

VIP Report

경영권 방어제도의 국제비교와 제도개선의 시사점

2004. 11. 4 이우성(SK 경영연구소)

SK RESEARCH INSTITUTE
FOR SUPEX MANAGEMENT

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

IV. 문제해결을 위한 대안

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

국경간 M&A의 순기능과 역기능

<p style="text-align: center;">순기능</p>	<ul style="list-style-type: none"> ❑ 국경간 M&A의 순기능은 1) 경제력집중의 완화, 2) 경영의 외부감시기능 강화, 3) 부실기업의 퇴출 활성화, 4) 선진경영기법 전수 등이 있음 - 대규모 기업집단이 지배하고 있는 국내 시장에 유력한 경쟁자로 등장하는 외국기업은 폐쇄적인 시장구조를 개방적 시장구조로 전환함과 동시에 국내 대규모 기업집단이 다각화를 통해 경제력을 집중하는 방식을 지양하도록 하는 효과를 가짐 - 국내 M&A시장의 활성화로 기업경영의 외부감시기능이 강화될 것이고, 기업경영의 투명성 강화, 경영진이 주주의 이익에 봉사하는 경영방식 정착 등 기업지배구조 개선에 기여 - 또한 기업경쟁력이 떨어지는 기업은 주가가 크게 하락, 적대적 M&A 대상이 됨으로써 새로운 경영진에 의해 경영합리화가 이루어지는 기업구조조정이 활성화될 수 있음 - 기업경영의 외부감시기능이 강화됨에 따라 국내기업의 경영혁신이 유도될 뿐만 아니라 초우량 외국기업 및 벤처기업 등의 국내진출기회가 확대됨에 따라 선진경영기법이 자연스럽게 국내기업에 전파, 전수함으로써 국내기업의 경영품도를 일신하는 계기
<p style="text-align: center;">역기능</p>	<ul style="list-style-type: none"> ❑ 그러나 그 동안 국내로 진출했던 외국자본의 주체가 장기 전략적 투자자이기 보다는 대부분 단기 투기적 성향의 투자자로 M&A의 순기능보다는 역기능이 크게 나타나고 있음 - 최근 브릿지증권 사례에서 보듯이 외국자본은 명목상으로는 기업지배구조 개선을 내세우고 있지만 개별기업의 주식을 대거 매입, 기업을 인수한 후 고배당과 유상감자 등을 통해 투자금을 회수해가는 등 최대주주의 이익극대화에만 관심을 두고 있음 - 또한 외국자본의 유입이 국내 기업들의 경영권을 위협하는 경우, 국내기업은 이를 우려하여 장기성장의 기반이 되는 투자를 줄이고 경영권 확보와 외국인주주를 위한 배당에만 신경 쓰게 됨에 따라 발생하는 경영손실이 대단히 큼 ❑ 외국자본의 다국적기업 성격상 기업발전의 핵심이 되는 R&D투자, 고부가가치 생산 등은 우리 나라가 아닌 자국에서 행해질 가능성이 큼 → 장기적 기업 및 산업발전 저해

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

그러나, 실제 적대적 M&A는 국제금융시장이 발달한 미국과 영국에서도 매우 드물게 발생하는 현상임.

<p>적대적 M&A 활성화</p>	<ul style="list-style-type: none">❑ 적대적 M&A에 대한 보편화된 잘못된 믿음이 있음. 그것은 선진국, 특히 영미식 국가에서는 적대적 M&A가 매우 활발하다는 일반적 인식임. 또한 이러한 인식을 바탕으로 우리나라에서도 적대적 M&A를 활성화해야 한다는 주장들이 있음.
<p>적대적 M&A 매우 드문 현상임</p>	<ul style="list-style-type: none">❑ 그러나 이러한 일반적 인식은 사실과 다름. 1975년과 2000년 사이 전체 M&A 건수 가운데 적대적 M&A의 건수는 미국의 경우 0.4%, 기타 지역의 경우 0.13%에 불과한 매우 '드문' 사건임<ul style="list-style-type: none">- 1975년부터 2000년까지 미국 및 기타국가에서의 M&A 형태에 대해 Thomson Securities Data Corporation의 자료를 기반으로 조사한 연구에 의하면 미국에서 적대적 M&A 붐이 있었던 1980년대를 포함한 이 시기에 미국내 M&A 건수는 모두 93,312건이 있었는데 이 가운데 적대적인 M&A 건수는 371건, 0.4%에 불과하였음. 또한 미국 이외 지역에서의 M&A 건수는 147,971건이었는데 이 가운데 적대적인 경우는 190건, 0.13%에 불과하였음.- 적대적 M&A는 국제금융시장이 발달한 미국 등 선진국에서도, 한마디로 매우 '드문' 경우임. Applied Mergers and Acquisitions, 2004, Robert F. Bruner❑ <u>그러나, 우리나라는 1980년대 미국에서 경험하였던 적대적 M&A의 열풍을 새롭게 경험할 위기에 직면하고 있음. 영미식 국가에서도 적대적 M&A가 매우 드물게 일어나는 것은 각국의 제도적 환경이 적대적 M&A를 매우 어렵게 하고 있거나, 또는 방어적 제도들이 상당 기간에 걸쳐 발달해 왔기 때문임</u>

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

외국인 인수기업의 폐해

자본금을 빼가는 유상감자나 미래성장을 위한 자본금 마저 배당금으로 지급하는 것은 기업의 재무건전성 악화와 장기 성장 저해를 초래

<p style="text-align: center;">유상감자 증가</p>	<p>❑ 최근 브릿지증권 사례 등 외국자본에 의한 국내 기업들에 대한 유상감자 사례 증가</p> <ul style="list-style-type: none"> - 영국계 투자회사인 BIH가 대주주로 있는 브릿지증권은 2002년 말부터 지난해까지 세 차례에 걸쳐 유상감자를 단행, BIH는 브릿지증권을 인수하는 데 들어간 2200억원의 투자 원금 중 1596억원(72.5%)을 유상감자를 통해 간단히 회수하였음 - 더욱이 브릿지증권 직원 550명 중 320명(58%)을 정리해고함으로써 기업이 거의 황폐화됨 - JP모건 컨소시엄이 지분 76%를 보유하고 있는 (주)만도의 경우에도 지난해 말 자본금의 33.5%를 유상감자하였고, 이를 통해 JP모건이 577억원을 회수해 빠져 나간 사례 - OB맥주의 대주주인 벨기에계 인터브루도 회사의 자본금 60%를 감자해 1677억원의 현금과 538억원 상당의 주식을 가져간 사례
<p style="text-align: center;">고배당</p>	<p>❑ 또한 외국인주주에 의한 배당압력이 크게 높아지면서 순이익을 초과하여 배당을 하는 사례도 발생하고 있음</p> <ul style="list-style-type: none"> - 호주계 파마펀드가 대주주인 메리츠증권은 지난해 순이익은 3억원에 불과하였으나 배당금은 15배인 50억원이나 지급 - 외국인주주와 국내주주간의 경영권 분쟁이 있었던 SK(주)의 경우에도 2003년에 순이익의 6배가 넘는 961억원을 배당금으로 지급, 국내 상장사들이 평균적으로 순이익의 25%를 배당금으로 지급(배당성향)하는 것과 비교하면 평균보다 25배가 넘는 금액을 배당금으로 지급한 것임. - 외국인주주의 비중이 상대적으로 높은 국내은행들은 2003년에 당기순이익의 42% 정도를 주주들에게 배당금으로 지급하였으며, 이는 전년대비 14%p 증가한 것임 - 한국은행에 따르면, 2003년 외국인에게 지급된 배당금은 33억8000만 달러이며 이는 1998년(5억 달러)에 비해 6배 정도 늘어난 규모임

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

해외자본에 의한 피해 사례

유 형	사 례
고액배당	* 소로스의 퀴텀펀드는 1999 년 서울증권 인수당시 투자전문회사로 키워나갈 것을 천명하였으나 2002 년 액면가 60%의 고배당 실시하는 등으로 투자자금의 85%이상의 투자금회수율 기록. 또한 최근 서울증권 부동산 매각을 통해 현금을 확보, 대한투자신탁 인수 시도중.
	* 호주계 파마펀드가 대주주인 메리츠 증권 역시 2003 년 순이익 3 억원의 15 배 이상인 50 억원의 배당금 지급
	* 정유사들은 외국계와 국적기업간 배당률이 큰 차이를 보이고 있음(SK 15%, LG-Caltex 98.18%, S-Oil 70%, 2003 년 기준)
유상감자	* JP 모건 컨소시엄의 만도 역시 2003 년 2003 년 자본금의 33.4% 유상감자 실시, JP 모건 측은 577 억원 회수
	* 인터브루는 OB 맥주 자본금을 60% 감자해 1,677 억원 현금, 538 억원 주식 취득
상장폐지	* 최근 외국인 대주주들의 주도로 건설한 기업들의 상장폐지 강행(삼라스포츠(나이키사), 쌍용제지(P&G), 어필텔레콤(모토로라), 극동건설(론스타) 등)

외국인 배당금 총액 추이 (단위: 억원)

