支配株式讓渡와 株主의 機會均等

禹洪九 · 許憲會

(建國大學校 法科大學 法學科)

目 次

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. 美國法上 支配株式讓渡에 관한 理論
1. 判例法理論
2. 學 說
3. 綜合 · 分析
Ⅲ. 美國法上 株主의 機會均等理論
1. 意 義
2. 理論的 根據
3. 綜合 · 分析
Ⅳ. 우리 會社法上 機會均等理論의 適用可能性
1. 適用可能性
2. 機會均等理論의 適用을 위한 試論
Ⅴ. 맺는말

Ⅰ. 머 리 말

株式會社에 있어서 一定數 이상의 대량의 株式群에 해당하는 支配株式을 所有한 者는 會社를 支配할 수 있다.[1] 이러한 支配株式이 양도되는 경우에는 다른 少數株式의 讓渡價額(公開會社의 市場價額)보다 고액의 去來價額에 양도되는 것이 일반적이다. 支配株式을 취득하게 되면 會社의 意思決定을 지배할 수 있기 때문에 자신의 투자를 보다 안전한 價値로 보존할 수 있다. 이와 같은 우월한 價値를 支配權 프레미엄이라 한다.[2] 따라서 支配株式을 보유한 支配株主가 支配權 프레미엄을 자신의 私有財産처럼 獨占할 수 있느냐가 중요한 문제이다.

전통적인 會社法理論에서는 支配株式과 少數株式을 法的으로 구분하지 않으며, 株式讓渡自由의 原則으로부터 支配株主는 자신이 소유하는 株式을 어떠한 價格으로 양도하느냐는 自由이다. 그리고 支配株主가 취득하는 1株當의 價額과 少數株主가 받는 價額과의 差額인 支配權 프레미엄은 支配株主에게 귀속한다는 것이 原則이다.[3] 그러나 支配株式의 讓渡에 수반하여 會社財産

1) 일반적으로 議決權株式의 소유를 기초로 하여 株主總會의 決議에서 自己意思를 관철하는 데 충분한 주식군을 의미한다. 따라서 發行株式總數의 과반수 이상의 株式群은 당연히 支配株式에 해당한다. 그리고 회사의 주식의 分散程度에 따라서는 과반수 이하의 株式群도 支配株式이 되는 경우가 있다(李泰魯 李哲松, 會社法講義(第5版), 博英社, 1996, 289面; 北澤正啓, アメリカ會社法における支配株式の賣却, 株式會社法研究, 有斐閣, 1976, 164面).

2) L. D. Solomon/D. E. Schwartz/J. D. Bauman, Corporations Law and Policy, West Pub. Co., 1988, p. 996.

3) R. C. Clark, Corporate Law, Little Brown & Company, 1986, 11. 3, p. 478; E. Elhauge, The Triggering

의 略取, 會社에 유리한 去來機會의 流用, 부실한 情報 및 事實의 不公示 등으로 인하여 少數株主에게 損害를 주는 경우가 발생한다. 이러한 支配株式讓渡의 結果 支配株主가 단독으로 支配權 프레미엄을 취득할 수 있느냐와 프레미엄附 支配株式讓渡로 인해 會社에 損害를 준 경우에 支配株主에게 責任을 부여할 수 있는가 또는 少數株主는 支配株式讓渡時에 자신이 소유하고 있는 株式을 同一한 조건으로 賣却할 수 있는 機會가 보장되어야 하느냐가 중요한 법적문제이다.

그러나 우리의 證券去來法 및 會社法에서는 일정한 支配株式讓渡時에 少數株主에게 株式賣却의 機會를 均等하게 보장하려는 立法이 이루어지고 있지 않다. 이에 대한 原因은 少數株主에게 어떤 損害가 발생한 경우에 그에 대한 救濟를 부여하기 위해서는 損害發生을 전제로 하는 法構造의 결과인 것 같다. 그러나 支配株式讓渡를 종래의 전통적인 會社法理論에서처럼 株式會社에 있어서 支配(Control)를 단순한 事實上의 現狀으로 파악하는 관점에서 볼 것이 아니라, 株主間의 利害調整의 관점에서 파악할 必要가 있다. 따라서 本稿에서는 株式會社에 있어서 支配理論의 再構成을 시도하고, 支配株主의 支配權行使의 限界와 少數株主의 參加機會保障의 관점에서 美國法에서 제시되고 있는 株主의 機會均等에 근거한 法的規制[4]가 본래 會社法에 내재하는 支配株式讓渡에 있어서 株主間의 利害調整의 本質이라는 法理論을 제시하고자 한다.

Ⅱ. 美國法上 支配株式讓渡에 관한 理論

1. 判例法理論

美國의 전통적인 判例法은 會社의 支配權을 보유한 多數株主의 支配株式도 一般株主가 소유하는 주식과 동일한 법적 지위를 갖는 주식으로 보았다. 따라서 多數株主는 自身의 다른 財產權의 行使와 동일하게 私的自治의 原則에 따라 임의로 주식을 처분할 수 있다.[5] 그리고 多數株主는 支配株式의 讓渡로 인해 發生하는 프레미엄의 歸屬과 關聯하여 다른 株主에게 어떠한 信任的 法律關係도 형성하지 않는다는 입장이었다.[6] 그러나 법원은 종래의 입장을 전환하여 다음과 같은 特別한 事情에 의한 會社支配權의 讓渡의 대가로 고액의 프레미엄을 취득하는 경우에는, 例外的으로 多數株主에게 프레미엄의 返還責任을 인정하는 法理論을 채택하고 있다.[7] 이하에서

Function of Sale of Control Doctrine, U. Chi. L. Rev., 1992, p. 1465.

4) W. D. Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev., 1965, p. 505.

5) V. B. Brudney, Equal Treatment of Sharehokders in Corporate Distributions and Reorganizations, 71 Calif. L. Rev., 1983, pp. 1072, 1122-1126; Kaplan, Fiduciary Responsibility in the Management of the Corporations, 31 Bus. Lawyer, 1976, pp. 883, 907.

6) Clagett v. Hutchinson, 583 F2d 1259(CA4 1978); McDaniel v. Painter, 418 F2d 545(CA10 1969); Stromfeld v. Great Atlantic & Pacific Teza Co. Inc., 484 F Supp 1264(SD NY 1980); Yerke v. Batman, 176 Ind App 672, 376 NE2d 1211(1978).

7) E. Elhauge, Triggering Function of Sale of Control Doctrine, pp. 1465, 1481-1482.

는 判例法에서 多數株主에게 會社의 支配權 프레미엄의 返還責任을 인정하기 위해 채택하고 있는 法理論을 유형별로 살펴보고자 한다.

(1) 不實表示理論

美國의 判例法에서 會社支配權의 보유자인 多數株主가 支配權의 讓渡對價로 프레미엄을 취득한 경우에, 少數株主가 프레미엄返還을 청구할 수 있는 요건으로 株式去來의 내용에 대한 不實表示 및 프레미엄을 취득하기 위한 詐欺的인 행위가 있었다는 사실에 근거하고 있다. 會社의 多數株主는 支配權의 讓受를 願하는 者로부터 支配株式에 대한 讓受請約을 받은 경우에 自身이 所有하고 있는 주식의 지배가치를 증대하기 위한 방편으로 少數株主가 보유하고 있는 주식을 자신에게 양도할 것을 권유하는 경우가 不實表示 및 詐欺에 해당하게 된다. 이러한 경우에 多數株主는 普通法上의 詐欺에 대한 책임을 부담한다는 것이 전통적인 입장이다.[8]

그러나 이러한 傳統的인 普通法上의 詐欺禁止規定으로는 多數株主가 會社支配權의 讓受人에게 少數株主의 주식을 양수하지 않는 조건으로 支配株式을 양도하는 경우, 또는 多數株主가 少數株主로 하여금 그의 株式을 支配權의 讓受人에게 讓渡하도록 株式去來에 관한 不實表示를 규제할 수 없다는 문제가 발생한다.[9]

따라서 최근의 判例法에서는 多數株主의 不實表示 및 詐欺的인 行爲에 대해 聯邦證券去來法 10b條의 授權에 의한 聯邦證券去來委員會의 規則(10b-5)上 詐欺禁止規定의 違反責任을 인정할 것인가에 대해 다양한 견해가 제시되고 있다. 이에 대해 법원의 지배적인 입장은 多數株主가 高額의 프레미엄을 取得하기 위해 株式去來의 內容을 不實表示 및 省略하거나 또는 多數株主가 少數株主의 株式을 讓受하여 자신의 支配權價値를 증대하기 위해 허위표시 등의 사기적인 행위에 대해 同規則을 擴大適用하여 多數株主에게 프레미엄의 返還責任과 詐欺로 인한 損害賠償責任을 인정하자는 것이다.[10]

(2) 略取理論

略取理論은 多數株主가 會社의 자산을 약취하려는 讓受人과 共謀하여 高額의 프레미엄을 받는 對價로서 支配株式을 讓渡하거나, 또는 多數株主가 부주의하게 자신이 任員의 地位 등에서 辭任하거나, 자신이 선임했던 임원을 사임케 하고 略取者가 指名한 者를 任員의 地位에 선임한

8) Santon v. Hample, 272 F 424, 432(CA9 1921); Schafuss v. Betts, 94 Misc 463, 157 NYS 608(1916); Beggy v. Deike, 413 Pa 74, 196 A2d 179(1963).

9) F. H. O'Neal/R. B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights in Squeeze-Out and Other Intracorporate Conflicts (2d Ed. New York, Clark Broadman Callaghan, Supp. 1995), § 4.04, p. 18.

10) Fox v. Cosgriff, 66 Idaho 371, 159 P2d 224(1945); Buckley v. Buckley, 230 Mich 504, 202 NW 955 (1925); Trebelhorn v. Bartlet, 154 Neb 113, 47 NW2d 374(1951); Lightner v. W. H. Hill Co., 258 Mich 50, 242 NW 218 (1932).

