

Global Management Insight

2005. 1

경영권 방어제도 관련 국제비교와
제도개선의 시사점

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점*

EXECUTIVE SUMMARY

I. 적대적 M&A의 순기능과 역기능

- (순기능) : 국경 간 M&A는 경제 집중의 완화, 경영의 외부감시기능 강화, 부실기업의 퇴출 활성화, 선진 경영기법 전수 등의 긍정적 효과를 가져옴
- (역기능) : 자본차익의 실현에 초점을 맞춘 국제투기펀드의 유입은 국부유출과 장기적인 산업 황폐화를 초래할 가능성이 높음

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

- 미국

- 80년대 적대적 M&A 열풍으로 기업도산, 지역사회의 부정적 영향 등 폐해가 나타나남에 따라 인수대상 기업과 노조를 중심으로 심각한 비판이 일어남
- 1983년 독약조항을 시작으로 황금낙하산 등의 경영권방어 제도들이 도입되었고, 현재 42개 주에서 주법으로 별도의 규제를 설치
- 1980년대 외국인으로부터 자국기업과 첨단산업에 대한 보호내용을 골자로 한 Exon-Ferio 규정이 제정됨

- 유럽

- 차등의결권과 피라미드 출자를 통해 창업주 일가의 의결권을 강화함으로써, 소유 분산으로 발생할 수 있는 외국인에 의한 경영권 위협을 차단하고 있음

- 일본

- 상호출자와 금융기관의 안정주식 보유 등을 통해 경영권 위협 가능성을 원천적으로 차단해 왔음
- 그러나 장기불황으로 인한 상호출자보유의 하락으로 적대적 M&A의 가능성이 확대됨에 따라 최근 미국의 독약조항을 개량한 제도를 도입하였음

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

- 상장주식제도 취득제한 폐지

- 외환위기과정에서 증권시장개방과 적대적 M&A 활성화 방향으로 정책이 선회됨

* 본 보고서는 SK경영경제연구소 이우성 수석연구원(02-2121-4014, leews@sktelecom.com)이 현대경제연구원 「미래기업포럼」에서 발표한 내용을 발췌·정리한 것임

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

- 1997년 4월에 상장주식취득제한과 1998년 2월에 의무공개매수제도가 폐지되었고 2001년 3월에는 공개매수제도를 사후신고제로 전환하였음

- 증권거래법상 특수 관계자 개념의 재구성

- 증권거래법상 적대적 M&A가 허용됨에 따라 주식의 분산소유나 공동보조를 통해 공개매수제도, 대량보유보고제도 등의 규제를 피하고자 하는 경우, 제도적 보완으로 '공동보유자' 개념을 1997년 3월 도입하였음

- 외국인에 의한 주식취득 제한폐지와 적대적 M&A허용

- 외국인 주식투자는 1991년 12월까지 외국인 전용수익증권 등을 통한 간접증권투자만이 허용되었으나 외환위기과정인 1997년 12월에 직접투자허용한도가 확대되었음
- 또한 외국인의 국내주식취득에 대한 해당회사의 이사회 동의안과 외국인이 총자산 2조원 이상의 국내기업의 주식을 취득할 경우 정부허가를 요건으로 하던 외국인투자법 시행령도 1998년 4월에 폐지되었음

IV. 경영권 보호를 위한 정책대안

- 관계투자 활성화와 연기금 의결권 행사

- 한국의 기관투자자들은 장기투자 비중이 낮아 외국계펀드에 대항하지 못하기 때문에 기관투자자와 기업의 상호연결성을 강화하는 관계투자확대가 필요함
- 또한 기업경영 감시기능 강화, 소액주주권 보호, 건전하고 안정적인 금융시장 발전, 외국계 자본에 대한 역차별 요소 해소, 국적기업 경영권 보호를 위해서는 국내 연기금의 의결권 행사가 허용되어야 함

- 국가기간산업 보호를 위한 제도적 장치마련

- 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위해 법 개정과 기간산업의 주주가 되고자하는 외국인에 대해서는 지배주주 사전승인제도가 도입될 필요가 있음
- 제도개선이 이루어질 경우, 외국투기자본으로부터 국가기간산업을 보호하고 한국의 중장기 성장 동력을 확보할 수 있으며, 기업의 경영권 방어에 대한 불안 심리를 해소시킴으로써 기업의 적극적인 경영과 투자 마인드가 촉진될 것으로 판단됨

- 경영권 분쟁관련 내외국인간 공정경쟁을 위한 공시제도 개선 필요

- 외국계 사모펀드의 경우, 정채과약이 어려워 비대칭적 우대의 허점이 존재하기 때문에 현행 공시제도의 개선이 시급하다고 판단됨
- M&A의 비대칭적 우대를 해결하기 위해서는 5% 공시제도의 강화와 미국식 냉각제도(Cooling-Off) 도입, 처벌규정 강화, 손해배상소송 근거마련, 감독기관의 조사권 강화 등이 필요함

