

# M & A 制度的 現況과 發展課題

劉承旻

〈韓國開發研究院·經博〉

## 1. 問題의 提起

지난 6월 이후 삼성생명, 삼성증권, 안국화재 등 삼성계열의 기관투자자들이 기아자동차 주식을 매입한 사실이 알려지면서 경영권의 안정성 저해, 재벌의 문어발식 확장에 따른 경제력집중과 비윤리성 등의 관점에서 많은 비판이 제기되었다. 이러한 비판은 주로 이해당사자인 기아자동차측이 제기하였고 언론이 이를 증폭, 많은 사람들이 삼성의 그러한 행위가 비난받아 마땅한 것으로 인식하게 되었다.

그러나 한편으로는, 그동안 우리나라의 자본시장이 부실기업의 정리와 비효율적 경영을 혁신시키는 자본시장 본래의 기능을 원활히 수행하지 못하고 대주주의 경영권을 과보호하였다는 점에 대한 반성이 오랜 시간에 걸쳐 폭넓은 공감대를 형성하여 왔으며, 이제는 우리나라에도 소위 기업지배권시장(market for corporate control)을 형성하기 위한 정책, 즉 기업매수·합병(mergers & acquisitions) 제도가 도입될 시점이 도래한 것이다.

M&A제도를 도입하여야 한다는 주장에 비추어 본다면 금번의 삼성·기아사태에 대한 비판은 이해하기 어렵다. M&A제도의 도입에 원론적으로는 찬성한(최소한 암묵적으로) 많은 사람들이 이번의 특정사태에 대하여는 매우 비판적인 시각을 갖고 있으며 이들 중 일부는 증권거래법의 대량소유제한 규정의 철폐를 반대하고 기관투자자의 보유주식에 대한 의결권을 제한하여야 한다고까지 주장하는 것을 필

자는 목격하였다. 즉 원론에 찬성하면서도 각론에서는 오히려 M&A제도의 발전을 지연시키는 주장을 한 셈이다.

그동안 우리나라에서 대기업에 의한 기업결합(합병, 매수보다 더욱 광범위한 개념)은 그룹계열사간에 이루어졌거나 과거 부실기업의 정리에서 보듯 정부의 자의적 개입에 의하여 이루어진 것이 대부분이었다. 따라서 삼성·기아사태는 비록 합병·매수까지 발전된 형태는 아니지만 시장기능에 의한 기업결합의 가능성을 조금이라도 보여준 경우이다.

삼성·기아사태는 기아와 언론측의 이해할 수 없는 비판과 삼성측의 답답할 수 없는 후퇴로 더 이상 진전되지 않았다. 그러나 금번 사례와 이에 대한 비판을 계기로 향후 우리나라에서 M&A시장을 건전하게 발전시키기 위한 과제를 점검할 필요가 있다.

## 2. 現在의 政策이슈와 그동안의 政策推進 內容

삼성·기아사태와 관련하여 제기되는 정책이슈는 다음의 몇가지로 요약될 수 있다. 첫째, 기업경영권 보호는 과연 어느 정도 필요한 것인가? 둘째, 기관투자자의 보유주식에 대한 의결권을 제한할 것인가? 셋째, M&A를 통한 효율적인 산업재편, 전문화·대형화의 필요성과 경제력집중심화의 상충관계가 있다면 이를 어떻게 조화시킬 것인가?

이러한 문제는 기본적으로 우리나라 기업의 소

유·지배구조형태나 전문경영체제의 바람직한 발전 방향을 정립한 뒤에 이를 바탕으로 접근하여야 할 성질의 것이다. 그동안 정부는 기업소유·지배구조의 변화를 초래할 수많은 정책들을 추진하여 왔다. 그중에서도 소유분산을 촉진하기 위한 일반적인 시책들을 제외할 때, 기업경영권과 직접 관련된 정책은 최근에 확정된 증권거래법 개정안과 아직도 검토 중인 M&A제도라고 볼 수 있다.

증권거래법 제200조 제2호는 상장법인의 대주주 이외의 者는 의결권 있는 총발행주식의 10%를 초과하여 소유할 수 없도록 규정하고 있는데, 정부는 70년대 이후 기업공개와 소유분산을 촉진하여 기업 재무구조를 개선하려는 목적으로 대주주의 경영권을 보호하는 장치로서 이러한 규제를 활용하여 왔다. 그러나 이와 같은 경영권 보호로 자사주식의 매매를 통한 대주주들의 財테크현상이 발생하기도 하였다. 이제 재무부의 개정안이 통과되면 94년 7월부터 10% 소유한도가 폐지되고 외부주주의 대량 주식매입을 통한 경영권 인수가 용이하게 된다.