대가로 프레미엄을 취득한 경우에 그 프레미엄의 返還責任을 인정하는 判例法上의 이론이다.[11] 또한 法院은 少數株主 및 會社가 프레미엄의 返還責任을 추궁할 수 없는 略取者에게 多數株主가 支配주식을 양도하는 행위는 會社에 대한 명백한 不法行爲로서 이에 따른 損害賠償責任을 인정한다.[12]

회사의 지배권양도와 관련한 略取事例는 會社資産의 大部分이 流動資産으로 구성된 투자회사에서 주로 발생한다. 회사의 재산을 약취하기 위한 수단으로 支配株式讓渡를 利用한 대표적인 略取事例에 該當하는 Insuranshares Corps 事件에서 投資會社의 多數株主는 일차적으로 자신이 보유하는 支配株式(總發行株式의 27%에 該當)을 證券引受組合(syndicate)에 양도했다. 그리고 이차적으로 투자회사의 多數株主는 現職의 理事를 순차적으로 사임시키고, 證券引受組合이 지명한 자를 理事에 選任하는 방법으로 會社의 支配權을 양도했다. 會社의 支配權을 취득한 讓受人은 會社의 資産을 구성하고 있는 有價證券을 無價値한 證券으로 대체하는 방법으로 회사의 자산을 약취했다.

이 사례에서 법원은 略取者에게 株式을 讓渡한 모든 讓渡人은 略取者의 會社資産의 略取로 인해 發生한 損害를 會社에 대하여 배상해야 할 책임이 있다고 판결했다.[13] 그리고 법원은 支配株式의 讓渡人은 讓受人이 회사의 지배권을 취득하는 목적이 회사의 재산을 약취하기 위한 의도인지의 여부와, 支配株式의 讓渡로 인해 회사의 재산이 약취되는 것과 유사한 결과를 발생하지 않을 것이라 판단될 정도의 적절한 조사가 완료될 때까지는 주식을 양도해서는 안된다는 점을 분명히 했다.[14] 그리고 法院은 讓渡人은 支配株式의 讓受人이 提示하는 讓渡對價가 적정한지의 여부와, 讓受人이 株式의 讓渡對價를 회사의 자산으로 지불하려는 의도를 포함한 모든 계약내용을 조사해야 할 의무를 부담한다고 판시했다.

(3) 地位賣渡理論

법원에서 규제하고 있는 會社支配權의 讓渡類型 중에서 會社의 支配權을 보유하고 있는 多數株主가 支配株式의 양도를 수반하지 않고, 理事·任員의 지위를 辭任하고 讓受人이 지명하는 자를 理事 任員의 지위에 선임하는 대가로 프레미엄을 취득하는 支配權賣買를 地位賣渡라 하며, 會社法과 判例法에서 이러한 地位賣渡는 本質的인 不法行爲로 본다.[15]

그러나 多數株主가 會社支配權의 讓渡手段으로 地位賣渡를 이용하는 경우에, 理事·任員의

11) Gerds v. Reynolds, 28 NYS2d 622, 652(Sup Ct 1941).
12) DeBaun v. First Western Bank & Trust Co., 46 Cal App 3d 686, 120 Cal Rptr 354(1975).
13) Insuranshares Corp. of Delaware v. Nothern Fiscal Corp., 35 F Supp 22 (ED Pa 1921).
14) 35 F Supp at 25.
15) R. C. Clark, Corporate Law, 11. 4. 2, p. 480; E. Elhauge, Sale of Coctrol Doctrine, p. 1469; F. H. O'Neal/R. B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders, 4.05, p. 37; 이에 대한 代表的인 判例는 Rowen v. Le Mars Mut. Ins. Co. of Iowa, 282 NW2d 639, 650(Iowa 1979).

地位賣渡와 동시에 일정한 비율의 支配株式讓渡를 수반하는 地位賣渡는 적법한 支配權讓渡로 본다.[16] 이와 같이 支配株式의 양도를 수반하는 地位賣渡가 허용되는 경우에 어느 정도의 비율의 支配株式의 양도를 수반해야 되는가에 대해 법원의 입장이 나누어져 있다. 이에 대해 議決權 있는 株式의 과반수 이상의 株式讓渡를 수반하는 地位賣渡만이 허용된다는 입장과,[17] 비록 議決權 있는 株式의 과반수 이상의 株式讓渡를 수반하지 못하더라도, 事實上의 支配權(working control)을 형성할 정도의 다수의 주식양도를 수반하는 경우에는 合法的인 地位賣渡로서 인정된다는 입장으로 구분할 수 있다.[18]

전자의 입장으로 뉴욕上訴法院의 Frendly 判事는 多數株主의 새로운 理事·任員의 選任이 法定節次에 따른 경우와 多數株主가 地位賣渡와 동시에 過半數以上의 株式을 양도한 경우를 제외하고, 多數株主가 讓受人에게 會社의 理事·任員의 지위를 매도한 행위는 公序良俗에 위반하는 행위라고 주장한다. 그리고 그는 多數株主가 會社의 理事·任員을 순차적으로 사임케 하고, 讓受人의 指名하는 者의 자격 등을 고려하지 않은 상태에서 理事의 選任은 다른 株主의 기대를 침해하는 행위라고 주장한다.[19]

그리고 후자의 입장에 있는 Lumbard 判事는 일반적으로 會社支配權의 變動을 신속하고 용이하게 保障하는 것은 경제적으로 유익하다고 주장한다. 그리고 會社의 支配權 讓受人이 會社의 運營에 대한 支配를 신속하게 보장받을 수 없다면 多數株主의 株式讓渡의 權利를 침해하게 된다고 주장한다. 또한 同判事는 會社支配權의 讓受人이 효과적인 會社의 支配力의 확보를 허용할 수 없다는 理由에 대해 타당한 근거를 찾을 수 없다고 한다.[20]

그러나 美國의 대부분의 법원은 이러한 견해의 대립에도 불구하고, 多數株主의 地位賣渡와 關聯하여 事實上의 支配權을 수반하는 支配株式의 讓渡가 있었느냐의 문제와, 多數株主가 사실상의 支配權을 행사하여 讓受人이 指名하는 者를 過半數以上의 理事로 선임하는 데 충분한가에 대한 문제는 事實問題라는 이유로 일관적인 법기준을 정립하고 있지 않다.[21]

(4) 忠實義務違反理論

1) 會社行爲理論

會社의 多數株主가 그의 支配的 地位를 利用하여 會社 또는 全株主의 利益을 위하여 운영되

16) T. Schif, Sale of Control: The Equal Opportunity and Foresee Harm Theories Under Rule 10b-5, 32 Bus. Lawyer., 1972, p. 509; R. M. B. C. A. § 8. 10(a).

17) Essex Universal Corp. v. Yates, 305 F2d 581(2d Cir 1962).

18) id at 581(Lumbard 判事의 見解); Carter v. Muscat, 21 AD2d 543, 251 NYS2d 378, 381 (1964); Heckman v. Ahmanson, 168 Cal App 3d 119, 214 Cal Rptr 177, 187(1985); Liboff v. Allen, WI, 1961 (Del Chanc 1975).

19) 305 F2d at 581.

20) 305 F2d at 578-579.

21) Carter v. Muscat, 251 NYS2d 380(1964); L. Loss/J. Seligman, 4 Securities Regulation, Little Brown Company, pp. 1708, 1721(1990); E. Elhauge, Sale of Control Doctrine, p. 1472.

어야 할 會社行爲를 會社의 全財産의 賣却이나 合併과 같은 법적 수단을 이용하여, 자신의 個人的 利益을 增大하기 위한 기회로 전용함으로써 발생한 프레미엄을 취득하는 행위는 多數株主가 會社 및 다른 株主에게 부담하고 있는 忠實義務에 違反하는 행위이므로 그가 취득한 프레미엄은 회사 및 다른 주주에게 반환해야 한다는 判例法理論이다.[22]

이러한 會社行爲理論의 선도적인 事例인 Commonwealth 事件에서, 會社의 支配權을 讓受하려는 讓受人이 多數株主에게 會社의 重要資産을 매각할 것을 제안했다. 이에 대해 多數株主는 그가 保有하는 支配株式을 양수인이 제안한 價額으로 讓受人이 先買權을 갖는다는 내용의 계약을 체결했다. 그리고 多數株主는 將次 讓渡할 支配權의 價値를 증대하기 위한 방편으로 일부의 理事와 함께 다른 株主가 보유하는 주식을 매수하여 거대한 支配株式群을 형성하여 讓受人에게 讓渡했다. 그리고 會社支配權을 買受한 讓受人은 會社의 資産을 취득할 목적으로 회사를 해산했다.[23]

이 事件에서 少數株主는 會社의 淸算節次에의 참여와 殘餘財産分配를 청구하는 소를 제기했다. 이에 대해 法院은 多數株主와 支配株式讓渡에 관계했던 理事는 모든 株主에게 귀속되어야 할 會社資産을 양도할 기회를 少數株主에게는 제공하지 않고 자신들의 이익으로 전용했다고 판단했다.[24] 그리하여 多數株主의 支配株式讓渡와 關聯이 있는 理事는 그 支配株式讓渡로 인해 取得한 價額과 少數株主가 받은 殘餘財産分配額과 차액의 반환을 명했다.

