

# 적대적 M&A 방어 정책 시급하다

일본 적대적 M&A 증가	▷ M&A 증가 - 2005년 2,725건(전년 대비 23.2% 증가) - 과거 20년 동안 10.5배 증가
	▷ 적대적 M&A 증가 - 2003년 2건, 2004년 4건, 2005년 7건으로 증가

## 적대적 M&A 위협이 가중되고 있는 일본 기업

개편된 정관적 M&A 규정	일본기업의 투자매력 부활  ▷ 장기불황으로 상장 기업의 추가 폭락  ▷ 회복되지 않은 주가 - 2006년 말 현재 닛케이 평균주가는 버블붕괴 전 최고치 3만 8,915.87엔의 43.8%에 불과함	주식상호보유제도 붕괴  ▷ 회계제도 변화 - 취득원가주주의에서 시가주의로 회계 제도가 변경되어 업적 나쁜 기업의 주식보유를 회피  ▷ 금융기관 부실 - 버블붕괴로 부실해 진 금융기관의 행정 지도에 따라 주식의 상호보유제도 붕괴  ▷ 정보공개 개선 - 미래지향적 정보공개 로 주식상호보유감소	외자계 매수 펀드 등장  ▷ 일본은행의 부실채권 비즈니스 - 1997~98년에 걸쳐 약 20조 엔 규모의 부실채권을 약 3조엔 에 외국펀드에 매각  ▷ 경영파탄기업 증가 - 버블붕괴 후 경영 파탄 기업의 증가로 외국펀드의 기업매수 본격화  ▷ 기업재생 비즈니스 증가 - 2000년부터 일본기업 의 사업재편 본격화로 자회사 매각 증가	M&A 관련 법제도 개선  ▷ 순수주식회사 도입 - 본업이 없이 타사의 사업 회사를 지배하 는 회사 설립 가능  ▷ 회사법제 개혁 - 간이합병제도 도입 (1997년) - 주식교환 및 이전 제도 도입(1999년)  ▷ 회사분할제도 도입 - 조직재편세제 정비로 주주과세와 기업 간 자산 이전으로 발생 하는 양도차익과세 연장이 가능
-------------------------	---	--	--	--

## 적대적 M&A의 증가

정관적 M&A 사유	성공 사례  ▷ 베링거인겔하임사의 에스에스제약 적대적 M&A - 양 기업간 시너지 효과 등 - 경영 독립 인정 - 지사회 공헌 등 우호적 M&A라는 이미지 확산 등  ▷ C&W의 IDC에 대한 적대적 M&A - 주주가치 확대 - 판매수 기업과의 커뮤니케이션 지속 - 독점금지법 등 제도적 요건 충족 등	실패 사례  ▷ Trafalar & Glen International의 미네바에 대한 적대적 M&A - 단기이익 획득을 위한 투자 등  ▷ MAC의 쇼에이사에 대한 적대적 M&A - 사업연관성 희박 - 의도적 적대적 M&A 이미지 - 단기 수익 추구 - 낮은 TOB(공개매수) 프리미엄 제시
------------------	--	--

## 사업연관성이 낮은 기업 또는 단기차익 추구를 위한 적대적 M&A 방어 수단 필요성 증대

개편된 정관 규정	▷ 적대적 매수 방어 3원칙 등 적대적 M&A 방어 지침 작성 및 배포 - 기업가치와 주주 공동 이익 확보 및 향상: Greenmailer(단기차익을 노린 투자자) 방어, 초토화목적 매수 방어, 강압적 2단계 매수 방어, 대항 시간 및 교섭력 확보 - 사전 공개 및 주주 의사원칙: 방어책 사전 공개, 유사시 이사회 판단에 대한 주주총회의 승인 - 필요성 및 타당성의 원칙 등 제시: 방어의 적법성과 합리성 추구  ▷ 신회사법(2005년) - Rights Plan (Poison Pill): 적대적 매수자가 일정 비율의 주식을 매입하면, 그 이외의 주주에게 자동으로 신주가 발행되도록 함으로써 적대적 매수자의 의결권 비율을 저하시키는 방법 - 황금주: 우호적 주주에 대한 양도제한 및 거부권이 있는 주식(황금주)의 발행 가능 - 의결 요건 강화: 회사는 합병, 주식 교환 승인, 이사해임에 관한 주주총회 의결요건을 정관에 규정하여 강화 할 수 있음(예를 들면, 의결권의 90%)
-----------------	--

개편 기업	▷ 매수방어책 도입 일본 상장기업 급증 - 2005년 27개사에서 2006년 5월 19일 현재 104개사로 급증
----------	---

## 적대적 M&A 방어 수단 확충 주주가치 및 기업 가치 확충 시급

시사 점	▷ 정부는 적대적 M&A 방어 지침 마련 뿐 아니라 기업이 공정한 수단을 통해 적대적 M&A를 방어할 수 있도록 관련 법제도 개선이 시급하다.	정부  기업
	▷ 기업은 기업가치 확대, 기업의 사회적 책임 강화를 통한 주주·종업원·지역 사회 등 Stakeholder 가치 최대화 등으로 적대적 M&A에 적극 대응해야 할 것임	

□ 국내기업, 企業價値 제고 노력 시급

- 일본의 적대적 M&A 사례와 시사점-

1. 증가하는 일본의 적대적 M&A

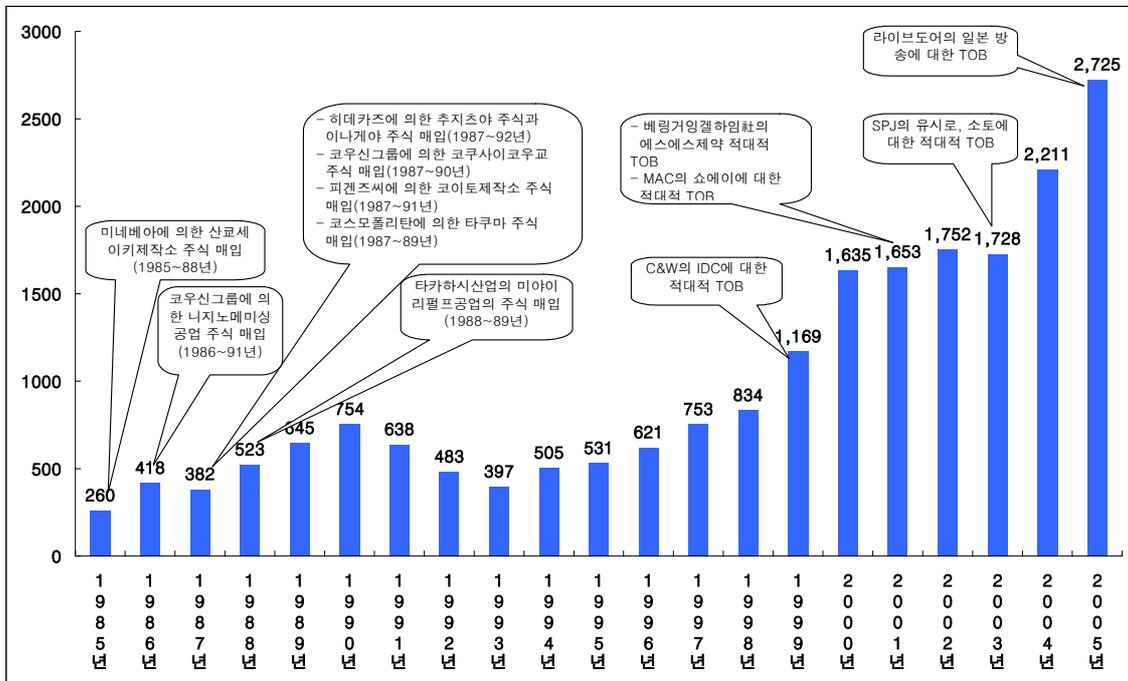
○ (일본의 M&A 증가) 최근 일본의 M&A가 급증하고 있으며, 이에 따라 적대적 M&A도 증가하고 있음