I. 적대적 M&A의 순기능과 역기능

○ 적대적 M&A의 순기능

- 자본시장의 개방과 자유화는 일국의 경제효율성을 높이고 경제성장을 촉진
- 특히, 외국자본에 의한 M&A는 경제 집중의 완화, 경영의 외부감시기능 강화, 부실기업의 퇴출 활성화, 그리고 선진 경영기법 전수라는 순기능을 가짐
 - 금융시장이 발전하지 못해 국내투자의 재원이 부족한 개도국의 경우, 외국자본의 유입은 해당국가의 투자를 증가시킴. 즉, 외국자본을 이용해 공장을 건설하는 직접투자형태가 전형적인 예임
 - 외국자본이나 세계 우수기업들의 국내 직접투자는 선진기업의 발전된 경영기법과 기술이 전파되어 경제전반에서 생산성이 증가되는 파급효과(spillover effect)와 개방적 시장구조를 강화하게 되어 과거 비효율적이었던 보호주의 하에서의 국내산업의 경쟁력을 향상 시키는 기회를 제공함

○ 적대적 M&A의 역기능

- 외국자본의 투자성격이 장기 전략적 투자보다 투기적 성향의 투자인 경우, 역기능이 발생할 수 있음
 - 외국자본의 유입이 국내기업들의 경영권을 위협하는 경우, 국내기업은 장기 성장의 기반이 되는 투자를 줄이고, 대신 경영권확보와 외국인주주를 위한 배당에만 신경 쓰게 만듦(<표1> 참조)
 - 브릿지증권의 대주주로 있는 영국계 투자회사인 BIH는 2002년 말부터 2003년까지 세 차례에 걸친 유상감자를 통해 브릿지증권의 인수비용 2,200억원 중 1,596억원(72.5%)을 간단히 회수하였고, 직원 550명 중 320명(58%)을 정리해고 함으로써 인수기업을 거의 황폐화시킴(이외 폐회사례는 <표2> 참조)

<표 1> 외국인 배당금 총액 추이

단위: 억 원

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

자료: 증권거래소 보도자료(각 년도)

<표 2> 해외 투기자본에 의한 피해 사례

유형	사 례
고액배당	<ul style="list-style-type: none"> · 소로스의 퀀텀펀드는 1999년 서울증권 인수당시, 투자전문회사로 키워나갈 것을 천명하였으나 2002년 액면가 60%의 고배당 실시 등으로 투자자금의 85% 이상을 회수. 또한 최근 서울증권 부동산 매각을 통해 현금을 확보하여 대한투자신탁 인수시도 중 · 호주계 파마펀드가 대주주인 메리츠 증권, 역시 2003년 순이익 3억 원의 15배인 50억 원의 배당금을 지급 · 정유사들의 경우, 외국계와 한국기업간의 배당률 차이가 매우 큼(LG-Caltex 98.18%, S-Oil 70%, 2003년 기준)
유상감자	<ul style="list-style-type: none"> · 만도의 JP 모건 컨소시엄은 2003년 자본금의 33.4%에 대한 유상감자 실시하여 577억 원을 회수 · 인터브루는 OB맥주 자본금을 60% 감자해 현금 1,677억 원, 주식 538억 원을 취득
상장폐지	<ul style="list-style-type: none"> · 최근 외국인 대주주들의 주도로 건설한 기업들의 상장폐지가 강행(삼라스포츠(나이키사), 쌍용제지(P&G), 어필텔레콤(모토로라), 극동건설(론스타) 등)

- 특히, 자본차익의 실현에 초점을 맞춘 국제투기펀드의 유입은 국부유출과 장기적인 산업 황폐화를 초래할 가능성이 높음
 - 외국계 투기펀드들은 기업의 장기적 발전이나 국가경제발전에 관심이 없으며, 첨단화된 금융기법을 통해 기업을 저가매수한 후, 고배당, 상장폐지, 분리매각, 자산처분 등의 고수익 창출에만 관심

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

1. 미국

○ 적대적 M&A에 대한 비판

- 미국에서는 1980년대 M&A의 열풍이 일면서, 기업사냥꾼이라고 불리는 금융자본에 의한 적대적 M&A가 발생시키는 피해에 대해 인수대상 기업과 노조를 중심으로 매우 심각한 비판이 일어났음
- (비판 1) 적대적 M&A는 과도한 부채를 초래하여 기업도산 등의 피해를 양

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

산시킵

- 1991년 Fortune지는 1985년부터 1990년까지 "Deals of the Year" 목록에 올랐던 41개 회사를 조사한 결과, 19개사만이 기존부채를 청산하는데 성공한 반면, 22개사가 여전히 경영불안정에 있거나 부채가 더 늘어났다고 보고함
- 이러한 비판은 1990년대 M&A에 의해 과도한 부채를 지게 된 미국의 Federated, Macy's, Revco, TWA 등 대기업들이 부도사태에 이르게 됨으로써 현실로 나타났음

- (비판 2) 적대적 M&A는 기업도시를 이루고 있는 미국의 지역사회에 부정적 파급효과를 초래함

- 일반적인 M&A는 중복되는 일자리 생성을 방지하기 위해 작업장 폐쇄와 일자리 감소를 추진하기 때문에 이로 인한 거대한 사회적 비용을 발생시킴
- 1984년부터 1985년 사이, 오클라호마의 시티 서비스(cities service)社는 인수 합병 후 22,500명 이었던 고용자가 4,000명으로 감소하였음
- ALF-CIO의 Lane Kirkland에 따르면 1980년대 인수합병에 의해 일자리를 잃은 사람은 총 90,000여명 정도로, 이로 인해 지역사회가 큰 고통을 받음
- 이러한 작업장 폐쇄와 강제해고는 정치적인 문제로 부상하여 1988년 미국 대통령 선거에서 주요 쟁점화 되었으며, 추후에 작업장 폐쇄와 강제해고의 경우, 60일 전에 사전·통보해야한다는 내용이 법으로 제정되었음

