다.⁷⁰⁾ 이것은 차등의결권의 활성화를 위한 신호탄이 되었다.

차등의결권 제도가 활성화되면서, 1980년대 들어 그것은 적대적 인수에 대한 경영권 방어수단의 일종으로 널리 쓰이게 되었다. 다시 말하면 뉴욕증권거래소가 차등의결권 제도를 활용하기 시작함에 따라, 그 이전까지는 1주1의결권을 유지해오던 기업들이 차등의결권 제도를 채택하기 위해서 차등의결권 제도를 도입하는 자본구조 재조정 (dual class recapitalization)을 이용하였다.

(2) 중요 사례의 개관

IT기업 구글의 경우, 정관상으로 일반 보통주인 A클래스 주식은 1주1의결권

67) Ibid.

68) Joel Seligman, op.cit., p.705.

69) Joel Seligman, op.cit., p.688.

70) Ibid.

이나, 창업자에게 발행된 B클래스 주식은 1주 10의결권의 차등을 두고 있으며, A클래스 주식과 B클래스 주식은 배당이나 잔여재산분배권, 기타 정관에서 특별히 규정하지 않은 모든 사항에 대하여 동일한 권리를 가지고, B클래스 주식은 보유자의 선택에 따라 언제든지 A클래스 주식으로 전환할 수 있는바, 일정한 예외를 제외하고는 타인에게 양도하거나 보유자가 사망하는 경우 자동적으로 A클래스 주식으로 전환된다⁷¹⁾.

언론사인 뉴욕타임즈의 경우, A클래스 주식과 B클래스 주식의 차이는 의결권의 비율이 아니라 의결권을 행사할 수 있는 사안에 있는바, A클래스 주주는 이사의 30%만을 선임할 수 있으며, 정관에 명시된 사안이나 기타 법률 및 상장규정에 따라 정하여진 사안에 대하여만 의결권을 행사할 수 있고, 그 이외의 사안에는 의결권이 없다⁷²⁾. 그리고 제조업 회사인 포드자동차의 경우에는, 창업주의 자손들이 B클래스 주식을 통하여 총 의결권의 40%를 보유하고 있으며, B클래스 주식은 창업주의 자손 등 정관에서 규정한 자들 사이에서만 매매가 되고, 그 밖의 자에게 매도하는 경우에는 일반주식으로 전환하여야 한다⁷³⁾.

이 밖에도 Facebook IPO의 차등의결권 제도의 운용사례를 소개하면 다음과 같다⁷⁴⁾:

① 2012년 5월 18일 Facebook은 IPO를 행하였는데, 1주1의결권의 원칙으로부터 벗어나, CEO 주커버그를 지배주주로 만드는 내용을 담고 있었다.

② 주커버그는 오랜 기간동안 Facebook이 독립적인 회사로 남아 있길 원한다고 표명해 왔으며, 그는 Facebook의 경영권을 계속해서 장악하길 원했다.

③ 주커버그는 28.2% 지분을 가지고 있었고, IPO 이후 주커버그는 Facebook에서 22% 소유권을 가지기로 되어 있었다. 하지만 주커버그가 보유한 의결권은 57.1%로 이보다 많았다.

④ 이것은 주커버그가 Facebook을 피지배회사(controlled company)로 우선 만들고, 그 다음에 그가 보유한 주식을 복수의결권 주식(supervoting stock)으로 전환함으로써 가능했다.

⑤ 주커버그와 그의 공동창업자들 및 초기 투자자들은 1주당 10개의 의결권

71) 고창현, 앞의 논문, 86면.

72) 고창현, 앞의 논문, 87면.

73) 고창현, 앞의 논문, 88면.

74) 이상호, 앞의 글, 62면.

을 가지는 B클래스 주식을 보유하고 있으며, 외부 주주들은 1주당 1의결권을 가지는 A클래스 주식을 보유하고 있다.

미국에서의 차등의결권주식은 이미 살펴 본 바와 같이 의결권의 수가 1주1의결권의 원칙을 벗어난 주식을 말한다. 따라서 1주 당 의결권이 없거나 제한되는 주식은 물론 의결권이 복수 또는 다수로 주어지는 주식을 차등의결권주식이라고 이해한다. 이는 미국에서 실제로 활용되는 차등의결권주식이 회사가 발행하는 주식의 클래스를 달리하고 그 다른 클래스의 주식에 차등의결권을 부여하는 방식으로 활용되는 것을 보면 더욱 이해하기가 쉽다. 그런데 이때의 차등의결권은, 예를 들어, A클래스의 주식에는 의결권이 아예 없으면서 일반 대중에게 발행해 주면서, B클래스의 주식에는 10개 또는 100개의 의결권을 부여하고 이를 창업자나 경영진에게 발행해 주는 형태로 활용되고 있는 것이 현실이다. 따라서 이러한 현실을 감안하면 현재 우리가 지칭하는 차등의결권주식은 우리나라 사정을 감안하면 오히려 주식의 보유기간에 따라 의결권의 수가 증가하는 주식인 테뉴어 보팅에 더욱 가깝다. 특히 우리나라 기업현실에서 1주에 10개 또는 100개의 의결권이 부여된 주식을 현 경영진에게 발행해 준다는 것은 그 정서상 용인되기 어려운 점도 있음을 충분히 감안하여야 할 것이다.

(3) 운용 사례 분석에 관한 입장⁷⁵⁾

기관투자자들은 기업들이 차등의결권 제도를 채택하는 것을 막는 데 한계가 있다고 주장한다. 미국증권거래위원회는 증권거래소들에게 상장기업들이 차등의결권 제도를 채택하는 것을 막도록 할 법적 권한이 없고, 각 증권거래소들은 자발적으로 차등의결권 제도 채택기업들이 상장되는 것을 금지할 인센티브가 없다는 것이다. 더군다나, 해외 증권거래소들 또한 기업상장을 유치하기 위해 자신들이 견지해 오던 1주1의결권의 원칙으로부터 탈피하려는 움직임을 보이고 있는 실정이다.

그럼에도 불구하고 기관투자자들의 주주행동주의는 기업들이 차등의결권 제도를 채택하는 것을 막는 데 적극적이다. 가령 미국기관투자자협회(American

75) Kim, Hyunseob and R. Michaely, Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting. European Corporate Governance Institute (ECGI), 2019, - Finance Working Paper No. 590/2019; Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3145209> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3145209>.

Association of Institutional Investors)는 2017년 세 개의 중요 주가지수제공업체들에 접근하여 차등의결권 제도를 채택한 기업들을 주가지수 구성기업들 내에 포함시키지 말 것을 논의하였다. 그 결과, S&P 다우존즈와 FTSE 러셀이 차등의결권 제도를 채택한 기업들이 자사의 주가지수 구성기업들로 편입되는데 제한을 두기로 결정하였다. 또한 미국기관투자가협회는 뉴욕증권거래소와 나스닥에 상장기준 (Listing Standards)을 변경하여 차등의결권 제도 신주상장 기업들의 정관에다 한정된 기한 일몰조항을 삽입하도록 요구하라는 청원을 2018년에 하였다. 이런 주주행동주의는 미국에서 경영권 방어수단이 사용되는데 대해 꾸준히 견제활동을 하고 있다.

2. 프랑스 회사법상 차등의결권의 입법례와 운용 사례 분석

1) 해당 제도에 관한 입법례

프랑스 차등의결권은 이중의결권과 다중의결권으로 나누어진다. 이것은 프랑스 회사법에서 확고하게 유지될 것으로 생각된다.