- (M&A 증가) 일본의 M&A는 버블 붕괴 이후 감소세를 보이다가 1990년대 후반에 급격히 증가하고 있는 추세임

· 일본의 M&A 전문회사 레코프에 의하면 2005년 일본의 M&A 건수는 총 2,725건으로 전년대비 23.2% 증가하였으며, 과거 20년 동안 10.5배 증가 (1985년 260건 대비)한 규모임

< 일본의 M&A 추세와 주요 적대적 M&A >

(단위: 건)



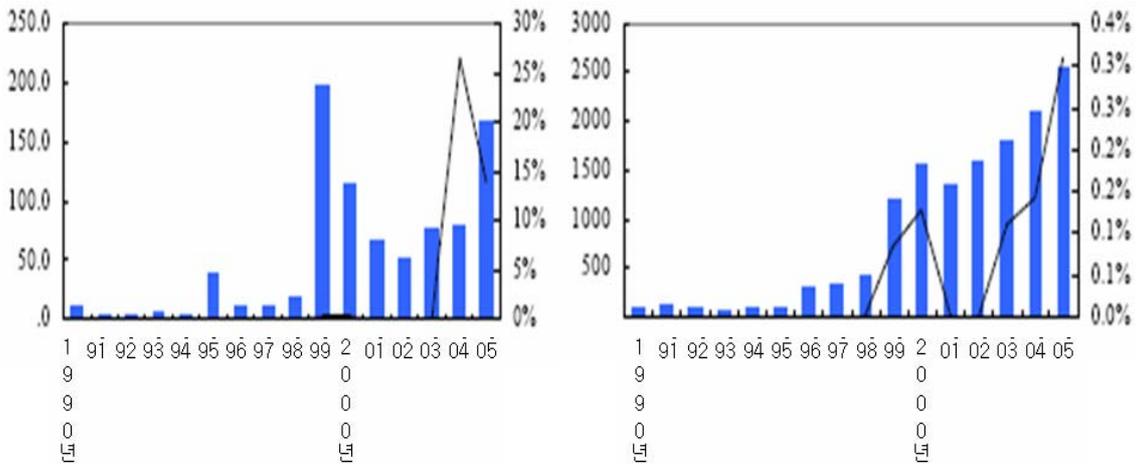
자료: 레코프, 經濟産業省 企業價値研究会, ‘公正な企業社会のルール形成に向けた提案’, 2005년 4월 22일; ‘敵對的買収防衛策(企業價値防衛策)의整備:企業價値研究会의論点公開の骨子と企業價値防衛指針策定に向けた対応(参考資料)’, 2005년 참조.

- (적대적 M&A의 증가) 최근 들어 M&A의 증가와 함께 적대적 M&A 건수 또한 증가하고 있음
- Thomson Financial 발표에 의하면 일본의 적대적 M&A 건수는 2003년 2건, 2004년 4건, 2005년 7건으로 점차 증가하는 추세에 있으며, 규모 또한 급증했음

< 일본의 적대적 M&A 비율 >

금액 기준(단위: 10억 달러)

건수 기준(단위: 건)



자료: Thomson Financial, '2005년 M&A 리어그테이블(日本)', www.thomsonfinancial.co.jp.

주: 공표 건수 기준임.

2. 일본의 적대적 M&A 증가 원인

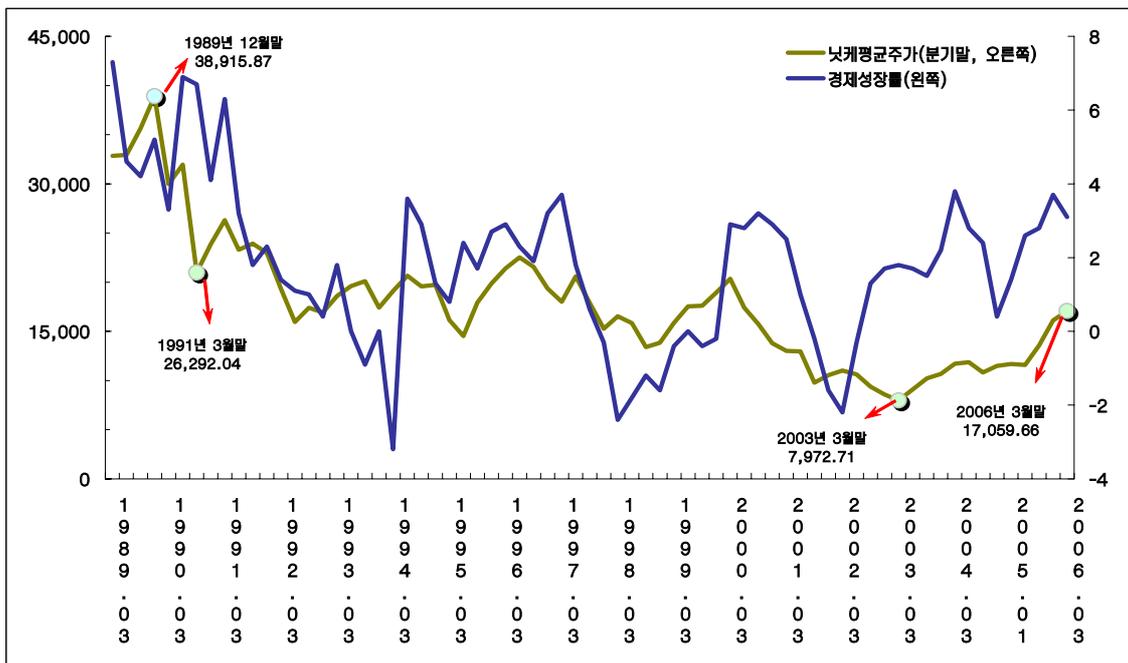
- (일본기업의 투자 매력 부활) 장기불황에 의해 실적 대비 평가 절하되어 있던 기업이 많아 일본 기업의 투자 대상으로서의 매력이 부활하는 등 M&A 시장이 활성화되고 있음<sup>1)</sup>
- (저평가되어 있는 일본기업들) 장기불황 기간 동안 급락한 일본 상장 기업들의 주가가 최근 회복세에 있으나, 아직도 버블 붕괴 전의 절반 수준에도 못 미치는 등 시장에서의 평가가 절하되어 있는 상황임

1) 이하 古市峰子, '非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方', *IMES Discussion Paper Series*, 2002-J-38, 日本銀行金融研究所, 2002년 12월; 松村克宏, 徳能常弘, '連結財務諸表中心へのディスクロージャー制度改訂の問題点: アナリストの視点から考える', 『立命館経営学』, 第42卷 第2号, 2003년 7월; ニッセイ基礎研究所, '生保会社のディスクロージャー', 『ニッセイ基礎研究所レポート』, 1999년 4月号 참조.

- 회복되지 않은 주가: 2006년 3월말 현재 닛케이평균주가는 버블붕괴 후 최저 수준인 7,972.71엔(2003년 3월말)에서 2.1배 수준인 1만 7,059.66엔으로 상승하였으나, 주식시장 버블붕괴 전 최고치인 3만 8,915.87엔(1989년 12월 말)의 43.8% 수준에 불과함

< 일본의 경제성장을 및 주가 추이 >

(단위: 엔, %)



자료: 日本 內閣府, 日本經濟新聞.

