

□ 제2의 소버린 사태를 막는 길

1. 소버린, 국내 기업 대한 '경영 참여' 포기

○ 지난 7월 20일 소버린이 SK(주)에 대한 '경영 참여' 포기를 공시하며 지난 2년간 이어온 SK그룹의 경영권 분쟁이 일단락 됨

- 막대한 시세 차익 실현 : 소버린은 2년 4개월만에 SK(주) 주식 매각과 배당 등을 통해 총 8,500억 원 가량의 이익을 챙긴 것으로 나타남
 - 소버린은 지난 2003년 3~4월 1,768억원을 투자하여 SK(주) 주식 약 1,900여만 주(당시 14.99%)를 매입함
 - 이후 소버린은 SK그룹에 대해 지배구조 개선을 요구하며 경영권 분쟁을 일으킴
 - 이 과정에서 SK(주) 주가는 2003년 3월 중순 6,200원에서 2004년 12월 6만 9,300원까지 치솟았으며 이후 소버린 측은 '경영 참여' 포기와 함께 주식을 매각을 함으로써 막대한 차익을 실현함

< (주)SK 주가 추이 및 경영권 분쟁 내용 >



자료 : Fnguide.

주 : 소버린 · SK 그룹간 경영권 분쟁 일지는 조선일보 기사 (2005년 7월 18일자) 참조.

2. 소버린 사태의 교훈

○ '소버린 사태'는 국내 기업의 경영 투명성 제고와 같은 긍정적 효과도 유발하였으나, 경영권 위협, 이에 따른 신용 등급 하락, 기업의 성장 잠재력 약화, 국부 유출, 금융 감독 시스템의 허점 노출과 같은 문제점을 드러냈음

○ 기업 경영의 투명성 강화

- 투명 경영 강화 : 소버린 사태로 SK그룹은 경영의 투명성 제고를 위해 사외이사 비중을 확대하고 이사회 의사결정 기능을 강화함
 - 최근 SK그룹의 주요 계열사들은 사외이사 비중을 50%를 상회하는 수준으로 확대함
 - 더욱이 의사결정체계에 있어서도 '이사회 중심 경영'을 표방하면서 투명 경영에 대한 의지를 대내외적으로 확고히 함

< SK 계열사 사외 이사 현황 >

	사외이사	비중	비고
SK(주)	4명 → 7명	44.4% → 70%	2004년 주총
SK텔레콤	4명 → 7명	50% → 63.6%	2005년 주총
SKC	2명 → 4명	28.5% → 50%	2005년 주총
SK케미칼	3명 → 4명	30% → 50%	2005년 주총

○ 경영권 위협

- 적대적 M&A 우려 증가 : 최근에 들어 소버린과 같은 외국계 펀드에 의한 적대적 M&A 우려가 높아지고 있고, 2005년 도입된 증권집단소송 제도 등이 활성화될 경우 외국인에 의한 적대적 M&A 시도는 더욱 증가할 것으로 예상됨
 - 외국인 투자펀드 (소버린자산운용, 헤르메스, 칼라일, 뉴브리지, 론스타등)의 국내 기업에 대한 불투명하고 적대적인 M&A 시도나 주가 조작이 빈번해지고 있음

- 더욱이 2007년 법률시장이 개방되면 집단소송 경험이 풍부한 해외 로펌과 손잡은 투기성 해외자본이 국내 소액주주를 부추겨 집단소송을 제기하는 적대적 M&A 시도가 증가할 것으로 전망됨
- 한편 최근에 들어 M&A를 목적으로 한 외국인투자가 전체 외국인직접투자 내에서 차지하는 비중이 2003년 45.5%에서 2005년 상반기 53.2%로 증가한 것으로 나타남

< 최근 외국인직접투자의 유형별 변화 >

(단위: 백만불, 비중 %)

	2003년	2004년				2005년				
	연간	1/4Q	2/4Q	3/4Q	4/4Q	연간	1/4Q	2/4Q	상반기	전년동기대비
M&A형	2,941 (45.5)	1,959 (64.3)	465 (23.2)	1,754 (52.0)	1,989 (45.7)	6,167 (48.2)	2,153 (68.8)	310 (20.7)	2,463 (53.2)	1.6
Greenfield형	3,527 (54.5)	1,090 (35.7)	1,543 (76.8)	1,617 (48.0)	2,368 (54.4)	6,618 (51.8)	978 (31.2)	1,192 (79.4)	2,169 (46.8)	△17.6
전체	6,468	3,049	2,008	3,372	4,356	12,785	3,130	1,501	4,632	△8.4

자료 : 산업자원부.

