

외국자본에 대한 기업의 경영권 방어

- Defense of Corporate Governance for the Foreign Capital -

이 재 범 *

Lee Jae Beom

Abstract

The foreign capital of appropriate scale is affirmative in stabilizing the domestic foreign exchange and stock market. But its excessive scale threatens corporate governance by a hostile M&A and causes the out-flow of national wealth and the unhealthiness of firm because foreign investors require high dividend through the superiority of stock ownership ratio. Therefore, the government and corporate must make the defensive countermeasure of corporate governance for the foreign capital immediately.

Keyword : the defensive countermeasure for the foreign capital

1. 서 론

1997년 외환위기 이후 정부는 IMF로부터 도입한 외채를 상환하고 금융시장을 안정 시키기 위해 자본시장을 개방하여 외국자본을 발 벗고 유치하기 시작하였으며, 외국자본이 우리 주식시장에서 차지하는 비중은 < 표 1 >에서 보는 바와 같이 거의 매년 증가해 왔다.

* 서일대학 산업시스템 경영과 강사

< 표 1 > 연도별 외국인 주식투자 추이 (단위: 조원, %)

구분	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
(거래소)							
시가총액	71.00	137.80	349.50	188.04	255.85	258.68	355.36
외국인투자	10.40	25.63	76.59	56.56	93.70	93.16	142.53
비중	14.7	18.6	21.9	30.1	36.6	36.0	40.1
(코스닥)							
시가총액	7.10	7.90	106.30	29.01	51.82	37.40	37.27
외국인투자	0.10	0.27	7.96	2.03	5.37	3.93	5.39
비중	1.4	3.4	7.5	7.0	10.4	10.5	14.4

※금융감독원 보도자료[3]

그러나 외국자본 관리에 대한 법적, 제도적 장치가 미흡한 상태에서 밀려들기 시작한 외국자본은 우리 자본시장, 특히 주식시장을 잠식하기 시작하였다. 외환위기 이후 제일은행을 필두로 외환은행과 한미은행이 외국자본에 넘어가는 등 < 표 2 >에서 보는 바와 같이 은행과 우수한 기업들에 대한 외국자본의 비중이 막대해졌다.

공격적인 주식매수로 국내증시의 주도권을 쥐게 된 외국인 투자자는 고액의 배당을 요구하고, 기업경영의 과실에 깊이 관여할 뿐만 아니라 경영권까지도 노리는 극한상황에까지 이르렀다. 증권거래소가 2004년 3월 22일 주주총회를 마친 기업532개를 대상으로 조사한 2003년도 배당현황에 따르면 12월 결산 상장법인의 배당금 총액은 2002년의 5조 8846억원보다 22.81% 증가한 7조 2266억원을 기록했다. 배당성향도 전년대비 5.45%P 증가한 24.57%로 대폭 증가하였다. 배당성향은 배당금을 당기순이익으로 나눈 백분율로서 이 수치가 높을수록 이익대비 배당을 많이 한 것을 의미하는 것이다. 또한 외국인 배당금도 사상 최대인 2조 7044억원을 기록하여 전년대비 28.55%나 늘어났다.[7] 이러한 배당성향과 배당총액의 증가는 기업들의 주주중시 경영확산과 더불어 외국투자자의 배당압력에 기인한 것으로 증권거래소 관계자는 보고 있다.

< 표 2 > 주요 기업의 외국인 주식보유비율 (단위 : %) (2004년 2월말 현재)

기업명	보유비율	기업명	보유비율
한미은행	87.7	대덕전자	49.7
국민은행	75.4	SK텔레콤	48.9
외환은행	70.7	한국타이어	48.9
포스코	67.3	KT	48.8
삼성전자	59.5	신세계	47.8
SK	54.1	롯데제과	44.5
현대자동차	50.8	LG건설	44.0