- (주식상호보유제도 소멸) 버블붕괴 후 회계제도 변화와 함께 일본의 금융 기관들은 행정지도에 의해 합병 상대를 구해서 구제 받는 경우가 증가했는데 이 과정에서 주식상호보유가 자연스럽게 와해됨
- 회계제도 변화2): 버블붕괴 후 기업 회계기준이 취득원가주의에서 시가주의로 바뀌면서 업적이 나쁜 기업의 주식 보유가 결산에 악영향을 미치는 등 경영상 불리한 요인으로 작용한다고 판단, 구조조정이나 결산 시 적자 발생 방지를 위해 주식상호보유제도를 해소하려는 움직임이 강화됨

2) 아래 정보공개 또한 회계제도의 개선을 중심으로 하고 있으나, 여기에서는 주식상호보유제도의 붕괴에 미친 영향을 설명하고자 회계제도의 변화를 언급함.

- (정보공개 개선) 일본은 최근 미래지향적 정보(foward-looking information)와 기업 업적 예측 또는 경영자의 견해에 관한 니즈의 증가와 회계정보의 유용성 저하로 인해 정보공개(Disclosure)에 관한 규제를 개선함<sup>3)</sup>
  - 미래지향적 정보에 관한 니즈 증가: 글로벌화, 세계적 경쟁 심화 등에 의해 기업을 둘러싼 경제구조나 경제 환경이 급변함에 따라 리스크 정보나 무형자산에 관한 정보와 같은 미래지향적 정보가 매우 중요하게 되었음
  - 기업 업적 예측 및 경영자의 견해에 관한 니즈 증가: 더욱이 미래 예측을 위해서는 경영자의 관점에서 본 이익 정보나 경영자 자신에 의한 업적 예측 등 경영자가 실질적으로 의사결정을 수행함에 있어서 활용하는 정보 및 그것에 근거한 경영자의 견해가 더욱 중요한 의미를 가짐
  - 회계 정보의 유용성 저하: 과거의 회계정보는 재무회계와 관리회계라는 전통적인 구분이 중시되었기 때문에 내부관리정보가 충분히 반영되지 않아 투자자의사결정에 있어서의 유용성이 저하될 우려가 있었음
  
- (외자계 매수펀드 등장) 버블붕괴 후 일본은행의 부실채권 비즈니스 공개, 경영 파탄 기업의 증가, 기업 재생 비즈니스 증가 등에 의해 외자계 매수펀드의 일본 진출이 가속<sup>4)</sup>
  - (일본은행의 부실채권 비즈니스) 1997~1998년에 걸쳐 일본은행이 보유하고 있던 부실채권의 일괄 매각이 이루어지면서 외국 자본의 진출이 증가함
    - 외국자본의 대규모 채권 구입: 1997~1998년에 걸쳐 일본은행은 장부가로 약 20조 엔 규모에 달하는 부실채권을 불과 약 3조 엔에 외자계 투자펀드에 매각함
  
  - (경영 파탄 기업 증가) 1998년부터 경영 파탄에 이른 일본기업들이 증가하기 시작하면서 외자계 매수 펀드의 기업 매수가 본격화되기 시작함

3) 이들 비회계 정보의 자발적 공개와 관련된 경영자의 인센티브는 경영자에 대한 신뢰성 향상, 장기적인 투자자의 확보, 해당 기업 추종 애널리스트의 증가, 신규 자금조달의 용이, 주가의 상승, 소송 리스크의 회피, 경영전략상의 인센티브 등이 있으며, 경영자는 이들 비회계 정보의 제공 또는 비공개를 통해 경영 성과를 향상시킬 수 있음. 古市峰子, 2002年 12月, 동상서; Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E., 'Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital', *The Journal of Finance*, Vol.46, 1991, pp.1325-1359; 中央青山監査法人 & PwCコンサルティング訳, 企業情報の開示, 東洋経済新報社, 2002年 참조.

4) 日本貿易振興會 經濟情報部, '日本における外資継投しファンドの動向', 2002年 6月 참조.

- (기업재생 비즈니스 증가) 2000년 이후 대기업의 사업부문이나 자회사, 경영 승계 문제가 심각한 중소기업 등 경영기반이 비교적 견고한 사업에 대한 외자계 매수펀드의 진출이 활발해졌으며, 대표적인 사례로는 닛산자동차의 사업 재편에 따르는 자회사 매각을 들 수 있음

< 외자계 매수펀드의 법적정리적용기업에 대한 매수 사례 >

투자결정 및 실시기간	투자처	적용 법률	투자펀드
1999년 12월	日本長期信用銀行 (현 新生銀行)	금융재생법	리플우드(미국)
2000년 5월	幸福銀行 (현 關西사와야카銀行)	금융재생법	日本인베스트먼트 파트너스 (WL로스 앤드 컴퍼니 외, 미국)
2000년 9월	日本債券信用銀行 (현 아오조라銀行)	금융재생법	소프트뱅크, 오릭스, 東京海上 火災保險(3사 컨소시엄, 일본), 사베러스(미국)
2001년 1월	東京相和銀行 (현 東京스타銀行)	금융재생법	론스타(미국)
2001년 6월	フェニックスリゾート	회사갱생법	리플우드(미국)
2001년 9월	日興電機工業	회사갱생법	재팬 리갈 캐피탈 파트너스(大 和, SMBC, WL로스 앤드 컴퍼 니의 합병회사)

자료: 日本貿易振興會 經濟情報部, ‘日本における外資継投しファンドの動向’, 2002년 6월.

< 닛산자동차의 자회사 매각 사례 >

실시 시기	매각 자회사	업종	투자펀드	매수 금액
2001년 1월	밴테크	물류	쓰리아이(영국)	150억 엔
2001년 4월	닛산陸送 (현 제로)	차량운송	AIG 재팬 파트너스(미국), 東京海上 파트너스(일본)	170억 엔
2001년 4월	나이르스부품	스위치부품	리플우드(미국)	100억 엔
2001년 10월	닛산아르티아 (현 아르티아)	자동차용 부품개발 및 판매	후지 캐피탈 매지먼트 (일)	불명
2001년 10월	이도	자동차 디자인 시장조사	NIF벤처스(일본), 후지캐 피탈 매니지먼트(일본)	수억 엔
2002년 2월	키리우	자동차 부품 제조 및 판매	유니존 캐피탈(일본)	불명

자료: 日本貿易振興會 經濟情報部, 2002년 6월, 동상서.

- (M&A 관련 법제도 정비) 버블붕괴 후 감소하던 일본의 M&A는 1990년대 후반부터 M&A 관련 법제도의 개혁이 계속되면서 다시 급증하였으며, 이와 함께 적대적 M&A도 증가함
  - (독점금지법 개정) 순수주식회사의 설립을 가능하게 하는 등 독점금지법 관련 법률을 개정함
    - 순수주식회사 설립 가능: 일본에서는 본업이 없으면서 타사의 사업 회사를 지배하는 순수주식회사의 설립은 사업지배력이 과도하게 집중될 우려가 있어 독점금지법에서 금지하고 있으나, 1997년에 이러한 규제를 철폐하여 기업 그룹 재편, 기업 간 경영 통합 등을 용이하게 함
  - (회사법제의 개혁) 1997년에 간이합병제도 등이 도입되면서 합병제도가 간소화되었으며, 1999년에는 주식교환·이전제도가 도입되어 완전 자회사화나 지배기업의 설립이 용이하게 되는 등 회사법제를 개혁함
  - (회사분할제도 도입) 2001년 회사분할제도 도입으로 조직재편세제가 정비됨
    - 영향: 회사분할제도의 도입으로 그룹 내 또는 공동사업의 경우, 이전자산의 지배 지속이 가능하다는 이른바 경제실태의 실질적인 변화가 없는 합병 및 분할에 대해서 주식의 전환에 의해 발생하는 주주과세와 기업 간 자산이전으로 발생하는 양도차익과세의 연장이 인정됨
  - (연결납세제도 도입) 그룹 내 개별법인의 소득과 결손을 통산하여 법인세를 납부하는 연결납세제도를 도입함으로써 기업 정보의 투명성을 높여 투자자에 대한 정보의 비대칭성을 줄여줌으로써 M&A를 활성화함
  - (개정산업재생법 시행) 과잉설비나 채무를 지고 있는 기업의 경영 재건을 지원할 목적으로 1999년에 실시된 산업재생법을 개정, 사업자의 공동조직재편과 사업계승 등에 있어서의 조직재편신속화조치 등을 포함한 ‘산업활력재생특별조치법’ 시행(2003년)으로 M&A가 더욱 활성화됨<sup>5)</sup>