- (비판 3) 적대적 M&A과정에서 대상기업 주주들에게 지불되는 막대한 프리미엄으로 인해 기업의 부가 잘못 재분배되고 있는 비판이 등장함

- 실제 기업의 M&A는 부의 창조가 아니라 부의 이동이라는 비난이 대두됨
- 이런 사실은 M&A로 인해 주식가치는 상승하나 기업채권의 가치는 하락하는 경우가 발생하는 것으로 설명할 수 있음
- 그 실례로 피 인수기업인 RJR Nabisco社의 A등급 기업채권이 M&A 발표 후 BB등급으로 하락(원래 가치로부터 15% 하락)해 채권을 가지고 있던 Metropolitan 생명보험社는 4,000만 불의 손해를 보았음

- (비판 4) 적대적 M&A과정 중에 경영진의 사익추구(management self-interest)가 심함

- 회사의 궁극적인 이익보다는 경영권의 이기심에 의한 인수합병이 발생할 경우, 경영진은 주가상승에 다른 스톡옵션의 가치상승이나 황금낙하산(golden

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

parachutes)에 의한 막대한 퇴직금을 챙기는데 치우치는 경향을 보임

- * 황금낙하산(golden parachutes): 인수대상 기업의 최고경영자가 인수로 인하여 임기 전에 사임하게 될 경우를 대비해 거액의 퇴직금, 스톡옵션, 일정기간 동안의 보수와 보너스 등을 받을 권리를 사전에 고용계약에 기재하여 안정성을 확보하고 동시에 기업의 인수비용을 높이는 방법

- (비판 5) 적대적 M&A는 전반적으로 기업의 가치를 상승시키기 보다는 기업의 가치를 파괴(value destruction)하며, 심각한 사회적 비용을 초래함

- 1995년 비즈니스위크지에 의하면, 150개 인수합병회사의 S&P 500을 검토한 결과, 그 중 반 이상이 인수합병 후 주가가 하락하였으며, 1/3만이 한계가치(marginal value)가 증가한 것으로 보고됨
- 1999년 LA타임즈에 의하면, 기업가치가 1998년 1억불 이상이었던 182개 회사 중 40%가 합병 후 가치가 하락한 반면, 18%만이 상승한 것으로 나타남

○ 미국의 경영권 방어제도

<표 3> 미국기업의 M&A 방어수단 도입현황

구 분	1999년	1995년
독약조항(poison pill)	56.0%	53.3%
사전통지 의무화(advance notice requirement)	61.4%	43.8%
이사의 임기분산(classified board)	58.7%	59.7%
임시주총 소집요구권 제한(limit right to call special meeting)	36.7%	31.1%
공정가격제(fair price)	24.8	32.5%
초다수결의제(supermajority vote to approve merger)	15.3%	17.8%
차등의결권제(dual class stock)	11.5%	8.3%
황금낙하산(golden parachute)	64.9%	53.3%

자료 : Corporate Governance and Control (ECGI, 2002), 대한상의(2004.7) 재인용

- 1980년대 적대적 M&A 폐해에 대한 급속한 여론악화로 미국 주정부들은 **반인수법**이라는 적대적 M&A 제한 법안들을 **홍수처럼 쏟아 놓게 됨**
 - 기업들도 경영권 방어수단들을 적극적으로 개발하기 시작하여, 1983년 처음으로 도입된 독약조항(poison pills)은 1990년대 들어 미국기업 56%가 채택하

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

면서 미국에서의 적대적 M&A는 사실상 사라지게 되었음(<표3> 참조)

* 독약조항(poison pills) : 적대적 M&A 시도가 있을 때 이사회 의결만으로 신주를 발행, M&A를 시도하는 세력 이외의 모든 주주들에게 시가의 절반 이하 가격에 인수권을 부여함으로써 M&A를 저지하는 방어 장치

- 또한, 법적으로 허용된 각종 경영권 방어수단들은 경영진이 주주들의 동의를 얻어 정관개정을 통해 도입하도록 하고 있음
- 특히, 적대적 M&A를 우호적 M&A와 차별화하지 않은 연방법과는 달리, 50개 주중 42개주에서 적대적 M&A에 대한 다양한 규제를 실시함으로써 대부분의 미국 내에서 적대적 M&A가 사실상 어렵게 되었음

- 경영지배권 취득제한(control share acquisition statutes)

- 인수행위로 회사의 경영지배권이 변동될 때, 그 기업의 인수·합병과 이해관계가 없는 주주들의 특별합병승인의결(2/3 이상)이 있을 때까지, 인수자들은 기업인수·합병행위 찬반에 관한 의결권행사를 못하게 함(미네소타, 메릴랜드, 유타 등 총 22개주 도입)

- 현금지불조항(cash-out statute)

- 인수기업이 피인수기업의 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 기업에 주식매수를 제한하는 것임(메인, 펜실베이니아, 유타 등 총 3개주 도입)

- 3년간 취득금지(델라웨어주 회사법)

- 회사의 주식 15%이상 취득 시, 이해관계주주(interested stockholder)가 되며, 이해관계주주는 취득일로부터 3년간 회사를 대상으로 흡수합병, 영업양수, 지배주식취득 등의 회사취득거래가 금지됨

- 공정가격조항(fair price provision)

- 2단계 공개매수(two-tiered tender offer)의 남용방지를 위해 성공적인 공개매수를 받아들인 주주나 매수에 응하지 않은 주주가 모두 동일한 가격을 받아야