※현대증권 기업별 외국인 보유현황 참조

외국자본은 국내법의 허점을 이용하여 경영권을 위협하거나 국내법을 위반하는 사례도 있다. 소버린 자산운용은 지난해 12월말 크레스트씨큐어리티즈 증권계정의 SK주식 14.99%를 리젠드씨큐어리티즈 등 5개의 자회사에 각각 1.99 ~ 2.89%씩 매각하여 각 명의의 의결권 지분율을 3% 아래로 낮춘 것은 SK감사위원을 선임할 때 의결권 행사 지분율을 극대화하려는 전략으로 보인다. 상법 409조에 따르면 의결권 있는 주식의 3%를 초과해 가지고 있는 주주는 감사 선임 시 3%를 초과하는 주식에 대해 의결권을 행사할 수 없기 때문이다.

또한 공정거래법상 주식의 5%이상을 취득한 경우 5일 이내에 신고하여야 하나 이를 위반한 것이다. 최근 외국계펀드인 코리아펀드가 전북은행 보유지분율이 5.66%라고 3년 5개월이 지난 다음에 신고하였다. 템플턴 자산운용은 강원랜드 보유지분율이 5.19%라고 약 2개월이 지난 다음에 신고하였다. 이러한 5%규칙의 위반은 자본시장 개방이 후 계속되어 왔으나 외자유치라는 명분 때문에 벌칙이 가해지지 않았다.

SK의 2대주주인 소버린은 SK주식 14.99%를 소유하고 최태원회장의 퇴진을 추진하면서 우호주주들을 끌어 들였다. 소버린이 비록 3월 주주총회에서 근소한 표차이인 찬성 47.41%, 반대 51.77%로 패하여, 최태원회장이 경영권 방어에는 성공하였지만 위협적인 상황이었다. 이는 소버린이 단순히 경영권을 확보하기 위한 것이 아니라 강제로 기업을 인수합병하려는 적대적 M&A(merger and acquisitions)의 시도라고 보는 시각도 있다.

따라서 본 연구는 외국자본에 의한 적대적 M&A를 중심으로 이의 배경과 기업에 미치는 영향 등을 살펴보고, 외국의 제도를 검토하여 외국자본에 대한 경영권 방어대책을 제시하고자 한다.

2. 외국자본의 적대적 M&A 배경과 기능

2.1 배경

적대적 M&A는 이미 오래전부터 빈번히 일어났으나 1980년대 말 미국에서 기업사냥꾼이 차입매수(leverage buy out)를 통한 적대적 M&A가 크게 유행하였다. 차입매수란 외부 차입금으로 조달된 자금을 가지고 기업을 인수합병하는 것으로써 자금여력이 충분치 않은 매수기업이 피인수 기업의 자산과 수익력을 바탕으로 금융기관의 차입을 통해 기업을 매수하는 것이기 때문에 적은 자금으로 기업을 인수할 수 있는 것이다.

우리나라에서는 1995-1998년 사이에 주요 적대적 M&A가 있었으나 2000년 이후 정

부의 M&A활성화 정책에 따라 벤처기업간 혹은 M&A펀드에 의한 적대적 M&A가 빠르게 증가해 왔다. 특히 2003년 4월 소버린이 SK주식을 대량으로 매입한 일을 계기로 외국자본이 국내 대기업을 적대적으로 M&A할 수 있는 가능성이 나타났다.

외환위기 이후 경영권 보호를 위해 외부인이 상장주식을 대량으로 보유하는 것을 제한하는 대량소유 제한제도(10%rule) 폐지(1997년 4월), 주식을 대량보유하려면 나머지 주식도 매입하도록 한 강제공개매수제도 폐지(1998년 2월), 정리해고를 허용하는 정리해고법안 통과(1998년 2월), 기간산업 이외의 국내기업에 대한 투자지분을 제한하는 외국인 주식소유한도 제도 폐지(1998년 5월), M&A 사모펀드 조성권 의결권 허용(2001년 5월) 등 적대적 M&A를 제한하는 제도가 폐지되면서 최근 다시 부각되고 있다.[6]