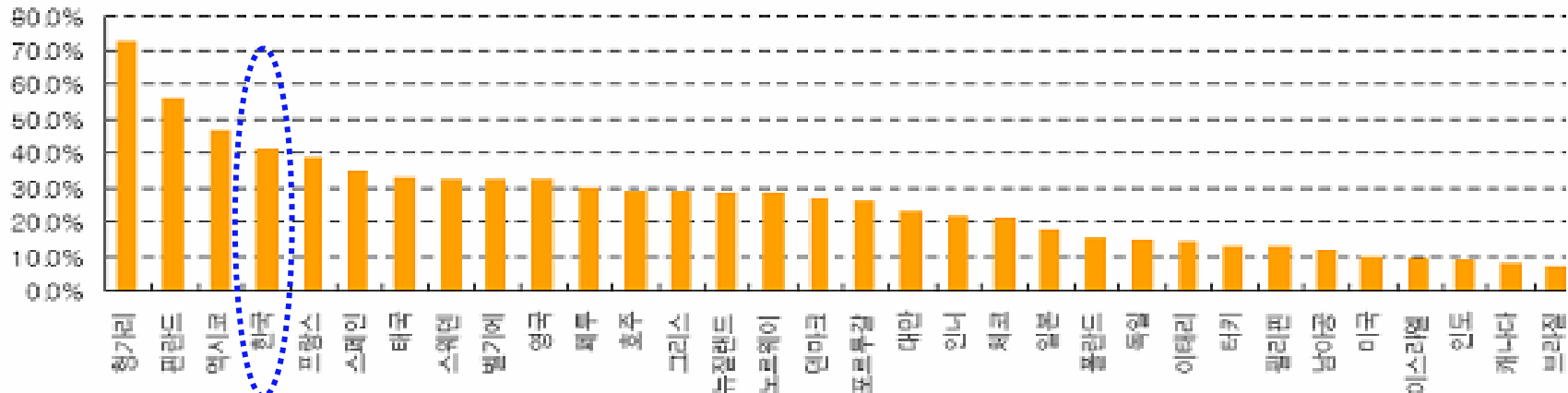
	1999 년	2000 년	2001 년	2002 년	2003 년
배당금	6,936	10,669	12,501	21,038	27,044

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

우량기업을 중심으로 한 과도한 외국인 주식보유비중의 확대는 경영권 위협이라는 문제점을 야기하고 있으며, 외국투기자본의 적대적 M&A 시도는 현재에도 계속되고 있음

<p>외국인 주식보유비중 확대</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 한국의 외국인 주식비중은 2004년 6월 말 현재 40%를 초과하여 아시아 1위, 세계 4위를 기록 - 외국인 보유주식 잔액 기준에서도 미국, 영국, 일본, 프랑스, 호주, 독일에 이어 7위 수준으로 절대적인 외국인 투자액도 높은 나라
<p>한국의 외국인 투자비율은 세계적으로 매우 높음</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 헝가리는 구공산권이었다가 최근 자본주의 사회로 전환하면서 외국자본에 의한 주식시장 활성화를 적극적으로 추진 - 핀란드는 외국인 비중이 높은 노키아의 시가총액 자체가 워낙 높아 전체 외국인 소유비중이 높게 왜곡되어 나타남. - 멕시코는 우리와 상황이 비슷하지만 국가경제에 긍정적 영향이 가장 높은 외국인 직접투자의 비중이 월등히 높으며 포트폴리오 투자에 있어서도 채권투자가 주를 이룸.

주요 국가의 주식시장별 외국인지분 비중



I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

외환위기 전후의 외국인 투자형태 비교
(단위: 백만US \$)

자본수지 항목	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
직접투자수지	-1776.2	-2344.7	-1605.2	672.8	5135.6	4284.5	1107.6	-224.2	-207.2
해외직접투자	-3552.0	-4670.1	-4449.4	-4739.5	-4197.8	-4998.9	-2420.1	-2616.5	-3429.2
외국인직접투자	1775.8	2325.4	2844.2	5412.3	9333.4	9283.4	3527.7	2392.3	3222.0
포트폴리오투자수지	11590.7	15184.6	14295.3	-1878.2	8676.4	11997.5	6583.4	708.7	17959.4
내국인투자(자산)	-2284.2	-5998.4	2008.1	-1586.7	1683.3	11.3	-5057.7	-3743.6	-3444.9
지분증권(주식)	-238.0	-652.8	-319.5	41.6	-270.5	-480.1	-491.7	-1460.2	-1993.2
부채증권(채권)	-2046.2	-5345.6	2327.6	-1628.3	1953.8	491.4	-4566.0	-2283.4	-1451.7
외국인투자(부채)	13874.9	21183.0	12287.2	-291.5	6993.1	11986.2	11641.1	4452.3	21404.3
지분증권(주식)	4218.9	5953.6	2525.0	3856.2	12072.2	13093.6	10265.7	395.3	14213.1
부채증권(채권)	9656.0	15229.4	9762.2	-4147.7	-5079.1	-1107.4	1375.4	4057.0	7191.2

외환위기 전후의 외국인 직접투자의 형태 비교
(단위: 백만US \$)

연도	M&A		Greenfield		장기차관		전체	
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1997	92	700	944	6,208	19	64	1,055	6,971
1998	239	1,475	1,105	6,294	57	1,083	1,401	8,853
1999	242	2,433	1,835	12,471	28	637	2,105	15,542
2000	322	2,143	3,792	12,728	26	346	4,140	15,217
2001	296	1,904	3,011	8,772	34	616	3,341	11,292
2002	293	2,107	2,094	6,799	15	196	2,402	9,101
2003	299	2,969	2,240	3,419	22	80	2,561	6,468
2004. 1~3Q	246	4,315	1,883	3,739	35	361	2,164	8,415
1/4	73	2,058	566	816	12	174	651	3,049
2/4	82	456	658	1,405	13	137	753	1,999
3/4	91	1,800	659	1,518	10	49	760	3,368

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

전문적인 국제투기펀드가 중심이 되어 2~3개 주요 외국인주주를 규합한다면 적대적 M&A나 greenmail의 Target이 될 가능성이 매우 높음

- 삼성전자, 포스코, SK(주) 등 우리나라를 대표하는 대기업들의 최대주주 지분율은 고작 3~20% 수준, 반면 외국인 지분율은 60%를 초과
- 국내 100대 기업 중 외국인 최대주주 지분율이 5%를 초과하는 기업은 총 44개(2004.5월 기준)

국내 20대 기업의 외국인 지분율

(단위:%)

기업명	시총 순위	외국인 지분율	최대주주 지분	외국인 최대주주
삼성전자	1	58.2	20.9	
SK텔레콤	2	49.0	24.1	
POSCO	3	69.1	3.3	
한국전력	4	29.8	61.9	
국민은행	5	76.9	3.8	ING BANK
KT	6	49.0	3.3	
현대차	7	55.0	19.4	
LG전자	8	38.2	32.6	
우리금융	9	6.2	86.8	
SK	10	61.2	17.3	
하이닉스	11	4.2	13.8	
S-Oil	12	46.1	63.4	ARAMCO
신한지주	13	63.4	4.6	BNP파리바
삼성SDI	14	39.9	26.3	
KT&G	15	46.6	27.0	
SK네트웍스	16	0.7	47.9	
하나은행	17	63.0	5.1	Allianz
LG	18	21.5	41.5	
현대모비스	19	37.0	35.0	
신세계	20	52.8	29.4	

주: 최대주주 지분율은 특수관계인 지분 포함

자료: 금융감독원(04.1분기 사업보고서, 최대주주 소유주식변동 신고서 기준)

국내100대 기업 중 외국인 1대주주 지분율 분포

지분율	5 ~10	10 ~15	15 ~20	20 ~30	30 ~50	50% 이상
기업수 (44개)	% 27	% 10	% 2	% 1	% 1	3

자료: 금융감독원 전자공시시스템('04.5.18)

국내 대규모 기업집단의 국가경제에서 차지하는 비중과 역할, 첨단산업에의 대규모 투자와 같은 미래 성장 잠재력을 담보한다는 점을 고려할 때, 대규모 기업집단에 대한 경영권 위협은 국가경제 시스템 전반에 미치는 영향이 매우 클 것이 자명

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

영국 보다폰이 독일 만네스만을 인수한 배경에는 외국인 주식지분이 비록 소유분산되어 있었지만 68%를 차지하였다는 사실이 중요함, 외국인 주식지분이 분산되었다고 적대적 M&A의 시도가 없을 것이라는 주장은 설득력이 없다는 것을 보여주는 사례.

만네스만의 최대주주 현황(1999.12)

주요 주주	국 가	지분율(%)
Hutchson Whampoa	홍콩	10.1
Capital Group	US	3.0
Templeton	UK/홍콩	1.8
Janus	US	1.7
Deutsche FM	독일/US/UK	1.2

Field day for foreigners in South Korea: International investors have struck gold in an expanding economy'

만네스만 주주의 국적 구성(1999.10)

국 가	주주 유형	지분율(%)
독일	일반투자자	12
	기관투자자	16
	Mannesmann 임직원	4
UK		18
기타유럽		13
미국		25
홍콩 등 기타 국가		12

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

IV. 문제해결을 위한 대안

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

미국은 1980년대 M&A의 열풍 이후, 특히 corporate raider라고 불리는 금융자본에 의한 적대적 M&A에 의한 피해로 인해 매우 심각한 여론의 비판을 받았음.