프랑스에서는 오랫동안 충실한 주주는 이중의결권에 의하여 보상받을 수 있다는 관념이 깊은 뿌리를 가지고 있었다. 이러한 관념으로 인하여 이중의결권과 다중의결권이 관행적으로 허용되어 오다가 1902년 7월 9일의 법과 1903년 11월 16일의 법에 의하여 동일한 회사 내에서 서로 다른 종류의 주식의 발행이 허용되어서 다중의결권의 남용이 이루어졌다.⁷⁶⁾ 그 후 1930년 4월 26일의 법과 1933년 11월 13일의 법은 다중의결권의 남용을 규제하였는바, 전자가 다중의결권 제도의 신설을 금지하였으며, 후자가 기존의 관련 제도를 폐지하였다.⁷⁷⁾ 그 후 1966년 7월 24일의 상사회사법 제175조와 제176조는 주식회사의 이중의결권을 허용하였다.

2004년 6월 24일의 동산증권에 관한 위임명령에 의하여 종류주식의 일종으로 미국식 선호주식 제도가 도입되면서, 간이주식회사는 다중의결권주식[actions à

76) 이 제도의 역사적 개관에 관하여는 G. Ripert et R. Roblot, par M. Germain, *Traité élémentaire de droit commercial*, T.2, LGDJ, 2011, n°1550 참조.

77) C. Coupet, *L'attribution du droit de vote dans les sociétés*, Paris, Lextenso éd., 2015, p.114, n°106.

vote plural(multiple)]을 발행할 수 있게 되었다(프랑스 상법 제227-1조). 이에 비하여 여전히 주식회사는 다중의결권 주식을 발행할 수 없고 이중의결권 주식만을 발행할 수 있다.

프랑스 상법 제225-123조는 충실한 주주는 이중의결권에 의하여 보상받을 수 있다는 오랜 관념을 반영하여 주식회사의 이중의결권에 관하여 다음의 규정을 두고 있다:

[제225-123조 제1항]

적어도 2년 전부터, 계속하여 동일한 주주의 명의로 기명등록되었음이 증명되는 전액이 납입된 주식에 대하여서는, 정관 또는 설립 후의 비상총회에 의하여, 표창하는 자본 비율에 비례하여, 기타의 주식에 주어지는 의결권의 이중의결권을 부여할 수 있다.⁷⁸⁾

[제225-123조 제2항]

이 밖에도, 준비금, 이익 또는 발행초과액의 전입에 의한 자본증가의 경우에는, 이중의결권이 있는 구주식에 비례하여 주주에게 무상으로 교부되는 기명주식에 대하여도, 그 발행 시부터, 이중의결권을 부여할 수 있다.

이와 같이 프랑스 상법 제225-123조 제1항 및 제2항은 주식회사 등의 경우에 비상장회사에 대하여 주주가 된 2년의 기간이 있으며, 일정한 경우에 이중의결권을 부여할 수 있고, 일정한 자본증가의 경우에는 요건을 완화하여 부여할 수 있도록 하고 있다.

상기한 바와 같이, 2014년 3월 29일의 법(Florange 법)은 차등의결권에 관하여 상당히 변화시켰다.⁷⁹⁾ 그 결과 프랑스 상법 제225-123조 제13항은 다음과 같이 개정되었다:

[제225-123조 제3항]

상장회사에서, 위 제1항에서 정한 이중의결권은, 2014년 3월 29일의 법이 공포된 후에 채택된 정관에 반대의 규정이 있는 때를 제외하고, 2년 전부터 계속하여 동일한 주주의 명의로 기명등록되었음이 증명되는 전액이 납입된 주식에 대하여는 법률상 인정된다. 위 제2항을 적용하여 무상으로 교부되는 기명주식에 대하여 그 발행 시부터, 이중의결권을 부여할 수 있다.

이 규정에 의하여 상장회사의 경우 정관에 반대의 규정이 있는 경우 외에는

78) 이 규정에 따라 이중의결권은 최소 2년의 보유기간을 거친 주식에 대하여서만 부여될 수 있다. 따라서 이 규정은 보다 그 지위를 오랫동안 유지한 주주의 충실성에 대하여 보상하는 목적을 지향하고 있으며, 장기간 투자한 주주에 대하여 강한 격려를 하는 역할을 한다. 그리고 이중의결권의 부여 조건은 공시의 대상이 되어야 한다(프랑스 상법명령 제 210-4조 및 제123-108조).

79) Florange법에 관하여 상세한 것은 A. Tezenas du Montcel et Martin, Application de la loi Florange, Etude des AG 2015, JCP E 2015, p.1488 참조.

일정한 요건 하에 이종의결권은 허용된다고 할 수 있다. 이것은 상장회사에 관한 특례 규정이다.

프랑스 상법 제225-124조(2014년 3월 29일의 법에 의하여 개정)는 이종의결권이 상실되는 경우와 그 예외 등에 관하여 다음의 규정을 두고 있다:

[제225-124조 제1항]

무기명주식으로 전환되거나 소유권이 이전되는 주식은 상법 제225-123조가 적용되어 부여된 이종의결권을 상실한다. 그러나 상속, 부부공유재산의 청산 또는 배우자나 상속순위에 있는 혈족에 대한 생전 증여에 의하여 이전하는 것은 취득한 권리를 상실시키지 않으며, 상법 제225-123조 제1항에 기재된 기간을 중단시키지 아니한다. 회사의 정관에 반대의 규정이 있는 때를 제외하고, 한 회사주주의 합병 또는 분할의 결과로서 이전하는 경우에 관해서도 마찬가지이다.

[제225-124조 제2항]

수익회사가 이종의결권을 수익하고 있는 때에는, 회사의 합병 또는 분할은 수익회사 내에서 행사될 수 있는 이종의결권에 영향을 미치지 아니한다.

이 규정에 의하여 프랑스 주식회사 등은 이종의결권을 정관으로 부여하지 않더라도 그것을 자유로이 활용하여 적대적 기업인수를 방어할 수 있다.

그리고 2016년 12월 9일의 법에 의하여 제225-124조 제3항이 다음과 같이 신설되었다⁸⁰⁾:

[제225-124조 제3항]

합병 또는 분할의 경우에, 흡수회사 또는 분할수익회사의 이익을 위하여, 경우에 따라, 합병 또는 분할로 인하여 설립되는 신설회사의 이익을 위하여, 피흡수회사 또는 수익회사가 혜택을 입는 제3회사에서 이종의결권은 유지된다.

이 규정에 의하면, 제3의 회사 주주총회에서 피흡수회사가 혜택을 입는 이종의결권은 흡수회사의 이익을 위하여 유지된다.

이 밖에도 2019년 5월 22일의 법(Pacte 법)에 의하여, 정관에서 행사요건을 정하는 경우에 선호주식에도 이종의결권 또는 다종의결권이 부여될 수 있다. 동법에 의하여, 프랑스 상법 제228-11조는 더 이상 제225-123조를 준용할 필요가 없게 되어, 다종의결권 선호주식은 전액이 납입될 필요도 없고, 적어도 2년 전부터 계속하여 동일한 주주의 명의로 기명등록되었음이 증명될 필요도 없이 발행할 수 있다고 규정하고 있다⁸¹⁾. 이러한 선호주식의 탄력적인 발행 등과 함

80) www.legifrance.gouv.fr, 2020년 9월 3일 방문.