5) 산업활력재생특별조치법은 산업재편을 위한 지원을 강화하기 위해 채무초과기업이더라도 재건 계획에 따라서는 지원 대상으로 지정하는 ‘경영자원활용계획’을 포함하고 있으며, 간이조직재편 요건 완화, 현금합병과 삼각합병 허용 등 조직재편이 보다 원활히 이루어질 수 있도록 하는 법제상의 정비와 동시에 이루어졌음. M&A 관련 법제도 개정에 관한 논의는 經濟産業省 企業價值研究会, ‘公正な企業社会のルール形成に向けた提案’, 2005

### 3. 일본 기업에 대한 적대적 M&A 사례<sup>6)</sup>

#### 3-1. 성공 사례

○ (에스에스제약에 대한 베링거인겔하임社の 적대적 M&A) 에스에스제약과 제휴 관계에 있던 베링거인겔하임社は 시너지 효과와 지역사회에 대한 환원을 통해 우호적 M&A라는 인식을 확산시켜 2001년 에스에스제약에 대한 적대적 M&A를 성공시킴

- (적대적 M&A 시도 원인) 베링거인겔하임社は 에스에스제약과의 제휴를 통해 일본이라는 신규 시장을 개척하고자 하였으나, 제휴 기업이 에스에스제약의 협력이 약했기 때문임

· 베링거인겔하임社: 베링거인겔하임社は 개인 및 병원을 대상으로 신경, 호흡, 위장, 심장질환계의 부가가치가 높은 제약을 개발·판매하는 회사임

· 에스에스제약: 반면 에스에스제약은 일반 대중을 대상으로 하는 일반 약품에 강하며, 이 부문에서는 일본 국내 시장 2위의 기업이었음

· 성과 없는 제휴: 따라서 베링거인겔하임社は 에스에스제약을 통해 일본 시장 내 자사 제품 판매망 획득으로 신규 시장을 개척하고자 1999년 에스에스제약 주식의 19.1%를 취득하였으나, 에스에스제약이 이러한 기대에 부응하지 못함

- (적대적 M&A 시도) 결국, 베링거인겔하임社は 에스에스제약의 동이 없이 2001년 공개매수(TOB, take over bid)를 통해 에스에스제약의 전체 주식 가운데 33.4%를 추가 매집한다고 발표함

- (결과) 베링거인겔하임社は 에스에스제약의 주식을 공개매수에 의해 32.3%를 취득함으로써 합계 51.4%로 에스에스제약의 최대 주주 지위를 획득하여, 적대적 M&A에 성공함

年 4月 22日; M&A研究所, '活発化する企業のM&A活動と諸課題', 日本 内閣府 経済社会総合研究所, 2005年 10月 참조.

6) 이하 佐藤伊里, '日本における敵対的買収の研究: 3層構造モデルによる発生要因の分析', 博士学位申請論文, 早稲田大学, [http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/489/1/Honbun\\_3745.pdf](http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/489/1/Honbun_3745.pdf); 胥鹏, 'どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか', *RIETI Discussion Paper Series*, 06-J-008, 法政大学 RIETI 참조.

- (성공 요인) 베링거인겔하임社는 상호 시너지 효과, 에스에스제약의 경영 독립 인정, 지역사회에의 공헌 등에 의해 적대적 M&A를 성공시킴
  - 상호 시너지 효과: 베링거인겔하임社는 일본 매 판매채널 획득, 에스에스 제약은 부가가치가 높은 상품라인 및 생산성 효율화 등의 긍정적 성과를 얻는 등 매수 기업과 피매수 기업 간 상호 시너지 효과가 작용함
  - 피매수 기업에 대한 경영 독립 인정: 베링거인겔하임社는 매수 후에도 경영진 및 종업원을 매수 전과 동일한 조건으로 고용하였으며, 사외이사 파견 또한 1명에 그치는 등 피매수 기업에 대한 경영 독립을 인정함으로써 M&A 후 발생하기 쉬운 기업문화의 충돌을 회피함
  - 에스에스제약의 신용 확대: 에스에스제약은 베링거인겔하임이라는 대규모 제약회사에 매수됨으로써 기업 신용이 크게 확대, 판매 효과가 확대됨
  - 지역경제에 공헌: 베링거인겔하임社는 매수 후 공장신설을 통한 고용 확대 등 지역경제에 긍정적인 영향을 줌
  
- (C&W에 의한 IDC의 적대적 M&A) C&W(Cable & Wireless)는 NTT (Nippon Telegraph & Telephone Corporation)와의 3차에 걸친 TOB 경쟁에서 승리함으로써 IDC(International Digital Communication)에 대한 적대적 M&A를 성공시킴
  - (적대적 M&A 시도 원인) C&W는 당시 일본 내에서의 유일한 국제통신 전업 사업자인 IDC 매수를 통해 일본 국제통신 시장을 장악하고자 함
    - 피매수 전 IDC의 입장: 1998년 1월 IDC는 NTT에 대해 업무 제휴 신청을 하였으며, 1998년 6월에는 IDC와 NTT의 자회사인 NTT 국제통신이 업무 제휴에 돌입
    - TOB 경쟁 전 NTT의 입장: NTT는 1999년 7월 분할·재편을 통한 국제통신사업에의 본격 진출 이전에 부가가치가 높은 기업 대상 데이터 통신에 주력할 방침이었으나, 요금 경쟁이 치열한 국제전화 사업 진출에 IDC의 통신망과 인재를 활용하고자 했음
    - 매수 시도 전 C&W의 입장: C&W는 홍콩에서 높은 평가를 받고 있었지만 일본에서는 현지법인만을 두고 있었을 뿐 일본 국제통신 시장에 참여하고 있지 못한 상태여서, IDC 매수를 통해 일본 내 국제통신 사업에 진출하고자 함

- (적대적 M&A 성공까지의 경위) C&W는 NTT와의 3회에 걸친 TOB 경쟁에서 NTT보다 높은 프리미엄을 제시를 통해 TOB를 통한 적대적 매수를 성공시킴
  - C&W의 TOB 계기: 1999년 3월 IDC는 임시이사회를 개최하여 보유주식의 NTT 매각을 주주인 141개사에게 제안할 것을 결정했으나 기존 주주인 C&W가 이에 반발, 1주당 10만 엔의 조건으로 TOB를 실시한다고 발표
  - TOB 경쟁에서의 승리: C&W의 TOB 조건에 대해 NTT는 1주당 10만 5,764엔을 제시함으로써 3차례에 걸친 양사간 TOB 경쟁이 시작되었으나, C&W가 최종적으로 1주당 11만 577엔을 제시함으로써 NTT가 IDC 매수를 포기함(1999년 6월 8일)
  - 적대적 M&A 성공: 결국 C&W TOB 종료 후 IDC 주식의 97.67%를 확보하여 적대적 M&A에 성공함
  