그리고 會社行爲論에 근거한 다른 사례인 Dunnet事件에서 法院은 多數株主가 회사의 자산을 양수하려는 讓受人에게 會社의 支配權을 양도하기로 계약을 체결한 후에 少數株主에게 제안된 價格에 주식을 양도할 수 있는 기회라는 사실을 통지했다. 그러나 그 通知에는 多數株主의 讓渡價格이 少數株主에게 제안된 가격보다 높다는 사실을 기재하지 않았다. 법원은 이 사건에서 多數株主의 支配權讓渡는 會社의 資産讓渡로서 유효하며, 그리고 이러한 資産讓渡는 會社行爲이므로 多數株主가 取得한 프레미엄을 少數株主에게 분배하라고 명했다.[25]

2) 會社機會理論

會社의 機會理論은 會社에 대해 忠實義務를 부담하는 이사가 회사의 영업에 관하여 정당하게 회사에 귀속해야 할 유리한 기회를 자기의 이익을 위하여 流用(divert)해서는 안 된다는 判例法의 理論이다. 일반적으로 會社機會의 개념은, 會社에 歸屬해야 할 營業機會(business opportunity) 및 새롭게 形成된 集合的 機會(collective opportunity)를 의미한다.[26]

22) R. C. Clark, Corporate Law, 11. 4. 3, pp. 482-490; F. H. O'Neal/R. B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders, 4. 07, p. 44.

23) Commonwealth Title Insurance & Trust Co. v. Seltzer, 227 Pa 410, 76 A 77(1910); 이에 대한 詳細한 論議는 V. B. Brudney/R. C. Clark, A New Look at Corporate Opportunities, 94 Harv. L. Rev., 1981, p. 997.

24) 227 Pa 410, 76 A 77; 이와 同一한 內容의 判例로는 Compare Brown v. Halbert, 271 Cal App 2d 252, 76 Cal Rptr 781(1969).

25) Dunnett v. Arn, 71 F2d 912(CA10 1934).

26) E. Elhauge, op. cit., pp. 1473-1474.

이러한 이론에 입각한 유명한 Feldman事件에서 多數株主(37%의 株式保有)는 會社의 生産物(鐵鋼)에 대한 수요가 급증하고 있는 시기에, 會社支配權을 讓渡하기 위해 支配株式을 讓渡했다. 이에 대해 少數株主는 支配株式에 대하여 지급된 가격은 회사의 자산이 供給不足의 시기에 있는 會社生産物의 分配를 결정할 수 있는 權限의 對價인 프레미엄을 포함하고 있다고 주장하면서 代表訴訟을 提起했다.[27] 이에 대해 法院은 讓渡人의 利益은 多數株主가 引受組合(Newport社를 設立하기위한 發起人組合)에 支配權을 讓渡함으로써 會社의 機會를 침해한 것이라는 점을 인정했다. 여기에서 會社機會는 鐵鋼의 供給不足期間에 會社가 需要者들로부터 자유롭게 가격을 결정할 수 있으므로, 이로 인해 발생하는 이익을 얻을 수 있는 기회이며 또한 供給者間에 유리한 立場에서 競爭할 수 있는 지위를 확보할 수 있는 기회를 의미한다.[28] 그러나 법원은 多數株主에게 會社의 支配權의 형성에 공헌한 프레미엄의 계산을 요구하지는 않았으나, 鐵鋼生産量의 分配를 결정할 수 있는 권한의 대가로 배분되어야 할 가치를 조사하라 판결했다.[29]

이러한 會社機會理論에 根據하여 多數株主의 책임을 가장 넓게 인정한 사례로는 金融貸付業을 主要 營業으로 하는 相互會社의 多數株主들이 그들의 주식의 市場性을 증대하기 위해 持株會社를 設立하고 同社의 주식과 교환한다는 내용의 계약을 체결하고 그들의 株式을 同社에 양도하였다. 相互會社의 少數株主들에게는 그들의 株式을 同社의 株式과 교환할 기회가 제공되지 않았다. 따라서 少數株主들은 株式公開로 발생하는 이익에 참여할 수 없었기 때문에 持株會社의 設立과 그에 따른 公募는 多數株主의 忠實義務違反이라고 주장했다. 이에 대해 법원은 多數株主가 회사를 支配하기 위해 사용하는 권한은 모든 株主의 比例的 持分에 적합하게 행사되어야 하고 多數株主는 그들의 權限이나 地位를 자신의 이익을 위해 행사하거나 다른 株主나 債權者의 權利를 侵害하는 형태로 행사해서는 안 된다는 사실을 분명히 했다.[30]

多數株主가 그의 支配權을 행사함으로써 少數株主의 利益을 침해할 가능성이 인정될 때에는 법원은 多數株主에게 少數株主에 대한 信義誠實義務와 公正義務를 부과하고 있다.[31] 또한 법원은 少數株主에게 그들의 地位의 특성상 利益을 實現할 機會를 侵害당할 경우에는 株式을 公開市場에서 讓渡할 수 있는 市場性을 賦與하거나, 그들의 株式價値를 帳簿價値 이상의 價額으로 讓渡할 수 있는 權利를 認定하고 있다. 단지 會社의 收益만으로 少數株主의 機會喪失로 인한 損害를 賠償하는 것은 아니다. 따라서 법원은 少數株主에게도 多數株主가 任意로 프레미엄을 取得할 수 있는 지위가 부여되는 것과 동일하게 균등한 지위보장이 확보되어야 한다고 판결했다.[32]

27) Perlman v. Feldman, 219 F2d 173, 178(CA2 1955).
28) 219 F2d at 178.
29) 219 F2d at 178. 이 判例의 評釋에서 Leech 교수는 법원이 支配株主에게 鐵鋼의 분배를 결정할 수 있는 권한의 持分價値를 개시하라고 요구한 것에 대해, 법원은 會社機會流用理論이 그들에게 책임을 부여할 수 있는 本質的要素라고 한다.(Leech, Transactions in Corporate Control, 104 U. Pa. L. Rev., pp. 725, 815.)
30) Jones v. H. F. Ahmanson & Co., 1 Cal 3d 93, 81 Cal Rptr 592, 460 P2d 464, 473(1969).
31) Cal 3d at 112, 81 Cal Rptr at 602, 460 P2d at 474. 이와 同一한 內容으로 Thompson v. Hambrick, 508 SW2d 949(Tex Civ App 1974).

Perlman 事件과 Ahmanson 事件에 대한 法院의 見解는 많은 學者들의 비판에도 불구하고 변화되고 있지 않다.

2. 學 說

會社의 支配株式群을 保有하는 多數株主는 會社의 支配權讓渡의 경우에 다른 株主가 保有하는 株式價値를 상회하는 고액의 프레미엄을 취득한다는 점은 이미 기술한 바와 같다. 이러한 支配權 프레미엄은 支配株式에 附着되어 있는 會社의 支配的 地位에 대한 대가로서 지급되는 것이다. 이러한 회사의 支配權에는 少數株主의 株式의 가치는 반영되어 있지 않느냐에 대한 문제로, 회사의 支配權讓渡에 의하여 발생하는 프레미엄의 歸屬主體가 누구이어야 하느냐에 대해 다양한 이론이 제시되고 있다. 이러한 이론을 支配權 프레미엄理論이라 한다. 그리고 그 내용으로는 支配權讓渡人이 取得하는 프레미엄을 會社나 少數株主에게 반환을 인정하는 견해, 부인하는 견해, 折衷論的 見解가 提示되고 있다. 이하에서는 학설상 支配權 프레미엄理論을 개관한다.

(1) 肯定論

1) 會社資產理論

會社의 支配權은 會社의 資產이며 支配權買受人은 단순히 주식을 매수하는 것이 아니라 회사의 支配力을 買受하는 것으로서 買受價額은 支配力에 대한 대가이며 회사의 자산이 되는 것이라 주장하는 이론이다.[33] 그리고 會社支配權의 價値는 그 保有者가 衡平法上 모든 株主에게 屬하는 財產權을 지배할 수 있는 능력이다. 그리고 支配權에 대하여 지급된 대가 중에서 특정할 수 있는 지분은 會社支配權의 讓渡人에게 귀속되는 것이 아니라, 會社 또는 모든 株主에게 그들이 보유하는 지분에 비례적으로 귀속하는 것이라 주장한다.[34]

2) 權限濫用理論

多數株主가 保有하는 支配權은 會社와 다른 株主들을 위하여 信任的으로 보유하는 권력이므로, 이러한 支配權을 讓渡하면서 投資價値를 포함한 프레미엄을 취득하는 것은 그 職務上의 權限을 濫用하여 個人的 利益을 증대하는 행위라는 이론이다. 이 이론은 少數株主의 期待에 중점을 두어 多數株主가 支配權讓渡의 提議를 받을 때는 그 事實을 다른 株主에게 通知해야 하며, 다른 株主에게 동일한 조건으로 양도할 기회를 제공해야 한다는 이론이다.[35]

---

32) Cal 3d at 118, 81 Cal Rptr at 606, 460 P2d at 478.

33) A. A. Berle/G. C. Means, The Mordern Corporation and Private Property (1991 by Transaction Publishers), 1932, p. 244; 會社資產理論을 否認한 事例로는, Ritchie v. McGrath, 1 Kann App 2d 481, 571 P2d 17 (1977); Thompson v. Hambrick, 508 SW2d 949(Tex Civ App 1974) 이에 대한 詳細한 論議는, Beveridge, Sale of Control at a Premium: Time for Some Changes, 15 W. St. U. L. Rev., 1987, p. 61.

34) A. A. Berle, The Price of Power: Sale of Corporate Control, 50 Cornell L. Q., 1965, p. 628.

35) R. W. Jennings, Trading in Corporate Control, 44 Cal.L.Rev.,1956, pp. 1, 18.