방어장치	의미
M&A 이후 기업도산	<p>1984년 SEC 전의장이었던 John Shad는 1984년 연설에서 "The more leveraged takeovers and buyouts today, the more bankruptcies tomorrow" 라고 비판</p> <p>이러한 비판은 1990년대 초반 현실로 나타나, M&A에 의해 과도한 부채를 지게 된 미국의 주요 대기업들 Federated, Macy's, Revco, TWA 등 대기업들이 과도한 부채를 이기지 못해 결국 부도사태에 이르게 됨.</p>
Short-term View	<p>인수합병시 사용된 채무상환을 위해 연구, 개발, 수익향상에 대한 투자를 축소</p> <p><i>Forbes</i>에서는, "기업이 채무를 갚기 위해 고려해야 할 상황 중 가장 덜 중요한 것은 회사의 미래이며, 결국 기업 구조조정을 위해 가장 먼저 희생되는 것이 연구개발 예산이다"라고 보도</p> <p>이는 결국 기업의 "단기경영"으로 이어지고, 이로 인해 1980년대 미국 기업 경쟁력의 결핍 야기</p>
Community Impact	<p>일반적인 기업의 인수합병은 중복되는 일자리의 생성을 방지하기 위해 작업장을 폐쇄하고 일자리 감소를 추진하며 이로 인해 발생하는 사회적 비용은 매우 큼. "the strip-mining of communities"</p> <p>1984년부터 1985년 사이, Oklahoma의 Cities Service는 인수합병 후 22,500명의 고용자가 4,000명으로 감소.</p> <p>ALF-CIO의 Lane Kirkland가 추정하 바에 따르면 1980년대 인수합병에 의해 일자리를 잃은 사람은 총 90,000명 정도로, 이로 인해 지역사회 전체가 고통을 받음</p> <p>이러한 작업장의 폐쇄와 강제 해고는 정치적인 문제로 떠오르며 1988년 미국 대통령 선거에서 작업장의 폐쇄와 강제 해고 시 60일전에 미리 통보할 것을 법으로 정함.</p>
Management Self Interest	<p>회사의 궁극적인 이익보다는 경영권의 이기심에 의한 인수합병의 경우도 많음. 경영진은 주가상승에 따른 stock option의 가치 상승, 혹은 golden parachutes에 의해 막대한 퇴직금을 챙김으로써 경영진의 사익추구 현상이 나타남.</p>

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

당시 Corporate Raider들은 자신을 기업가치와 효율성을 향상시켜 주주이익을 극대화한다는 정의감을 명분으로 내세웠으나, Greenmail에서 이들의 차익실현 추구목적이 여실히 드러남.

방어장치	의미
Wealth Redistribution	<p>실제적으로 기업이 인수합병은 부를 창조하는 것이 아니라 부의 이동일 뿐이라고 비난 받음.</p> <p>기업 인수합병에 의해서 기업의 채권의 가치는 상승되는 주식의 가치만큼 하락</p> <p>실제로 RJR Nabisco은 차입금에 의한 인수합병 전 A등급의 기업 채권이 인수합병 발표 후 BB등급으로 하락, 원래 가치로부터 15% 하락</p> <p>- RJR Nabisco의 채권을 가지고 있던 Metropolitan Life Insurance는 \$40 million의 손해를 본 후, RJR Nabisco를 상대로 인수합병에 따른 차액의 보상에 관한 소송을 제기했으나 패소</p>
Value Destruction	<p>많은 경우 인수합병이 회사의 가치를 상승시키기 보다는 하락을 초래</p> <p>1995년 Phillip Zweig 가 Business Week 에 발표한 자료에 따르면, 150개의 인수합병 회사의 S&P 500을 검토한 결과 그 중 반 이상이 인수합병 후 주가가 하락, 1/3만이 한계가치를 더함(marginal value)</p> <p>1999년 Los Angeles Times에 보고된 바에 따르면, 1998년 \$1 billion 이상의 기업 가치를 가졌던 182개의 회사 중 40%가 합병 후 기업 가치 하락, 18%만이 기업 가치 상승.</p>
Greenmail과 투기자본의 속성	<p>금융투기자본은 적대적 M&A의 과정에서 자신들은 비효율적인 경영진을 교체하고 효율적인 경영으로 주주가치를 개선하는 것이라는 주장으로 대외적으로 자신을 정당화하였음.</p> <p>그러나, 이들이 적대적 M&A를 시도하다가 greenmail을 통해 막대한 자본차익을 챙기는 것을 본다면 이들의 진정한 목적이 주주가치 제고라는 정의감에 있는 것이 아니라 차익실현에 있음을 정확히 보여줌.</p> <p>greenmail은 자기지분을 경영진에게 프리미엄을 받고 넘김으로써 공격자는 막대한 차익을 남기지만 기존 주주들은 그 만큼 회사의 부에 손해를 입게 됨.</p>

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

상대적으로 유럽식의 피라미드 출자나 차등의결권을 통한 경영권 안정제도가 적은 미국에서는 적대적 M&A에 대항하기 위하여 독약처방(Poison Pills)이라는 방어수단이 발전하였음

독약처방으로 인해 1990년대 이후 미국에서는 우호적 M&A가 아닌, 즉, 피인수기업의 경영진이 동의하지 않는 적대적 M&A는 거의 원천적으로 불가능한 것으로 알려지고 있음.

미국기업의 경영권 방어제도 활용비율 현황

내용	조사시기	99Fall	97Mid	95Mid	93Mid	90Mid
	조사기업수	1,900개	1,922	1,500	1,483	1,487
External Control Provisions	Blank Check Preferred Stock	89.1%	87.6	85.0	-	-
	Poison Pill	56.0	51.9	53.3	53.6	51.0
Internal Control Provisions	Advance Notice Requirement	61.4	49.2	43.8	-	-
	Classified Board	58.7	58.4	59.7	58.1	57.2
	Limit right to call special meeting	36.7	33.6	31.1	28.6	23.9
Misc.	Golden Parachutes	64.9	55.8	53.3	-	-

자료: 대한상의, 2003.10, '경영권 방어제도 역차별 현황과 정책시사점'

미국의 독약처방

기업 인수·합병(M&A)에 대한 방어전략의 일종. '경영권 이전'과 같은 특정한 계기(예를 들어 20% 지분매집)가 발생했을 때 이사회 결의로 기존의 주주들에게 발행사의 신주나 자기주식을 초저가에 살 수 있는 권리(option)를 부여하는 것. 주주에 대한 배당 형식으로 우선주 또는 특정권리를 지급하는 방법으로 추진. M&A가 활발했던 1980, 90년대 미국에서 유행했으며, 넓은 뜻으로 인수합병 의도자가 매수로 인해 손해를 볼 수 있다는 판단을 조장해 결과적으로 매수 포기를 유도하는 행위를 말한다.

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

Exon Florio Act, 증권거래법, 증권법 등 연방법 차원에서 적대적 M&A를 규제하는 각종 제도 마련

방어장치	의미	국내 상황
Exon Florio 조항	1988년 종합무역법 내 Exon-Florio 조항(Exon Florio amendment to the Defense Production Act)을 신설 외국인에 의한 자국기업의 M&A를 외국인투자심의위원회(CFIUS)가 조사하여 그 결과 '국가안보'를 손상시킬 수 있다고 판단될 경우에 사후적으로 대통령이 당해 인수를 중단 금지 시킬 수 있도록 한 제도적 방어장치 (※ 대표적인 보호주의 정책으로 OECD 회원국으로부터 비판을 받고 있음)	N/A
증권거래법 - Williams 법	증권거래법(The Securities Exchange Act of 1934)은 상장회사와 일반투자자를 보호할 목적으로 일반적인 원칙과 규제를 정하고 있음. 1934년 제정된 이래 공개매수에 따른 여러 가지 사회적 문제가 야기되면서 1968년 공개매수법(Tender Offer Act)이라는 수정법안이 통과됨. 수정법에서는 M&A 특히 공개매수(TOB : Tender Offer Bid)와 관련하여 주식 대량소유의 공시와 공개매수(TOB)의 공시에 관한 규정 보유 이들 공시에 관한 규정은 윌리엄스법(Williams Act)이라고 부르는 증권거래법의 개정에 의하여 정해진 것이며, 구체적으로는 증권거래법 제13조 d항, e항 과 제14조 d항과 e항이 이에 해당함. <u>투자자들의 부당한 피해를 예방하기 위해 인수 시도자에 대한 구체적인 정보를 공개하는 법안으로, Bidder는 SEC와 Target에게 인수합병의 조건, 자금원천, 인수합병 후의 계획 등을 포함한 tender offer를 제시해야 함.</u>	Weak
증권법	증권법(The Securities Act of 1933)은 모든 증권 거래를 규제함. 적정한 정보를 제공받을 경우 투자자가 이익을 보호 받을 수 있도록, <u>매매증권과 발행인에 대한 중요한 모든 정보의 완전공시를 의무화하며, 규제자는 투자자에게 불공정하다고 보는 증권의 매출을 금지할 권한을 보유함.</u>	Weak

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

연방법에서의 규제 뿐 아니라 각 주법으로 적대적 M&A를 규제. 1994년 기준, 40개 이상의 주(州)에서 적대적 M&A를 규제하는 법안을 활용하고 있으며 31개 주에서는 적극적으로 도입, 활용 중임