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

한다는 규정(펜실베이니아, 워싱턴, 위스콘신 등 총 9주 도입)

- 사업결합조항(business combination provision)

- 인수기업이 합병이후에 피인수기업의 자산을 일정기간 동안 매각할 수 없게 금지. 인수기업이 부채를 통해 무분별한 인수를 하는 것을 방지하고, 건실한 자본구조를 가진 대상기업이 높은 부채비율을 가진 인수기업에게 인수되는 것을 방지하기 위한 규정(뉴욕, 메릴랜드, 매사추세츠 등 총 23개주 도입)

- 단기부당차익 환수(disorgement statutes)

- 펜실베이니아 주의 경우, 경영권 지배의도로 20%이상의 주식을 취득하거나 취득하고자 하는 자가 주식 취득일로부터 18개월 이내에 제3의 기업인수인에게 주식매도 행위로 이득을 보았을 때, 단기 부당이익으로 간주하고 단기 차익을 새로운 경영진에게 환수시킴

○ 외국자본의 위협과 외국인 투자제한 조치

- 1980년대 중반, 외국인으로부터 자국기업과 첨단산업에 대한 보호내용을 골자로 한 Exon-Florio 규정을 제정

- 미국은 80년대 일본의 미국기업 인수 붐을 겪으면서 경제안보에 대한 위기 의식, 외국인투자 규제확대에 대한 국민여론이 급등하여 외국인투자에 대한 포괄적 조사·규제가 가능한 Exon-Florio 규정을 1988년에 제정함
- 이 법안은 표면적으로 '국가안보'에 중대한 영향을 미치는 외국인 투자에 대한 규제를 표방하지만, 그 개념이 매우 모호하여 거의 모든 산업에 적용됨
- 산업분야에서도 국방관련 산업보다는 컴퓨터, 에너지, 반도체, 전자산업 등 국가적 이해가 걸린 첨단산업의 경우가 수위를 차지함
- 특히, Exon-Florio 규정에서 의미하고 있는 '인수'(acquisition that result in control) 개념은 소수 지분(minority shares)획득을 포함한 거의 모든 형태의 인수합병에 대한 포괄적 개념으로써 경영권 침해를 심사대상으로 보고 있음

II. 해외의 적대적 M&A와 경영권 방어제도의 사례

2. 유럽

<표 4> 유럽의 외국인 투자 제한 및 경영권 방어수단 현황

방어 장치	의미	국내도입 현황
상호출자 및 겸업은행제도 (Universal Banking)	<ul style="list-style-type: none"> 독일기업과 은행들은 상호출자방식의 광범위한 지분 Network로 안정적 지배관계 형성 상호출자관계를 통해 상대기업의 감독이사회에 참여하는 등 교차이사제도 시행 뮌헨재보험은 알리안츠 생명외 지분 26%를, 알리안츠는 뮌헨재보험의 지분 25%를 보유하는 상호출자 방식으로 적대적 M&A 위협 사전차단 	미정
신탁회사 (Administrative Office)	<ul style="list-style-type: none"> 의결수탁 권을 수탁/관리하는 제도로 네덜란드에서 허용 기업들은 자사 주식을 발취하여 일반투자자들에게 매각하지 않고 자사통제 하의 신탁회사에 위임 신탁회사는 관리보관중인 주식을 근거로 일반에게 의결권 없는 수익증권을 발행 일반투자자는 수익증권에만 투자가 가능하므로 지배권 탈취가능성을 원천봉쇄 	미정
창업자가족/국적은행이 지분보유	<ul style="list-style-type: none"> 독일대기업의 경우, 지분의 1/3 정도를 국적은행들이 보유하고 있어 비독일계의 M&A 시도로부터 경영권 방어가능 독일 등 유럽에서는 창업자 가족위주로 소유구조가 집중되어 있어 M&A를 위해서는 대주주와 직접 Nego가 필요 	미정
자유로운 증권발행	<ul style="list-style-type: none"> 네덜란드 기업의 경우, 적대적 M&A 기간 중에도 Priority Shares, Registered Preferred Shares, Stock Dividends, Warrants 등 지분구조에 영향을 줄 수 있는 증권들을 주총 동의 없이 발행 가능하므로 적대적 M&A 예방 	미정
유명무실한 M&A 지침운영	<ul style="list-style-type: none"> 독일에는 EU 기준과 유사한 Voluntary Takeover Code가 있으나 법적 타당성이 없고 업계에서 지켜지는 관행도 없음 	취약
황금 주 (Golden Share)	<ul style="list-style-type: none"> 경영권변동 등 중요 의사결정시 '1주 다표권'을 통해 거부권을 행사할 수 있는 특별주 국가전략사업의 민영화 이후에도 정부가 영향력을 행사할 수 있는 수단 영국정부는 80년대 공기업 민영화 과정에서 황금주를 광범위하게 활용했으며, 스페인, 포르투갈, 프랑스, 이태리 등에서도 보편화 	미정
차등의결권 주식제도 (Dual Class Shares)	<ul style="list-style-type: none"> 경영권 안정을 위해 의결권에 차별을 두는 2종류 이상의 보통주를 발행하는 제도 스웨덴 상장기업의 55%가 차등의결권 주식제도를 채택(*핀란드 36%, 덴마크 33%) 	미정
특권주식 (Preference Shares)	<ul style="list-style-type: none"> 네덜란드에서 허용되는 특혜적인 의결권이 부여된 주식으로 경영진 선임 등 주요의사결정에 참여할 수 있는 권리를 특정 주주에게만 부여 	미정
이사진의 국적제한	<ul style="list-style-type: none"> 스웨덴, 스위스에서는 '이사진의 국적제한조치'로 외국인에 의한 기업인수를 제한 '주식회사를 비롯한 유한 책임회사 이사회의 과반수 및 대표이사가 반드시 자국에 거주하고 있는 자국민이어야 한다' 	미정
지분소유협정	<ul style="list-style-type: none"> 덴마크의 기업들은 '지분소유협정'을 통해 외국인 투자자들의 참여배제가 가능 이와 같은 지분소유협정(Shareholding Arrangements)은 유럽전역에서 활용 	취약
기업인수 허가신고/심의	<ul style="list-style-type: none"> 프랑스는 5억 프랑 이상인 기업의 역외국 투자자에 의한 인수에 대해 사전신고의무 이태리는 역외국 투자자에 의한 자국은행 지분획득을 제한 독일과 네덜란드는 정부기관인 Cartel Office나 Finance Minster가 해외기업에 의한 M&A를 엄격하게 심사 벨기에에는 역외국 투자자에 의한 공개매수를 허가제, 특허출원, 통보 등으로 제한 	취약
감시 법령 (Monitoring Act)	<ul style="list-style-type: none"> 핀란드에서는 매출액 또는 자산규모가 19억 Markka(U.S. \$ 2억)이상인 대기업에 대한 외국인의 기업인수를 규제 단일 외국인 투자가 지분 1/3이상 취득 또는 직접적인 통제가 가능한 경우, 핀란드 국익을 저해하는 경우는 사전신고 및 무역산업부의 인가를 받아야 함 	미정
복수이사회 구성	<ul style="list-style-type: none"> 독일은 최고이사회의 경우, 절반은 해임 불가능한 노조대표, 나머지 절반은 해임 시, 75%이상 다수의 찬성이 동의가 필요하기 때문에 경영진을 교체하는데 많은 시간과 노력이 필요 네덜란드의 경우, 복수 이사회 모두 중도 해임불가 	미정
의결권 상한 (Voting Caps)	<ul style="list-style-type: none"> 일부 독일 기업의 경우, 일부 주주들의 의결권을 제한(e.g. 보유지분규모에 관계없이 1인 주주의 의결권을 5%로 제한)하거나 상장을 위해서 의결권이 없는 주식을 발행 프랑스 이태리, 오스트리아, 네덜란드, 스페인 등에서도 활용 	취약

