

I. 가

주식회사에서 있어서 기존 경영진이나 지배주주에게 반대하는 주주가 나타나 적대적 M&A 내지는 경영권 분쟁을 일으키는 경우가 종종 있다. 이 경우 기존 경영진측에서는 경영권을 방어하기 위한 방법을 여러 각도로 모색하게 되는데, 이 때 가장 일반적이면서도 통상 최초로 시도하는 방법은 대상기업이 우호세력에게 제3자 배정방식으로 신주를 발행하여 M&A 주체(기존 지배주주의 상대방)의 지분율을 희석시키고 기존 지배주주의 지분율을 증대시키는 것이다. 이 때문에 경영권분쟁 사건에서는 많은 경우 초기 단계에서 대상기업의 제3자 배정 신주발행 시도와 그를 저지하기 위한 주주의 신주발행금지가처분이 나타나게 된다. 이처럼 경영권 방어를 주된 목적으로 하는 제3자 배정 신주발행이 위법한 신주발행으로서 금지된다는 것은 어느 정도 널리 알려진 사실로 보인다. 그럼에도 불구하고, 회사의 제3자 배정 신주발행과 그에 대한 주주의 신주발행금지가처분은 계속되고 있고, 최근에는 제3자배정 신주발행 이외의 방식으로 경영권 방어를 시도하는 경우도 종종 발견되고 있다.

이 글에서는 이러한 경영권 방어를 주된 목적으로 하는 신주발행의 최근 경향에 대하여 살펴보고자 한다.

II. 경영권 방어를 주된 목적으로 하는 신주발행의 최근 경향

서두에서 언급했듯이, 「경영권 분쟁 중의 제3자 배정 = 경영권 방어 목적의 제3자 배정 = 위법한 신주발행」이라는 공식¹이 어느 정도 자리를 잡게 되면서, 경영권 분쟁시 지분 확대 전략으로서의 제3자 배정은 더 이상 그 존재의의를 상실한 것으로 여겨지고 있다.²

그에 따라 최근에는 주주배정 방식과 일반공모 방식이 경영권 분쟁 중 지분 확대방법으로 활용되고 있는 것으로 보인다.

1. 경영권 분쟁 중의 주주배정

주주배정 방식의 신주발행은 주주의 신주인수권을 천명하고 있는 상법 제 418조 제1항에 따라 신주발행의 원칙적인 모습으로서 인정되는 것이다. 주주배정을 하면 모든 주주는 그가 가지는 주식의 비율에 응하여 신주를 인수할 기회를 부여받을 수 있기 때문에 상법 제418조 위반의 문제는 발생하지 않는다.

¹ 2009. 1. 30. 2008 50776 .

² 3 가 가 , , 3 가 3 가 ‘ 가 3 , 가 3 가 3 2007. 10. 23. 2007 344).

이처럼 우호지분을 늘릴 수 없는 것처럼 보이는 주주배정이 경영권 방어를 위한 지분확대 전략으로 활용되는 때는 크게 두 가지 경우가 있는데, 첫째 기존 지배주주의 자금력이 그와 대립하는 주주의 그것보다 월등한 경우가 바로 그것이다. 이 경우에 주주배정 방식의 신주발행을 ‘대규모’로 행하면, 기존 지배주주는 자신의 지분비율에 응하여 신주를 인수할 수 있지만, 그와 대립하는 주주는 자신의 지분비율에 응하여 배정된 신주의 전부 또는 일부를 인수할 수 없게 된다. 이 때 실권주를 발행하지 않는다고 가정하면, 위와 같은 ‘대규모’ 신주발행 후에는 기존 지배주주만 소유 주식 수가 증대된다. 여기서 이 같은 신주발행은 주주의 신주인수권을 침해하는 것은 아닌지 의문이 있을 수 있다. 그러나, 주주의 신주인수권은 ‘주주에게 그 지분비율에 응하여 배정되는 신주를 인수할 기회를 보장하는 권리’일 뿐이고, 주식회사의 이사회는 각각의 주주의 재정상태를 조사하여 주주 모두가 배정된 주식을 전량 인수할 재정적 여유가 있을 때에만 신주를 발행할 수 있는 것은 아니라 할 것이므로 위와 같은 주주배정 방식의 신주발행은 위법하다고 보기는 어렵다.