- (성공 요인) 주주가치의 확대, IDC와의 커뮤니케이션 지속, 제도 요건 충족 등이 성공요인으로 작용함
  - 주주가치의 확대: NTT보다 높은 프리미엄을 제시함으로써 주주가치의 확대를 중시하는 C&W의 자세가 인식되면서, 기존 주주들이 C&W의 TOB에 응함
  - IDC와의 커뮤니케이션 지속: C&W는 IDC의 기존 주주였으며, 따라서 IDC 경영진 뿐 아니라 이사회와 의견을 나눌 수 있는 커뮤니케이션 틀을 가지고 있었음
  - 일본의 기업문화를 능가한 주주가치 확대: IDC의 최대 주주인 토요다는 C&W의 최초 TOB 제안에 대해 금액으로만 결정할 수 없다는 등 종래의 일본 기업문화를 중시하는 자세였으나, 최종적으로는 매수 금액이 상대적으로 작을 경우 자사 주주를 설득할 수 없으면서 C&W의 TOB에 응함
  - 제도 요건 충족: 당시 통산산업성 등 일본 정부기관에 의한 독점금지법 제기 등 외국기업에 대한 기업 매수 규제를 피할 수 있었음
  - 기타: 사업 중복, 대규모 인원 삭감 등이 없었으며 주주의 의사결정이 존중되었음

### 3-2. 실패 사례

- (Trafalgar & Glen International의 미네베아 적대적 M&A, 1985년) 미국의 투자회사 Trafalgar와 영국의 증권회사 Glen International은 미네베아에 대한 적대적 M&A를 시도했으나, 단기적 이윤 추구 등으로 실패함
  - (적대적 M&A 시도 원인) 국제적인 M&A를 둘러싸고 세계로부터 일본정부와 일본기업에 대한 비난이 고조되고 있는 가운데 미네베아가 해외로부터 조달한 자금으로 미국 기업을 매수, 이에 반발한 미국 투자 펀드인 Trafalgar가 미네베아에 대한 적대적 M&A를 시도함
    - 일본정부 및 기업에 대한 비난 고조: 1980년대 중반 일본정부는 자국기업의 외국기업 매수는 용인하면서 외국기업의 일본기업 매수를 저지하는 경향이 강해 세계적으로 'Double Standard'라고 비난받고 있었으며, 일본 기업은 'Superior Japanese Management Practices'라고 평해지고 있었음
    - 미네베아의 미국 기업 매수: 이러한 상황 하에서 미네베아는 유로시장에서 조달한 1억 달러를 이용하여 미국의 유력 베어링회사를 매수하였으며, 다른 기업에 대한 매수를 시도하고 있었음
    - Trafalgar의 적대적 M&A 시도: Trafalgar는 일본기업의 미국기업 매수가 가능하다면 자신들도 일본기업에 대해 매수할 권리가 있다고 주장, 1985년 8월에 미네베아에 대한 적대적 M&A 공개를 발표
  - (Trafalgar의 적대적 M&A 방법) 1985년 8월 Trafalgar는 Glen International이 보유하고 있는 주식, 전환사채 등 미네베아 지분 23%를 취득함으로써 최대 주주가 되었으며, 추가로 50% 이상의 지분을 취득함으로써 미네베아에 대한 적대적 M&A를 추진함
  - (미네베아의 방어책) 미네베아는 1차적으로 160억 엔의 전환사채를 중심으로 한 제3자 배당 유상 증자를 통해 우호지분을 확보하였으며, 이에도 불구하고 Trafalgar가 주식 매입을 지속할 경우, 동일한 방법을 통해 2차 방어에 나서겠다고 발표함

- **(Trafalgar의 적대적 M&A 실패)** 당시 일본 대장성은 미네베아의 방어책은 국가안보 차원에서 정당한 대응이라고 밝힌 반면, Trafalgar는 대장성의 의견은 'Double Standard'에 불과하다는 비판과 동시에 미네베아가 기존 주주 가치를 낮추고 있다고 소송을 제기하였으나 Trafalgar가 패소함
  - **Trafalgar의 패소 원인:** 일본 재판소는 본건에 대해 '국가보전'의 적용이 가능하고, 제3자 배당 유상 증자의 부당성에 관해서도 Trafalgar가 제기한 내용을 고려하지 않고 상법상 위법행위에 해당하지 않는다고 판결함
  
- **(실패 요인)** Trafalgar의 적대적 M&A 실패 원인은 외국인투자가라는 점 이외에 일본정부의 국가보전 요구, 단기 이익 획득을 노린 주식매입 등을 들 수 있음
  - **일본정부의 국가보전 요구:** 미네베아가 군사용 베어링을 취급하는 회사라는 이유로 당시 통산성이 대장성에 대한 국가보전 요구가 강했음
  - **단기 이익 획득에 대한 반감:** 외국인투자가가 주주가치 확대라는 관점에서 미네베아의 주식을 매입함으로써 단기 이익 획득이 목적이라는 사실이 드러나 이에 대한 반감이 고조됨
  - **TOB 조건의 부적절성:** Trafalgar가 제시한 TOB 조건이 현금에 의한 매입이 아니라 외국기업과의 주식교환이 포함되어 있었음
  - **미네베아 경영진과의 교류 결핍:** Trafalgar는 주식 대량 매입 이전에 미네베아 경영진과의 교류가 없었으며, TOB 단계에서 처음으로 경영진에게 협력을 요청하였으나 거절당함
  
- **(MAC의 昭榮에 대한 적대적 M&A, 2000년) MAC(M&A Consulting)**<sup>7)</sup>은 쇼에이(昭榮)社の 대주주에게 경영개혁의 필요성을 주장했으나 실행되지 않아 TOB에 의한 M&A를 시도하였으나, 적대적 M&A라는 인식의 확산 등에 의해 실패함

7) 전 통상성 관료인 村上世彰(무라카미 요시아키)가 설립한 M&A 전문 펀드로서 'Corporate Governance(기업 통치)'를 주장하면서 적대적 M&A를 정당화하고 추진함으로써 급성장한 투자 펀드로 최근 이에 대한 논란이 심화되고 있음. 週刊東洋經濟, 2006년 5월 20일 참조. '기업통치'란 통치할 권리를 보유하는 주주의 대리인으로서 선발된 이사들로 이루어진 이사회가 그 위임받은 권한에 근거하여 경영 방침과 전략에 대해 의사결정하고 집행에 있어서 기업경영자의 경영효율 향상과 주주에 대한 설명 책임의 이행을 감시하고 감독하는 행위를 말함. 기업통치의 정의에 대해서는 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム コーポレート・ガバナンス原則 策定委員会, 'コーポレート・ガバナンス原則: 新しい日本型企業統治を考える(中間報告)', 1997년 10월 30일.