81) Ibid.

께, 이중의결권과 다중의결권에 관한 프랑스법의 발전은 우리나라 입법론에 대하여 상당한 시사점을 제시한다고 생각된다. 특히 프랑스에서 인기가 높아가는 종류주식인 선호주식은 주목할 가치가 있다.

2) 운용 사례 분석

(1) 이중의결권의 존폐론

이러한 이중의결권 제도는 프랑스에서 상당한 성공을 거두었으며, 적대적 M&A를 방어하는 효과적인 수단으로 평가받고 있다.⁸²⁾ 그럼에도 불구하고 이중의결권 제도는 주주평등의 원칙(L'égalité entre actionnaires)에 반하므로 폐지되어야 한다는 비판을 받고 있다. 그러나 이러한 비판은 쉽게 반박할 수 있는데, 그 이유는 이중의결권은 모든 주주가 상기한 요건을 갖추면 누구라도 그 혜택을 누릴 수 있기 때문이다.⁸³⁾ 이것은 비슷하지 않은 상황을 다르게 취급하는 것은 평등의 원칙과 일치할 수 있다는 것을 암시한 것이다.⁸⁴⁾ 프랑스 상법학계에서는 충실한 주주는 이중의결권에 의하여 보상받을 수 있다는 오랜 관념으로 인하여, 기업지배구조의 개선을 위하여 필요한 경우에는 이중의결권과 다중의결권이 허용될 수 있다는 것이 지배적인 견해가 되고 있다. 우리나라 회사법학계에서도 이와 같이 주주평등의 원칙에 관한 개념을 탄력적으로 해석해야 할 필요성이 있다고 생각된다.⁸⁵⁾ 하지만 우리나라 대법원에 의하면, 주주평등의 원칙이란 주주는 회사와의 법률관계에서는 그가 가진 주식의 수에 따라 평등한 취급을 받아야 함을 의미하고, 이를 위반하여 회사가 일부 주주에게만 우월한 권리나 이익을 부여하기로 하는 약정은 특별한 사정이 없는 한 무효이다.⁸⁶⁾ 이

82) M. Storck et T. de Ravel D'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?, Bulletin Joly(Sociétés), 2009, n°1, p.92.

83) Colloque, "structures de contrôle(actions à vote plural)", Rapport du lundi 23 octobre 2006, C.R.I., Ch. Repr., sess. ord. 2006-2007, séance du 23 octobre 2006, p.9, n°01. 05.

84) Y. De Cordt, L'égalité entre actionnaires, Bruxelles, Bruylant, 2004, n°372.

85) 이 견해와 일맥상통하는 견해로서 이 문제는 최근 기업지배구조펀드나 헤지펀드의 활동이 활발해지면서 더 민감하게 다루어지는데, 왜 현행의 주식회사 제도는 회사에 아무런 기여를 한 바도 없고 관심도 없었던 세력이 어느 날 갑자기 투자만으로 회사의 주인이 될 수 있게 하는가?하는 의문이 많이 발생한다는 견해가 있다(김화진, 앞의 책, 540면). 이러한 견해는 경영권 방어의 순기능을 우선시하는 입장으로서 적대적 M&A로부터 우리나라 기업을 방어하기 위하여 고려할 가치가 있고 생각된다.

86) 대법원 2020.8.20. 선고 2018다249148판결; 대법원 2018.9.13. 선고 2018다9920, 9937판결. 이와 관련하여 절대적 가치를 지키기 위해서 결코 주주평등의 원칙의 법리를 희생시키지

상황을 고려해 보건대, 우리나라에서 주주평등의 원칙에 관한 개념의 탄력적 변화는 상당한 기간 동안 어려울 것이라고 생각된다.

그런데 이중의결권이 회사지배구조의 개선에 부정적 영향을 미친다는 견해도 있다. 예컨대, 2000년 말 증권거래소에 상장된 560개의 프랑스 상장회사를 경험적 분석 방법에 의하여 분석한 결과, 프랑스 상장회사 가운데 가족회사가 광범위하게 퍼져있다는 사실이 증명되었고, 이러한 가족회사의 지배력은 이중의결권, 피라미드구조, 주주간 계약 및 담합행위를 지배력의 도구로 이용하여 균형을 잡지 않은 자금운용권을 장악하는 과정에서 발생하였다는 결론이 제시된 바 있다.⁸⁷⁾ 이러한 실증적 연구에서 이중의결권은 상장된 가족회사에서 지배구조의 왜곡을 지적하였다고 할 수 있다. 이와 같은 실증적 연구가 프랑스 차등의결권 제도를 변화시키는 것이 어려울 것으로 판단된다. 왜냐하면 프랑스 관련 학계와 실무계는 적대적 M&A로부터 대기업을 지키기 위하여 차등의결권을 유지하는 것이 불가피하다고 보기 때문이다.

실제로 파리 증권거래소의 주요증권지수에 의하면, 프랑스에서 경제적으로 가장 규모가 큰 상장회사의 집단인 CAC40에 속하는 회사의 50% 이상에서 이중의결권의 부여를 허용하는 정관을 유지하고 있다.⁸⁸⁾ 그런데 실무에서는 이중의결권을 허용하는 상장회사는 금융시장청의 규제를 받아 관련 사항의 공시의무를 진다. 예컨대, 프랑스의 상장회사의 하나인 LANSON-BCC의 경우에는 이중의결권 주주수 등에 관하여 프랑스 금융시장청 업무규정(règlement général) 제222-12-5조에 의거하여 관련 정보를 인터넷상으로 실시간으로 공개하고 있다.⁸⁹⁾ 이와 같은 상장회사의 공시의무의 준수는 철저하게 이루어지고 있다.

(2) 운용 사례 분석에 관한 입장

양고서는 안 될 정도의 법현실의 요청이라는 특별한 사정을 인정할 수 있는 경우라면 매수방어책에 대한 적법성 판단, 필요성, 상당성과 같은 형식적 불평등이 존재하는 경우에도 주주평등의 원칙에 반하지 않는다고 견해를 제시하는 입장도 있다(박한성, 앞의 논문, 174면; 강영기, “기업매수 방어책과 주주평등의 원칙”, 2011 하계학술대회 발표자료, 한국경영법률학회, 2011, 15면). 이것은 경영권 방어에 순기능을 우선시하는 의견으로서 경청할 가치가 있을 것이다. 이러한 의견을 시발점으로 하여 미국과 프랑스의 상황을 고려해 보건대, 주주평등의 원칙에 관한 개념의 변화가 필요하다고 생각된다.

87) Sabri Boubaker et Florence Labégorre, La gouvernance des sociétés françaises cotées est-elle toujours familiale? *Revue management & avenir*, n°49, 2011.9., pp.16-32.

88) A. Couret, Le droit de vote double *Bulletin Joly(Bourse)*, 2014, n°10, p.488.

89) PR Newswire TOD Wire(French); New York[New York] 06 Feb.2015.