그러나 우리나라의 대기업을 강력한 규제로 인하여 외국자본에 의한 적대적 M&A에 대항하기가 어려운 실정이다. 순자산의 25%까지만 출자할 수 있게 하는 대기업의 출자총액제한제도가 1997년 폐지되었다가 2002년 4월에 부활되어 5조원 이상의 그룹에 적용되어 그 이상 해당 기업의 주식을 취득할 수가 없다. 국내 산업자본의 경우 은행소유제한제도로 인하여 은행지분을 10%까지 보유할 수밖에 없다. 이는 외국자본에 대한 국내자본의 역차별 현상으로 외국인의 적대적 M&A에 유리한 환경을 제공하고 있는 것이다.

2.2 기 능

적대적 M&A가 단기적으로는 정리해고로 인한 실업상태가 한층 심화되어 고용불안 등의 부작용이 있지만 장기적으로는 기업의 재무구조개선 등 긍정적인 면도 있기 때문에 이의 순기능과 역기능에 대해 살펴본다.

① 순기능

적대적 M&A가 활성화 되면 외국자본이 대량 유입되어 안정적인 외환보유고를 유지할 수 있어 외환시장이 안정되게 된다. 대량으로 유입된 외국자본이 적대적 M&A를 추진하는 과정에서 경영권을 방어하려는 국내기업과 경쟁적으로 주식을 매집함으로써 국내주가가 크게 오르게 되어 소액주주의 부(富)를 증대시키게 된다.[12] 외국자본의 경영참여로 인한 감시기능이 기능이 강화되어 기업재무구조의 투명성이 제고될 수 있다.[8]

무분별하게 사업을 확장하던 기업들은 적대적 M&A에 대비한 자금문제로 인하여 부실기업을 처분하고 우량기업을 중심으로 기업경쟁력을 집중시키게 되어 시장에서 부실기업이 존재하기 어렵게 되어 대기업의 재무구조가 견실해질 수 있다. 또한 국내 재벌그룹들의 고질적 병폐인 경영권 독점과 세습이 어려워져 기업경영의 선진화에 기여하게 된다.[5]

② 역기능

적대적 M&A로 인한 기업의 구조조정으로 인한 정리해고로 실업률이 큰 폭으로 상승하여 고용불안이 한층 심화될 수 있다. 경영진은 주주총회에서 재신임을 얻기 위해 실적위주의 단기적인 경영을 선택함으로써 연구개발투자 등 중장기적인 투자를 회피하게 된다.[13] 경영권 방어를 위하여 자기주식을 취득하는 경우 과도한 차입으로 인한 재무상태 부실화를 초래할 수 있다.[8]

동종 업종에 대해 무차별적으로 적대적 M&A를 감행하여 시장을 독과점체제로 전환함으로써 자유경쟁체제를 위해할 수 있다. 장기적인 외국자본의 경우 외환시장을 안정시키는 순기능이 있지만, 환차익이나 시세차익을 노린 급격한 핫모니의 유출입은 외환시장의 불안요인으로 작용하고 있다.[11] 또한 기업의 장기적인 기업가치 추구보다는 지나친 고배당의 요구함으로써 단기적인 이익만을 추구하기 때문에 오히려 기업가치의 하락을 유발할 수도 있다.[14]

3. 사례를 통해 본 공격전략과 대상기업

자산운용회사인 KKR은 담배회사이면서 식품회사를 거느리고 있는 Navisco회사를 적대적 M&A를 통하여 인수하였다. 1988년 10월 19일 Navisco의 CEO인 Johnson등 경영자그룹은 Navisco 이사회에 주당 주당 75달러에 자신들이 회사를 매수할 것을 제안하였다. 이에 대해 KKR은 동년 10월 24일에 주당 90달러에 Navisco를 공개매수 하겠다고 나서면서 대결이 시작되었다. KKR의 인수사례에서 Navisco가 적대적 M&A가 대상이 된 이유는 담배사업부가 시장에서 저평가 되어 있고, 식품사업부도 담배사업부의 영향으로 제대로 평가되고 있지 못하였다. 또한 수익성이 떨어지는 여러 사업이 존재하였다.[4]