3) 機會均等理論

多數株主는 다른 株主에게 평등하게 주식을 양도할 기회를 부여해 주거나, 다른 株主의 同意가 있는 경우를 제외하고 자신이 보유하는 支配株式을 임의로 양도할 수 없다. 따라서 少數株主는 多數株主가 株式을 讓渡할 경우에 그가 소유하는 주식에 비례하여 거래에 참여할 권리를 갖는다고 주장한다.[36]

이와 같이 支配株式의 讓渡가 억제되어야 하는 동기와 허용되어야 하는 동기의 차별화를 주장한다. 회사의 支配權을 讓受하려는 積極的인 이유는 支配株式에 대한 投資는 讓受人이 願하는 經營政策을 保障하고 經營陣의 교체로부터 讓受人을 보호하기 때문에 非支配株式에 대한 투자보다 유리하거나 안전하다는 점에 근거하고 있다.[37]

會社의 支配權讓受의 抑制動機는 買受人이 利益配當이나 株式價値의 評價에 의한 것보다 다른 방법으로 그의 투자에 대한 이익을 얻을 기회의 대가로서 프레미엄을 지불해야 한다는 점이라 한다. 略取事例의 경우처럼 均等機會理論은 積極的·消極的 동기를 구분할 수 있다고 한다.[38]

(2) 否定論

1) 不平等分配論

이 이론에서는 支配株式의 讓渡는 새로운 經營政策을 가진 經營陣을 영입할 수 있기 때문에 株式會社에 있어서 소유와 경영의 분리로 인해 발생하는 代理費用(agency cost)을 경감하는 기능을 갖으므로 유익하다고 본다. 따라서 회사의 이익을 不平等分配할 때 株主의 利益이 極大化한다는 이론이다.[39] 不平等分配論에서는 支配株式讓渡의 經濟的 效率性을 증대하기 위해서는 프레미엄의 不平等分配가 投資者에게 전체적인 이익의 증가를 가져온다고 한다.[40] 前述한 肯定論의 見解는 非能率的인 經營者를 保護하게 될 뿐만 아니라 會社支配權讓渡의 費用을 增大시키고 會社支配權市場의 효율성을 감소시킬 것이라 한다.[41]

2) 過剩規制論

會社의 支配權을 讓渡할 때 支配株式讓渡人에 대하여 프레미엄의 返還責任을 부여하는 것은 회사에 유익한 支配株式의 거래가 억제되므로 회사에 현실적으로 손해가 발생하는 경우에만 프

36) W. D. Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev., 1965, pp. 506, 515-545; V. B. Brudney, Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distribution and Reorganization, 71 Cal. L. Rev., 1983, pp. 1072, 1122-1126; R. C. Clark, Corporate Law, 11. 4. 5, pp. 494-496; N. Leech, Transactions in Corporate Control, 104 U. Pa. L. Rev., 1956, pp. 837-839.

37) W. D. Andrews, op. cit., pp. 505, 526.

38) R. C. Clark, Corporate Law, 11. 4. 5, pp. 496-497.

39) F. H. Easterbrook/D. R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harv. Univ. Pre., 1991, p. 117.

40) F. H. Easterbrook/D. R. Fischel, Corporate Control Transaction, 91 Yale L. J., 1982, p. 698.

41) Beerly v. Department of Treassury, 768 F2d 942 (CA7 1985)

레미엄의 返還責任을 인정해야 한다는 이론이다.[42]

(3) 折衷論

1) 二元論

美國法律家協會의 會社支配의 원리에서 多數株主가 少數株主를 抑壓·逐出하기 위한 支配權讓渡로 인해 발생하는 프레미엄은 返還責任을 인정하고, 讓受人이 회사를 직접 운영하거나 無能經營者로 인해 발생하는 代理費用을 감소시킬 수 있는 支配權讓渡에 의해 발생하는 프레미엄을 구분하여, 이 경우에는 프레미엄 返還責任을 否認하자는 二元論(dichotomy)을 제안했다.[43] 따라서 公開會社의 支配權프레미엄은 少數株主를 축출하기 위한 대가로서 부여되므로 금지되어야 한다고 주장한다. 公開會社에서 프레미엄附 支配權讓渡로 인해 會社의 支配權 變動後에도 少數株主가 會社의 재산에 대해 보유하고 있던 持分價値가 감소하지 않았다는 것이다.[44]

2) 誘發的 機能論

會社의 支配權讓渡의 일반리론에 대립하는 두 가지의 支配的 理論(機會均等理論과 否定論)을 구분하여 절충적인 입장이 誘發的 機能理論이다.[45] 즉 機會均等理論은 유익한 支配權去來를 과도하게 억제한다는 문제가 있으며, 否定論은 有害한 支配權去來를 규제하지 못한다는 결점이 있다. 따라서 支配權去來가 去來 當時의 제반의 사정을 고려하여 支配權의 濫用危險이 현저한 경우에는 機會均等理論을 適用하고, 이와 반대인 경우에는 不正論을 적용한다. 同理論은 支配權去來를 支配權濫用의 위험을 구분하여 상황에 가장 적합한 이론을 유발해야 한다는 이론이다.

3. 綜合·分析

이상에서 美國의 判例理論 및 學說을 개관했다. 이하에서는 회사의 支配株式讓渡에 따른 支配權프레미엄에 대한 전통적인 이론의 문제점을 검토한다. 먼저 판례법에서 형성된 다양한 이론은 忠實義務의 適用基準의 具體化에 지나지 않는다. 어떤 이론에 의하더라도 그 적용기준이 명확하지 않다는 문제가 있다.

이러한 判例法理論이 忠實義務의 一般法理에 의존하는 원인은 회사의 支配現狀을 법적으로 보지 않고 사실상의 현상으로 파악하는 데 있다고 본다. 忠實義務는 會社의 支配權移動의 경우에 株主間의 利害調整의 基準으로는 다음과 같은 문제점이 있다. 첫째, 忠實義務의 內容이 不明確하다. 判例法理論은 일반적인 法的 基準으로 프레미엄의 獨占을 認定하고 例外的으로 忠實義

42) Comment, Sales of Corporate Control and Theory of Overkill, 31 U. Chi. L. Rev., 1964, p. 725.
43) American Law Institute, Principles of Corporate Governance, § 5. 16.
44) Holderness/Sheehan, The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations, 20 J. Fin. Econ., 1988, p. 317; Barclay/Holderness, The Law and Large-Block Trades, 35 J. Law & Econ., 1992, pp. 265, 286.
45) E. Elhauge, op. cit., pp. 1491-1493.

務를 根據로 하여 支配株主의 責任을 인정함에 비하여, 학설은 같은 忠實義務를 근거로 하여 언제나 프레미엄의 獨占을 禁止하는 理論이 있다.[46] 둘째, 忠實義務는 會社 또는 全株主의 信賴에 基礎하여 會社財産의 管理處分權을 授權한 理事・任員의 受託者의 지위에서 유래한다.[47] 따라서 理事・任員이 會社 또는 全株主에 대하여 忠實義務를 부담하는 것은 이러한 지위에서 부여되는 것이다. 支配株主가 理事・任員의 地位에 있는 경우에 忠實義務를 부담한다는 것은 이러한 지위에 근거하여 인정된다. 그러나 理事・任員이 아닌 支配株主가 會社 및 다른 株主에 대해 忠實義務를 부담한다고 보기에는 어려움이 있다.

학설에서 제시하고 있는 이론에 대해서도 첫째, 會社資産理論은 다음과 같은 문제점이 있다. 支配權이 會社의 財産이라는 이론적 근거가 명확하지 않고, 둘째, 忠實義務를 기초로 하는 理論(權限濫用理論, 機會均等理論)은 判例理論과 동일한 문제가 있다. 그외 다른 이론은 주주가 본래 취득할 수 있는 이익에 대한 분석이 이루어지지 않았다는 문제가 있다.

비록 앤드류 敎授의 機會均等理論은 이론적 근거가 불명확하다는 단점은 있지만, 會社法에 內在하는 支配株式譲渡에 있어서 株主間의 利害調整은 機會均等理論에 의해 그 근거를 찾을 수 있다고 본다. 이에 대해 比較法的 觀點에서 機會均等理論을 근거로 한 법제가 도입된 立法例가 있다. 英國의 시티코드의 規則 第9條에서는 會社의 議決權株式 30% 이상의 주식을 취득한 자는 일정의 기준에 따라 殘餘株式에 대하여 買受申請을 강제하고 있다.[48] 또한 議決權株式을 30% 이상 50% 미만의 주식을 이미 소유하고 있는 자는 1년 이내에 2% 이상의 주식을 취득하는 경우에도 殘餘株式에 대해 買受申請을 강제하고 있다. 그리고 EC會社法調整基準草案은 이미 보유하고 있는 證券의 合計가 議決權株式의 過半數의 證券을 大量買集을 合意한 者는 買受申請을 강제하자고 제안했다. 1988年 EC委員會의 株式公開買受에 관한 第13指令案은 회사의 지분의 1/3을 취득한 자는 회사의 전지분에 대해 公開買受申請을 의무화하고 있다.[49]

Ⅲ. 美國法上 株主의 機會均等理論

1. 意　義

支配株式譲渡의 경우에 株主間의 利害調整은 앤드류 교수의 機會均等理論을 기준으로 할 수 있다고 본다. 하지만 이 機會均等理論의 근거에 대해서는 다양하게 제시되고 있어 基準確立에 어려움이 있다.[50] 그렇지만 機會均等理論은 전통적인 이론에 대하여 會社의 損害, 支配權의 固

46) 會社資産理論 및 權限濫用理論이 이러한 立場에 있다.
47) 長浜洋一, アメリカ會社法概說, 有斐閣, 1971, 98面.
48) City Code on Take-overs and Mergers, Rule 9.
49) 今野裕之 譯, EC域內市場における會社法の調和と統一, 國際商事法務 Vol.20, No.11, 1992, 1393, 1398面.
50) Comment, Sales of Corporate Opportunity Lost: More of the Same in Corporate Control Cases, 58 Neb.L.