차등의결권 제도의 도입과 관련하여 첨예한 의견 대립이 미국에서는 물론 프랑스에서도 발생한 것은 주주평등의 원칙에 대한 위배 여부에 기인한다. 그런데 미국과 프랑스에서는 오래 전부터 1주1의결권의 원칙을 유지하는 것 보다 회사가 자율적으로 차등의결권 제도를 채택하는 것이 회사지배구조의 개선에 도움을 준다고 판단하였다. 사실상 양국에서는 이미 19세기 말부터 차등의결권 제도가 활용되기 시작하여 오랜 역사가 지켜보는 가운데, 점점 더 활성화되고 있다. 이러한 현상은 2019년 5월 22일의 법, 2016년 12월 9일의 법 등 관련 법제에 의하여 확고하게 유지되고 있으며, 프랑스의 입법자와 학자 및 실무가는 미국의 운용 사례를 참고하는 것으로 생각된다.

3. 시사점

차등의결권의 의의 및 유형과 관련하여 미국 회사법은 1주1의결권 주식에 구애받지 않고 의결권이 없거나 제한되는 주식을 포함하여 의결권을 복수 또는 다수로 인정하는 주식 등 다양한 클래스의 주식은 물론, 상기한 A클래스 주식과 B클래스 주식 등 매우 탄력적인 특징을 보여주고 있다. 이에 비하여 프랑스 회사법은 그 의의 및 유형과 관련하여 단순히 이중의결권과 다중의결권을 허용하고 있다. 이러한 상황에서 우리나라 상법상 입법론으로는 프랑스식 차등의결권 제도가 적절하다고 생각된다.

차등의결권의 입법례와 관련하여 미국 회사법은 대체로 1주1의결권의 원칙이 임의규정으로서 회사의 기본정관에 의하여 적용되지 않을 수 있는 여지를 마련함으로써 복수의결권 주식의 발행을 허용하고 있다. 이에 비하여 프랑스 회사법은 일정한 요건을 갖추고 주주가 된 2년의 기간이 있는 경우에 이중의결권을 부여할 수 있도록 하고, 상장회사에 대하여 자율적으로 이중의결권의 부여 여부를 결정하도록 하고 있다. 이러한 점에서 프랑스 회사법은 미국 회사법의 경우보다 더 정교하다고 할 수 있다. 또한 프랑스 회사법은 2019년 5월 22일의 법(Pacte 법)에 의하여 일정한 경우에 미국의 법제를 도입한 선호주식에 이중의결권 또는 다중의결권을 부여할 수 있게 함으로써 차등의결권의 활성화를 촉진하게 되었다. 이와 관련하여 우리나라 입법에 대한 시사점으로 상기한 바와 같이 상장회사와 비상장회사로 구분하여 이중의결권의 부여에 관한 프랑스 회사법의 상황은 입법론으로 검토할 가치가 있다고 생각된다.

차등의결권의 운용 사례와 관련하여 미국의 경우에는 기관투자자들의 주주 행동주의가 기업이 차등의결권을 채택하는 것에 대하여 상당한 견제를 하고 제한하는 경향을 보이고 있다. 하지만 특정한 유형의 주식에는 1주에 10개 또는 100개의 의결권이 부여되고 이를 창업자나 현 경영진에게 발행해 주는 차등의결권이 활용되고 있다. 이와 관련하여 프랑스의 경우에는 이중의결권이 상장된 가족회사의 지배구조를 왜곡한다는 실증적 연구가 있음에도 불구하고, 대규모 상장회사의 집단에 속하는 회사에서 이중의결권의 부여를 허용하는 사례가 증가하고 있다. 상기한 바와 같이 미국과 프랑스의 경우 차등의결권의 활성화에 대하여 상당한 제약이 있지만, 차등의결권의 활용은 꾸준히 증가하고 있다고 할 수 있다.

IV. 우리나라 상법상 입법론적 검토

1. 해당 제도에 관한 미국 회사법과 프랑스 회사법의 비교법적 고찰

위에서 미국과 프랑스 회사법상 신주인수선택권과 차등의결권에 대하여 관련 법제와 운용 사례를 고찰하였다. 이러한 고찰을 근거로 하여 양국의 해당 제도를 비교 고찰하는 것은 우리나라 입법론에도 중요한 역할을 할 것이다. 그 비교 고찰은 다음과 같이 정리될 수 있다.

미국 회사법상 신주인수선택권은 대상회사의 경영진이 그 주주들에게 대상회사의 신주 또는 이 후 합병하는 회사의 신주를 매입할 수 있는 내용의 콜옵션을 지급하는 것이고, 프랑스 회사법상 신주인수선택권도 이와 유사하게 특혜의 조건으로 인수를 허용하는 옵션 권리로 이해된다. 프랑스 회사법상 해당 개념은 미국 회사법상 그것에 비하여 추상적이고 탄력적이라고 할 수 있는바, 이러한 현상은 대륙법의 특성을 보여준다고 할 수 있다. 그리고 미국의 신주인수선택권은 flip-in형과 flip-over형 모두 허용됨에 반하여, 프랑스의 신주인수선택권은 flip-in형만 가능하고 flip-over형은 가능하지 않다. 이것은 프랑스 회사법상 해당 개념이 미국 회사법상 그것에 비하여 좁다는 것을 암시하고 있다고 생각된다. 이에 따라, 프랑스 회사법상 신주인수선택권의 개념은 프랑스 상법 제 233-32조가 시행된 후 과거보다 더욱 더 탄력적이고 유연한 접근을 하고 있지만, 미국 회사법상 동 개념을 신중하게 도입하는 상황에 있다고 할 수 있다.

미국 회사법상 신주인수선택권의 특징으로 그 발행 사항이 주주총회의 의결을 요하지 않고, 이사회에 권한에 속하며, 주식과 분리하여 양도될 수 없다는 것 외에, 기능하기 위한 가장 중요한 요소로서 주주간 차별대우를 할 수 있어야 하고, 상환 또는 재매입 조항이 필요하다. 이에 비하여 프랑스 회사법상 신주인수선택권의 경우 그것의 발행은 비상주주총회의 승인을 얻어야 가능하지만, 그 발행의 승인권을 이사회에 위임할 수 있으며, 주식이나 사채와 분리하여 양도될 수 있고, 신주인수선택권 자체만으로 양도될 수 있으며 증권거래소에 상장될 수 있다. 이 밖에도 프랑스 회사법의 경우 주주간 차별대우를 할 수 있거나 상환 또는 재매입 조항이 있는 신주인수선택권을 발행할 수 있는 것은 미국 회사법의 경우와 동일하지만, 강제할 수 있는 것은 아니라는 것이 다른 점이다.

미국 회사법상 신주인수선택권의 입법례와 관련하여, 델라웨어주 회사법 제 141조(a)와 제157조(a)는 신주인수선택권 발행의 근거규정을 두고 있다. 그런데 이 신주인수선택권의 근거규정에는 구체적으로 신주인수선택권의 개념에 관한 것은 없으며, 이사회에 승인이 있는 경우에 특정한 주식을 회사로부터 취득할 수 있는 자격을 그 보유자에게 부여하는 권리 또는 옵션을 창설하여 발행할 수 있도록 함으로써 탄력적이고 추상적으로 해석될 수 있는 명문의 조항이 있다. 이에 비하여 프랑스의 경우 상법 제233-32조는 신주인수선택권의 발행의 근거규정을 두고 있으며, 상법 구 제229-95조가 정의를 내린 신주인수선택권의 개념에 관한 규정은 삭제되었고, 학설과 판례가 동 개념을 특혜의 조건으로 인수를 허용하는 옵션 권리라고 정의를 내리는 진귀한 현상이 나타났다. 이러한 현상은 신주인수선택권의 개념에 관하여 프랑스법과 미국법의 유사성을 암시하고 있다는 것을 보여주는 것이다.