현대상선 등을 소유하고 있는 잔존 현대그룹의 지주회사인 현대엘리베이터는 KCC가 지분을 매입함으로써 적대적 M&A에 휘말렸었다. 2003년 8월 12일 외국인의 지분율이 10.39%가 되면서 외국인에 의한 적대적 M&A가능성이 제기되자 KCC를 포함한 현대계열사들이 현대엘리베이터 주식 16.2%(KCC지분 1.96%)를 매입하면서 백기사 역할을 하는 것으로 풀이 하였다. 그러나 동년 11월 4일 신한BNP사모펀드가 12.8%의 지분을 취득하면서 이 주체에 대한 의문이 제기되었으며, 그 주체가 KCC임이 밝혀지면서 적대적 M&A가 시작되었다. KCC는 11월 7일 7.5%, 11월 14일 7.82%의 지분을 추가로 취득하면서 주식매집을 통한 적대적 M&A를 추진하였다. 또한 2004년 2월 12일에는 주당 7만원에 8%의 주식을 공개매수할 것을 공포하였으며, 소액주주의 위임장

을 확보하고자 하였다. 그러나 소액주주가 현대엘리베이터의 편에서고 법원판결에 의해 KCC지분 12.6%만이 의결권 행사가 가능하여 경영권을 방어할 수 있었다.

독일의 철강회사인 만네스만은 1989년 이동통신회사를 설립하여 대대적 변신을 추진하였으며, 1990년대에는 독일 이동통신 콘소시엄의 리더가 되었다. 1999년 10월 만네스만은 영국시장에 진입하기 위해 영국의 이동통신회사인 ORANGE사에 대해 적대적 M&A를 선언하였다. 영국시장 잠식에 위협을 느낀 영국의 보다폰은 만네스만과의 우호적 합병을 제안하였으나 거절당하자 공개매수를 시작하였다. 만네스만은 1억 7천만 유로를 투입하면서 대응하였으나 방어에 실패하고 2000년 2월 보다폰은 만네스만 주주들에게 합병기업의 주식 49.5%를 주는 조건으로 1천 8백억 달러규모의 적대적 M&A를 성사시켰다.[1]

사례에서 볼 수 있듯이 적대적 M&A는 주로 주식매집, 공개매수, 위임장 확보를 통해서 이루어진다. 주식매집전략은 시장을 통해 은밀하게 주식을 매집하여 궁극적으로는 경영권을 장악하는 방법으로서, 세부전략은 주식시장 내에서의 매집과 장외시장에서의 매집으로 구분한다. 주식매집전략은 적대적 M&A를 시도하려는 기업으로써는 가장 먼저 생각해 볼 수 있는 전략이지만 반드시 성공 가능성을 장담할 수 있는 것만은 아니다. 그 이유는 주가가 상승이나 루머로 인하여 기존 대주주가 알아차리지 못하게 하면서 주식을 매집하는 것이 용이하지 않기 때문이다. 그러나 일정지분을 넘는 주식을 확보하게 되었을 때는 가장 확실한 공격전략이 될 수도 있다.

공개매수전략은 피인수기업의 매입기간, 수량, 가격 등을 미리 광고를 통해 제시하고 주식시장 밖에서 불특정 다수인을 상대로 주식을 매집하는 것이다. 공개매수를 통해 기업을 매수하려고 할 때에는 우선적으로 매수하고자 하는 대상기업의 주식수량과 매수가격 및 대금의 지급방법을 결정하여야 한다. 이 때 전량인수(any and all offer)할 것인지 부분인수(partial offer)를 할 것인지를 결정해야 한다.