有價値에 의존하고 있지 않다는 장점에도 불구하고, 오늘날 일반적인 이론으로 채택되고 있는 이유는 실무적으로 처리가 간편하다는 이점에 있는 것 같다.

앤드류 敎授는 Perlman v. Feldman 事件에서 부여한 救濟手段으로 會社의 支配權의 變動을 隨伴하는 支配株式讓渡의 경우에는 全株主는 주식의 매각에 참가할 수는 없지만 이로 인해 발생하는 프레미엄은 주주에게 직접 분배하라는 것은 會社製品에 대한 수요가 증대함으로써 발생하는 이익은 모든 주주가 평등하게 향수할 수 있다는 법원의 판결은, 全株主는 支配株式의 유리한 가격에 자신들이 소유하고 있는 주식에 대한 賣却機會를 按分比例的으로 참가할 수 있는 균등한 기회를 갖을 권리가 있다고 판결한 법원의 입장은 機會均等理論에 입각하고 있다고 주장한다.[51]

이러한 機會均等理論에 반대하는 전통적인 이론은 주주의 권리는 회사로부터 파생하기 때문에 회사에 손해가 없으면 株主에게도 損害가 없다는 입장이다. 따라서 理事·任員 또는 支配株主의 忠實義務는 會社에 대해서만 부담하고, 다른 株主에 대해서는 직접적으로 부담하지 않는다는 것이다. 주주는 자신이 보유하는 주식은 私有財産으로서 자유롭게 처분할 수 있다. 이러한 입장은 會社는 獨立한 法的 實在로써 獨立한 意思主體인 法人이라는 觀念에 根據하고 있다. 따라서 獨立한 實在로서 法人의 역활을 면밀히 분석하면 機會均等理論의 근거를 찾을 수 있다는 것이다.

2. 理論的 根據

株式會社의 獨立된 法人格은 두 가지의 면에서 法的 機能을 수행하고 있다. 그 하나는 形式的인 實在(formal entity)로서 株式會社의 組織의 實在로서 所有와 經營의 分離라는 機能을 담당한다는 것이다.[52] 그리고 會社의 企業活動去來는 業務執行機關이 會社의 名義로 행위하기 때문에 주주 개인과는 어떠한 관계도 없다는 것이다. 그리고 株式讓渡에 의한 株主의 변동은 企業活動去來에 영향을 주지 않는다는 것이다.

또 다른 하나는 法人格은 擬制된 會社의 實在(anthropomorphic corporate entity)로써 會社機構의 일정한 남용을 기술하고 이를 규제하기 위한 수단을 제공한다는 것이다.[53] 따라서 會社內部者에 의하여 부당하고 자신들에게 유리한 조건에 의한 自己去來를 통한 이익의 취득은 權限濫用으로써 회사의 이익을 침해하는 것으로 주주를 무시하는 會社機構의 남용이라는 것이다. 그러

Rev.,1979, pp. 892-893.

51) Andrews, op. cit., pp. 514-515.

52) 株式所有權의 변동 또는 營業去來에 영향을 미치지 않는다는 순수하게 형식적인 관념이며, 營業去來와 株式所有權의 분리를 조직적으로 보장하거나 또는 그 매체로서 작용한다. 그리고 會社의 營業去來 그 자체는 주식의 양도에 영향을 주지 않는다는 것이다. 따라서 회사는 營業收益으로부터 利益享受를 구성하는 株式所有의 목적이라는 것이다.

53) 이러한 의미에서는 회사의 실재는 보호해야 할 자체의 이익을 갖고 있다는 것이다. 따라서 그의 利益을 保護하기 위해 忠實義務를 부여한다는 것이다.

나 이러한 會社實在의 기능은 어떤 부분도 진실을 나타내지 못한다. 그 이유는 형식적인 실재의 관념은 營業去來와 株式所有의 分離는 불완전한 형식적인 분리이다. 주식은 회사에 대해 각종의 권리를 행사할 수 있는 법적 지위를 의미한다. 따라서 形式的인 營業去來에 의해 영향을 받지 않는다.

그러나 會社의 營業活動으로부터 발생한 이익의 최종적인 향수는 회사의 所有者인 株主의 株式所有를 根據하여 構成된다. 결국은 株式 自體의 財產權的 內容은 會社의 營業去來로부터 발생하는 이익으로부터 직접적인 영향을 받는다. 이와 같은 實質的 關係가 없다면 株式所有는 無意味하게 된다. 이와 동일하게 業務執行에 대한 直接支配도 역시 株式所有에 영향을 받는다. 法人格의 獨立된 實在의 目的은 業務執行의 支配를 株式所有와 分離하든가 株式所有의 利益을 業務執行으로부터 분리할 수는 없으며, 이러한 두 가지의 活動領域을 相互關聯시키는 기능을 수행한다.

그리고 擬制된 實在로서 會社機構의 濫用을 나타내는 기능을 수행한다는 입장에서도 會社法에 있어서 많은 規制와 政策決定에 편리한 기능을 제공한다는 점을 무시할 수는 없다. 이와 같은 擬制된 實在라는 관념은 忠實義務의 適用範圍에 대한 기준은 아니다. 會社의 內部情報를 이용한 內部者去來에 대해서 법원의 초기의 판결은 회사에 손해가 발생한 이상 內部者는 株主에게 情報를 公示할 忠實義務를 부담하지는 않는다는 입장이었다. 그러나 법원은 특별한 사정이 발생한 경우에는 情報公示義務를 발생시킨다는 입장으로 전환되었다. 이어서 1934년 聯邦證券去來所法 第16條 b項이 規定되어 內部者去來를 규제하게 되었다.[54]

株主의 權利는 會社로부터 파생한 것이며 회사에 손해가 발생하지 않는 한 주주에게 어떠한 손해도 발생하지 않는다는 것이다. 그러므로 理事·任員 또는 支配株主의 忠實義務는 會社에 대해서만이 미치며 다른 株主에 대해서는 직접적으로 미치지 않는다는 것이 원칙이며, 이 원칙은 擬制된 實在의 관념을 忠實義務의 기준으로 적용할 수는 없다.

따라서 會社의 法人格은 營業去來와 株式去來의 상호작용의 면을 고려해야만 하고 이러한 상호작용을 포착하여야 한다. 그래야만 일반적인 忠實義務의 適用範圍에 대하여 통일적인 해석이 가능하게 된다. 따라서 營業去來와 株式去來의 상호작용을 실질적으로 포착하면, 株式의 讓渡에 의한 利益을 얻을 수 있다는 것은 株主의 利益取得의 機會가 균등하게 보장되어야 하며 또한 회사의 이익에 주주가 균등하게 참여할 수 있는 기회가 보장되어야 한다. 따라서 이러한 營業去來와 株式去來의 相互作用이 株主間의 利益取得機會의 均等性을 파괴하는 경우에는 회사와 거래할 기회 또는 회사의 주식을 매각할 기회를 나타내고 있어도 그러한 機會의 不均等을 이용한다는 것은 會社形態의 濫用이며 忠實義務의 違反이다. 그러므로 Feldman 事件에서와 같이 會社製品에 대한 프레미엄이 營業去來와 株式去來의 相互作用에 의해 株式에 대한 프레미엄을 형성

54) 주식의 內部者去來와 회사의 영업거래의 문제는 별개의 독립적인 문제라는 것이다. 앤드류 교수는 회사의 內部者가 株式去來에 대해서 忠實義務를 부담하고 있음은 株式去來와 會社資產去來는 實質的 同價値性이 있다고 한다(Andrews, op. cit., p. 543).

하는 경우에는 이와 같은 유리한 株式賣却機會는 모든 株主에게 보장되어야 한다.

3. 綜合・分析

이상에서 앤드류 敎授의 機會均等理論에서 法人格의 형식적인 실재나 의제된 실재라는 복잡한 관념에 입각하고 있기 때문에 法理定立에 어려움이 있다. 이러한 관념은 우리 商法上의 전통적인 法人格의 機能과 조화시키기에 난해한 문제가 많다. 전자는 일반적으로 法人은 법률에 의해 權利能力이 부여되고 그 構成員으로부터 독립된 權利義務의 歸屬主體性이 인정된 단체로 해석된다. 그리고 商法上의 傳統的인 法人理論도 그러한 意味의 法人格을 構成員과는 別個의 去來主體를 포착하기 위한 法技術的인 槪念이다. 앤드류 敎授는 構成員의 變動과 會社의 營業과의 관계를 분리하는 것이 法人格의 形式的 觀念의 본래적인 기능은 아니지만, 이와 같은 형식적인 분리는 양자간에 존재하는 실질적인 상호작용에 중점을 두는 기능의 중요성을 지적하고 있다.

그리고 後者에 대해서는 法人格의 機能을 忠實義務의 適用基準은 아니지만 會社의 財産에 損害가 발생하지 않더라도 주주에게 손해가 발생한 경우에는 忠實義務를 적용할 수 있는 근거로서 의미가 부여되고 있다.[55] 결국 앤드류 敎授의 理論的 特徵은 法人格의 機能은 법률적으로 營業去來와 株式去來를 분리하고 이들간의 상호작용에 중점을 둔 입장에서 기능을 실질적으로 파악하고 있다. 그러나 이와 같은 實質論의 立場에서 營業去來로부터 발생하는 이익에서 동일하게 株式去來로부터 발생하는 이익도 全株主에게 균등하게 분배해야 된다는 근거는 제시되지 않고 있다.