주 : ()안은 전체 외국인직접투자 규모 대비 비중임.

○ 경영권 불안에 따른 신용 등급 하락

- 신용 등급 하락 : 경영권 분쟁 기간 중 SK(주) 주가는 급상승하였지만 경영권 불안 등으로 신용 등급은 오히려 악화됨
 - SK(주)는 2003년 경영권 분쟁이 불거지며 미국의 신용평가사 무디스로부터 신용등급이 2단계 하향 조정(Baa3→ Ba2)되었으나, 소버린의 경영 참여 포기 선언 직후 신용 등급이 Ba1으로 상향 조정됨
 - 일반적으로 주가 상승은 기업의 가치를 높여 신용 등급을 개선시키고 차입 비용을 낮추는 효과가 있으나, 이번 소버린 사태와 같이 적대적 M&A 위협에 의한 경영권 불안은 기업 경영에 부담으로 작용할 수 있음

○ 기업의 성장 잠재력 약화 가능성 증대

- 기업의 현금 흐름 왜곡 : 소버린과 같은 외국 자본의 적대적 M&A 위협 증가는 국내 기업에게 배당 압력을 지나치게 심화시키고 경영권 방어에 기업의 자금 여력을 소진하게 할 우려가 있음
 - 2003년의 경우 SK(주) 당기순이익은 152억원에 그쳐 전년도 배당 규모를 유지하기 어려웠음에도 대규모 임의적립금 등을 이입시켜 배당금액이 오히려 증가함
 - 한편 2004년에는 8,000억원에 달하는 지분법 평가익 등과 같은 영업외 수익 급증에 따른 당기순이익 증가로 전년 대비 2배를 넘는 2,324억원의 대규모 배당을 실시함
 - 임의적립금은 불투명한 미래 경영환경에 대비하기 위해 유보해 놓은 자금이고, 지분법 평가익은 주식 시장의 등락 여부에 따라 크게 변동할 수 있는 수익임을 감안할 때 이를 바탕으로 대규모 배당을 실시하는 것은 미래의 불확실성에 대한 기업의 대응력을 약화시킬 우려가 있음

< SK(주) 당기순이익 및 배당 >

(단위 : 억원)

	2002	2003	2004
영업이익	3,895	6,713	16,205
영업외수익	7,572	4,607	15,845
지분법 평가손익	- 1,594	- 2,615	8,045
영업외비용	9,836	11,382	9,191
당기순이익	1,368	152	16,407
임의적립금이입액	100	1,760	693
현금 배당	927	961	2,324