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

- 유럽은 의결권 구조상에서 원천적으로 M&A의 가능성을 차단하고 있음
 - 소유분산을 통해 부의 재분배가 이루어지더라도 차등의결권과 피라미드 출자를 통해 의결권을 창업주 일가에게 집중되도록 하여 소유분산으로 발생할 수 있는 외국인에 의한 경영권 위협을 효과적으로 차단하고 있음(<표4>참조)
- EU에서는 차등의결권과 독약처방 제도도입을 의결
 - 2003년 12월, 15개 EU회원국 가운데 스페인을 제외한 14개국 동의로 차등의결권제도와 독약처방을 각 국가별로 선택하기로 합의함
 - 이는 외국기업으로부터 자국기업을 보호하기 원하는 EU 각국의 국가적 이익차원에서 합의된 것임

3. 일본

- 일본은 상호출자와 금융기관의 안정주식보유 등을 통해 30%이상의 안정적 지분을 확보케 함으로써 경영권 위협 가능성을 원천적으로 차단하고 있음
 - 안정주주는 적대적 M&A의 방어목적으로 회사주식의 과반수를 소유한 주주를 의미하는 것으로 안정주식은 극히 예외적인 경우를 제외하고는 시장에서 매매가 불가능해 경영자들이 안정된 경영권 확보와 독자적인 경영이 가능함
 - 상호주식보유와 안정주주보유 관행은 1964년 일본의 OECD 가입에 따른 자본자유화 허용을 시작으로 장기불황 전인 80년대까지 지배적인 추세였음
- 90년대 장기불황으로 인해 상호출자와 금융기관의 안정주식보유가 크게 감소되었음에도 여전히 30%이상 안정적 지분을 확보하고 있음
 - 은행, 보험 금융기관이 상당규모의 기업주식을 장기적으로 보유함으로써 기업의 안정주주 역할을 함
 - 안정주주는 전체 시가총액에서 은행 7.7%, 보험 9.3%, 기업의 금융기관주식은 10.0%, 상호주식보유는 7.4%에 달함(2002년)
 - 안정보유비율은 1987년 45.8%에서 2002년 27.1%로, 상호보유비율은 8.4%에서 7.4%로 하락하였으나, 장기불황 후에도 보유비율의 합이 34.5%에 이룸
 - 한편, 시장전체의 상호보유비율은 하락하였지만, 상장기업의 85%가 상호보유관계가 지속되고 있어 일본기업 간에 광범위하게 상호주식보유가 이루어지고 있다는 점은 변하지 않음