미국 회사법상 차등의결권주식은 의결권의 수가 복수인 복수의결권 주식, 의결권의 수가 1개 미만인 부분의결권주식 등, 의결권에 관하여 내용이 다른 종류의 주식이며, 그 유형은 상당히 탄력적이다. 이에 비하여 프랑스 회사법상 차등의결권은 단순히 이중의결권과 다중의결권으로 나누어진다.

미국 회사법상 차등의결권의 입법례와 관련하여, 델라웨어주 회사법 제212조(a)는 차등의결권 발행의 근거규정을 두고 있다. 동 조는 1주1의결권의 원칙을 임의규정으로 하여 정관이 차등의결권을 허용할 수 있도록 하고 있다. 이에 비하여 프랑스 상법은 제225-123조 제1항 및 제2항에서 일정한 요건을 갖추고 주주가 된 2년의 기간이 있는 경우에 이중의결권을 부여할 수 있도록 하고, 동

법 동조 제3항은 상장회사에 대하여 자율적으로 이종의결권의 부여 여부를 결정하도록 한 것은 주목할 만하다. 이와 같이 프랑스 회사법상 차등의결권은 비상장회사와 상장회사를 구분하여 정관 규정여부에 따라 이종의결권을 부여할 수 있는 특징을 보여준다고 할 수 있다. 이러한 규정은 입법론으로 검토해 볼 가치가 있다고 생각된다.

2. 우리나라 입법에서의 시사점

우선, 미국 회사법과 프랑스 회사법상 신주인수선택권의 우리나라 입법에 관한 시사점은 다음과 같다.⁹⁰⁾

첫째, 신주인수선택권의 개념과 관련하여 미국 회사법의 경우에는 판례에 따라 매우 다양한 의의와 유형이 허용됨에 비하여, 프랑스 회사법의 경우에는 소지인에게 발행회사의 일정한 자본의 할당액을 표창하는 증권을 인수할 권리를 수여하는 옵션 권리라고 정의를 내리고 있다. 이러한 상황에서 우리나라 상법에서 신주인수선택권을 도입하는 경우 상기한 2010년의 상법개정안 제430조의2 제1항(회사가 정관으로 정한 바에 따라 이사회 결의로 주주에게 그가 가진 주식의 종류 및 수에 따라 미리 정한 가액으로 일정한 기간 내에 회사에 대하여 신주의 발행을 청구할 수 있는 권리를 신주인수선택권이라 한다)의 개념보다 탄력성이 있고 추상적이라고 할 수 있는 위 프랑스 회사법상의 해당 개념은 충분한 시사점을 줄 수 있다. 이와 같은 프랑스 회사법상의 해당 개념은 미래를 지향하면서 주식이나 사채와 결합하여 신종증권(hybrid securities)의 생성을 원활하게 할 것이다.

둘째, 신주인수선택권의 발행과 관련하여 미국 회사법의 경우에는 그 발행 사항이 주주총회의 의결을 요하지 않고, 이사회 결의가 있어야 함에 비하여, 프랑스 회사법의 경우에는 회사의 이익의 한계 내에서 그 발행 사항이 비상주주총회의 승인을 얻어야 하지만, 이사회 결의로 대체할 수 있다. 2010년의 상법 개정안 제432조의3 제1항은 미국 회사법을 모범으로 하여 정관으로 신주인수선택권을 도입한 경우에 신주인수선택권의 부여는 이사회 결의가 있어야 한다고 규정하고 있다. 그런데 신주인수선택권은 적대적 기업인수를 방어하면

90) 이에 관한 상법개정 시안을 종합적으로 고려하기 위하여 필요한 2010년의 상법개정안의 주요 내용, 문제점 및 개선방안에 대하여는 박한성, 앞의 논문, 166면 이하 참조.

서 회사의 가치와 주주의 이익을 위하여 경영권의 방어가 필요한 때에 부여되어야 한다는 것을 고려해 보건대, 입법론으로는 프랑스 상법 제233-32조를 참조하여 회사의 이익의 한계 내에서 이사회 결의는 임시주주총회의 특별결의를 전제로 하는 것이 적절할 것이다.

다음으로, 미국 회사법과 프랑스 회사법상 차등의결권의 우리나라 입법에 관한 시사점은 다음과 같다.

첫째, 미국 회사법상 차등의결권의 의의와 유형은 상당히 탄력적이고, 1주1의결권의 원칙을 임의규정으로 하여 정관이 차등의결권을 허용할 수 있도록 한 것은 우리나라 입법에는 지나치게 급격한 변화를 초래할 수 있다고 생각된다. 이에 따라 차등의결권을 우리나라 상법에 도입하는 경우에 단순히 일정한 조건에서 이중의결권과 다중의결권을 허용하는 프랑스 회사법이 입법론으로 적절한 역할을 할 수 있을 것이다.

둘째, 차등의결권의 중단기적이고 구체적인 도입 방안으로는 프랑스 회사법의 경우와 같이 일정한 요건을 갖추고 주주가 된 2년의 기간이 있는 때에 이중의결권을 부여할 수 있고, 상장회사에 대하여는 자율적으로 이중의결권의 부여 여부를 결정하도록 하는 것이 바람직할 것이다.

V. 결 어

미국과 프랑스에서 신주인수선택권과 차등의결권은 기업의 경영권 방어수단 가운데 가장 강한 수단으로 평가되고 있다.

미국에서 신주인수선택권은 오랫동안 비판의 대상이 되어 왔다. 대체로 이사를 포함한 경영진은 신주인수선택권이 주주의 이익을 위해 도움이 된다는 주장을 함에 비하여, 주주와 학계는 신주인수선택권이 경영자들을 참호구축함으로써 경영자의 대리인 비용을 증가시킨다고 비판하였다. 또한 신주인수선택권은 결국 경영자들의 무능력 및 도덕적 해이 문제를 효과적으로 감독하고 처벌하는 인수합병 시장을 무력화시킬 것이라는 견해도 제기되었다. 이에 따라 최근 미국에서 신주인수선택권의 사용이 지속적으로 감소되고 있다. 이에 반하여 차등의결권은 미국에서 그 이용이 증가하고 있는데, 특히 2004년 구글 신주상장 이후에, 하이테크 기업들이 신주상장을 하면서 차등의결권을 채택하는 사례가 늘

고 있다. 이와 관련하여 차등의결권이 기술혁신에 어떤 영향을 미치는지에 대하여 학계와 규제당국이 관심을 갖게 되었다.

프랑스에서 신주인수선택권은 미국보다 20년 정도 늦게 2003년 3월 France Telecom 사건에서 처음으로 행사된 후 그 이용이 증가하고 있으며, 특히 신주인수선택권의 발행과 무상교부가 광범위하게 이루어지고 있다. 또한 신주인수선택권은 주식이나 사채와 분리되어 양도되는 사례가 빈번하게 발생하고 있다. 프랑스식 차등의결권인 이중의결권은 주주평등의 원칙에 반하므로 폐지되어야 한다는 비판을 받고 있음에도 불구하고, 경영권 방어수단 가운데 효과적인 것으로 평가받고 있으며, 관련 운용 사례가 증가하고 있다. 그 이유는 프랑스 상법상 이중의결권이 활성화될 수 있는 근거가 마련되었기 때문이라고 할 수 있다. 또한 2019년 5월 22일의 법(Pacte 법)과 2016년 12월 9일의 법 등이 이중의결권과 다중의결권의 발전에 중요한 역할을 하였다.