방 어 장 치	의 미	국내 상황
기업인수 규제법	인디애나주에서는 기존 미국인 주주 과반수의 동의가 없는 외국인 기업인수를 금지. 미연방최고법원으로부터 적법성 인정 받은 이후, 델라웨어, 위스컨신, 펜실바이나, 매사추세츠 등에서도 입법조치 마련	N/A
Control Share Acquisition Laws	일정 수준 이상의 지분을 취득한 인수시도자는 나머지 주주 대부분으로부터 취득 주식에 대한 의결권을 인정 받아야 행사 가능함. 차기 주총에서 인수시도자의 의결권을 허가/불허하게 됨.	N/A
Fair Price Laws	Two-tier bids를 금지하여 인수시도의 비용을 가중시킴. 이를 위배할 경우 엄격한 Super-majority requirement가 부과되어 인수시도를 저해함.	N/A
Freeze-out Laws	대상 기업의 경영권 또는 주요 자산 등에 대한 영향력을 일정기간 배제하여 인수시도를 저해함. 특히 인수 후 대상기업의 주요 자산을 매각할 수 없도록 함.	N/A
Control Shares Cash-out Laws	인수기업이 대상기업의 일정비율 이상 주식을 구입할 경우 나머지 주식에 대해서도 처음의 구매조건과 같은 조건으로 매입할 것을 규정. 이는 공개매수를 제한하고 부채차입을 통한 합병을 금지하는 것으로 대상기업의 주식 100%를 매입할 자본이 없는 기업의 주식매수 제한	N/A
Director's Duties Laws	경영권 인수 시도에 있어 대상기업의 이사회는 non-financial factor들을 반드시 고려하여 의사결정 해야 함. 기업의 장단기적 이익, 주주 등 이해관계자들의 이해, 국가 경제, 인수시도자의 정채 및 의도 등을 종합적으로 고려하여 판단하도록 의무화. 이사회가 "No"할 수 있는 권리를 부여하는 의미임.	N/A
Voting Cap Laws	인수시도자의 의결권은 일정 수준으로 제한함. 인수시도자가 정채, 자금원천, 경영계획 등을 구체적으로 공시하고, 나머지 주주들의 승인이 있을 경우에 한해 의결권 제한을 해지함.	N/A
3년간 취득금지 (델라웨어주 회사법)	회사의 주식15%이상을 취득하게 되면 그 자는 이해관계주주(interested stockholder)로 되며, 이해관계주주는 취득 일로부터 3년간 그 회사를 대상으로 한 흡수합병, 영업양수, 지배주식취득 등의 회사취득거래가 금지됨.	N/A

Source: Marlette, Spagnola. "State Takeover Legislation: The Political Defense", SAM Advanced Management Journal, 1994

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

미국은 80년대 ‘Japanese Invasion’이라 불린 일본의 미국기업 인수붐을 겪으면서 경제안보에 대한 위기의식, 외국인투자 규제확대에 대한 국민여론이 급등하면서 외국인투자에 대한 조사와 규제가 가능한 Exon-Florio규정(88년) 제정

미국의 외국인 투자에 대한 조사 및 심사규제

- ✓ 이 법안은 표면적으로는 ‘국가안보’에 중대한 영향을 미치는 외국인 투자에 대한 규제를 표방하고 있지만, 그 개념이 매우 모호하여 거의 모든 산업에 적용할 수 있다는 의견이 지배적임.
- ✓ 실제 적용사례에서도 적대국가인 중국이나 중동국가들에 대한 심사의뢰건수는 매우 적은 반면, 일본, 영국, 프랑스, 독일, 네덜란드, 캐나다 등 전통적 우방국가들이 압도적 위치를 차지하고 있고, 산업분야에서도 컴퓨터, 에너지, 반도체, 전자산업 등 국방관련 산업이라기 보다는 국가적 이해가 걸린 첨단산업의 경우가 수위를 차지함.
- ✓ 특히, Exon-Florio 규정에서 의미하고 있는 ‘인수’(acquisition that result in control)의 개념은 소수지분 (minority shares)의 획득을 포함한 거의 모든 형태의 인수합병을 포함하는 포괄적 개념으로 경영권 침해를 심사대상으로 보았음.

미국은 국가안보의 개념적용에 있어 case-by-case로 심사되도록 함으로써 국가적 이해관계에 대해 정부가 discretionary power를 가지고 접근할 수 있도록 하고 있음.

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

일본과 프랑스도 미국과 유사하게 국가안보와 관련된 외국인 투자에 대해 정부가 심의할 수 있도록 하고 있으며, 여타 OECD 국가들도 일정규모 이상 외국인 투자를 심사하고 있음.

일본

- ✓ 일본은 보다 적극적으로 ‘외환과 외국무역법’에서 1)국가안보를 해치거나, 공공질서 유지에 반하거나, 공공안전 보호에 지장을 초래하는 경우뿐만 아니라, 2)국민경제의 원활한 운영에 현저한 악영향을 미친다고 판단하는 외국인 직접투자의 경우에도, 반드시 재무부 및 관련 산업 장관에게 사전 신고서를 제출, 심사를 받도록 하고 있음.
- ✓ 신고서를 받은 재무부 및 관련 산업장관은 해당 외국인 직접 투자(기술도입계약 포함)가 위의 사항을 위반하는지의 여부를 심사하여야 하며 심의기간을 4개월간 연장할 수 있음. 이 기간동안 당해 투자는 금지됨. 그리고, 위반이라고 판단시에는 해당 투자의 변경 또는 중지를 명할 수 있음.

프랑스

- ✓ 미국, 일본과 유사하게 ‘외국인투자법’에서 공공질서, 안전, 보건, 안보 등에 영향을 미치는 외국인 투자의 경우 사전승인제도를 유지. 이의 위반시 투자철회/형사처벌 등 강력한 제재수단을 보유

캐나다

- ✓ 캐나다 투자법(Investment Canada Act, 1985)에 의해 외국인에 의한 소규모의 캐나다 기업인수를 위한 투자나 신규기업 설립은 신고만 하면 되나 대규모 기업 인수의 경우는 심사 대상

호주

- ✓ 외국인인수합병법(FATA)에 의하면 외국인투자자는 일정규모 이상의 투자 등 특별한 경우 외국인투자심의위원회(FIRB, Foreign Investment Review Board)의 재무부 신고와 사전승인을 받도록 규정하고 있으며 국익(national interest)에 반한다고 판단되면 그 투자를 제한할 수 있음

멕시코

- ✓ 기업가치가 US\$150 million 을 넘는 멕시코 기업의 총 49%를 초과하는 주식매입의 경우 심사를 받아야 함

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

유럽 국가의 경우 피라미드 출자와 차등의결권 제도, 상호출자 등을 통해 적대적 M&A에 대한 효과적인 방어수단을 가지고 있음

- 최근 EU 인수합병 법안에서 차등의결권 제도와 독약처방 문제에 대한 논란이 있었으나 국가적 이익차원에서 스페인을 제외한 14개국 동의로 차등의결권 제도와 독약처방을 각 국가별로 선택하기로 합의(2003.12)

- 스웨덴 상장기업의 66%는 차등 의결권 주식제도를 채택 (핀란드(38%), 이탈리아(41%))
- 다국적 기업 ABB의 경우 지배주주인 발렌베르 가문은 차등주식 보유를 통해 4.46%의 지분출자로 20%가 넘는 지배권을 확보하고 있음.
- Die Wertpapier Spezialisten 표본조사에 따르면 1주 1의결권 원칙을 준수하는 회사는 32%에 불과했고, 나머지 68%의 기업은 의결권에 차별을 두고 있음.

유럽기업의 주주의결권 현황

1주1의결권	복수의결권	우선주/ 황금주	의결권제한	무의결권주
32%	35%	26%	23%	10%

자료: DWS(Die Wertpapier Spezialisten), 2001년 Euro Stoxx 50 소속 53개 EU기업 대상 표본조사

유럽국가 중 피라미드출자, 차등의결권, 상호출자를 통해 경영권 방어를 하고 있는 기업 비율

국가	단위(%)		
	피라미드 출자 기업	상호출자 기업 비율	차등 의결권 기업 비율
Austria	20.78	1.14	23.23
Belgium	25.00	0.00	0.00
Finland	7.46	0.00	37.60
France	15.67	0.00	2.64
Germany	22.89	2.69	17.61
Ireland	9.09	0.00	28.07
Italy	20.27	1.13	41.35
Norway	33.90	2.04	13.16
Portugal	10.91	0.00	0.00
Spain	16.00	0.22	0.16
Sweden	15.91	0.67	66.07
Switzerland	10.91	0.00	51.17
UK	21.13	0.00	23.91
서유럽	19.13	0.73	19.91

자료: Faccio and Lang, 2002년, Journal of Financial Economics)

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

방어장치	의미	국내 상황
이사진의 국적제한	스웨덴, 스위스에서는 '이사진의 국적제한조치'로 외국인에 의한 기업인수를 제한 '주식회사를 비롯한 유한책임회사 이사회 의 과반수 및 대표이사가 반드시 자국에 거주하고 있는 자국민이어야 한다.'	N/A
지분소유협정	덴마크에 설립된 기업들은 자유로운 '지분소유협정'을 통해 외국인 투자자들의 참여배제가 가능 이와 같은 지분소유협정(Shareholding arrangements)은 유럽 전역에서 활용	Weak
기업인수 허가/신고/심의	프랑스는 역외국 투자가에 의한 5억프랑 이상인 프랑스기업 인수에 대해 사전신고의무를 부여 이태리는 역외국 투자가에 의한 자국은행 지분취득을 제한 독일과 네덜란드는 정부기관인 Cartel Office나 Finance Minister가 해외 기업에 의한 M&A를 엄격하게 심사 벨기에는 역외국 투자가에 의한 공개매수를 허가제, 특별출원, 통보 등으로 제한	Weak
Monitoring Act	핀란드에서는 매출액 또는 자산규모가 10억 Markkaa(U.S.\$ 2억 이상)이상인 핀란드 대기업에 대한 외국인의 기업인수를 규제 단일 외국인 투자가 지분 1/3 이상 취득 또는 직접적인 경영권 통제가 가능한 경우, 핀란드 국익을 저해하는 경우는 사전신고 및 무역산업부의 인가를 받아야 함.	N/A
복수 이사회 구성	복수 이사회 구성(The Two-tier board structure, Management Board & Supervisory Board) 독일의 경우, Supervisory Board의 경우 절반은 해임 불가능한 노조 대표, 나머지 절반은 해임 시 75% 이상의 Super Majority 필요하기 때문에 Mgt. Board를 교체하는데 많은 시간과 노력이 필요 네덜란드의 경우, 두 이사회 모두 중도 해임 불가	N/A
의결권 상한 (Voting Caps)	일부 독일 기업의 경우, 일반 주주들의 의결권을 제한(e.g. 보유 지분 규모에 관계 없이 1인 주주의 의결권을 5%로 제한)하거나 상장을 위해서 의결권이 없는 주식을 발행 프랑스, 이태리, 오스트리아, 네덜란드, 스페인 등에서도 활용	Weak
유명무실한 M&A 지침 운영	독일에는 EU 기준과 유사한 Voluntary Takeover Code가 있으나 법적 정당성도 없고 업계에서 지켜지는 관행도 없음.	Weak