우리나라에서 M&A제도의 도입에 관해 아직 법제화되지는 않았지만 정부는 기업개편을 통한 경영효율성 제고, 시장메커니즘을 통한 부실기업정리, 외국의 고도기술보유기업의 흡수합병을 통한 경쟁력강화 등을 위하여 이 제도를 긍정적으로 검토하고 있다. 10% 주식소유한도를 철폐하는 것도 결국은 M&A시장이 형성될 수 있는 여건을 조성하자는 것이다.

그러나 M&A제도에 대하여는 여러가지 부작용을 우려하면서 아직도 그 도입을 반대하는 시각이 존재하고 있다. M&A시장이 효율적으로 기능하기 위해서는 폭넓은 소유분산과 소유·경영의 분리가 전제되어야 하는데, 우리나라의 경우 M&A를 통한 대형화·계열화는 시장구조의 독과점화와 경제력집중을 초래하고, 기존 대주주들은 경영권 확보를 위하여 기업공개와 주식분산을 기피하며, 주식이 분산된 기업의 대주주는 자사주식을 재매입한다는 것이다. 특히 M&A시장이 투기목적의 「money game」화할 가능성이 있고 증시개방에 따라 국내기업에 대한 외국인의 적대적 인수(hostile takeover)가 가능하다는 비판도 있다. 이러한 부작용은 자산가치와 수익성은 크면서도 자본금규모가 작고

대주주 지분율이 상대적으로 낮은 기업에 발생할 가능성이 높다.

이처럼 M&A제도는 장단점을 동시에 갖고 있다. 물론 M&A제도를 찬성하거나 반대하는 이유가 모두 타당한 것은 아니다. 합병이 반드시 효율성을 제고하는가에 대하여는 의견이 엇갈리고 있으며, 주식회사제도하에서 대주주 경영권 보호의 궁극적인 책임은 바로 대주주 자신에게 있기 때문에 경영권 불안정을 이유로 주식소유한도나 기관투자자의 의결권 제한을 주장하는 논리도 잘못된 것이다.

### 3. 先進國에서의 企業所有·支配構造와 M & A

우리에게 어떠한 M&A제도가 필요한가를 논하기 앞서 외국의 기업소유·지배구조와 M&A제도를 살펴보자. 미국의 경우에는 철저하게 시장을 통하여 기업경영을 감독하고 기업지배권이 이전되고 있다. 기업소유가 광범위하게 분산되어 있고 전문인에 의한 경영이 보편화된 상태에서 주식시장과 M&A시장을 통하여 전문경영인의 능력과 성과가 평가되고 비효율적 경영자는 기업인수자나 기업사냥꾼(corporate vaders)에 의해 도태된다. 미국의 경우 외부이사제도가 발달하여 경영자 견제기능을 수행하고 있으나 기업관료주의(corporocracy)현상이 발생하여 경영자를 효과적으로 견제할 수 있는 기관투자가 등 대주주와 은행의 역할이 강조되고 있다.

일본의 경우에는 기업집단 계열사들이 금융기관을 중심으로 상호출자, 임원파견, 공동회의 등을 통하여 상호협력 및 경영감시체제를 이루고 있는데 이는 일본의 독특한 기업지배구조로서 그 효율성을 인정받고 있다. 특히 주거은행이 안정주주로서의 역할과 더불어 다른 대출은행이나 투자자를 대신하여 적절한 감독기능을 수행한다. 독일의 기업지배의 특징은 유니버설 은행제도(소위 겸업주의)인데, 은행이 기업주식을 소유하고 이사회 참석과 임원겸직을 통하여 지배력을 행사하며 자본공급과 경영감독기능을 수행하고 있다.

이렇게 볼 때 M&A제도는 미국과 같은 경영자본주의에서 가장 발달한 것으로서 일본식 법인자본주의나 독일식 금융자본주의에서는 그 기능을 부분

적으로 수행하고 있다고 볼 수 있다.

#### 4. 우리나라에서의 M & A 制度 發展方向

선진국과 비교할 때 우리나라는 폐쇄적인 가족경영 위주의 개인자본주의에서 조금 더 선진화된 형태로 발전해 나가는 과도기라고 볼 수 있는데, 그 방향이 미국식, 일본식, 독일식 중 어느 쪽인지를 단정하는 것은 아직도 시기상조이다. 다만 소유·지배구조가 선진화되려면 앞으로도 계속 기업공개와 소유분산이 추진되어 경영의 전문성이 제고되어야 하며 기업개편이 효율적으로 이루어져야 할 것이다. 특히 기존의 부실기업과 앞으로 산업발전과정에서 발생하게 될 부실기업의 문제에 대하여 이제 정부가 더이상 개입하는 것은 가능하지도, 바람직하지도 않다. 따라서 제한적 수준이나마 M&A제도의 도입을 추진하여야 하며 금번의 삼성·기아사례로 이러한 정책방향이 후퇴해서는 곤란하다.