우리나라에서는 법무부에 의하여 2010년의 상법개정안으로 포이즌필이라고 하는 신주인수선택권 모델이 제시된 바가 있으며, 최근 정부와 국회의원들의 주도하에 신주인수선택권과 차등의결권의 도입을 추진한 바가 있다⁹¹⁾. 이와 같이 적대적 기업인수에 대한 방어수단으로 양 제도를 도입하려는 입법적 시도와 논의가 지속적으로 이루어지고 있다. 이러한 시도와 논의를 시발점으로 하여 신주인수선택권과 차등의결권 법제 제정에 적극적인 노력을 할 필요가 있다고 판단된다. 그럼에도 불구하고 신주인수선택권인 포이즌필은 우리나라 기업을 적대적 M&A로부터 방어할 수 있는 핵무기로 비유하는 견해⁹²⁾를 비롯하여, 그 도입의 필요성을 강조하는 견해가 다수 제시되고 있음에 비하여, 차등의결권에 대하여는 부정적인 견해가 쉽게 발견되고 있다⁹³⁾.

상기한 바와 같이, 미국에서는 상장, 비상장을 막론하고 회사의 차등의결권 제도 채택을 통한 복수의결권 주식의 발행이 거의 자유로운 상태이다. 또한 프랑스에서는 상법 제225-123조에 따라 비상장회사에 대하여는 일정한 요건을

91) “박상기, ‘경영권 방어수단 필요-차등의결권, 포이즌필 등 검토’”, 한국경제(2017.7.11.):상법 일부개정법률안, 정갑윤(대표발의) 등 12인, 의안번호 16309(2015.8.4.);상법 일부개정법률안, 권성동(대표발의) 등 10인, 의안번호 9977(2017.11.1.) 참조. 이러한 견해와 상법개정안은 경영권 방어의 순기능을 우선시하는 입장에서 제시되었는바, 상법상 입법론적 검토에 참조할 필요가 있다고 생각된다.

92) 김화진, 앞의 책, 536면.

93) 정혜련, 앞의 논문, 98면.

갖춘 경우 이종의결권을 이용할 수 있게 하고, 상장회사에 대하여는 정관에 반대의 규정이 없으면, 이종의결권을 일정한 요건 하에 허용하고 있는바, 이에 관한 운용 사례가 비약적으로 증가하고 있다. 차등의결권은 경영권 방어수단으로서의 가치가 있고, 최소한 회사의 소유구조가 보다 명확해지기 때문에 시장에서 개별 기업의 소유구조에 대한 평가가 용이하게 되며, 대주주들이 과도하게 회사에 자본을 투자하거나 무리하게 경영권을 유지하려고 시도하는 것을 방지해준다⁹⁴⁾. 이러한 상황을 고려해 보건대, 차등의결권의 도입은 이루어져야 한다고 생각되며, 그 대안으로 위의 프랑스 상법 제225-123조가 규정하는 바와 같이, 일정한 요건을 갖추고 주주가 된 2년의 기간이 있는 경우 이종의결권을 부여하는 입법론을 제시하고자 한다.

신주인수선택의 발행, 행사, 양도 등에 관한 입법론으로는 프랑스법과 미국법의 상황을 절충적으로 고려해야 한다고 생각된다. 이와 관련하여 우리나라 법무부가 제시한 2010년의 상법개정안을 충실하게 고려하면서, 위의 프랑스 상법 제233-32조 등을 참조할 필요가 있다. 특히 적법성의 판단 근거와 관련하여 프랑스법상 “회사의 이익의 한계 내에서”라는 문구는 반드시 적절한 곳에 넣어서 Unocal 기준의 역할을 할 수 있도록 성문법화해야 할 것이다. 이것이 최선의 입법적 방안이 될 것이다. 그리고 이것의 대안으로 여러 학자들이 제시하는 견해와 마찬가지로 신주인수선택권의 적법성의 판단은 미국의 경우처럼 법원에서 하도록 하고, 그 판단기준은 미국 법원에서 확립된 것으로서 Unocal 기준을 원칙으로 하는 것도 타당하다고 생각된다⁹⁵⁾.

투고일 : 2020.11.28. / 심사완료일 : 2020.12.7. / 게재확정일 : 2020.12.23.

94) 김화진, 앞의 책, 539-540면.

95) 그 적법성의 판단과 관련하여, 상법에서는 “회사가 법령 또는 정관에 반하거나 현저하게 불공정한 방법으로 신주인수선택권을 부여하고 행사제한 또는 상환하여 주주가 불이익을 받을 염려가 있는 경우에는 그 주주는 회사에 대하여 그 행위의 유지 또는 그로 인한 신주발행유지를 청구할 수 있다”고 하는 유지청구권 규정 정도만 두어 주주의 이익을 사전에 보호하는 것이 적절한 것이다 (유영일, 앞의 논문, 361면). 이러한 규정을 도입하는 경우 우리나라 상법 제402조의 위법행위유지청구권 및 제424조의 신주발행유지청구권과 함께 주주의 이익을 보호하는 중요한 역할을 할 것으로 생각된다.

[참고문헌]

[국내문헌]

1. 단행본

- 권기범, 「현대회사법론」 제6판, 삼영사, 2015.
김건식 외 6인, 「신체계 회사법」 제7판, 박영사, 2018.
김건식, 「회사법」, 박영사, 2015.
김화진, 「상법강의」 제3판, 박영사, 2016.
김화진 · 송옥렬, 「기업인수합병」, 박영사, 2011.
송옥렬, 「상법강의」 제10판, 홍문사, 2020.
원용수, 「프랑스 회사법(번역서)」, 법무부, 2014.
이철송, 「회사법강의」 제25판, 박영사, 2017.
임재연, 「미국증권법」, 박영사, 2009.
정동윤, 「상법 | 상 |」 제6판, 법문사, 2012.
정찬형, 「상법강의(상)」 제19판, 박영사, 2016.
최기원, 「상법학신론(상)」 제20판, 박영사, 2014.
최완진, 「기업지배구조법」, 한국외국어대학교 지식출판원, 2016.
최준선, 「회사법」 제9판, 삼영사, 2014.
홍복기, 「회사법강의」 제4판, 법문사, 2016.

2. 논문

- 김순석, “차등의결권주식의 도입에 관한 법적 쟁점”, 「기업법연구」 제29권 제4호, 한국기업법학회, 2015.
김정호, “차등의결권 주식의 도입가능성에 대한 연구”, 「경영법률」 제24권 제2호, 한국경영법률학회, 2014.
김택주, “상법 개정안상 포이즌필의 검토”, 「상사법연구」 제29권 제2호, 한국상사법학회, 2011.
_____, “포이즌 필의 도입방안에 관한 검토”, 「기업소송연구」 통권 제15호, 기업소송연구회, 2017.
김화진, “M&A 법제의 현황과 과제”, 「저스티스」 통권 제101호, 한국법학원, 2007.