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

- 장기불황으로 상호출자보유가 하락되어 적대적 M&A 가능성이 점차 확대
 - M&A컨설팅 투자펀드의 Sheoi社에 대한 적대적 인수시도(2000년), KK Tokyo Style에 대한 위임장대결 시도(2002년), 외국계 펀드인 Steel Partners 가 Yushiro화학과 KK Sotoh에 대한 적대적 인수시도(2003년 12월)가 발생함
- 미국의 독약처방법의 도입과 개량
 - 2002년 상법개정을 통해 주식관련 옵션과 차등의결권 발행이 용이하게 되어 M&A 관련 실무자들은 미국의 독약처방을 일본법에 적합하게 개량하여 사용하고 있음

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

- 한국은 적대적 M&A에 대해 전통적으로 부정적인 제도와 관행을 유지하고 있었으나 1997년 말 외환위기의 극복과정에서 외국인에 대한 증권시장 개방과 적대적 M&A를 활성화하는 정책선회로 제도개선이 이루어짐
- 상장주식 취득제한제도 폐지
 - 증권거래법 200조항에 의하여 상장회사의 주식취득을 10% 이내로 제한함으로써 기업공개이후 창업주의 경영권을 완전히 보호해 주었던 상장주식 취득 제한제도가 1997년 4월1일부터 폐지되었음
 - 이 규정의 폐지는 적대적 M&A가 한국에서 가능하도록 한 가장 중요한 제도전환으로 평가받고 있음
 - 의무공개매수제도의 폐지와 공개매수제도 정비
 - 1997년 1월 증권거래법 개정에서 25%이상 주식을 매수하고자 하는 자는 의무적으로 50%+1주까지 공개매수방법을 통해서 주식을 매수하여야 한다는 의무공개매수제도(증권거래법 21조 2항)를 도입함
 - 의무공개매수제도는 상장주식 취득제한폐지에 대한 대체 입법적 성격으로, 적대적 인수합병의 인수비용을 상승시켜 적대적 M&A를 어렵게 한 제도임
 - 이는 EU제도를 모델로 공정한 매수합병절차의 확립과 경영권 보호, 소액주

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

주에 대한 균등한 매수가격보장을 목적으로 한 것이며 미국의 주법 상 反인수합병법인 공정가격조항(소액주주에 대한 차별적 매수가격을 금지한 규정)과 유사하다고 볼 수 있음

- 또한, 이 규칙은 우호적 M&A에도 영향을 미쳤는데, 실제로 1997년 11월에 있었던 두 건의 공개매수(P&G의 쌍용제지 공개매수와 오리온전기의 한국전기초자 공개매수)가 모두 대상회사 주식의 24.99%만을 취득하였음
 - 이 제도가 부실기업의 구조조정에 걸림돌이 된다는 지적에 따라 1997년 12월부터 대우그룹의 쌍용자동차 인수와 같은 산업구조조정 차원의 M&A와 부실기업 인수 등의 경우에 적용이 제외되었음
- 그러나, 동 제도가 증권시장의 M&A 기능을 위축시켜 기업 구조조정을 저해시킨다는 지적과 함께, IMF에서 적대적 M&A 허용과 관련 동 제도의 폐지를 적극적으로 요구하면서 1998년 2월 개정법에서 폐지됨
- 이후, 공개매수제도는 적대적 M&A를 용이하게 하는 방향으로 점차 법 개정이 이루어짐
 - 2001년 3월 증권거래법은 공개매수제도를 공고 후 사후신고제로 전환하여 공개매수개시를 위한 대기기간을 7일에서 3일로 단축하였고 반복공개매수의 제한기간도 기존 1년에서 6개월로 단축되어 적대적 M&A가 용이하게 됨
 - 반면, 공개매수 기간 중에는 공개매수대상회사의 의결주의 변동을 초래할 수 있는 주식 등의 발행 및 그 발행에 관한 이사회, 주주총회의 결의를 금지시킴으로써 제3자에 대한 신주배정 혹은 전환사채 등의 발행을 통한 적대적 M&A 방어를 어렵게 함

○ 증권거래법상 특수 관계자 개념의 재구성

- 증권거래법에서 적대적 M&A가 허용됨에 따라 주식의 분산소유나 공동보조를 통한 공개매수제도, 대량보유보고제도 등의 규제에 대한 제도적 보완으로 '공동보유자' 개념이 1997년 3월 도입되었음
 - 공동보유자를 "본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 공동으로 주식 등을 취득 또는 처분하거나 의결권을 공동으로 행사할 것을 합의한 자"로 정의함(시행령 제10조 제4항, 1997년 3월)
 - 공개매수제도와 대량보유보고제도와 관련하여 주식 등의 보유 시, 합산대상이 되는 공동보유자의 개념을 본인과 합의 또는 계약 등에 의하여 1) 주식

III. 한국의 경영권 방어 및 외국인 투자제한 관련 제도변화

등을 공동으로 취득하거나 처분하는 행위, 2) 주식 등을 공동 또는 단독으로 취득한 후 그 취득한 주식을 상호 양도 또는 양수하는 행위, 3) 의결권을 공동으로 행사하는 행위 등을 할 것으로 합의한 자로 정의함(1998년 2월 개정 시행령)

- 이 시행령에서 2)항을 추가한 것은 의무공개매수규정을 회피하기 위해 공동 또는 단독으로 주식 등을 취득하고, 양수 또는 양도하는 행위를 방지하기 위함임