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

방어장치	의미	국내상황
창업자 가족 /국적 은행이 지분보유	독일 대기업을의 경우 지분의 1/3 정도를 국적 은행들이 보유하고 있어 비독일계의 M&A 시도로부터 경영권 방어 가능 독일 등 유럽국가에는 창업자 가족 위주로 소유구조가 집중되어 있어 M&A를 위해서는 대주주와 직접 Nego 필요	N/A
자유로운 증권 발행	네덜란드 기업의 경우 적대적 M&A 기간 중에도 Priority Shares, Registered Preferred Shares, Stock Dividends, Warrants 등 지분 구조에 영향을 줄 수 있는 증권들을 주총 동의 없이 발행 가능하므로 적대적 M&A 예방	N/A
황금주 (Golden Share)	경영권 변동 등 중요 의사결정시 '1주 대표권'을 통해 거부권을 행사할 수 있는 특별 주 국가전략산업의 민영화 이후에도 정부가 영향력을 행사할 수 있는 수단 영국 정부는 80년대 공기업 민영화 과정에서 황금주를 광범위하게 활용했으며, 스페인, 포르투갈, 프랑스, 이태리 등에서도 보편화	N/A
차등의결권주식제도 (Dual Class Shares)	경영권 안정을 위하여 의결권에 차별을 두는 2종류 이상의 보통주를 발행하는 제도 스웨덴 상장기업의 55%가 차등의결권 주식제도를 채택 (※ 핀란드 36%, 덴마크 33%), Wallenberg 가문은 차등주식 보유를 통해 4.46%의 지분출자로 20%가 넘는 지배권을 확보	N/A
상호출자 및 Universal Banking	독일 기업과 은행들은 상호출자 방식의 광범위한 지분 Network로 안정적 지배관계 형성 상호출자 관계를 통해 상대 기업의 감독 이사회에 참여하는 등 교차이사제도 시행 원hen재보험은 알리안츠 생명의 지분 26%를, 알리안츠는 원hen재보험의 지분 25%를 보유하는 상호출자 방식으로 적대적 M&A위협 사전 차단	N/A
신탁회사 (Administrative Office)	의결권을 수탁/관리하는 제도로 네덜란드에서 허용 기업들은 자사주식을 발행하여 일반투자자에게 매각하지 않고 자사통제하의 신탁회사에 위임 신탁회사는 관리보관중인 주식을 근거로 일반에게 의결권 없는 수익증권을 발행 일반투자자는 수익증권에만 투자가 가능하므로 지배권 탈취 가능성은 원천 봉쇄	N/A
특권주식 (Preference Shares)	네덜란드에서 허용되는 특혜적인 의결권이 부여된 주식으로, 경영진 선임 등 주요 의사결정에 참여할 수 있는 권리를 특권주주에게만 부여	N/A

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

일본을 포함한 아시아의 경우에도 피라미드 출자와 상호출자를 사용함으로써 효과적으로 적대적 M&A를 방어하고 있음

- 일본기업의 경우, 상호출자와 금융기관의 안정주식 보유 등을 통해 30% 이상의 안정적인 지분을 기본적으로 확보함으로써 경영권 위협 가능성을 원천적으로 차단
- 이러한 상호출자와 안정주식보유의 관행으로 일본에서는 OECD 자본자유화 협약 가입 이후에도 거의 적대적 M&A의 사례가 없었으나, 최근 장기불황으로 인한 상호출자 보유의 하락으로 적대적 M&A가능성이 점차 확대되고 있음.
- 이에 일본에서는 2002년 4월 상법개정과 규제완화를 통해 미국식의 독약처방과 같은 경영권 방어수단의 도입 가능성을 크게 확대하였으며, 현재 일본 투자은행들을 중심으로 법적으로 가능한 독약처방의 개발이 이루어지고 있음

아시아 국가 가운데 피라미드출자, 상호출자를 통해 경영권 방어를 하고 있는 기업 비율

국가	단위(%)	
	피라미드출자 기업비율	상호출자 기업 비율
Hong Kong	25.1	9.3
Indonesia	66.9	1.3
Japan	36.4	11.6
Korea	42.6	9.4
Malaysia	39.3	14.9
Philippines	40.2	7.1
Singapore	55.0	15.7
Taiwan	49.0	8.6
Thailand	12.7	0.8
동아시아	38.7	10.1

자료: Classens, Djankov, Lang, 2000년, Journal of Financial Economics

방어장치	의미	국내상황
엄격한 공개매수 규정 (일본)	- 증권거래법은 주식공개매입(TOB)에 관한 원칙적인 규제를 정하고 있으며, 공개매수에 관한 사전신고제, 매수기간, 철회권 등이 타 국가에 비해 엄격히 설정 - 독점금지법은 과도한 집중을 방지한다는 관점에서 M&A에 일정한 제한을 가함.	Weak
기업간 상호출자 및 금융지배 (일본)	- 주식소유가 계열기업, 금융기관에 집중 - 戰前의 재벌 기업들이 상호 경영안정을 위해 자발적으로 상호주식보유, 높은 내부거래 비율이나, 정보의 공유, 상호출자 등을 통하여 강한 연계를 가지며, 社長會라는 조직을 통해 정보의 공유, 경영조정을 수행 - 금융기관의 주식소유제한이 5%에서 10%로 확대되었고, 주거래은행이 게이레츠에 모두 출자하고 있어서 보험회사 등 금융기관의 그룹 전체에 대한 주식을 합하여 40% 이상 보유하고 있고, 계열사간 상호출자가 30% 이상이므로 실제로 절반 이상을 금융기관과 계열기업이 보유하고 있음.	N/A

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

IV. 문제해결을 위한 대안

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

국내 대기업이 외국자본의 적대적 M&A시도에 쉽게 노출될 수 밖에 없는 상황에 직면한 것은 IMF 체제하에서 급격하게 자본시장을 개방한 데에서 기인

<p>우리나라 급격한 자본시장 개방</p>	<ul style="list-style-type: none"> - IMF이전까지는 우리나라에도 외국인 투자규제가 어느 정도 존재하였으나 IMF사태가 터지자 신속한 자본자유화 추진과 외국인 투자규제 대폭 축소로 사실상 국내 기업의 '경영권 방어' 장치 완전 해제 <p style="text-align: center;">IMF구제금융 직후 주요 외국인 투자규제 완화 조치</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin: 10px auto; width: 80%;"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 의무공개매수제도 폐지(1998.2) ▪ 외국인에 대한 적대적 M &A 전면 허용(1998. 5). ▪ 외국인이 취득 가능 유가증권 대상 규제 폐지(1998.6) ▪ 외국은 투자등록 신고범위 축소(1998.6) ▪ 외국인 투자유치를 위해 수혜적 외국인투자촉진법 제정(1998.9) </div>
-------------------------------------	--

반면, 대부분의 OECD회원국은 외국자본의 유출입을 자유화했음에도 불구하고, 외국계 자본의 자국 기업에 대한 적대적 인수합병에 대해서는 업종/진입유형별로 다양한 제한조치를 유지하고 있음

<p>타OECD국 자국기업 보호장치 충분히 마련</p>	<ul style="list-style-type: none"> - OECD 회원국의 경우 자본시장 개방 후에는 자본의 유출입을 제한하는 조치의 재도입은 곤란, 따라서 기존 OECD국가들은 자국기업에 대한 보호조치를 충분히 마련한 상태에서 자본시장을 개방 - 미국의 경우 독약조항(Poison Pills)이 허용된 이후 외국계 자본에 의한 적대적 M&A는 거의 사라졌으며, 독약조항 이외에도 Exon-Florio Act, 증권거래법, 증권법 등 연방법 차원에서 적대적 M&A를 규제하는 각종 제도를 마련하고 있음 - 유럽의 경우에도 차등 의결권 주, 피라미드 출자 등을 통해 적대적 M&A, 특히 외국인에 의한 적대적 M&A를 원천적으로 봉쇄하고 있음
--	--

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

우리나라는 외환위기 이후 자본시장을 완전 개방한 반면, 실질적인 경영권 방어제도와 외국자본의 M&A에 대한 규제가 부재한 상태이며 오히려 역차별적 요소마저 있음.