- _____, “미국법 상의 복수의결권 주식”, 『선진상사법률연구』 통권 제78호, 법무부, 2017.
- 박준 · 송옥렬 · 최문희, “신주인수선택권의 바람직한 운용방안”, 『상사법연구』 제30권 제2호, 한국상사법학회, 2011.
- 서완석, “주주행동주의의 문제점과 대처방안”, 『성균관 법학』 제26권 제1호, 성균관대학교 법학연구소 2014.
- _____, “차등의결권에 관한 새로운 시도”, 『경영법률』 제27집 제4호, 한국경영법률학회, 2017.
- 손창일, “미국 델라웨어주 회사법상의 포이즌필에 관한 연구”, 『경영법률』 제23권 제1호, 한국경영법률학회 2012.
- 송옥렬, “포이즌필의 도입에 따른 법정책적 쟁점”, 『상사법연구』 제27권 제2호, 한국상사법학회, 2008.
- 송종준, “상법상 워런트 도입을 위한 입법모델 연구”, 『증권법연구』 제11권 제3호, 삼우사, 2010.
- _____, “적대적 M&A 규제의 지배원리와 현행 법제의 재검토”, 『증권법연구』 제16권 제1호, 삼우사, 2015.
- 유영일, “차등의결권주에 관한 연구. 도입필요성을 중심으로”, 『상사판례연구』 제21집 제4권, 한국상사판례학회, 2008.
- 유주선, “주주평등원칙의 완화와 차등의결권주식의 도입 가능성”, 『증권법연구』 제16권 제3호, 삼우사, 2015.
- 윤영신, “1주1의결권원칙과 차등의결권원칙에 대한 검토”, 『상사법연구』 제28권 제1호, 한국상사법학회, 2009.
- 이양복, “차등의결권주 도입론에 대한 법적 고찰”, 『기업법연구』 제31권 제2호, 한국기업법학회, 2017.
- 임재연, “적대적 M&A 방어수단관련연구”, 『증권법학회 M&A 연구회』, 2009.
- 정혜련, “차등의결권에 관한 소고 - 각국의 입법, 태도의 변화, 그리고 기업의 효율성을 중심으로-”, 『기업법연구』 제29권 제1호, 한국기업법학회, 2015.
- 최완진, “2017년 상사법학계와 상사판례의 동향”, 『선진상사법률연구』 제81호, 법무부, 2018.

[외국문헌]

1. 미국문헌

- Dale A. Oesterle, *THE LAW OF MERGERS AND ACQUISITIONS*, Thomson West, 2002.
- Daniel Q. Posin, *THE LAW OF CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ENTITIES*, Thomson West, 2005.
- Franklin A. Gevurts, *CORPORATION LAW*, West Group, 2000.
- William J. Carney, *Mergers and Acquisitions*, Cases and Materials, University Casebook Series, 2000.
- Robert Charles Clark, *Corporate Law*, Aspen Law&Business, 1986.
- 73Alex Edmans et al., The Real Costs of Financial Efficiency When Some Information is Soft, 20 REV. FIN. 2151, 2153, 2016.
- Brian Bushee, The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, 73 Acc. Rev. 305, 330, 1998.
- Carol A. Corrado & Charles R. Hulten, How Do You Measure a Technological Revolution?, 200 AM. ECON. REV. 99, 2010.
- Citi's Corporate & Inv. Banking Div., Rising Tide of Global Shareholder Activism 4, 2013.
- Cremers, M., and A. Ferrell, Thirty years of shareholder rights and firm value, The Journal of Finance 69, 2014.
- David Webber, Can America's Companies Survive America's Most Aggressive Investors?, ALANA SEMUELS, NOV. 18, 2016.
- Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation(<http://corpgov.law.harvard.edu/>).
- Howell, J. W., The survival of the U.S. dual class share structure, Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 44(C), 2017.
- Jill E. Fisch, Securities Intermediaries and The Separation of Ownership From Control, 33 Seattle University Law Review 877, 2010.
- John C. Coffee, The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance, Annals of Corporate Governance: Vol. 1: No. 1, 2016.
- John C. Coffee, Jr. and Darius Palia, The Impact of Hedge Fund Activism:

- Evidence and Implications, The Center for Law and Economic Studies, Columbia University, School of Law, 2014.
- Kim, Hyunseob and R. Michaely, Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting, European Corporate Governance Institute (ECGI), 2019 - Finance Working Paper No. 590/2019; Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3145209> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3145209>.
- Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, THE UNTENABLE CASE FOR PERPETUAL DUAL-CLASS STOCK, Virginia Law Review, Volume 103, June 2017.
- Lucian A. Bebchuk, Robert J. Jackson, Jr., Toward a Constitutional Review of the Poison Pill, Columbia Law Review, Vol. 114, No. 6, October 2014.
- Lynn Stout, The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, And The Public, 2012.
- Marcel Kahan, Edward B. Rock, Hedge funds In Corporate Governance And Corporate Control, 155 University of Pennsylvania Law Review 1021, May 2007.
- Marcel Kahan, Edward B. Rock, Anti-Activist Poison Pills, law & economics research paper series working paper no.17-08, School of Law of New York University, August 2017.
- Martijn Cremers & Simone M. Sepe, The Shareholder Value of Empowered Boards, 68 STAN. L. REV. 67, 2016.
- Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, Columbia Law Review, 2013.
- Wolf-Georg Ringe, The Deconstruction of Equity: Activist Shareholder, Decoupled Risk, and Corporate Governance, Oxford University Press, 2016.
- Yu-Hsin Lin Thomas Mehaffy Open Sesame: The Myth of Alibaba's Extreme Corporate Governance and Control, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Volume 10, Issue 2, 2016.
- Yvan Allaire, Hedge Fund Activism: Preliminary Results and Some New Empirical Evidence, Institute for Governance of Private and Public Organizations, 2015.

Zalak Raval, Is Your Company at Risk of an Activist Attack?, *Outsmarting Wolf Packs*, 4 *Emory Corp. Governance and Accountability Rev. Perspectives* 1017, 2016.

2. 프랑스문헌

Marie-Hélène Monsérié-Bon et Laurent Grosclaude, *Droit des sociétés et groupements*, LGDJ, 2016.

Michel Pédamon · Hugues Kenfack, *Droit commercial*, Dalloz, 2015.

Véronique Magnier, *Droit des sociétés*, Dalloz 2015.

Jack Bussy, *Droit des affaires*, Dalloz 2015.

Michel Germain · Véronique Magnier, *Les Sociétés Commerciales*, LGDJ 2015.

Y. Guyon, *Droit commercial général et sociétés*, Economica 2008.

Cozian, Viandier et Deboissy, *Droit des sociétés*, Litec 2013.

Bonneau et Drumond, *Droit des marchés financier*, Economica 2010.

Couret et Le Nabasque, *Droit financier*, Dalloz 2008.

P. Didier et Ph Didier, *Les sociétés commerciales*, Economica 2011.

A. Viandier, *OPA et autres offres publiques*, Francis Lefebvre 2006.

F. Duquesne, *Droit des sociétés commerciales*, Larcier 2014.

G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises, corporate governance, théories et faits*, Economica 2013.

Jean-Marc Moulin, *Droit des sociétés et des groupes*, Gualino, 2016.

Béatrice et Francis Grandguillot, *L'essentiel du Droit des sociétés*, Gualino, 2016.

G. Ripert et R. Roblot, par M. Germain, *Traite élémentaire de droit commercial, T.2*, LGDJ, 2011.

M. Cozian et A. Viandier, *Droit des sociétés*, Litec, 1998.

M. Cozian · A.Viandier · F.Deboissy, *Droit des sociétés*, Litec, 2018.

Michel Germain · Pierre-Louis Perin, *SAS La société par actions simplifiée*, Joly, 2016.

Philippe Merle, *Droit commercial, sociétés commerciales*, Dalloz, 2013.