전량인수는 일정한 매수가격을 제시하고 언제까지 매수할 것인지를 정한 다음 정해진 매수마감일까지 응모한 주식의 전량을 인수하는 방법이다. 이 방법은 차입매수와 같은 방법으로 인수하여 탈상장(going private)시킬 경우 흔히 사용되며 방어하기에 가장 어려운 방법이다. 부분인수는 대상기업의 경영권을 지배할 수 있는 정도만 주식을 매수하는 방법이다. 이 방법은 매수마감일에 그 이상의 주식이 응모하였을 경우 응모한 주식에 비례해서 매수하는 것이다. 현금매수(cash tender offer)는 현금을 지급하고 주식을 양도받는 것이며, 교환매수(exchange offer)는 매수대금을 매수회사의 주식 또는 다른 주식으로 지급하는 방법이다.

위임장 대결전략은 최소의 주식보유하고도 주주총회에서 의결권 위임장을 다수 확

보함으로써 기업의 지배권을 획득할 수 있는 방법이다. 의결권 위임장은 의결권의 대리행사를 위해서 주주총회에 제출하는 대리권 증명서면으로서, 원래 주주의 불참으로 인해서 당할 수도 있는 불이익을 줄이기 위해 만든 제도이다.

위임장 대결은 대체로 대주주 지분율이 낮거나 지분분산이 잘 된 기업 또는 지분분쟁이 있는 기업에서 많이 발생한다. 특히 경영자가 무능하여 경쟁에서 뒤지고 실적이 악화됨으로 인해 주가가 낮은 기업, 경영자가 부도덕한 기업이 주요 공격대상이 될 수 있다. 결국 경쟁력 강화에 소홀하면서 경영자가 비효율적, 속도적인 경영을 하고 있는 기업이나 대주주 지분이 매우 낮아 지분분쟁의 소지가 있는 경우에 발생한다고 볼 수 있다.

적대적 M&A는 피인수 기업의 동의 없이 강제적으로 경영권을 탈취하는 것이기 때문에 기업이 어떤 매력을 가지고 있을 뿐만 아니라 공격할 만한 약점을 가지고 있기 때문에 가능한 것이다. 그러므로 일반적으로 다음과 같은 요건을 가지고 있는 기업이 적대적 M&A의 대상이 된다. 첫째, 자산을 많이 보유하고 있으나 저평가된 기업이다. 기업자산의 본질가치가 주가에 반영되지 않아 동종의 다른 기업에 비해 주가가 낮다. 따라서 저평가된 기업을 인수할 경우 향후 높은 주식투자수익을 올릴 수 있기 때문에 적대적 M&A를 시도하게 된다.

둘째, 현금흐름이 풍부하면서 저평가된 기업이다. 차입매수 시 인수기업은 대상기업을 인수한 후에 차입금의 이자와 원금을 상환하는데 주로 피인수 기업에서 창출되는 현금흐름이나 불필요한 자산을 매각하여 그 차입금을 상환하게 된다. 그리고 차입금 원금을 전액 상환하고 나면 인수자의 투자가치만 남게 되어 이를 통한 자본차익을 얻게 됨으로 매력적인 적대적 M&A의 대상이 될 수 있다.

셋째, 내부유보율이 높은 기업이다. 내부유보율이 높은 기업은 내부 원천자금이 풍부하고 부채비율이 매우 낮은 경우가 많다. 그런데 내부유보율이 높은 기업이 풍부한 내부자금으로 현재의 자기자본비용만큼 수익성을 내지 못한다면 시장에서 주가가 저평가되기 때문에 좋은 차입매수에 의한 적대적 M&A의 대상이 될 수 있다.

넷째, 지분분산이 우량한 기업이다. 특정 주주의 지분율이 높지 않은 기업은 주식소유가 분산되어 있어 매집이 용이하기 때문에 적대적 M&A의 대상이 될 수 있다.

다섯째, 성장업종에 속하는 기업이다. 첨단기술 관련 업종은 기업이 더욱 성장 발전하기 위해서는 필수적으로 진출해야 할 분야이다. 그러나 이들 업종은 제품수명주기가 짧기 때문에 지속적으로 신제품을 개발해야 하는 부담이 있다. 따라서 신규진출은 힘들고 또한 시장 독점력이 높아서 초기의 시장선점이 중요하기 때문에 해당 시장이 포화상태가 되기 전에 신속하게 진출하려 하므로 적대적 M&A 가능성이 높다.