• 상장기업 주식 취득제한(10%)의 폐지

- 기업공개 장려위해 창업자 경영권을 보호하는 역할
- 1997년 3월 31일 폐지
- IMF위기 이후 1998년 5월 25일 외국인 취득제한 완전폐지
- 방송 등 일부 산업 제외하면 외국인의 국내기업 주식취득 제한은 전무

• 공개매수제도의 정비

- 대량주식의 장외거래에 소액주주도 참가하여 경영권 프리미엄을 분배 받을 수 있게 하는 제도
- 1998년 2월24일 경영권 확보비용을 상승시키는 역할을 하던 50%+1주 원칙 폐지
- 2001년 3월 공개매수제는 공고 후 사후신고제로 전환, 매수개시 위한 대기기간 3일로 축소
- 공개매수기간 중 의결권 있는 주식발행 및 발행에 관한 이사회, 주총 결의의 금지로 신주배정을 통한 방어가 곤란

• 출자총액제한제도

- IMF사태 직후인 98년 2월 폐지되었다가 2001년 4월에 부활
- 대상기업들의 출자를 제한하여 경영권 방어 여지를 축소
- 제도의 존폐를 둘러싸고 견해가 대립되나 최근 재계 및 학계에서 폐지론 대두

경영권 보호환경 악화

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

상장주식 취득제한의 폐지

<p>경과</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 1994년 1월 개정 이전 증권거래법 200조는 주식이 상장된 이후의 상장회사의 주식취득을 10% 이내로 제한함으로써 기업공개 이후 창업주의 경영권을 완전히 보호하고 있었음. - 개정 이후 3년간 경과규정을 두어 실질적으로는 1997년 4월1일부터 폐지됨.
<p>내용</p>	<ul style="list-style-type: none"> - "누구든지 상장법인이 발행한 주식은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로, 당해 유가증권이 상장된 당시에 총발행주식의 100분의 10 이상을 소유한 주주는 그 소유비율, 그 외의 자는 총발행주식의 100분의 10을 초과하여 소유하지 못한다"라고 규정 - 200조 규정은 개정 이후 공공적 법인에 한해서만 적용되도록 함으로써 일반 상장법인에 대한 주식소유 상한제도가 폐지됨. - 이 규정의 폐지는 적대적 M&A가 한국에서 가능하도록 한 가장 중요한 제도전환으로 평가 받고 있음.
<p>공공적 법인에 대한 적대적 M&A 제한</p>	<ul style="list-style-type: none"> - ‘공공적 법인’이란 국가기간산업등 국민경제상 중요한 산업을 영위하는 법인으로서, 재경부장관이 1) 경영기반이 정착되고 지속적인 발전가능성이 있는 법인, 2) 재무구조가 건실하고 높은 수익이 예상되는 법인, 3) 당해 법인의 주식을 국민이 광범위하게 보유할 수 있을 정도로 자본금 규모가 큰 법인의 세가지 요건에 적합한 법인 중에서 관계부처장관의 협의를 거쳐 지정하는 법인을 말함(증권거래법 제199조의 ②, 동법 시행령 제85조의2①). - (대량주식소유제한) 누구든지 공공적 법인이 발행한 주식은 누구의 명의로 하든지 자기의 계산으로 당해 유가증권이 금융감독위원회에 등록된 당시에 총발행주식의 10% 이상을 소유한 주주는 그 소유비율을, 그 외의 자는 총발행주식의 3% 이내에서 정관이 정하는 비율을 초과하여 소유하지 못함. - (의결권 대리행사 권유제한) 공공적 법인의 경우 경영권 쟁탈전을 방지하고 경영권 보호를 강화하기 위하여 당해 공공적 법인만 그 주식의 의결권 대리행사를 권유할 수 있음. - (외국인 투자제한) 공공적 법인의 외국인 1인 주식 취득한도는 당해법인의 정관에서 한도를 정하도록 하고 있음. 공공적 법인의 외국인 전체 주식 취득한도는 당해종목 발행주식총수의 40%로 제한.

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

의무공개매수제도의 폐지 및 공개매수제도 정비

<p style="text-align: center;">의무공개 매수제도 폐지</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 1997년 1월 증권거래법 개정에서는 25%이상 주식을 매수하고자 하는 자는 의무적으로 50%+1주까지 공개매수의 방법을 통해서만 주식을 매수하도록 하는 의무공개매수제도를 도입하였음. - 이는 상장주식 취득제한이 1997년 4월 폐지됨에 따라, 그에 대한 대체입법적 성격으로, 적대적 인수합병의 인수비용을 상승시킴으로써 적대적 인수합병을 어렵게 한 제도임. - 이는 EU국가의 제도를 모델로 하여 공정한 매수합병절차의 확립과 경영권 보호, 소액주주에 대한 균등한 매수가격보장을 목적으로 한 것이며 미국의 주법상 반인수합병법인 공정가격조항(소액주주에 대한 차별적 매수가격을 금지한 규정)과 유사하다고 볼 수 있음. - 이 제도가 부실기업의 구조조정에 대해서도 걸림돌이 된다는 지적에 1997년 12월부터는 대우그룹의 쌍용자동차 인수와 같은 산업구조조정 차원의 M&A와 부실기업 인수 등의 경우는 적용이 제외 - 그러나, 동 제도가 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업구조조정을 저해한다는 지적과 함께, IMF에서도 적대적 M&A의 허용과 함께 동 제도의 폐지를 적극적으로 요구하면서 1998년 2월 폐지.
<p style="text-align: center;">공개매수제도 정비</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 이후 공개매수제도는 적대적 M&A를 용이하게 하는 방향으로 점차 법개정 작업이 이루어졌음. - 2001년 3월 증권거래법은 공개매수제도를 공고 후 사후신고제로 전환하고 공개매수 개시를 위한 대기기간을 7일에서 3일로 단축하였음. 또한 반복공개매수의 제한 기간을 기존의 1년에서 6개월로 단축함으로써 적대적 M&A를 용이하게 하는 방향으로 개정됨. - 반면, 공개매수 기간 중에는 공개매수대상회사에 대하여 의결권 있는 주식수의 변동을 초래할 수 있는 주식 등의 발행 및 그 발행에 관한 이사회, 주주총회의 결의를 금지함으로써 제3자에 대한 신주배정 혹은 전환사채 등의 발행을 통한 적대적 M&A 방어를 어렵게 하는 방향으로 개정됨.

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

외국인의 주식취득한도 제한의 폐지

<p>외국인 투자 관련 제도의 역사</p>	<p>□ 한국에서의 외국인 주식투자는 1991년 12월까지 외국인 전용수익증권, 코리아 펀드 등을 통한 간접증권투자만 허용되었음.</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1981년 11월 증권시장 개방 초기단계에서는 외국인이 증권시장에 미치는 영향을 극소화하고 외국자본의 조달창구를 다양화하기 위해 국제투자신탁을 제한적으로 운영하였음. 이에 따라 1981년 11월 19일 한국투자신탁이 3,00만달러 상당의 외국인전용수익 증권을 발매하여 형성된 투자신탁의 90%이상을 주식에 투자. - 1984년 5월15일에는 외국인 전용수익증권보다 진일보된 형태로 코리아펀드가 설립되어 간접투자 기회가 확대. - 1987년 12월1일에는 간접투자 기회를 확대하고, 외국인에게도 직접적인 증권투자를 허용하는 것을 기본방향으로 정하고 기발행된 해외전환사채를 주식으로 전환할 수 있게 하였음. <p>□ 1991년 9월30일에는 ‘외국인의 주식매매거래등에 관한 규정’을 제정함으로써 외국인의 증권투자에 관한 세부적이고 구체적인 사항을 정립, 1992년 1월 3일부터 제한적으로 한국주식에 대하여 외국인이 직접 투자할 수 있도록 처음 허용하였음.</p>
<p>외환위기 이후 주식취득 규제의 폐지</p>	<p>□ <u>한국이 OECD가입 이후 자본자유화 협약에 따라 단계적으로 외국인의 국내 주식취득 제한을 상향조정 해오다가, 외환위기 이후 유동성 위기를 해소하기 위한 외자유치의 절박성과 IMF와의 시장개방 합의에 따라 1998년 5월25일 완전철폐 되었음.</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - 외국인이 국내 주식시장에서 주식을 취득할 수 있는 한도는 외환위기 이전 23%에 불과하였음. - 1997년 11월3일에는 종목별 외국인 전체투자한도를 일반상장법인은 26%, 공공적법인은 21%로 확대. 종목별 외국인 1인당 투자한도도 일반상장법인인 경우 7%, 공공적법인의 경우 1%로 확대하였음. - 그러나 <u>외자도입의 절박성과 IMF와의 개방합의에 따라 1997년 12월 30일부터 종목당 전체외국인투자 한도가 55%로 상향조정 되었으며, 동일 외국인의 경우에도 50%로 확대되면서 외국인에 의한 적대적 M&A가 완전히 자유화되게 되었음.</u>

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련제도의 변화

외국인의 주식취득 관련 규제

<p>기타 규제 경과</p>	<p>□ <u>외국인의 국내주식취득에 대한 규제는 지분을 제한 뿐만 아니라, 해당 회사의 이사회 동의를 거치도록 하였으나 이러한 규정도 1998년 5월 25일 완전 철폐되었음.</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - 1998년 2월24일 개정된 ‘외국인투자및외자도입에관한법률’에서는 외국인이 방위산업체를 제외한 국내 회사 주식의 1/3 이상을 취득하고자 하는 경우에 해당 회사의 이사회 동의를 거치도록 하였으며, 1/3 미만인 경우에는 이러한 이사회 동의를 거치지 않아도 되는 것으로 법개정. 동법 제8조의2제1항 - 그러나 1/3이상이라는 규제도 1998년 5월25일 개정시 폐지되었으며, ‘외국인투자및외자도입에관한법률’은 1998년 9월16일 완전폐지되고 외국인투자촉진법에 의해 대체됨. <p>□ <u>또한, 외국인인 총자산 2조원 이상의 국내기업에 대해 주식을 취득하고자 할 경우 정부의 허가를 요건으로 하던 외국인투자법 시행령도 1998년 4월 삭제되었음.</u></p>
---------------------	--