- (적대적 M&A 시도 원인) MAC는 주주가치 확대 경영의 결핍, 비효율적인 경영 등을 이유로 쇼에이社에게 경영 쇄신을 요구하였으나 받아들여지지 않자 적대적 M&A를 시도함
  - 쇼에이社의 주주가치 확대 경영 결핍: 쇼에이社는 2000년 당시 주식 시가 총액(70억 엔)의 약 6배(600억 엔)에 달하는 부동산 자산을 보유하고 있었으나, 이를 유동화하여 수익성이 높은 사업에 투자하는 등 주주가치 확대를 위한 경영이 이루어지지 않고 있었음
  - 비효율적인 경영: 당시 대주주이자 경영진이었던 캐논(11.2% 지분 보유)과 후지은행(현 미즈호은행, 그룹 전체 약 14% 보유)은 쇼에이社의 업적에 관심이 없었을 뿐더러 기업 관계 강화에만 관심을 보이는 등 비효율적인 경영으로 일관하고 있었음
  - MAC의 경영 쇄신 요구 무시: 이에 MAC는 쇼에이社의 주식 일부를 취득(0.02%), 경영 쇄신을 요구했으나, 쇼에이社 측은 투자가 1인 1인을 전부 상대할 필요는 없으며, 자신들은 열심히 하고 있다고 수차례에 걸쳐 MAC의 요구를 무시함
- (적대적 M&A 방법) MAC는 880엔이었던 쇼에이社의 주식을 1,000엔에 매입하는 조건으로 TOB를 실시함
- (쇼에이社의 방어책) 쇼에이社는 이사회를 개최하여 TOB에 대한 반대 의사를 명확히 표현하고, 적자 사업 부문인 전자사업의 합리화 방안을 구체적으로 밝힘으로써 주가를 1,080엔까지 급등시킴
  - 이로 인해 주주가 MAC의 TOB에 응모하지 않게 되었을 뿐 아니라 2000년 3월 8일에 열린 주주총회에서 무라카미씨의 사외이사역 선임에 관한 의안이 부결되었고, 주당 1,288엔을 조건으로 자사주공개매입을 실시하여 MCA펀드의 보유주를 매입함으로써 적대적 M&A를 방어함
- (실패 요인) 낮은 프리미엄 제시, 강한 적대적 M&A 이미지, 사업 연관성 희박 등이 MCA의 쇼에이社에 대한 실패 원인으로 작용함<sup>8)</sup>

8) 최근 라이브도어의 닛뽀방송에 대한 적대적 M&A는 위에서 제시한 적대적 M&A의 실패 요인을 거의 모두 갖춘 것으로 평가할 수 있음. 라이브도어의 닛뽀방송에 대한 적대적 M&A 사례는 국내에서도 여러 차례 소개된 바도 있어 본고에서는 생략하기로 함.

- 낮은 프리미엄: TOB 조건으로 내세운 13.6%의 프리미엄 수준이 너무 낮아, TOB에 응하는 주주가 적었음
- 강한 적대적 M&A 이미지: MAC의 성격상 적대적 이미지가 너무 강해 경영진 및 주요 주주로부터 경계의 대상이 됨
- 사업 연관성 희박: MAC사의 TOB 목적이 사업 연계가 아니라 제3자 투자가였기 때문에 사업 시너지가 없었고, 경영을 맡길 정도로 경영진 및 주주로부터 신뢰를 받지 못했음
- 단기 수익 추구 의혹: MAC는 주주가치 확대만을 목적으로 한 단기 매매 투자자라는 의식이 주요 주주 및 경영진 사이에 고조되면서 MAC의 주장의 의의보다는 이에 저항하려는 움직임이 강했음
- 기타: 기업통치라는 개념이 일본기업에게는 널리 보급되지 않았으며, 지주회사 형태로 우호 지분 비율이 상대적으로 높았기 때문에 주식 매입이 곤란했음

#### 4. 일본 정부의 적대적 M&A 방어 정책

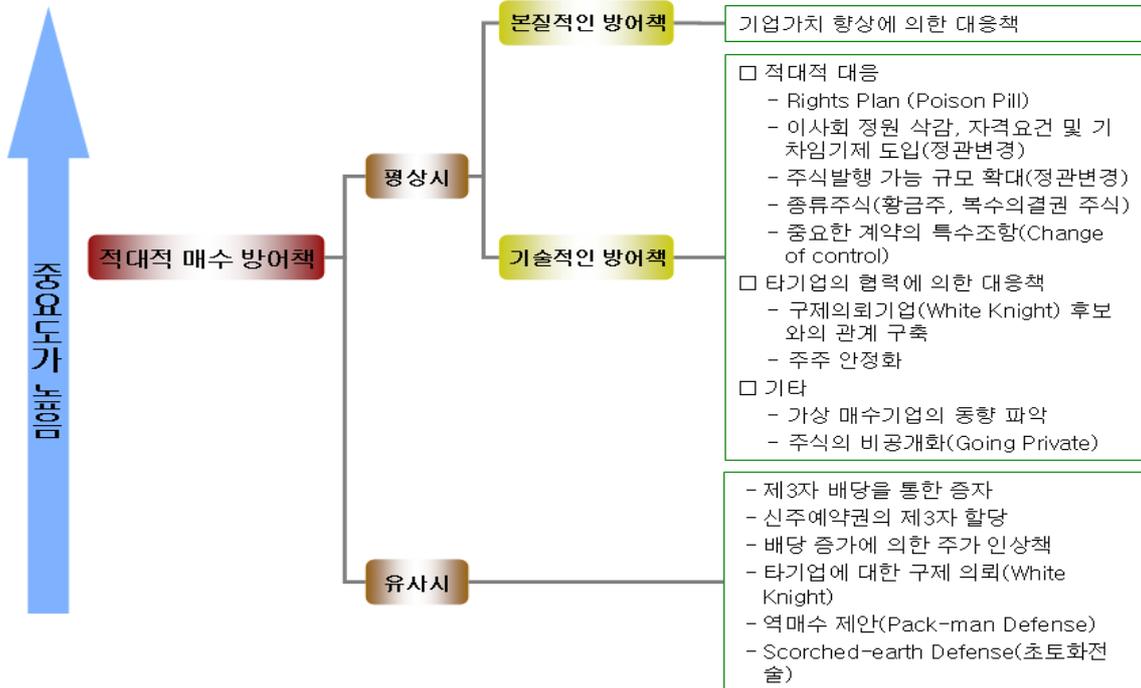
- (매수방어책에 관한 지침 제시) 일본 정부는 '기업가치연구회'의 보고를 통해 적대적 M&A 가이드라인을 제시하고 있으며, 이를 통해 공정한 M&A 및 적대적 M&A 방어가 이루어 질 것을 기대하고 있음
- (일본 법무성과 경제산업성 지침) 일본 법무성과 경제산업성은 2005년 5월 '기업가치·주주공동의 이익 확보 또는 향상을 위한 매수방어책에 관한 지침'을 작성하여 공표하였으며, 이 지침은 적정성 및 합리성이 높은 평상시 도입형 매수방어책을 제시하고 있음
  - 적대적 매수 방어 3원칙: 이 지침은 기업가치와 주주 공동 이익 확보 및 향상 원칙, 사전 공개 및 주주 의사 원칙, 필요성 및 타당성의 원칙 등 적대적 매수 방어 3원칙을 제시함
  - 지침의 성격: 본 지침은 기업 관계자나 법조계 등이 기업사회의 행동규범으로서 준수하여 공정한 매수방어책에 관한 물의 정착을 기대한다는 취지이나 법적인 구속력은 없음