여섯째, 양호한 자회사를 보유하고 있는 지주회사이다. 국내 상장기업의 소유구조는

주식의 교차수요로 수직적인 모회사 관계를 형성하고 있는데 이런 형태에서 모회사를 인수한 후 자회사를 매각하여 자본차익을 실현시킬 수 있기 때문에 적대적 M&A의 대상이 될 수 있다.

4. 외국의 적대적 M&A 방어대책

우리나라보다 먼저 자본시장을 개방한 외국은 자국의 기업을 외국자본에 의한 적대적 M&A로부터 보호하기 위해 법을 제정하고 제도를 정비하였다.[2][10]

1) 독일

독일정부는 적대적 M&A로부터 자국기업을 보호하기 위해 1995년에 기업인수규범 (takeover code)을 도입하였으나 자율적인 행동규범으로는 공정한 게임규칙을 세우는 데는 한계가 있었다. 따라서 1999년부터 법제화작업이 시작되었고 보다폰의 만네스만 인수를 계기로 본격화 되었다. 기업인수 절차의 공정성과 투명성을 강화함으로써 보다폰 - 만네스만과 같은 무분별한 적대적 M&A를 막겠다는 의도이다. 2001년 7월 독일 정부는 기업인수법을 제정하여 2002년 1월부터 시행에 들어갔다. 기업인수법의 주요내용은 다음과 같다.

첫째, 매수업체는 주주에게 인수관련 정보를 충분히 제공하여야 한다.

둘째, 적대적 M&A에 직면한 경영진은 주주총회 승인 없이도 경영권을 방어할 수 있는 상당한 조치를 취할 수 있다. 이사회외의 중립성 유지 원칙을 폐지하였으며, 백기사를 찾는 경쟁 공개매수, 한도 내 신주발행, 일반자산매각, 인수업체의 경쟁사 인수 등이 허용되었다.

셋째, 주주총회에서 75%가 찬성할 경우 경영진은 18개월 동안 자율적으로 사후 방어조치를 취할 수 있는 권한을 갖는다.

다섯째, 95%이상 의결권을 취득한 투자자는 현금을 주고 나머지 지분을 강제로 인수하는 것이 가능하다.

2) 네덜란드

네덜란드기업의 소유구조는 폐쇄적인 인사이더 시스템이다. 약 35만개의 기업 중 55%인 20만개가 가족소유기업이기 때문에 주주와 경영자간의 관계가 비교적 안정적이고 폐쇄적이다. 거의 모든 상장회사들은 적대적 M&A로부터 자신을 방어할 수 있는 제도적 장치, 즉 주식대신 의결권이 없는 주식증서 발행, 경영진 선임 등 중요 의사결정사항과 관련된 특수한 권한을 부여한 특별주식의 내부발행, 재단 등 우호세력에게

우호주식 발행 등을 회사정관에 두고 있다. 네덜란드 회사법은 주주총회보다 감독이사회에 더 많은 권한을 부여하여 적대적 M&A 가능성을 최소화 하고 있다.

3) 스웨덴

스웨덴 기업의 지분은 특정 가족과 외국인 투자자에 집중되어 있다. 1993년 외국인의 지분소유제한이 철폐된 이후 해외 기관투자자들이 대기업을 대거 인수하였다. 그러나 스웨덴 주식시장이 활성화 되었지만 우호적인 기업인수가 대부분이며 적대적 M&A는 드문 경우이다. 스웨덴은 자국기업을 보호하기 위해 차등의결권주식제도와 피라미드형 지주회사 때문에 적대적 M&A는 거의 찾아보기 힘들다. 스웨덴 주식은 A주(1주당 의결권 10, 100, 1000)와 B주(의결권 1주)로 구분되는데 A주는 장외에서 거래되며, B주는 증권거래소에서 거래된다.