증권거래법상 특수관계인의 개념

<p>증권거래법 개정</p>	<p>□ 증권거래법상 적대적 M&A의 허용됨에 따라 주식을 분산 소유하거나 공동보조를 취함으로써 공개매수 제도, 대량보유보고제도 등의 규제를 피하고자 하는 경우에 대한 제도적 보완으로 '공동보유자' 개념을 1997년 3월 도입하였고, 1998년 2월 개정 시행령에서 강화하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> - 1997년 3월 개정법 시행령에서는 공동보유자를 “본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 공동으로 주식 등을 취득 또는 처분하거나 의결권(의결권 행사를 지시할 수 있는 권한을 포함)을 공동으로 행사할 것을 합의한자”로 정의하였음.(시행령 제10조의 3 제4항)
---------------------	---

I. 서론: 적대적 M&A의 가능성

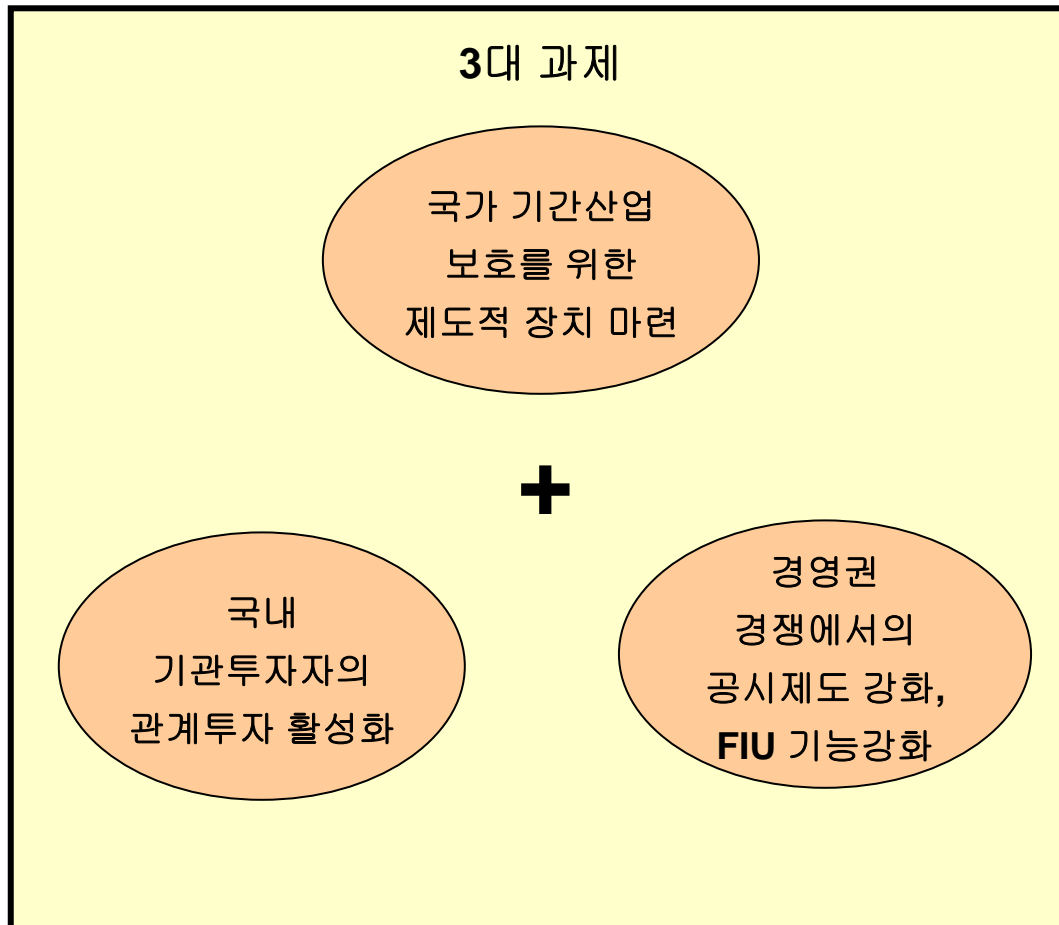
II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

IV. 문제해결을 위한 대안

IV. 문제해결을 위한 대안

한국경제는 안정적 경영권을 통한 성장동력 신장이라는 장점을 살리면서 지배구조 개선을 통한 주주권한을 보장하는 두 마리 토끼를 모두 잡기 위한 노력과 제도보완이 필요한 시점임.



1. 안정적 경영권 확보를 통한 성장

장기적인 관점에서의 투자를 가능하게 함으로써, 장기적으로 기업가치를 증대시킴으로써 지속적 경제성장 달성.

2. 지배구조 개선

경영권이 장기적으로 보장됨으로써 부당한 내부거래와 경영진의 안주화 현상이 나타날 수 있어, 주주권한을 보호하고 주주가치를 높이는 투명성과 책임성을 강조한 지배구조의 개선이 필요함.

IV. 문제해결을 위한 대안

선진국의 경우를 살펴 보면 기관투자자와 기업이 관계투자(Relation Investment)를 통해 지배구조 개선과 경영권 안정의 두 마리 토끼를 모두 잡은 Case를 확인할 수 있음

<p>관계투자 정의</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 기관투자가와 경영자가 적극적인 협조와 지속적인 대화를 통해 경영자는 기업에 대한 정보를 제공하고 기관투자는 경영활동에 대해 정기적인 검토와 감시활동을 수행 - 기관투자가가 재무계획이나 지배구조 등에 대해 조언하고 전반적인 경영계획을 협의를 통해 수립하면서 장기적인 우호관계를 형성해 나가는 기관투자자의 투자패턴
<p>미국의 관계투자 발전</p>	<ul style="list-style-type: none"> □ 미국은 80년대말, 90년대 초 적대적 M&A의 폐해가 집중적으로 나타나면서 기업에 대한 견제/감시 역할의 현실적인 대안으로 기관투자자가 기업의 장기투자이자 주요 주주로의 역할을 담당하는 관계투자가 발전하였음 <ul style="list-style-type: none"> - 미국의 경우 80년대 들어 기관투자자들이 기업지배구조 개선을 적극 요구하면서 캘리포니아공무원연금기금(CalPERS: California Public Employee Pension System) 등을 중심으로 일부 경영에 참여하였으나 보편화 된 것은 90년대 이후임 - 90년대 초 경기침체로 투자자들의 고위험 회피가 나타나고 적대적 M&A는 피인수 기업의 집단해고나 공장폐쇄 등을 초래함으로써 적대적 M&A에 대한 부정적인 여론이 확산되었고 이에 현실적 대안으로 기관투자자의 관계투자 활성화가 중요하게 대두되었음 - 미국식 관계투자는 폐쇄적인 안정주주의 측면을 강조하기 보다는 위임장 권한의 활용이나 주주제안권, 주주의결권 행사, 회사경영진과 직접 교섭 등으로 기업지배구조를 적극적으로 개선하는 주주행동주의(shareholder activism)에 가깝게 발전되어 왔음

IV. 문제해결을 위한 대안

선진국과 비교해 보았을 때, 한국 기관투자자의 주식투자 비중은 영미식 주식시장 중심 국가 뿐만 아니라, 독일, 일본 등 유럽식 은행 중심 국가보다도 매우 낮은 수준을 보이고 있음.

기관투자자의 GDP 대비 금융자산 비중이 매우 낮아 기관투자자의 운용자산 자체가 많지 않을 뿐만 아니라, 기관투자자의 주식투자비중도 매우 낮음.

기관투자자의
주식투자비중
국제비교

	OECD	자본시장 중심국		은행 중심국			한국
		미국	영국	독일	프랑스	일본	
GDP 대비 금융자산 규모	241%	191%	191%	81%	132%	95%	77%
금융자산 중 주식비중	28%	44%	65%	29%	43%	16%	6%