단지 앤드류 敎授는 營業去來 및 株式去來로부터 發生하는 利益의 取得機會를 균등하게 보장하지 못하는 형태로 會社機構를 利用하는 것은 權限濫用이며 忠實義務의 위반이 된다고 한다. 이러한 忠實義務違反의 根據는 營業去來와 株式去來間의 實質的인 相互作用에서 찾고 있다. 그러나 이러한 實質的인 相互作用이 支配株式讓渡의 경우에 프레미엄을 발생시킨다고 한다. 그리고 회사의 營業去來에서 發生하는 會社利益과 동일하게 전 주주에게 균등하게 분배되어야 한다고 주장하지만, 이러한 利益의 歸屬時期에 대해서는 설명이 없다. 회사의 영업거래로부터 발생하는 이익에 대해서는 株主平等原則에 입각하여 株主들의 持株比率에 따른 平等分配가 會社法의 理論으로서 要請되며 이러한 株主平等原則을 直接的으로 株式去來로 인해 발생하는 이익의 平等分配에도 적용될 수 있는 법적 근거가 요청된다. 이와 같이 앤드류 敎授의 이론은 利益의 歸屬에 있어서 平等分配의 법적 근거가 명확하게 제시되지 않고 있다.

55) 法人格을 의제된 실재로서의 개념을 적용할 경우의 기능은 회사 자체가 법적으로 보호받을 이익을 갖는다는 것이며, 이러한 保護를 위해 忠實義務를 인정한다는 것이다. 그러나 우리나라에서는 이러한 의미로 法人格의 기능을 이해하는 입장은 없다. 전통적인 會社法上의 論議로서 앤드류 敎授의 견해를 이해한다는 것은 獨逸法에서 회사의 機關 및 構成員의 行動基準으로서 誠實義務를 도출하기 위한 "企業의 利益"의 槪念과 비교하는 데 유익하다. 이러한 企業利益에 대해서는 正井章作, 『西ドイツ企業法の基本問題』, 成文堂, 1989, 170面.

Ⅳ. 우리 會社法上 機會均等理論의 適用可能性

1. 適用可能性

이상에서 美國의 앤드류 敎授의 機會均等理論에 대한 내용을 개관했다. 이하에서는 支配株式譲渡의 경우에 株主의 機會均等理論이 우리 會社法理論으로 정립될 수 있는가에 대해 고찰하고자 한다. 이에 대한 논의를 세 가지의 면에서 분석하고 이에 대한 문제점을 제시하고자 한다. 첫째, 支配株式의 譲渡에 있어서 會社支配權의 移轉이 會社 또는 一般株主에게 유리하더라도, 會社의 將來의 利益을 害하거나 支配株式譲渡人의 일방적 결정에 의해 다른 주주에게 손해를 주는 支配株式譲渡는 許容될 수 없다는 것이다. 따라서 유리한 조건의 株式賣却은 모든 株主가 평등하게 또는 按分比例的으로 利用可能해야 한다는 것이다.[56]

그러나 支配株式의 유리한 매각에 있어서 一般株主의 保護理由를 支配株式譲渡의 事實上의 效果인 프레미엄의 性質에 있다는 실질적인 이유에 근거하고 있다.[57] 또한 支配株式의 유리한 賣却에 대한 救濟理論으로 機會均等理論이 제시되지 않고 있다. 株式賣却에 있어서 株式賣却機會의 均等을 보장해야 할 법적 실익이 있으며, 支配株式을 다른 株主가 이용할 수 없는 가격에 매각하는 것은 다른 주주의 이익을 침해하는 행위로서 不法行爲를 구성한다고 한다. 그러나 支配株式譲渡人에게 不法行爲에 따른 責任을 인정하기 위해서는 손해의 입증이 곤난하다는 문제가 있다.

둘째, 支配株式譲渡의 경우에 支配株主의 支配權限의 濫用抑制라는 관점에서 美國法에서 인정되고 있는 支配株主의 一般株主에 대한 忠實義務를 도입하자는 입장이다.[58] 그러나 이 입장에서도 支配株主가 부담해야 하는 義務에 대한 법적 근거가 불명확할 뿐만 아니라, 그 구체적인 적용기준 또는 법적 효과가 명확하지 않다는 문제가 있다.

셋째, 支配株式譲渡의 경우에 譲渡人이 취득하는 프레미엄의 歸屬에 대한 문제를 美國法上 判例 및 學說을 중심으로 분석하고 프레미엄의 分配에 대해서는 機會均等理論을 積極的으로 도입하자는 입장이다.[59] 그러나 機會均等理論의 이론적 근거에 대해서는 支配株主의 少數株主에 대한 忠實義務를 근거로 하는 것은 아니지만 그 근거가 분명하지 않다는 문제가 있다.

以上과 같은 論議는 支配株式賣却에 대하여 忠實義務를 기초로 하여 問題解決을 도모하고 있

56) 長浜洋一, 支配株式譲渡人の責任, 早稻田法學 第44卷 12號, 1968, 90面.
57) 長浜洋一, 前揭論文, 91면.
58) 三枝一雄, 支配株主と信認義務－支配權濫用抑制のための一つの理論－, 法律論叢 第44卷 23號 1970, 137面.
59) 戸川成弘, アメリカにおける支配株式の賣却－賣却プルミアムの歸屬を中心として－, 名古屋大學 法政論集 第106號, 1985, 275面.

지만 多數株主와 少數株主間의 利害調整이라는 면에서는 일면 타당성이 인정될 수는 있겠지만, 프레미엄을 強制分配할 법적 근거가 분명하지 않다는 문제가 있다. 이하에서는 支配株式讓渡와 관련하여 발생하는 이러한 법적 문제를 회사법에 내재하는 이론으로 해결할 수 있는 法理論의 定立을 시도하고자 한다.

2. 機會均等理論의 適用을 위한 試論

(1) 會社支配理論의 再構成

株式會社에 있어서 支配는 資本多數決制度를 기초로 하여 형성·행사되었다.[60] 전통적인 이론은 이 資本多數決制度를 단순히 會社意思決定을 위한 多數決의 한 方法으로 해석해 왔다. 그러므로 會社의 支配란 理事를 選任할 수 있는 권한을 중심으로 한 會社意思決定權으로 파악되었다.[61] 이 傳統的 會社支配理論의 입장에서는 첫째로, 會社支配를 總會決議를 성립시키는 것이라고 하는 意思本位的으로 구성한다. 둘째로, 等質의 存在로서의 주주만을 전제로 하여 多數株主를 법적 개념으로서 사용하지 않는다. 셋째로, 全株主는 支配的 利益뿐만이 아니라 經濟的 利益에서도 平等하다고 이해한다.[62]

그렇지만 이와 같은 전통적 이론에서는 株主間의 利害調整理論으로서, 社團法理에 根據한 機關간에 權限分配理論만을 제시한다고 볼 수는 없다. 이는 회사의 支配權의 移轉의 경우에는 적용되지 않는다. 그 이유는 支配株式의 讓渡에 의한 支配權의 移轉도 一般 株式讓渡와 같이 會社意思와는 관련이 없는 株式去來에 지나지 않는다. 이 경우는 株主間의 利害調整이 필요한 會社法의 문제는 아니다.

이에 대해 資本多數決制度를 再構成하여 會社支配權의 문제를 會社法의 이론으로 파악하는 견해가 주창되기에 이르렀다.[63] 이하에서는 이 입장을 기본으로 하여 會社支配理論의 再構成을 시도한다.

株式會社는 資本主義社會에서 보편적 또는 불가결의 資本集中의 기구이다. 즉, 公衆에게 廣範圍하게 分散된 小規模의 資本을 집중시켜 巨大資本化를 위한 제도이다. 전통적인 會社法理論에서는 株式會社의 特徵으로 株式制度와 株主의 有限責任原則이 확립되었다.[64] 또한 資本多數決制度는 總會에서 議決權行使方法으로만 인식되었다.

그러나 資本多數決制度로 인해 주주는 보다 많은 주식을 소유함으로써 會社財產管理에서 自

60) 森淳二郎, "敵對的企業買收の法的規制と會社支配理論," 洒卷俊雄先生還曆記念 「公開會社と閉鎖會社の法理」(東京：商事法務研究會, 1992), 631, 636面.
61) 前田重行, "株主の企業支配と監督," 現代企業法講座 (東京：東京大學出版會, 1985), 215面.
62) 森淳二郎, 前揭論文, 637面.
63) 森淳二郎, "會社支配の意思本位的理論からの脫却(1) 資本多數決制度の再構成," 商事法務 1190號(1989), 57面.
64) 鈴木竹雄 竹內昭夫, 會社法, 有斐閣, 1987, 20面.

己意思를 관철시킬 수 있는 보다 안전한 투자를 기대할 수 있게 되었다. 그리고 資本多數決制度는 企業에게 거대한 자본의 집중을 가능하게 했으며, 資本의 集中機構로서의 역할을 하게 된 것이다. 이 역할은 頭數主義를 취하는 合名會社나 合資會社에는 적당하지 않다. 資本多數決制度는 주식회사에서 사원인 지위를 주식으로 세분화시킴으로써 발생한 意思決定方法이며 株式會社制度의 본질적인 기본원칙이다.

이러한 資本多數決制度는 株主間의 經濟的 利害에 구조적인 변화를 초래했다. 즉 多數株主는 株主總會에서 自己意思를 관철할 수 있으며, 다른 株主가 出資한 會社財産을 자신의 의사에 복종시킬 수 있는 支配面에서의 優越的 地位를 갖는 것은 아니지만, 자신을 理事로 選任하여 任員의 報酬를 받거나 회사와 유리한 조건으로 거래하는 것에 의해 利益配當 이외의 이익을 향수할 수 있다. 이에 대해 一般株主는 利益配當을 받는 것만을 기대할 수는 없다. 全 株主가 평등하게 향수할 수 있는 이익을 株主 固有의 經濟的 利益이라 하고, 多數株主만이 향수할 수 있는 이익을 株主의 追加的 經濟的 利益이라 하는 견해도 있다.[65] 支配株式의 讓渡時에 支配權 프레미엄이 支給되는 것은 多數株主는 일반 株主에 대한 優越的 地位에 따른 支配的 利益을 향수할 수 있기 때문이다.