T. Bouvet etc., *Motivation Financière des Dirigeants*, Economica, 2016.

A. Couret, Le droit de vote double, *Bulletin Joly(Bourse)*, 2014.

C. Coupet, L'attribution du droit de vote dans les sociétés, Paris, *Lextenso* ed.,

2015.

Colloque, Structures de contrôle(actions à vote plural), Rapport du lundi 23 octobre 2006, C.R.I., Ch. Repr., sess. ord. 2006-2007, seance du 23 octobre, 2006.

F. X. Testu et S. Hill, Les BSA : utilisation possible dans les sociétés de haute technologie, *JCP E*, 2003.

M. Storck et T. de Ravel D'Esclapon, Faut-il supprimer les actions à droit de vote double en droit français?, *Bulletin Joly(Sociétés)*, 2009.

R. Damman, U. Volk, Le patriotisme économique, une réalité des deux côtes du Rhin?, *D.*, 2006.

Sabri Boubaker et Florence Labégorre, La gouvernance des sociétés françaises cotees est-elle toujours familiale?, *Revue management & avenir*, 49, 2011.

Y. De Cordt, L'égalité entre actionnaires, Bruxelles, *Bruylant*, 2004.

Y. Guyon, Présentation générale de la SAS, *Rev. sociétés* 1994.

www.legifrance.gouv.fr.

[국문초록]

신주인수선택권과 차등의결권에 관한 미국 회사법과 프랑스 회사법의 비교법적 고찰*

원 용 수**

이 연구의 내용은 미국 회사법상 신주인수선택권과 차등의결권 및 그 운용 사례의 고찰, 프랑스 회사법상 신주인수선택권과 차등의결권 및 그 운용 사례의 고찰 및 양 제도의 비교 고찰로 구성되어 있다. 신주인수선택권은 1980년대 초반에 미국에서 처음으로 개발되어 프랑스와 일본 등의 국가에 영향을 미치게 되었다. 또한 차등의결권은 미국에서 1898년부터 이용되기 시작하였으며, 오늘날까지 많이 활용되고 있다. 프랑스에서도 19세기 말부터 차등의결권의 일종인 이종의결권과 다종의결권이 관행적으로 허용되어 오다가 1966년의 상사회사법에서 주식회사의 이종의결권이 허용되었다. 오늘날 미국과 프랑스에서 신주인수선택권과 차등의결권은 적대적 기업인수의 적절한 방어수단으로 평가받고 있다. 신주인수선택권의 발행에 관하여 프랑스 상법에 의하면 적대적 공개매수기간 중에 주주의 사전승인을 얻은 후 이사회 결의로 발행하면 적법한바, 미국 법원의 일정한 적법성 판단기준이 필요한지에 관하여 프랑스 판례는 침묵을 지키고 있다. 다만 프랑스법상 “회사의 이익의 한계 내에서” 라는 적법성 판단기준은 주목해야 할 것이다. 이러한 기준의 해석에 관하여 프랑스 법원은 중요한 역할을 하리라고 판단된다. 신주인수선택권이 우리나라 상법에 도입되는 경우 그 적법성으로 인하여 발생할 수 있는 분쟁을 사전에 방지하고 사후에 원활하게 해결하기 위하여 미국 법원이 제시하는 기준이나 관련 프랑스법의 문귀를 신중하게 검토하여 입법에 반영해야 할 것이다.

미국과 프랑스에서의 차등의결권 주식은 대체로 1주당 의결권이 없거나 제한되는 주식은 물론 의결권이 복수 또는 다수로 주어지는 주식이다. 미국에서는 회사법상 1주1의결권을 원칙으로 하지만 정관에 의해 차등의결권 주식을 활용

* 이 논문은 2018년도 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단 중견연구자지원사업 지원에 의해 연구되었음(과제번호:201806262002).

** 전 서울시립대학교 법학전문대학원 교수.

할 수 있다. 그러나 상장회사의 경우 증권거래소를 중심으로 하는 규제가 이루어지는 바, 상장회사가 차등의결권 주식을 발행하는 것을 엄격하게 규제하는 경향을 보인다. 다른 한편 프랑스 차등의결권과 관련한 법제를 살펴보면, 미국의 경우와는 매우 다르다는 것을 알 수 있다. 2014년 3월 29일의 법에 의하여 개정된 프랑스 상법 제225-123조와 제225-124조에 따라, 비상장주식회사의 경우에는 이종의결권의 부여는 정관으로도 제한할 수 없는 제도인 반면에, 상장주식회사의 경우에는 그것은 정관으로 제한할 수 있는 제도이다. 이와 같이 프랑스 상법은 프랑스 경제의 중추적인 역할을 하는 상장주식회사를 자율적인 의사에 따라 적대적 기업인수로부터 방어할 수 있도록 강력한 의지를 보이고 있다. 이러한 입법 태도는 차등의결권과 관련하여 우리나라 상법에의 도입에 고려될 수 있을 것이다.

요컨대, 신주인수선택권과 차등의결권에 관하여 양국의 제도를 비교 고찰한 결과는 우리나라 상법의 발전에 크게 기여할 수 있을 것이라고 생각된다.

주제어 : 신주인수선택권, 차등의결권, 적대적 기업인수, 대상회사, 미국 회사법, 프랑스 회사법, 상장주식회사, 비상장주식회사

[Abstract]

A Study of Comparative Law on Poison pill and Dual class voting
between the US Corporate Law and French Corporate Law

Won, Yong-Soo*

This research has the objective of studying the theory and practice of the U.S. and French legal systems of Poison pill and Dual class voting.

Poison pill was invented for the first time on earth by the U.S. Law in the early 1980 s. In France, Poison pill has made remarkable progress under the influence of relevant U.S. Law. In 1898, Dual class voting was created by the U.S. International Silver Company. From that time until now, U.S. Law has contributed to the big progress of Dual class voting. On the other hand, French Dual class voting has developed independently for a long time in France. Nowadays both Poison pill and Dual class voting are considered appropriate instruments to defend hostile M&A in the U.S. and in France.

In the U.S., relevant case law is inclined to put stress on some standards to invalidate Poison pill. In this respect, Delaware Court played an important role in establishing the Unocal standard. In case Poison pill is introduced in Korean Corporate Law, it can be said that the Unocal standard will be useful in the Korean Courts.

In France, Poison pill, which was created for the first time in 1985, has played an important role in augmenting capital without incurring immediate indebtedness.

French dominant opinion is now considering that the establishment of some standards to decide the validity of Poison pill should be introduced.

In the U.S., Dual class voting is frequently used, and permitted by the U.S. Law. However, in case of listed stock companies, enhanced standards are applicable. With respect to French Dual class voting, the Article L.225-123

* Ex.Professor, University of Seoul, Law School.

and L.225-124 of Code of Commerce provide that, in case of unlisted stock companies, it is selective. On the other hand, in case of listed stock companies, Dual class voting is compulsory. This French legal framework will contribute to the revision of Korean Corporate Law.

In conclusion, as far as Poison pill and Dual class voting are concerned, in order to attain the objective of making good legislative theory, it is indispensable to research into the relevant U.S. and French Laws.

In this regard, this research of comparative law will be somewhat helpful to Korean legislative theory in the field of Corporate Law.

Key words : Poison pill, Dual class voting right, Hostile M&A, Target company, US Corporate Law, French Law of Corporation, Listed stock company, Unlisted stock company