< 일본 정부에 의한 적대적 매수 방어 3원칙 >

구 분	내 용
1. 기업가치와 주주공동이익 확보 및 향상 원칙	- 매수방어책의 도입, 발동 및 폐지는 아래와 같이 기업가치 넓게는 주주공동이익의 확보 또는 향상 목적으로 행해야 함
Greenmailer 방어	- 기업경영에 참여하려는 의도 없이 매수 후 회사관계자에 대해 주식 매입을 요구하는 매수에 대한 방어책
초토화목적 매수 방어	- 매수한 기업의 자산(지적재산권, 노하우, 기업비밀정보, 주요거래처, 고객 등)을 해당 매수자나 그 그룹 회사 등에 이양하는 행위에 대한 방어
강압적 2단계 매수 방어	- 매수를 2단계로 나눠, 제1단계의 매수로 전체 주식의 매도를 권유하지 않고, 제2단계에서 나머지 주식의 매도 조건을 불리하게 설정하거나 불명확하게 하여 주식의 매입을 행하는 매수에 대한 방어책(주주는 제1단계에서의 주식매각을 사실상 강요당하여 이익을 침해당할 우려가 있음)
필요 시간과 교섭력 확보를 위한 방어	- 주주가 매수제안에 응할지 아닐지를 판단하기 위해 필요한 정보가 부족할 경우 정보를 제공하거나 회사가 매수자가 제시한 조건보다 유리한 조건을 제시하기 위해 필요한 시간과 교섭력을 확보하기 위한 방어책
2. 사전 공개 및 주주의사 원칙	- 매수방어책은 적정성 및 합리성을 확보하기 위해 도입에 있어서의 목적, 내용 등이 구체적으로 공개되어 주주 등의 예측가능성을 높일 필요성(사전 공개의 원칙)이 있으며, 주주의 합리적인 의사에 의존해야 함(주주의사의 원칙)
사전 공개의 원칙	- 방어책의 도입에 있어서 목적, 내용, 효과(의결권의 제한 및 변경, 재산적 권리의 영향 등을 포함한 이익 및 불이익) 등을 구체적으로 공개할 것
주주 의사의 원칙	- 평상시에 방어책을 도입함에 있어서 주주총회의 승인을 받아 유사시에 이사회 판단 프로세스를 주주총회에서 수권함 - 이하의 2가지 조건 가운데 어느 한 쪽을 만족시킬 경우, 차선책으로서 이사회 결의도 인정됨 • 객관적 해제 조건의 설정: 일정 교섭기간 경과 후 등 객관적인 조건을 가지고 신주예약권을 자동 폐지하는 등 매수방어책을 취소할 객관적인 조건을 정해 둠 • 외부의 제3자에 의한 감시: 독립성이 높은 사외이사나 사외감사역 등 외부의 제3자의 감시를 받음
3. 필요성 및 타당성 원리	- 도입한 방어책이 재판 등에서 정지 또는 무효 판정받지 않도록 하기 위한 방어책의 '적법성' 뿐 아니라 '합리성'이 요구됨
주주평등 원칙과의 관계	- 매수방어책은 매수자 이외의 주주를 합리적인 이유없이 불평등하게 취급할 수 없도록 설계함으로써 공정성이 높아짐 - 매수자 이외의 주주에 대한 신주예약권의 발행 등 매수자를 차별하는 방어책은 정관 변경 등 정당한 절차를 거치면 도입 가능
재산권 확보 원칙과의 관계	- 예를 들면 매수방어책으로서 신주예약권 등의 발행은 발행시에 과도하게 주주에게 재산적 손해를 발생시키지 않도록 설계함으로써 공정성이 높아짐 - 매수자에게 재산상의 손해를 발생시킬 우려가 있는 방어책이더라도 주주총회의 특별결의나 이사회 결의 등 정당한 절차를 거치면 도입 가능함
경영자의 보신을 위한 남용 방지	- 예를 들면 매수방어책으로서 신주예약권 등의 발행은 이사회 재량권 남용을 방지하는 조치를 마련함으로써 공정성이 높아짐 - 위협 존재를 합리적으로 인식하고 해당 위협에 대해 과하지 않을 정도의 방어책을 발동해야 함

자료: 川田武文, '企業価値向上と新会社法', DIR 経営戦略研究, 新年特別号 Vol.7, 2006年 1月.

< 적대적 매수 방어책 체계 >



자료: 小沼 靖, '敵対的買収時大における企業価値の意義', 知的資産創造, 野村総合研究所, 2005년 12月号.

○ (신회사법)<sup>9)</sup> 일본 정부는 신회사법(2005년)에서 Right Plan(Poison Pill), 황금주, 의결 요건 강화를 중심으로 적대적 매수 방어책을 제시하고 있음

- (Rights Plan(Poison Pill) 도입)<sup>10)</sup>: 적대적 매수가 이루어질 경우 주식 발행 회사가 강제적으로 신주예약권을 발행함으로써 적대적 매수자의 의결권 비율을 하락시킴으로써 적대적 매수를 방어하는 수단으로 활용

· 방법: 일정 사유 발생을 조건으로 발행 회사가 강제적으로 취득할 수 있는 신주예약권을 발행할 수 있으며, 회사가 취득조건부신주예약권을 취득할 경우 해당 보유자에게 주식, 사채, 병도의 신주예약권, 신주예약권부 사채, 기타 재산 등을 교부할 수 있도록 함

9) 이하 논의는 川田武文, '企業価値向上と新会社法', DIR 経営戦略研究, 新年特別号 Vol.7, 2006년 1월; 小沼 靖, '敵対的買収時大における企業価値の意義', 知的資産創造, 野村総合研究所, 2005년 12月号; 企業価値研究会, 2006년 3월 31일, 동상서 참조.

10) Rights Plan은 주식 등을 이용한 적대적 매수 방어책의 총칭으로 속칭 Poison Pill이라고 불림. 예를 들면 회사가 평상시에 신주예약권을 주주에 할당해 두고 적대적 매수자가 일정 비율의 주식을 매입한 경우, 적대적 매수자 이외의 주주에게 자동적으로 신주가 발행되도록 함으로써 적대적 매수자의 의결권 비율을 저하시키는 방법을 말함. 川田武文, 2006년 1월, 동상서.

- **주식 발행 회사의 권리:** 적대적 매수자가 의결권의 일부를 취득한 경우, 발행 회사는 이사회 결의를 통해 적대적 매수자의 신주예약권 만을 현금이나 무의결권 주식과 교환할 수 있고, 다른 주주에게서는 보통주를 대가로 신주예약권을 강제적으로 취득할 수 있는 신주예약권의 발행이 가능함
- **영향:** 적대적 매수자 이외의 주주에 의해 권리행사가 이루어지거나 권리가 강제 전환되어 주식이 대량 발행됨으로써 적대적 매수자의 의결권 비율을 하락시킴
  
- **(강제취득조건부 종류주식 발행):** 일정 비율 이상의 주식을 매입한 적대적 매수자의 주식을 강제로 취득하는 대신 의결권제한 주식을 교부하거나 금전으로 교환할 수 있는 종류주식(강제취득조건부 종류주식)을 발행함으로써 적대적 M&A를 방어함
  - 단, 이 방법은 주주전원의 동의가 필요하기 때문에 비현실적임
  
- **(황금주):** 양도제한과 거부권이 있는 주식(황금주)을 우호적 기업에게 발행할 수 있도록 하고 있으며, 기존 황금주에 대한 양도제한 또한 가능하게 함<sup>11)</sup>
  - **장점:** 회사는 우호적인 기업에 대해 거부권부주식이나 복수의결권주식을 발행할 수 있음
  - **단점:** 정관에서 주식의 양도 제한을 두게 되면 발행하는 모든 주식에 적용되어 일부의 주식에 대해서만 양도제한을 둘 수 없으며, 이로 인해 거부권 부종류주식 및 보통주식에도 양도제한이 적용되어 상장 유지가 어렵게 됨
  - **기존 황금주에 대한 양도제한:** 이미 황금주를 발행하고 있는 경우, 종류주식의 양도에 대해 발행회사의 승인을 요한다는 조항을 정관에 포함할 수 있음
  
- **(의결요건 강화):** 회사는 합병, 주식 교환의 승인, 이사 해임에 관한 주주총회 의결요건을 정관에 규정하여 강화(예를 들면, 의결권의 90%)할 수 있음
  - **영향:** 적대적 매수자가 일정 비율의 주식을 매입하더라도 합병이나 이사의 해임 등 주요 사항의 결정을 어렵게 할 수 있으나, 이 경우 회사가 다른 회사를 합병할 경우 족쇄로 작용할 수 있음

11) 한편, 도쿄증권거래소는 황금주 도입에 대해서는 원칙 금지하는 방침임. 川田武文, 2006年 1月, 동상서.