두번째의 경우는 실권주를 우호세력에게 배정하고자 하는 경우이다. 이 경우 회사측에서는 최대한 실권주가 많이 발생할 수 있도록 발행조건을 설정하여 신주를 발행하는 것이 보통이다. 이 경우 발행조건에 관한 이사회 결의에서는 ‘실권주는 향후 이사회결의를 통하여 배정함’이라는 식으로 정해두고, 실제로 실권주가 발생하면, 이는 이사회 결의를 통하여 미리 정하여 둔 우호세력에게 배정하게 된다.

그런데, 위와 같은 실권주 처리를 이유로 주주배정 방식의 신주발행에 대하여도 ‘사실상’ 제3자 배정이라는 반론이 있을 수 있다. 즉 지배주주에 반대하는 주주는 ‘실권주를 이사회결의를 통하여 배정한다’는 것에 대하여, ① 발행

규모 및 가격에 비추어 볼 때 대량의 실권주가 발생할 것이고, ② 이러한 대량의 실권주를 이사회결의로 배정하면 지배주주 또는 경영진의 우호세력에게만 배정될 것이므로 이는 현저히 불공정한 신주발행에 해당하는 식의 주장을 펴기도 한다. 실제로 인천지방법원 부천지원 2007. 5. 14.자 2007카합332 결정은 회사측이 ‘실권주를 이사회결의를 통하여 배정한다’는 조건하에서 기발행주식의 시가총액의 2.5배에 달하는 금액 규모의 신주를 이론권리락주가 대비 25% 할인한 가격에 주주배정방식으로 발행하려고 하자, 지배주주에게 반대하는 주주들이 앞서 본 바와 같은 이유로 신주발행금지가처분신청을 한 사안인데, 법원은 위 신청을 인용하였다.³

그러나, 실제로 청약결과가 나오기 전까지는 신주의 수량이나 발행가액 등만을 가지고 실권주의 규모를 예상하기는 곤란한 데다가, 신주인수권의 양도를 허용하는 경우에는 신주인수자금이 부족한 주주는 신주를 인수할 의향이 있는 자에게 이를 양도할 수 있으므로, ‘실권주가 대량으로 발생할 것’이라는 주장은 하나의 가능성에 불과하다. 또한, ‘실권주의 배정을 이사회에서 결정’한다는 것만으로는 현실적으로 실권주를 이사회가 어떻게 처리할지 확실하다고 보기도 어렵다. 따라서, 이처럼 불확실한 사정에 터잡아 회사가 자금조달하는 것을 원천적으로 봉쇄하는 것은 부당하다고 할 것이므로, 적어도 주주배정방식의 신주발행은 실권주 처리가 끝나기 전 단계에서 (신주발행금지가처분을 통하여) 이를 저지하는 것이 곤란할 것으로 생각된다.

지배주주에게 반대하는 주주로서는 실권주 배정으로 인하여 지분구도가 변경되지 않도록 자신에게 적절한 수의 실권주를 배정할 것을 요청하고, 그럼에도 불구하고 이사회가 자의적으로 지배주주의 우호세력에게 실권주를 배정하는 경우에는 신주발행효력정지 가처분신청(및 상장회사의 경우에는 신주

3

상장금지가처분신청도 함께)을 통하여 다투는 것이 바람직할 것이라 하겠다. 최근 나온 서울중앙지방법원 2010. 3. 4.자 2010카합237 결정도 위와 같은 맥락에서 실권주를 이사회에서 처리하는 조건의 주주배정방식의 신주발행에 대한 신주발행금지가처분신청을 기각하면서, 회사측이 실권주를 현저하게 불공정한 방식으로 배정하려 한다면, 실권주 발행 부분에 관하여만 별도의 절차로 다투라는 취지로 판시하였다.

한편, 주주배정방식의 신주발행에 있어서는 실권주의 배정을 둘러싸고 시비의 소지가 없지 않기 때문에, 회사측에서는 실권주를 아예 미발행하는 조건으로 신주를 발행하거나 실권주에 관하여 일반공모방식으로 이를 배정하기도 한다. 이처럼 주주배정 후 실권주를 미발행하거나 실권주를 일반공모방식으로 배정하는 경우에 관하여 신주발행금지가처분이 인용된 사례는 없는 것으로 보인다. 예를 들어 수원지방법원 2009. 8. 20.자 2009카합320 결정은 회사측의 주주배정 후 실권주 일반공모방식(일반공모 후의 실권주는 이사회에서 처리)의 신주발행에 대한, 최대주주의 신주발행금지가처분신청을 기각한 사안이다.