○ 외국인에 의한 주식취득 제한폐지와 적대적 M&A 허용

- 한국에서의 외국인 주식투자는 1991년 12월까지 외국인 전용수익증권, 코리아 펀드 등을 통한 간접증권투자만 허용되었음

- 1981년 11월, 증권시장 개방초기에는 외국인이 증권시장에 미치는 영향을 극소화하고 외국자본의 조달창구를 다양화하기 위해 국제투자신탁을 제한적으로 운영하였음
- 이에 따라 1981년 11월 19일 한국투자신탁이 3,000만 달러 상당의 외국인전용수익 증권을 발매하여 투자신탁의 90%이상을 주식에 투자하게 됨
- 1984년 5월15일, 외국인 전용수익증권보다 진일보된 형태로 코리아펀드가 설립되어 간접투자 기회가 확대되었음
- 1987년 12월1일, 간접투자 기회의 확대와 외국인 직접증권투자의 허용을 기본방향으로 정하고 기 발행된 해외전환사채를 주식으로 전환할 수 있게 됨

- 1991년 9월, '외국인의 주식매매거래 등에 관한 규정' 제정으로 제한적이거나 직접투자가 허용되었음

- 외국인의 범위, 투자절차, 투자한도 관리, 계좌개설 방법, 주식매매 거래제한, 주식의 보관, 외국인의 주식매매에 관한 정보관리 및 제한, 불법거래에 대한 제재 등 세부사항을 규정함

- 1997년 외환위기 이후 유동성 위기해소를 위해 직접투자허용한도를 확대하였음

- 외환위기 전, 외국인의 국내에서 취득할 수 있는 주식한도는 23%이었음
- 1997년 11월 3일, 종목별 외국인 전체투자한도가 일반상장법인인 경우 26%, 공공적법인의 경우, 21%로 확대되었고, 종목별 외국인 1인당 투자한도도 일

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

- 반상장법인인 경우 7%, 공공법인의 경우 1%로 확대됨
- 그러나 외자도입의 절박성과 IMF와의 개방합의에 따라 1997년 12월 30일부터 종목당 전체외국인투자한도가 55%로 상향조정 되었으며, 동일 외국인의 경우에도 50%로 확대되면서 외국인에 의한 적대적 M&A가 완전히 자유화됨
- 또한 이 제한마저 1998년 5월 25일부터 완전 폐지됨
- **1998년 5월 외국인의 국내주식취득에 대한 해당회사의 이사회 동의를 철폐하였음**
 - 1998년 2월 24일 개정된 '외국인투자 및 외자도입에 관한법률'에서는 외국인이 방위산업체를 제외한 국내회사 주식의 1/3 이상을 취득하고자 하는 경우, 해당 회사의 이사회의 동의를 거치도록 하였으며, 1/3 미만인 경우에는 이러한 이사회의 동의를 거치지 않아도 되는 것으로 개정됨
 - 그러나 1/3이상이라는 규제도 5월 25일 폐지되었으며, '외국인투자 및 외자도입에 관한법률'은 9월 16일 완전 폐지되어 외국인투자촉진법으로 대체됨
- **외국인이 총자산 2조원 이상의 국내기업에 대해 주식을 취득하고자 할 경우 정부허가를 요건으로 하던 외국인투자법 시행령도 1998년 4월 삭제됨**

IV. 경영권 보호를 위한 정책대안

○ 관계투자 활성화와 연기금 의결권 행사

- **한국 기관투자자의 낮은 주식투자 비중으로 국내기업의 경영권 보장 역할을 전혀 하지 못하고 있음**
 - 국내 주식시장에서 연금이 차지하는 비중은 2.6%에 불과하여 국내 장기투자자로서 외국계 펀드에 대항할 만한 안전판 역할을 전혀 하지 못하고 있음
 - 이에 비해, 미국 34.5%, 영국 28.3%, 일본 8.7% 한도 내에서 국내 연금을 이용한 투자를 허용해 국내 금융자본의 안전판 역할을 수행
- **기관투자자와 기업의 관계투자를 확대할 것이 요청됨**
 - 선진국의 경우, 기관투자자와 기업이 관계투자(relation investment)를 통해 지배구조개선과 경영권안정을 모두 잡은 사례를 확인할 수 있음

IV. 경영권 보호를 위한 대안

- 기관투자자와 경영자의 적극적인 협조와 대화를 통해 경영자는 기업정보를 제공하고 기관투자자는 경영활동에 대한 정기적인 검토와 감시활동을 수행
- 미국은 80년대 말, 90년대 초 적대적 M&A의 폐해가 집중적으로 나타나면서 기업에 대한 견제/감시역할의 현실적인 대안으로 기관투자자가 기업의 장기투자자이자 주요 주주로의 역할을 담당하는 관계투자를 확대시킴

- 연기금의 자유로운 주식투자를 허용하는 방향으로 정책변경이 필요함

- 연기금 주식투자의 허용을 앞두고, 연기금을 통한 정부의 민간기업 지배가능성을 우려해 의결권행사를 제한해야 한다는 주장이 일각에서 제기됨
- 그러나, 연기금의 주식투자와 의결권행사는 그 긍정적 효과와 세계적 추세를 감안할 때 허용함이 타당하나 정부의 개입가능성 문제는 단계적으로 연기금의 지배구조를 개선시킴으로써 그 부작용을 방지하는 것이 올바른 개혁 방향임
- 여기에는 정부로부터의 독립성 확보뿐만 아니라 시민단체 등 다양한 이해관계 그룹으로부터의 독립성도 확보되어야 함

- 기업경영 감시기능 강화, 소액주주권 보호, 건전하고 안정적인 금융시장 발전, 외국계 자본에 대한 역차별 요소해소, 국적기업 경영권 보호를 위해서는 국내 연기금의 의결권 행사가 허용되어야 함