우선 우리나라에서도 M&A제도의 기본원칙을 확립하는 것이 중요하다. 부실기업정리, 산업구조조정 촉진, 경쟁력강화, 경영효율화를 위한 우호적 M&A가 가능하도록 제도를 확립하되 문제시되는 M&A를 규제할 수 있는 장치를 마련하고 최소한의 경영권확보를 위한 보완장치가 필요할 것이다. 첫째, M&A제도를 도입함에 있어서는 기업자유의사를 존중하되 소액주주, 종업원, 채권자의 권리를 보호하는 장치가 필요하며 효율성제고효과를 판단하는 기준이 필요하다. 이를 위하여 주식매입공시 및 주식매수청구권 조항을 강화하고 규모의 경제, 범위의 경제 또는 에너지효과에 의하여 국민경제의 효율성이 제고되는지를 살펴보아야 할 것이다.

둘째, M&A를 규제하는 법적감독기구와 민간자율규제기구를 설치하고 M&A의 공정성과 건전성을 확보하기 위하여 부체에 의한 기업매수(LBO)와 이로 인한 M&A시장의 「money game」化, 내부자거래 등을 규제할 필요가 있다. 실제로 미국에서는 독점금지법, 증권거래관련법 및 각 주법에 의하여 M&A를 규제하며 영국은 공정거래실과 독점·합병위원회의 양기관이 보완적으로 감독하고 있다. 특히 영국은 민간자율규제기구로서 매수·합병협의회

를 두고 모든 M&A에 대하여 법적조치가 가능하도록 허용하며 이 협의회는 매수합병관련기관(투자은행, 증권사, 회계사, 변호사 등)의 행동강령을 제정하고 있다.

셋째, 최소한의 경영권보호를 위하여 공개매수규정, 공시요건강화, 자사주보유 확대 허용, 적대적 기업매수의 방어장치 허용, 종업원 지주제의 활용 등을 고려할 수 있을 것이다. 공개매수규정은 외부주주가 기존 대주주 지분율을 초과하여 주식을 매입코자 할 경우에 적용됨으로써 기존 대주주와 소액주주를 동시에 보호할 수 있을 것이다. 공시요건을 강화하기 위하여 기관투자자의 신고기간을 단축할 수 있을 것이며 자사주보유의 확대가 허용되고 전문경영자의 성과에 따른 주식보너스 지급 등이 실현되면 전문경영체제의 기반이 조성되는 것이다. 적대적 기업매수를 방어하기 위하여는 이사선출과 이사회 운영방법의 규제나 의결권의 차등화 허용방안(누적적 투표권이나 주식소유기간에 따른 의결권 차등화 등) 등이 회사정관에 포함되도록 상법개정을 고려할 수 있다.

공정거래법(일반적으로 독점금지법)에서는 현재 시장에서 경쟁을 제한하는 기업결합을 원칙적으로 금지하고 있는데 M&A제도의 발전과 함께 이 조항이 적극적으로 활용되어야 할 것이다.

마지막으로 재벌의 M&A에 대해서는 특수하게 별도의 규제가 과연 필요한 것인가라는 의문이 남아 있다. 대부분의 기관투자자가 대규모기업집단의 계열회사인 우리나라의 특수성으로 보아서 기관투자자가 고객의 이익보다는 소속된 그룹의 이익을 추구할 것이라는 예상은 충분히 가능하다. 그럼에도 불구하고 기관투자자의 의결권을 제한하는 것은 바람직하지 못하며, 기관투자자의 자산운용에 있어서 동일종목 주식보유한도를 축소하는 정도의 우회적 방법을 고려할 수 있을 것이다. 경제력집중은 국제화·개방화 시대에 있어서 과거만큼 심각한 문제가 아니며 의결권 제한이라는 극단적인 처방은 또다른 부작용을 야기할 것이기 때문이다. 대기업집단소속 비금융기업의 주식매입은 현행 여신관리제도나 출자규제제도가 어느정도 규제하고 있기 때문에 이러한 제도를 통하여 대기업집단에 의한 무분별한 M&A를 규제하는 방안을 강구할 수도 있다.▲