2. 경영권 분쟁 중의 일반공모증자

일반공모증자는 주주를 포함하여 주주 아닌 자도 신주를 인수할 수 있는 방식의 신주발행을 의미한다. 주주 아닌 자도 신주를 인수할 수 있고, 주주도 그 지분비율에 상응하는 수의 주식을 배정받는 것이 아니기 때문에 일반공모증자는 주주의 신주인수권을 배제하는 방식의 신주발행으로 이해되고 있다. 이 때문에 구 증권거래법이 시행되던 때에는 일반공모증자에 관하여도 제3자 배정의 요건에 관한 상법 제418조 제2항 단서⁴가 유추적용되어야 한다.

4 **418** (•) 1

는 견해가 다수를 점하고 있었다.⁵ 참고로 소위 ‘현대엘리베이터 사건’으로 지칭되고 있는, 수원지방법원 여주지원 2003. 12. 12.자 2003카합369 결정은 ‘증권거래법이 상장법인에 관해 일반공모증자 제도를 도입한 경위에 비추어 증권거래법 제189조의3에 의한 일반공모증자에는 상법 제418조 제2항이 적용되지 않는다고 봄이 타당하다. 다만 일반공모증자에는 상법 제418조 제2항이 직접 적용되지는 않지만, 일반공모증자를 허용하는 정관을 둔 회사가 그 요건에 관해 상법 제418조 제2항과 같은 내용의 규정을 두고 있다면, 이러한 정관규정에 대해서는 상법 제418조 제2항과 동일한 해석을 하여야 한다’는 취지로 판시한 바 있다.⁶

5 , “ 가 -KCC
M&A -, BFL 23 (2007. 5.), 76

6 418 2
(418 2) 가 KCC 가

7 . ,
가 418 2

단서의 적용이 배제되게 되었다.⁸ 따라서, 경영권 분쟁 중이라 하더라도 회사 측에서 일반공모증자를 하는 데에는 별다른 제약이 없게 되었다. 서울중앙지방법원 2009. 8. 19.자 2009카합2887 결정도 자본시장법 시행 후 일반공모증자가 상법 제418조 제2항 단서의 규정에 위반된다는 것을 이유로 한 주주의 신주발행금지가처분신청을 기각하였다.

경영권 방어의 목적으로 일반공모증자를 활용하는 방법으로는, ① 우리사주 조합에 20% 우선 배정하는 방법, ② 발행가액은 높게, 청약한도는 낮게 제한하여 실권주를 대량 발생시키는 방법, ③ 청약한도 제한을 두지 않고 우호세력으로 하여금 대량의 주식을 청약하도록 하는 방법, ④ 발행가는 적정수준으로 하고 청약한도만 낮게 설정한 다음 많은 수의 사람을 동원하여 청약케 함으로써 사실상 제3자 배정과 같은 효과를 거두는 방법 등이 있다.

III. 마치며

앞에서는 경영권 방어를 주된 목적의 신주발행의 최근 경향에 대하여 살펴 보았다. 그런데, 신주의 발행은 어디까지나 ‘자금의 조달’을 주된 목적으로 하는 것이지 경영권 방어를 목적으로 고안된 제도가 아니다. 따라서, 신주의 발행이라는 경영권 방어를 주된 목적으로 하지 않는 수단을 가지고 경영권 방어를 꾀하는 것은 어느모로 보나 비효율적이다. 이 글에서는 다루고 있지는 않지만, 전환사채나 신주인수권부사채, 특히 분리형 신주인수권부사채는

10 ()	가
1	가 .
2.	100 ○ ○ (○ ○)

⁸ , “ ”, , 2010, 842
418 2 가 , 165 6 .

혹시라도 있을지 모르는 경영권에 대한 위협에 대처하기 위한 예방수단으로 널리 활용되고 있다. 물론 이 역시 ‘자금조달’을 주된 목적으로 하는 제도라는 점에서 신주의 발행과 마찬가지로 경영권 방어를 위한 수단으로서는 지극히 비효율적이다. 그러나, 지배주주의 지분율이 과반수는 커녕 특별결의를 저지할 수 있는 1/3에도 못 미치는 회사가 절대 다수를 점하고 있는 현실에서 현재 국회에 계류 중인 포이즌 필의 도입을 위한 상법 개정안이 통과되기 전까지는 이처럼 비효율적인 수단을 동원한 경영권 방어는 상당 기간 계속될 것으로 전망된다(그렇다고 지금 포이즌 필을 도입할 필요가 있는지에 대하여는 매우 의문이다).