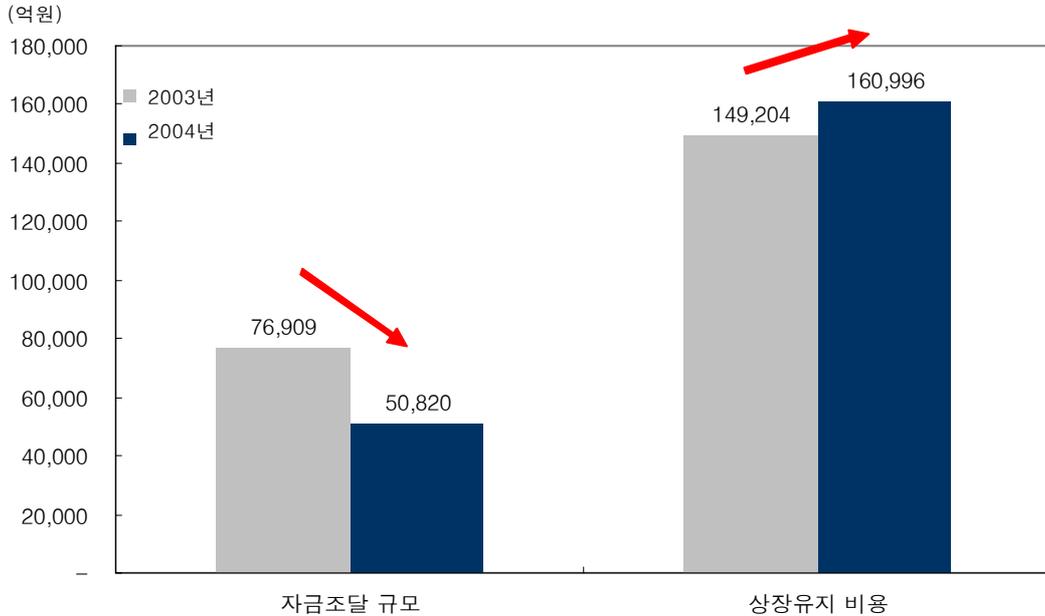
자료 : Fnguide.

주 : 임의적립금은 수출손실준비, 기술개발준비, 해외시장개척준비, 사업확장준비 등 불확실한 경영환경에 대비하기 위해 유보하고 있는 자금임.

- 증시의 자본 조달 기능 약화 : 외국 자본의 비중 확대와 맞물린 배당 및 사주 매입 증가 등은 기업에게 현금 유동성 확보 부담을 증대시켜 투자 감소와 같은 기업의 성장 잠재력 약화 우려가 증대되고 있음

- 국내 증시의 경우 최근 기업의 자금 조달 창구 역할은 약화된 반면 배당 증가 등 상장유지 비용이 증가한 것으로 나타남

< 증시를 통한 자금조달과 상장유지 비용 >



자료 : 증권선물거래소.

주 : 자금조달 규모는 기업공개와 유상증자 금액을 합한 수치이며, 상장유지비용은 현금배당액과 자사주 매입액을 합한 수치임.

○ 국부 유출 가능성 현실화

- 국부 유출 우려 : 소비린 등 일부 외국 자본이 신기술 도입, 고용 등이 수반된 장기 직접투자가 아닌 단기 시세 차익만을 노리는 투기적 행태를 나타내고 있어 국부 유출 논란이 제기됨
 - 소비린의 경우 지배구조 문제를 제기하면서 주가 상승을 부추겼으나 결국 지배구조 개선의 여지가 없다는 명분을 내세워 불과 2년만에 막대한 차익을 실현하고 자본을 회수함
 - 더욱이 일부 외국 자본들의 경우 국내 부실 기업을 인수하여 지나친 고배당, 유상감자, 자산 매각 등 기업의 정상화와는 거리가 먼 단기 투자 자본 회수에 집중하는 사례가 발생하고 있어 국부 유출 우려가 불거지고 있음

< 해외 투기자본의 피해 사례 >

외국 자본	피해 기업	내용
영국계 투자회사 BIH	브리지 증권	<ul style="list-style-type: none"> ● 2002년 말부터 유상 감자를 통해 투자 원금(2,200억 원)의 75%를 회수함 (1,596억 원) ● 직원 550명 중 320명 정리 해고
Goldman Sacs	진로	<ul style="list-style-type: none"> ● 자문사로서 기업 내부정보를 불법적으로 이용해 파산 채권을 대량 매집하고 이후 기업을 파산 신청하고 해외 자산의 분리 매각을 시도중
JP Morgan	만도	<ul style="list-style-type: none"> ● 2003년 자본금의 33.4%를 유상 감자하여 577억원의 자금 회수
소로스 퀴텡펀드	서울 증권	<ul style="list-style-type: none"> ● 1999년 기업 인수 후 ‘투자전문회사’ 육성에 대한 의지를 천명하였음에도 불구하고 2002년 60%의 고배당을 실시하여 투자자금을 회수하고, 부동산 자산 매각을 통해 현금 확보

자료 : 이우성, ‘경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점’, SK경영경제연구소, 2004.