특히 支配權 프레미엄이 지급되는 이유는 주주관계 외에 회사와의 관계에서 형성하여 보다 많은 이익을 얻으려고 하는 경우, 會社의 經營方針에 대해 언제나 自己意思를 관철시킬 수 있다는 의미에서 支配株式의 投資는 안전한 투자라는 점을 반영하는 경우, 支配株式을 取得하려는 者는 多數의 少數株主보다 多數株主와 거래하는 방법이 비용을 감소시킬 수 있다는 점이 고려된다. 즉 資本多數決制度는 多數株主에게 支配的 利益을 保障하는 對價가 프레미엄이 支給되는 根據라 한다. 따라서 資本多數決制度는 株式會社의 資本集中의 本質的 機能에 내재하는 법리이다. 그리고 多數株主의 支配的 利益은 資本多數決制度의 資本集中의 機能에 따른 정책적으로 인정되는 制度的 利益이라 한다.[66] 따라서 資本多數決制度는 株式會社의 株主間의 利害調整을 위한 제도라는 것이다.

그러면 資本多數決制度를 이와 같이 해석할 경우에 會社支配의 槪念은 어떻게 재구성해야 하는가, 즉 資本多數決制度에 根據한 會社財産管理에 대한 指揮機能으로써 이해하는 견해도 있다. 多數株主는 資本多數決制度에 의해 집중된 주식의 보유를 기초로 한다면, 확실히 회사의 意思形成 또는 會社財産管理에 대한 支配權을 보유하게 되므로 자신의 의사를 반영시킬 수 있다. 다만 會社財産管理權限의 行使主體는 會社이므로 多數株主는 會社財産管理에 대한 指揮機能을 가질 수 있는 지위에 있다고 하는 것이다.

그리고 資本多數決制度는 多數株主의 會社支配, 財産管理의 指揮機能의 行使에 의한 支配的

65) 森淳二郎, 前揭論文, 58面.
66) 森淳二郎, "會社支配の意思本位的理論からの脫却(2) 會社支配槪念の再構成と社團法人性," 商事法務 1192號(1989), 19, 21面.

利益의 享受는 多額의 出資에 대한 위험부담의 대가로 주어지는 정책적인 이익으로서 인식되지만, 少數株主도 出資에 대한 企業危險을 부담하는 이상 지배적 이익에 참가기회를 보장해야 한다.[67] 이와 같이 多數株主에게 指揮權의 행사와 支配的 利益을 보장하고 일반 주주에게 이 多數株主의 指揮權行使過程에 참가기회를 보장하는 형태로 주주간의 이해조정은 이루어진다. 즉 多數株主의 指揮權行使는 일반 株主에게 參加機會를 보장한다고 하는 相互拘束性에 의해서만 정당화된다.[68]

이러한 입장의 타당성을 인정할 수 있지만 多數株主의 支配的 利益과 少數株主의 參加機會의 保障의 相互拘束性은 多數株主의 指揮權의 행사와의 관계에서만 충족되는 것은 아니고, 資本多數決制度의 限界와 資本多數決制度로부터 발생된 이익의 歸屬關係도 포함하여 파악해야 한다. 指揮權行使의 目的은 優越的 利益의 향수이지만, 多數株主의 優越的 利益의 享受는 資本多數決制度가 制度的으로 보장하는 이익인 이상 資本多數決制度가 미치지 않는 경우에는 少數株主의 參加機會가 보장되지 않기 때문이다.

즉 株主總會에서 議決權行使를 중심으로 한 資本多數決制度에서 支配權을 행사하는 경우에 발생되는 이익은 少數株主의 參加機會의 보장을 조건으로 多數株主에 귀속한다. 여기에서 少數株主의 參加機會는 株主總會를 통해 원칙적으로 보장되고 있다. 또한 資本多數決制度가 미치지 않는 支配權의 讓渡, 즉 多數株主가 회사로부터 이탈하는 支配株式讓渡의 경우에 資本多數決制度에 따른 利益은 多數株主만이 支配的 利益으로 독점하는 것은 허용되지 않는다. 그래서 支配프레미엄의 歸屬이 問題로 되지만 機會均等理論이 이 문제를 합리적으로 해결할 수 있다고 본다.

(2) 機會均等理論의 理論的 根據

前述한 바와 같이 會社支配理論을 재구성하여 支配權移轉의 경우에 株主間의 利害調整理論으로 機會均等理論을 어떻게 이론화할 수 있는가. 會社支配理論의 再構成을 주장하는 견해는 다음과 같이 설명한다. 支配株式讓渡時에 지급된 支配權프레미엄은 讓受人이 株式取得에 의해 형성할 수 있는 指揮權을 행사한 경우에는 어느 정도 支配的 利益을 얻을 수 있는가를 산정함으로써 결정되는 것이다. 그런데 支配權프레미엄의 支給은 讓受人 이외의 다른 주주는 指揮權의 행사가 있었다고 간주하는 것이 가능하다. 이러한 指揮權의 형성과정의 형태를 취하는 指揮權의 行使擬制에 근거하여 少數株主의 참여를 보장하는 것이 多數株主의 支配的 利益과 少數株主의 參加機會의 保障이라는 상호구속성에서 요청되는 것이라 한다.[69]

그렇지만 이러한 指揮權의 형성을 指揮權의 假定的 行使로 간주하는 것은 타당하지 않다. 支

67) 森淳二郎, 上揭論文, 22-23面.
68) 森淳二郎, 前揭 敵對的企業買收の法的規制と會社支配理論, 641面.
69) 森淳二郎, "會社支配の意思本位的理論からの脫却(3・完) 會社支配取引の動態的理論構造," 商事法務 1193號(1989), 22, 26面.

配株式譲渡의 경우에 아직 指揮權을 행사한 경우가 아니라 指揮權의 形成段階에 지나지 않는다. 支配株式의 譲渡人은 會社의 財産管理에 중대한 영향을 주는 支配株式의 譲受人 및 譲渡時期를 決定한다는 점에서 會社의 財産管理의 동기를 제공하지만 이를 指揮權行使로 볼 수는 없다. 指揮權行使에의 참가기회의 보장이라 하기 위해서는 支配株式의 취득자가 支配株式을 취득함으로써 향수할 수 있을 이익을 산정하고, 프레미엄을 지급하는 指揮權의 형성과정을 指揮權의 假定的 行使로 의제될 수는 없다. 그러나 회사의 지배인 회사의 財産管理에 대한 指揮權의 行使過程에서 少數株主의 參加機會保障은 多數株主에게 보장된 정책적 이익으로 형성된 支配的 利益은 譲受人에게 歸屬되지 않는다. 그리고 機會均等理論을 적용한다면 多數株主의 프레미엄獨占도 허용되지 않는다. 多數株主의 支配的 利益의 향수가 指揮權行使에 少數株主의 參加機會保障에 의해 正當化되는 것이라는 견해[70]가 있지만, 이 指揮權의 假定的 行使에 少數株主의 參加機會保障은 결과적으로 多數株主 및 多數株主가 될 수 있는 자에게도 지배적 이익은 보장되지 않는다. 이와 같은 指揮權의 行使를 擬制해야 한다는 것은 多數株主의 優越的 利益과 少數株主의 參加機會의 保障의 相互拘束性을 多數株主의 指揮權의 행사와의 관계에서 착안한 것이라 생각한다.

前述한 바와 같이 이와 같은 相互拘束性을 資本多數決制度의 限界와 資本多數決制度에서 발생하는 이익의 歸屬關係를 포함하여 판단해야 한다. 즉 資本多數決制度는 보다 많은 出資危險을 부담할 者에게 優越的 利益을 보장하고 資本集中을 도모하는 반면, 出資에 의한 企業危險을 부담하는 少數株主의 參加機會의 보장을 불가결의 요건으로 한다. 그래서 資本多數決制度에 따른 支配權行使의 경우에 多數株主가 會社內에서 會社財産管理에 대한 指揮權을 行使하는 경우에는 支配的 利益이 법적으로 보장되어야 하고, 少數株主의 參加機會의 保障을 조건으로 하여 多數株主에게 歸屬한다.

그렇지만 資本多數決制度가 미치지 않는 支配株式譲渡의 경우에는 누구에 대해서도 支配的 利益은 보장되지 않는다고 해석할 수 있다. 그런데 資本多數決制度에서는 支配株式譲渡의 경우에 특별한 이익을 발생시킨다. 支配株式의 취득자가 지급한 支配權 프레미엄이 特別利益이다. 특히 이것은 支配株式取得者의 支配株式에 대한 주관적 가치를 반영한 것이므로 프레미엄이라기보다는 취득한 주식의 대가에 지나지 않고, 지급되는 것 자체는 經濟論理에서 허용된다. 그러나 譲渡人은 資本多數決制度가 보장하지 않는 支配權譲渡의 경우에 少數株主에 대한 우월적 이익을 향수하는 것은 법의 논리에서는 허용되지 않는다. 즉 支配프레미엄의 獨占은 원칙적으로 허용되지 않는다. 그 근거는 少數株主가 취득한 이익을 초월하는 多數株主의 優越的 利益으로서의 支配프레미엄의 發生 自體가 許容되지 않는 것이다. 그래서 資本多數決制度의 존재를 기초로 하여 발생된 이익은 少數株主의 參加機會의 保障, 즉 支配株式의 賣却에의 참가를 조건으로 하여 前 株主에게 待株比率로 균등하게 귀속되어야 하는 것이다.

70) 森淳二郎, 前揭 會社支配の意思本位的理論からの脫却(2), 23面.

支配株式取得者가 프레미엄 가격을 지급하고 支配取得에 필요한 만큼의 주식을 취득하는 것을 허용하는 少數株主를 支配株式讓渡에 참가의 保障에 의해 多數株主의 少數株主에 대한 우월적 이익이란 의미에서 프레미엄 발생의 자체를 인정하지 않는 機會均等理論이 株式會社制度 自體에 내재하는 이론이다.