○ 국가 기간산업 보호를 위한 제도적 장치 마련

- 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위한 법 개정이 필요

- 외국인투자촉진법 제4조에서 외국인투자규제에 대해 1) 국가안전, 공공질서유지, 2) 국민보건위생, 환경보전, 미풍양속부합, 3) 대한민국법령준수라는 보호근거가 있으나, 실제 투자제한 업종과 내용을 열거한 업종 열거주의 방식을 취하고 있음
- 이러한 폐쇄적인 규제방식으로는 외국인의 경영권 위협이나 적대적 M&A에 의해 국가의 안전보장과 이익에 중대한 위협이 초래될 우려가 있는 경우에도 대통령령이 미리 제한내용을 정하지 않는 한 규제할 방법이 없음

- 국가안보와 관련된 기간산업 보호를 위해 지배주주 사전승인 제도의 도입이 필요함

- 국가안보 등에 관련된 기간산업을 영위하는 회사에 영향력을 행사하는 지배

경영권 방어제도 관련 국제비교와 제도개선의 시사점

주주가 되려는 외국인에 대해 사전승인 절차 마련이 필요함

- 이러한 제도개선은 OECD 자본자유화규약의 Roll back으로 보기 어려움
- 미국은 80년대 일본의 미국기업 인수 붐을 겪으면서 경제안보에 대한 위기 의식, 외국인투자 규제확대에 대한 여론급등으로 Exon-Florio 규정을 제정하였음
- 일본, 프랑스도 미국과 유사하게 국가안보관련 기업에 대한 외국인투자에 대해 정부가 심의할 수 있으며, 여타 OECD 국가도 일정규모 이상 외국인 투자를 심사할 수 있는 규정을 가지고 있음

- 제도개선으로 인한 기대효과

- 국가 기간산업 보호를 위한 제도개선이 이루어질 경우, 1) 외국투기자본으로부터 국가 기간산업을 보호하여 우리나라의 중장기 성장 동력을 확보할 수 있으며 2) 기업의 경영권방어 불안 심리를 해소하여 기업의 적극적인 경영과 투자 마인드를 촉진시킬 수 있음
- 실례로 다국적기업인 Shell이 호주 국적기업인 Woodside를 적대적 인수하고자 한 것에 대해 호주정부가 국가이익보호를 위해 불허한 경우가 있음
- Woodside는 HP Billiton社, Rio Tinto社에 이어 호주에서 세 번째 규모의 천연자원회사로서 호주 북서 대륙붕과 근해석유, 천연가스에 이권을 가지고 있었음
- Shell은 Woodside의 지분 1/3을 소유하고 있었으나 56%로 지분확대를 통해 적대적으로 Woodside의 지배권을 취득하고자 하였음(10 billion\$ bid)
- 호주 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 뿐, 호주에서의 사업전개를 고려치 않을 것이라는 우려가 작용하였음

○ 경영권 분쟁관련 내외국인간 공정경쟁을 위한 공시제도 개선 필요

- 외국계 사모펀드의 경우, 정체파악이 어려운 공시제도로 인해 비대칭적 우대의 허점이 존재, 특히, 경영권 분쟁과 관련된 공시제도에 상당한 문제점이 있음
 - 투자자가 기업정보를 투명하게 파악하고 자신의 책임 하에 주식의 매매행위 등을 결정할 수 있게 하기 위해서는 정보의 진실성과 정보공개의 대칭성이

매우 중요함

- 특히 적대적 M&A가 예상되는 경우에는 통상적으로 주가가 크게 변동하기 때문에 투자자 보호차원에서 보다 투명한 정보제공이 필수적임
 - 미국은 한국과 달리 5% 보고 시, 투자목적에 따른 상세내용의 공시를 의무화하고, 최종 실질소유자(ultimate beneficial owner)에 대한 공시도 의무화하고 있음
 - 금감원 규정개정과 추가 법 개정이 이루어져야 효과적인 감독이 가능함
- **M&A 시장의 비대칭적 우대를 해결하기 위해서는 5%공시제도의 강화와 미국식 냉각제도(cooling-off)도입, 처벌규정 강화, 손해배상소송 근거 마련, 감독기관의 조사권 강화 등을 통해 공시제도의 악용이나 불법적 탈법적 행위를 근절해야 함**
- 지분이 10% 이상인 경우, 주식발행 회사가 지분취득자에 대한 조사를 요청할 수 있는 조사요청 권을 부여해야 함(영국 사례)
 - 의결권 대리행사시에 권유자의 권유목적, 사업계획 등에 대한 공시와 5% 보고제도를 강화해야할 필요가 있음
 - 보유목적은 단순투자목적에서 경영권획득으로 변경하는 경우에 일정기간 의결권행사를 제한하는 미국식 냉각기간제도(cooling-off period)를 도입해야할 필요가 있음
 - 공시위반 행위에 대해서 5% 이상 지분에 대한 의결권 제한이나 처분명령 등에 대해 증권거래법의 처벌조항을 적극적으로 적용할 필요가 있음
- **M&A 시장에서의 공시제도 강화를 통해 1) 경영권 방어와 관련된 내외국인 간 투명한 공시의무를 부과하고 2) 정보공개의 투명성 제고를 통해 소액주주 이익보호 등 시장규율정립으로 지배구조개선을 기대할 수 있음**

SK경영경제연구소 수석연구원 이우성 (Tel: 02-2121-4014)