○ 외국 자본에 대한 금융 감독 제도 허점 노출

- 미흡한 금융 감독 제도 : 적대적 M&A에 대응하기 위해 만들어진 ‘5%룰’ 등이 최근 보완 조치에도 불구하고 외국 자본의 실체를 정확히 파악하고 규제하는데 한계가 있음
 - 개정된 5%룰은 ‘경영 참여’ 목적의 자본에 대해서만 주요 투자자 등을 상세 보고하도록 되어 있어 ‘단순 투자’에서 ‘경영 참여’로 전환되는 경우에 대한 대비책이 미흡함
 - 특히 적대적 M&A를 시도하는 외국 자본에 대한 실체 파악이 어렵다는 점은 상법, 공정거래법 등의 적용을 어렵게 해 국내 기업과의 역차별 논쟁을 초래하는 단초를 제공함

< 소버린 사태에서 드러난 제도적 허점 >

구 분	내 용
증권거래법 (5% 룰)	<ul style="list-style-type: none"> ● 상장기업의 주식 대량 보유 목적 공시 기준이 결제일(주식 매입후 3일후)로 되어 있어 공시 이전에 추가적 매입이 가능해 경영권을 방어하는데 애로가 있음 ● 적대적 M&A를 시도하는 외국자본에 대한 출처 보고 규정 부재로 의결권 행사, 공정거래법 적용 등 금융 감독 기능이 제대로 작동하는데 어려움이 있음 ● 외국 자본이 ‘5%룰’을 어기더라도 규정을 “몰랐다”라고 주장할 경우에 대한 처벌 규정이 모호함
상법 (의결권 행사)	<ul style="list-style-type: none"> ● 현행 상법 제409조는 3% 이상 주주는 감사위원인 사외이사 선임 시 초과지분에 대한 의결권 제한이 있으나 외국 자본이 소유지분을 페이퍼 컴퍼니에 분산하여 투자할 경우 경영권 방어 기업이 역차별을 당할 가능성이 존재함
공정거래법 (기업결합심사)	<ul style="list-style-type: none"> ● 외국 자본의 경우 페이퍼 컴퍼니를 통한 국내 투자가 가능해 공정거래법에 개인이나 법인이 15% 이상 지분을 보유하게 될 경우 기업결합심사를 받아야 하는 규정을 회피하는 경우가 발생할 수 있음

자료 : 이찬근 외, 『한국경제가 사라진다』, 21세기북스, pp.306-309, 2004.

4. 대응 과제

- 우리 경제가 소버린에게 지난 2년 4개월간 1조 원에 육박하는 ‘학습 비용’을 치른 만큼 차제에 문제점으로 제기된 사안들을 적극 보완해야 함
- 정부 차원에서 금융 감독 기능 강화, 경영권 방어 제도 개선 등 국내외 자본간 공정한 경쟁 여건 조성이 필요하며, 기업도 적극적인 투명, 윤리 경영 노력이 절실히 요구됨

- 5%룰과 같은 외국자본에 대한 금융 감독 제도가 외국 자본의 실체를 파악하고 규제하는데 여전히 한계가 있는 만큼 외국 자본 감시 기능 강화 및 법 위반에 대한 처벌 강화가 필요함
 - 적대적 M&A 등을 시도하는 투기적 성향의 외국 자본에 대해서는 자본의 출처 등에 대한 상세 보고 의미를 미국 등 선진국에 준하는 수준으로 강화할 필요가 있음
 - 예컨대 현행 '5%룰'이 경영 참가 뿐만 아니라 단순투자 목적으로 지분 취득 후 경영 참여로 전환되는 경우도 발생할 가능성이 있으므로 '단순투자' 자본에 대한 상세보고 의무도 강화할 필요가 있음
 - 또한 외국 자본이 '5%룰' 등을 위반시에는 보유 지분 매각, 의결권 제한과 같은 처벌 규정을 철저히 이행하는 것이 바람직함