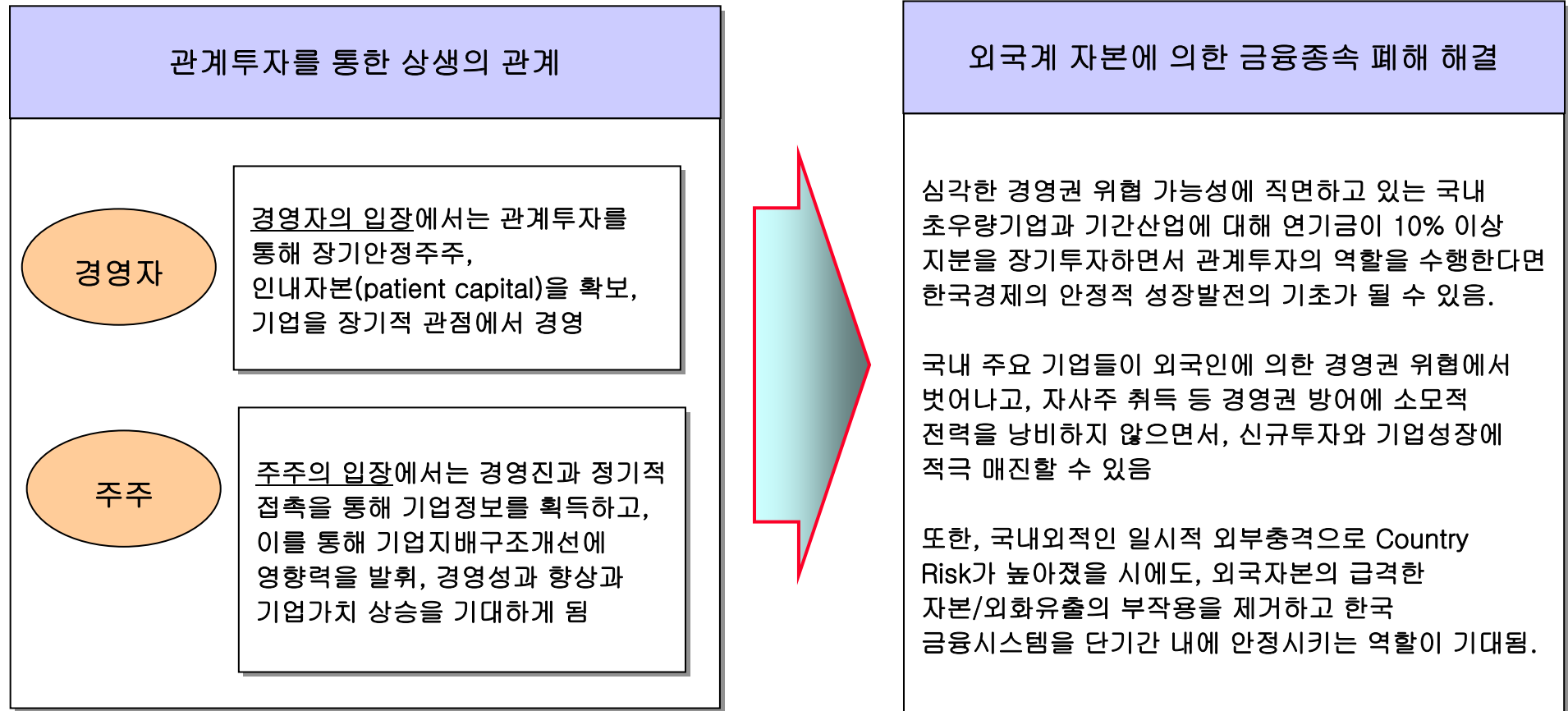
자료: OECD Institutional Investors Statistical Yearbook(2003), 2001년 기준

연금의
주식투자
비교

- 특히, 연금이 국내 주식시장에서 차지하는 비중이 2.6%에 불과하여 국내 장기투자자로서 외국계 펀드에 대항할 만한 안전판 역할을 전혀 하지 못하고 있음.
- 반면, 미국의 경우 34.5%, 영국은 28.3%, 일본도 8.7%를 국내 연금에서 투자함으로써 안정적 국내 금융자본의 역할을 수행하고 있음.

IV. 문제해결을 위한 대안

결국 정부가 주도하고자 하는 기업지배구조 개선을 이루면서 경영권 위협 우려를 해소 시킬 수 있는 방안으로 국내 기관투자자의 육성과 '관계투자'의 활성화가 우리 나라 현실에서도 바람직함




현재 연기금 관련법 개정을 통해 연기금의 주식투자 확대를 추진중이나 가장 핵심적인 문제인 의결권 허용 관련 찬반논란이 있음. 관계투자의 역할을 위해서는 의결권 허용이 반드시 필요.

IV. 문제해결을 위한 대안

현행 외국인 투자촉진법 체계하에서는 외국인에 의한 경영권 위협 등 적대적 **M&A**로부터 중대한 국가적 이익을 보호하기 어려워 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위한 법개정이 필요함

현행 법령상, 업종 열거주의 방식의 외국인투자 규제와 문제점

- ✓ 우리나라는 외국인투자촉진법 제4조에서 외국인투자 규제에 대해 1)국가안전, 공공질서유지, 2)국민보건 위생, 환경보전, 미풍양속부합, 3) 대한민국법령준수라는 포괄적 보호근거가 있으나, 실제적용은 외국인 투자가 제한되는 업종과 제한내용을 열거하는 업종 열거주의 방식을 취하고 있음.
- ✓ 이러한 **Negative** 규제방식으로는 외국인의 경영권 위협이나 적대적 **M&A**로 인하여 국가의 안전보장과 이익에 중대한 위협이 초래될 우려가 있는 경우에도 대통령령이 미리 그 제한내용을 정하지 않고 있는 경우에 이를 규제할 방법이 없음.
- ✓ 세계경제와 첨단산업의 발전은 급속도로 변화하는 국제환경 속에서 중대한 국가적 이해관계가 걸린 중요한 업종과 제한내용은 급속히 확산, 변화할 수 있지만 법령상의 업종 열거주의 방식은 이러한 변화에 적절히 대응할 수 없음.



국가안보와 관련된 국가기간산업에 대한 경영권을 인수하고자 할 경우, 정부의 조사와 승인이 필요하도록 법개정이 필요함.

IV. 문제해결을 위한 대안

국가기간산업 보호의 한 사례로 다국적 기업인 Shell이 호주의 국적기업인 Woodside를 적대적 인수하고자 한 것에 대해 호주정부가 국가 이익의 보호를 이유로 불허한 것을 들 수 있음.

Shell의 적대적 인수 시도

- ✓ Shell은 Woodside의 지분 1/3을 소유하고 있었으나 56%로 지분확대를 통해 적대적으로 Woodside의 지배권을 취득하고자 하였음(10 billion\$ bid).
- ✓ 반면, 호주는 자본자유화 협약 예외규정으로 "*Foreign Acquisitions and Takeovers Act 1975*"에 의해 총 자산 가치 US\$50 million 이상인 호주기업의 부분적 내지 지배 목적의 인수에 대해 FIRB(Foreign Investment Review Board, 의장: 재무부 장관)의 허가를 받도록 하고 있음.
- ✓ Woodside는 호주의 1975 법안상 외국인 인수합병 시도시 허가가 필요한 회사임. (Woodside는 HP Billiton Ltd, Rio Tinto Ltd에 이어 호주에서 세 번째 규모의 천연자원 회사. 이 회사는 호주 북서 대륙붕(세계적 수준 천연가스 보고)과 근해석유, 천연가스에 이권을 가지고 있음).

호주정부 불허

- ✓ 호주의 재무장관인 Peter Costello는 Shell의 Woodside 기업인수 시도에 대해 국가적 이익에 반한다는 이유를 들어 2001년 4월 23일 허가를 거절하였음.
- ✓ 여기에는 Shell이 자사의 글로벌 전략의 일부분으로서 Woodside를 운영할 것이며, 호주의 사업에 대한 이해 관계를 고려하지 않을 것이라는 우려가 작용
- ✓ Shell은 자사의 적대적 M&A가 오히려 호주의 국가적 이익과 합치한다고 주장하였지만, 상당한 market power를 가지고 있고, 호주거점 이외에도 수많은 multi-plant를 가지고 있는 Shell이 주주가치 극대화라는 목표와 호주의 국가이익을 항상 일치시킬 수 없다고 보는 것이 정설.

IV. 문제해결을 위한 대안

국내기업과는 달리 외국계 사모펀드에 대해서는 정체파악이 어려운 취약한 공시제도로 인해 비대칭적 우대의 허점 존재. 특히, 경영권 분쟁과 관련한 공시제도에 상당한 문제점이 있음.

공시제도 목적

- ✓ 투자자로 하여금 회사의 제반 정보를 투명하게 파악할 수 있게 하여, 투자자 자신의 책임 하에 주식의 매매 행위 등을 결정하게 하는 것임. 따라서 정보의 진실성과 정보공개의 대칭성이 매우 중요함
- ✓ 특히 적대적 M&A가 예상되는 경우에는 통상적으로 주가가 크게 변동하기 때문에 투자자 보호의 차원에서 보다 투명하고 대칭적인 정보의 제공이 필수불가결함

외국계 펀드 관련 공시제도 문제점

- ✓ 외국계 사모펀드는 펀드실체와 펀드간 관계에 대한 실질적 공시가 없어, 동일인 관련여부와 법 적용이 쉽지 않은 상황
- ✓ 이들이 분할매수로 적대적 M&A를 시도한다면 지분관계 등 실제 파악이 되지 않은 상태가 발생, 적절한 경영권 방어수단의 강구가 불가능

5% 공시제도 관련 문제점

- ✓ 흔히 5% rule이라고 알려진 주식다량보유보고제도는 우리나라가 미국제도를 그대로 도입했음에도 불구하고, 그 공시내용과 범위가 미국제도에 비해 상당히 부실하게 구성되어 있기 때문임
- ✓ 우리나라에서는 외국계 펀드가 수개의 펀드, 혹은 우호적 세력과 결탁해 지분을 분산 매입하는 경우, 공시의무 위반 여부를 알기 어려울 뿐더러, 법제도의 허점을 피해 공시 회피가 가능한 상황임
- ✓ 특히, 경영권 취득목적 기재하는 항목이 매우 부실. 미국은 취득목적 추론할 수 있는 구체적인 정황사실, 예컨대 회사정리, 자산처분, 이사진 변경, 추가적인 지분취득 계획 등 9가지 중요계획을 포괄적으로 기재하게 하고 있어, 보고서가 적어도 100여 page에 달하지만, 우리나라는 올해 초까지만 해도 취득목적 객관식으로 단 한 줄 기록하는 것에 불과
- ✓ 금년 4월 1일부터 취득목적의 기재사항을 이전의 객관식에서 서술식으로 변경했지만 그 기재내용이 아직까지 미국의 공시수준에 크게 미치지 못하고 있음

End of Document