V. 맺 는 말

이상의 논의에서 機會均等理論이 株式會社制度의 자체에 내재하는 이론이며 會社法上 구체화될 수 있는 이론이다. 그러나 앤드류 敎授의 機會均等理論은 이론적으로 불명확하다는 점과 株式去來의 실제상 제약이 있다는 점을 지적하였다. 따라서 앤드류 敎授의 機會均等理論은 새로운 會社支配理論에 입각한 機會均等理論의 입장에서 비판을 시도해 본다.

첫째는 회사에 해로운 支配株式의 讓渡를 완전히 방지할 수 없다는 점이다.[71] 그러나 회사의 財産略取 등의 방지는 支配移轉의 경우만의 문제가 아니라 지배권 행사의 문제이다. 機會均等理論은 會社財産의 略取를 목적으로 하는 支配去來의 대부분은 억제할 수 있지만 모든 해로운 支配去來를 抑制할 수는 없다. 또한 機會均等理論의 적용에 있어서 현실적으로 회사에 손해가 발생한 경우에는 支配權行使의 문제로서 新支配株主의 책임을 물을 수 있다. 그러나 讓渡人의 責任을 추궁하기 위해서는 讓渡人이 略取에 가담했다는 고의를 입증해야 한다는 문제가 있다.

둘째는 機會均等理論의 最大의 약점은 회사에 유익한 支配去來를 억제한다는 점이다.[72] 이에 대해서는 會社의 全株式을 취득해야 한다는 점에서 資金調達이 곤난하다는 이유에 따른 機會均等理論은 株式의 買受에 支配權取得에 필요한 만큼의 주식의 매수를 인정해야 된다는 점에서 적합하지 않다. 그리고 舊支配株主의 投下資本의 회수를 제한하거나, 少數株主로서 그 회사의 주주의 지위를 유지하려는 자에게는 부적합하며, 市場價格에 의한 매각에 대해서 機會均等理論은 어떠한 制限도 가하지 않고 있기 때문에 부당한 제한은 없다고 본다. 회사의 지배에 대한 新理論에서는 프레미엄의 독점이 허용되지도 않으며, 또한 회사의 支配去來가 제한될 이유도 없다. 예컨대 이미 機會均等理論的 規制가 존재하는 프랑스에서는 오히려 支配去來가 성행하고 있다는 점이 實證하고 있다.[73]

마지막으로 機會均等理論을 우리 商法에 구체화할 경우의 문제점을 알아본다. 먼저 주식의 讓渡性을 규정하고 있는 商法 第335條 1項과 關聯하여 機會均等理論은 支配株主에 의한 株式讓渡自由의 원칙을 제한하는 것은 아닌가의 문제이다. 종래의 전통적인 이론에서는 株式讓渡自由의 原則이 그대로 支配株式讓渡에 타당하다는 입장이었다. 그러나 新支配理論에 입각하면 동조항은

71) 前田雅弘, 支配株式の讓渡と株式賣却の機會均等, 法學論叢 第115卷 6號, 1984, 62面.
72) 前田雅弘, 上揭論文, 62面.
73) 井上明, フランス法における支配權の讓渡の際の局外株主の保護, 城成法學 第3號,1979, 25面.

프레미엄附로 支配株式譲渡의 자유를 보장하는 것은 아니라 해석할 수 있다. 본래의 株式譲渡의 自由는 株主의 投下資本回收의 유일한 수단으로 최대한 존중되어야 한다. 그러나 同原則下에서 支配株式譲渡의 自由는 市場價格으로 양도한다는 것을 의미한다. 따라서 시장가격으로 양도한다는 의미는 株式譲渡의 본래의 목적인 利益配當請求權의 現在價値의 회수가 가능한 이상, 株式譲渡의 自由의 원칙에 저촉되지 않는 것으로 해석해야 한다.[74]

現行 會社法에 機會均等理論을 구체화할 명문의 규정은 없지만 이를 부정해야 할 이유도 없다고 본다. 機會均等理論을 會社法에 내재하는 이론으로 해석하는 입장에서는 당연히 준수해야 할 法理라 보아야 한다. 會社法上 機會均等理論을 실현하기 위해서는 株式公開買受制度를 이용하는 것이 바람직할 것이다. 이를 위해서는 證券去來法과 유기적으로 연관성을 갖기 때문에 회사법에 機會均等理論의 根據規定을 두는 입법적 해결이 바람직하다고 본다.

參考文獻

李泰魯・李哲松, 會社法講義(第5版), 博英社, 1996.

長浜洋一, アメリカ會社法概說, 有斐閣, 1987.

正井章作, 西ドイツ企業法の基本問題, 成文堂, 1989.

鈴木竹雄・竹內昭夫, 會社法, 有斐閣, 1987.

北澤正啓, "アメリカ會社法における支配株式の賣却,"『株式會社法研究』, 有斐閣, 1976.

今野裕之 譯, "EC 域內 市場 における 會社法の調和と統一,"『國際商事法務』 Vol.20, No. 11, 1992.

長浜洋一, "支配株式譲渡人の責任,"『早稻田法學』 第44卷 1・2號, 1968.

三枝一雄, "支配株式の信認義務－支配權濫用抑制のたぬの一つの理論,"『法律論叢』 第44卷 2・3號, 1970.

戶川成弘, "アメリカにおける支配株式の賣却－賣却 プレミアムの歸屬を中心として,"『名古屋 大學 法政論集』 第106號, 1985.

前田重行, "株主の企業支配と監督,"『現代企業法講座3』, 東京大學出版會, 1985.

森淳二郎, "敵對的企業買收の法的規制と會社支配 理論,"『公開會社と閉鎖會社の法理』(洒卷俊雄 先生還曆記念), 商事法務研究會, 1992.

森淳二郎, "會社支配の意思本位的理論 からの脫却 (1), (2), (3・完),"『商事法務』 1190・1192・1193號, 1989.

L.D. Solomon/D.E. Schwartz/J.D. Bauman, Corporations, law and policy, materials and problems, West Publishing, Co., 1988.

F.H. Easterbrook/D.R. Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Harv. Univ. Press, 1991.

74) 森淳二朗, 前揭會社支配の意思本位的理論からの脫却(三), 22-23面.

A.B. Berle/G.C. Means, The Modern Corporation and Private Property, Transaction Publishers, 1991.

R.C. Clark, Corporate Law, Little Brown & Company, 1986.

F.H. O'Neal/R.B. Thompson, O'Neal's Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights in Squeeze-Out and Other Intracorporate Cohflicts, Clark Boardman Callaghan, 1995.

W.D. Anderews, "The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares," 78 Harv. L. Rev., 1965.

V.B. Brudney, "Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations," 71 Calif.L.Rev., 1983.

V.B. Brudny / R.C. Clark, A New Look at Corporate Opportunities, 94 Harv. L. Rev., 1981.

E.Elhauge, "The Triggering Function of Sale of Control Doctrine," U. Chi.L.Rev., 1992.

T. Schif, "Sale of Control: The Equal Opportunity and Foresee Harm Theories under Rule 10b-5," 32 Bus. Lawyer, 1972.

R.W. Jennings, Trading in Corporate Control, 50 Cornell L. Q., 1965.

A.B. Berle, "The Price of Power: Sale of Corporate Control," 50 Cornell L.Q., 1965.

Beveridge, "Sale of Control at a Premium: Time for Some Changes," 15 W. St. U.L. Rev., 1987.

F.H. Easterbrook/D.R. Fischel, "Corporate Control Transaction," 91 Yale L.J., 1982.

Comment, "Sales of Corporate Control and Theory of Overkill," 31 U. Chi. L. Rev., 1964.

Holderness/Sheehan, "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations," 20 J.Fin. Econ., 1988.

N. Leech, Transactions in Corporate Control, 104 U. Pa. L. Rev., 1956.

Barclay / Holderness, The Law and Large Block Trades, 35 J. Law & Econ., 1992.

SUMMARY

A Study on the Transfer of Corporate Control and the Shareholder's Right to Equal Opportunity

Woo, Hong Koo and Huh, Duk Hoi

(Department of Law, College of Law, Kon-Kuk University)

Whenever holders of a controlling block of stock in a corporation sell their stock, they often receive a price per share that is higher than the price other shareholders can obtain for their holdings. Alternatively(or Sometimes in addition to such price premiums), controlling shareholders receive from the purchaser lucrative employment contracts or other side payments or benefits. Minority shareholders often feel aggieved if they are not offered and cannot obtain as high a price for their shares as the majority shareholders receive, or are not allowed to participate in side benefits accuring to majority shareholder. The traditional legal view in America is that a shareholder, irrespective of whether the shareholder is also a director or officer or both, may sell shares, just as other kinds of personal property for whatever price obtainable, even if those shares constitute a controlling block and the price per share is enhanced by that fact. Further, the shareholder is under no obligation to obtain for other shareholders an opportunity to sell their shares on the same favorable terms or even to inform them of the price or terms of controlling shareholder's sale.

Courts have used a number of legal theories to permit recovery from controlling shares who receive a premium, leading to several widely recognized exceptions to the traditional rule. These exceptions, discussed more fully in subsequent sections include that liability based on misrepresentation or nondiclosure, usually relating to the minority's sale of shares and sale of corporate office not sufficiently tied of the sale of shares and sale to the looter and circumvention of corporate action or diversion of corporate opportunity.

Sale of control problems have imspired a tremendous amount of scholary writings much of which has been directed toward supporting a sharing of control premium. These arguments support what professor Andrews has termed an equal opportunity rule that a controlling shareholder should not be free to sell, at least to an outsider, except pursuant to purchase offer