< 최근 국내의 외국자본 규제 현황 >

	내 용	비 고
5%룰 강화	<ul style="list-style-type: none"> ● 일정지분 취득시 상세 보고 	3월29일시행
외국인투자촉진법 개정	<ul style="list-style-type: none"> ● 국가기간산업의 경우 지배주주가 되려는 외국인은 산업자원부 장관 허가 요구 ● 경영참가 목적이 없던 외국인투자자가 경영지배권을 행사해 경제에 악영향을 미칠 경우 경영권 제한 	국회 계류
은행법 개정안	<ul style="list-style-type: none"> ● 국내 은행의 외국인 이사는 국내거주 ● 금융회사 이사의 과반수는 한국 국적 보유 	국회 계류
국세청 세무조사	<ul style="list-style-type: none"> ● 외국자본의 투자수익에 대한 탈루·탈세 혐의 조사 	진행 중

자료 : 박덕배, '5%룰만으로 충분인가', 「경제주평」, 현대경제연구원, 2005.

- 최근에 들어 시장을 통한 또는 제도를 통한 기업 경영의 투명성 강화 요구가 증대되고 있는 만큼 이와 함께 기업의 지속적인 성장을 저해하지 않도록 경영권 안정을 위한 대책 마련도 필요함
 - 외국 자본 비중 확대에 따른 주주권 강화, 증권관련 집단 소송제 도입 등에 따른 투명 경영 압력이 강화되고 있음
 - 따라서 최소한 단기 시세 차익을 노리는 외국 자본의 적대적 M&A시도에 대해서는 경영권 방어를 용이하게 할 수 있는 방어 수단 제공이 바람직함

- 특히 미국 등 금융 선진국에서도 기간 산업 보호 등에 대해서는 적대적 M&A를 어렵게 하여 자국내 산업을 보호하고 있는 만큼 선진국의 경영권 방어제도를 적극 차용하도록 함

< 주요 선진국의 적대적 M&A 방어 제도 >

미국	유럽	일본
<ul style="list-style-type: none"> ● 대통령에게 국가안보 차원에서 외국인 투자를 조사하고, 철회할 수 있는 권한을 부여 (1988년의 Exon-Florio Act) ● 기업인수규제법(인디애나 주 등), 지배권인수규제법, 자산동결법, 의결권 제한법 등 우리나라에 없는 법들이 마련 ● 증권거래소법 및 증권법에서도 적대적 M&A에 대해 더욱 엄격하게 적용되고 있음 	<ul style="list-style-type: none"> ● 이사진 국적 제한(스웨덴, 스위스) ● 자산규모 일정 이상의 대기업에 대한 외국인 기업인수 규제(핀란드) ● 복수이사회 구성(독일, 네델란드) ● 외국인 투자자의 참여를 배제하는 지분소유협정(덴마크) ● 엄격한 기업인수·허가·신고·심의 (프랑스, 이태리, 독일, 네델란드, 벨기에) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 기업결합이나 이사의 해임 등 중요 사항에 대해 주주총회의 결의 요건을 정관으로 강화 ● 황금주 및 차등의결권 주식발행을 허용 ● 일정비율 이상의 주식 취득자에 대한 의결권을 제한하는 독소조항 등의 입법을 추진

자료 : 박덕배, '5%룰만으로 충분인가', 「경제주평」, 현대경제연구원, 2005.

- 한편 기업 차원에서도 지분 구조 안정에 만전을 기하는 한편 사외이사 확대 등과 같은 경영 감시 기능 강화, 성실한 기업 활동 공시 등으로 불투명한 경영 활동에 따른 리스크를 최소화하는 것이 필요함
 - 기업의 불투명한 경영 활동에 대한 시장의 감시 기능 및 소송 제도의 강화로 이에 따른 리스크도 기업에게 부담이 되고 있음
 - 따라서 '보여주기 식'의 개선보다는 경영자의 실질적인 투명 경영, 윤리 경영에 대한 인식 전환이 요구됨

황동원 연구원 (3669-4024, dhwang@hri.co.kr)