## 5. 시사점

### 5-1. 정부

- (공정한 M&A 기반 조성) 한편 정부는 관련 법 및 규제 정비를 통해 공정한 M&A 기반 조성을 위해 노력해야 할 것임
  - (공정한 M&A 방어 지침 마련) 정부는 공정한 M&A 방어 지침 마련을 통해 주주의사 원칙에 입각한 기업가치 및 주주가치 확보를 위한 기반을 마련하고, 건전한 M&A 활성화를 통해 산업 구조 개편 등을 통한 산업 발전 기반을 강화해야 할 것임
  - (법제도 개선) 적대적 M&A 시도 당사자와 주주간 정보의 비대칭성 개선, 다양한 적대적 M&A 방어 수단 도입, TOB 관련 법제도 개선 등이 필요함
    - 정보의 비대칭성 개선: 적대적 M&A가 시도될 경우, 주주가치가 손상받지 않도록 적절한 정보 제공을 통해 주주가 주주가치를 보전 또는 향상시킬 수 있는 판단이 가능하도록 적대적 M&A 시도 당사자와 피매수기업의 주주 간의 정보의 비대칭성을 개선하기 위한 규정이 마련되어야 할 것임
    - 다양한 적대적 M&A 방어 수단 도입: 황금주 등 종류주식의 도입을 통한 의결권 제한 등의 적대적 M&A가 가능하도록 관련 법제도를 개선할 필요가 있음
    - TOB 관련 법제도 개선: TOB 조건 명시 등의 규제를 통해 적대적 M&A 당사자가 단기 투자 이익만을 노리는 Greenmailer인지 아닌지 주주가 직접 판단할 수 있게 함으로써 주주가치 및 기업가치를 보전하고, 기업의 정상적인 경영 활동이 지속될 수 있는 환경이 마련되어야 할 것임
  - (적대적 M&A 방어책 도입 기업 급증) 일본정부의 법제도 개선 결과, 최근 적대적 M&A 방어책 도입을 발표한 일본의 상장기업수가 2005년 27개사에서 2006년 5월 19일 현재 104개사로 급증함<sup>12)</sup>

## 5-2. 기업

- (기업가치 최대화 노력 필요) 기업은 주가 적정화, 기업가치 확대, 주주 관계 강화 등을 통한 기업가치 최대화 노력을 통해 적대적 M&A의 표적이 되지 않도록 해야 할 것임
- (주가 적정화)<sup>13)</sup> 기업들은 Minority Discount 및 다각화 Discount 배제, 정보공개 개선을 통한 주가 적정화로 기업가치 최대화를 꾀해야 할 것임
  - **Minority Discount 배제:** 기업이 사업용도에 쓰이지 않는 불필요한 잉여자금을 보유할 경우, 이 잉여자금이 주가에 적절히 반영되지 않는 이른바 Minority Discount(주가의 과소평가)가 발생하므로, 자사 주식 매입이나 배당 증액을 통한 주주 환원을 통해 이를 완화할 필요가 있음
  - **다각화 Discount 배제:** 다각화기업의 주식 시가 총액이 개별 사업 가치의 총합을 하회하는 현상을 다각화 Discount(Conglomerate Discount)라고 하는데, 사업부문별 정보공개 강화, 사업 재편 등을 통해 이를 개선해야 함<sup>14)</sup>
  - **정보공개 개선:** 일반적으로 투자가는 기업의 성장성을 중시하므로 IR에 있어서는 자사의 성장성을 강조하는 데 중점을 두어야 할 것임<sup>15)</sup>
- (기업가치 확대) 공정한 기업가치의 확대를 위해서는 중장기적인 성장전략을 바탕으로 사업구성의 최적화, 가치창조 촉진, 가치 파괴 배제 등의 노력이 경주되어야 함

12) 朝日新聞, 5月 23日.

13) 이하, 小沼 靖, 2005年 12月号, 동상서 참조.

14) 다각화 Discount의 발생 원인은 첫째, 다각화기업이 투자자, 주주에 대해 공개해야 하는 정보의 질은 개별 사업이 독립으로 공개할 경우보다 뛰어나지 못하고 둘째, 다각화기업의 경영자는 전업기업의 경영자에 비해 개별 사업에 대한 의사결정의 질을 떨어뜨릴 수밖에 없다는 인식이 있으며 셋째, 그룹에 속해 있다라도 가치창조가 불가능한 사업을 보유하고 있는 경우 투자자나 주주 그리고 자본시장이 다각화기업을 과소평가함. 小沼 靖, 2005年 12月号, 동상서.

15) Investor Relation의 준말로 기업이 자본시장에서 정당한 평가를 얻기 위한 홍보 활동을 말함. IR에 있어서는 첫째, 핵심사업에서 확실한 지위를 구축하기 위한 경쟁전략 둘째, 핵심사업이 성숙영역에 해당한다면 성장영역 진출 전략 셋째, 국내 시장이 포화상태에 있는 업계라면 해외 전략 등에 중점을 두고 이루어지는 것이 바람직함. 小沼 靖, 2005年 12月号, 동상서.

- **사업구성의 최적화:** 기업이 지속적인 성장을 이루기 위해서는 적절한 경영판단이 가능하도록 사업구성을 최적화해야 하며, 이를 위해서는 안정적인 수익 확보가 가능한 사업 보유, 미래 수익 사업에의 투자, 적자사업 정리 등이 필요함
  - **가치창조 촉진:** 가치창조를 촉진시키기 위해서는 각 사업부문간 시너지 효과를 최대화시켜야 하는데 이를 위해서는 종래의 본사기능에 사업부문 지원 기능, 경영기술의 구축 및 제공 기능 등을 더해 부가가치를 제공할 수 있어야 할 것이며, 조직통합을 위한 인프라 구축이 필요함<sup>16)</sup>
  - **가치파괴 배제:** 불합리한 의사결정시스템, 성장사업과 성숙사업의 동거 등 가치창조를 어렵게 하거나 파괴하는 요인들을 배제해야 함
- **(주주 관계 강화)** 대주주와 경영진과의 관계 강화를 통해 유사시 White Knight로 활용할 수 있어야 할 것이며, 국내 소액 주주 및 외국인 투자자들과의 관계 강화를 통해 유사시 안정 주주 기반을 확대해야 할 것임
  - **(Stakeholder 가치 최대화)** 중장기적인 기업가치 향상을 위해서 주주 뿐 아니라 고객, 종업원, 사회 등 주주 이외의 Stakeholder들에게도 가치를 제공함으로써 주주가치 및 기업가치 확대를 꾀해야 할 것임
  - **CSR(Corporate Social Responsibility, 기업의 사회적 책임) 강화:** 인재 양성 투자, 환경 경영, 기업통치 확립을 통한 투명경영 등의 CSR 실천은 결국 다양한 Stakeholder들에게 가치를 제공함으로써 주주가치 확대는 물론 기업가치 확대에 공헌할 것임

이부형 연구위원 (3669-4011, lbh@hri.co.kr)

16) 최근 대부분의 기업의 사내 및 그룹내 독립채산제 적용 등으로 경쟁을 통한 시너지 유발을 위해 노력하고 있으나, 일본의 NEC나 소니와 같이 그룹 전체 최적이 이루어지지 않는 경우가 있음. 따라서 이를 배제하기 위해서는 본문에서 지적한 바와 같이 본사 기능의 강화, 커뮤니케이션 강화 및 가치관 공유를 위한 제도 등의 인프라를 구축하는 것이 매우 중요함.