4) 이태리

이태리는 가족중심 자본주의로서 강력한 소수 가문이 이태리 경제를 실질적으로 지배하고 있으며, 피라미드형 그룹구조와 다양한 경영권 보호장치로 인해 경영권 시장은 거의 형성되어 있지 않다. 피라미드형 그룹은 기업간 상호 지분보유와 이사회 겸직이 특징으로 지주회사를 통해 적대적 M&A로부터 경영권을 안정적으로 방어하고 있다. 이태리 정부는 민영화 프로그램 이후에도 여전히 많은 대기업을 중요지분을 보유하고 있으며, 정부가 주식을 보유하면서 거부권을 행사할 수 있는 황금주식제도나 기업의 지분소유한도 설정을 통해 경영권을 행사하고 있다.

5. 적대적 M&A에 대한 경영권 방어대책

유럽 국가들은 M&A를 활성화하면서도 자국기업을 보호해야한다는 국민정서를 바탕으로 외국자본의 적대적 M&A에 대한 경영권 방어장치를 허용하고 있다. 우리정부도 외국자본의 적대적 M&A에 대비하여 경영권 방어제도를 시급히 정비하여야 할 것이다.

1) 출자총액제한제도의 폐지

자산규모 5조이상의 기업집단이 순자산의 25%를 초과하여 다른 기업에 출자할 수 없도록 한 출자총액제한제도를 폐지하는 것이다. 이 제도를 풀면 계열사간 순환출자가 늘어 재벌의 소유·지배구조가 취약해지고, 소액주주의 권리가 침해될 수 있는 문제도 있다. 그러나 기업의 투자결정 경제성에 입각한 자율적인 시장원리에 맡겨야 하며, 소액주주의 권익을 위하여 기업들도 집단소송제를 수용해야 할 것이다.

2) 신주발행금지제도 보완

증권거래법상 공개매수 시 대상기업은 신주발행을 금지하고 있는데 이를 보완하여 적대적 M&A인 경우 일정 한도 내에서 신주발행을 허용하는 것이다. 독일의 경우 유럽연합(EU)의 지침에도 불구하고 기업인수법에 이를 명시하고 있다.

3) 특별이해관계자의 의결권 제한 완화

상법상 특별한 이해관계가 있는 자는 주주총회에서 의결권을 행사하지 못하도록 제한하고 있는데, 적대적 M&A 등 경영권 방어를 목적으로 하는 경우는 의결권을 행사할 수 있도록 완화할 필요가 있을 것이다.

4) 차등의결권주식제도의 도입

차등의결권주식제도는 스웨덴의 경우에서처럼 1주당 의결권을 차등화하여 자금력이 풍부한 외국자본의 적대적 M&A에 대응하기 위한 방어수단이다. EU집행위도 차등의결권주식제도를 적법한 것으로 인정하고 있으며, 스웨덴은 상장기업의 55%, 핀란드는 36%, 덴마크는 33%가 이 제도를 채택하고 있다.

정부의 방어정책과 더불어 기업들도 외국자본에 의한 적대적 M&A에 적극적으로 대비해야 할 것이다. 기업의 방어전략 중 주식매집, 위임장 경쟁, 공개매수, 그린메일 등 적대적 M&A에 휘말릴 경우 재무적으로 막대한 손실을 입을 수 있는 방법은 사전에 차단하는 것이 무엇보다도 필요하다. 이를 위하여 기업은 사전에 대항할 수 있는 체제를 구축하는 것이 시급하다. 기업은 법이 허용하는 한도 내에서 정관을 개정하여 방어전략을 정관에 반영하고, 우호세력의 확보와 주주협정 체결을 통해 우호주주 네트워크를 구축하여 적대적 M&A가 어렵도록 조치를 취해야 할 것이다.

또한 철저한 기업공시의 이행과 기업홍보활동인 IR(investor relation)을 통해 투자자에게 유용한 정보를 제공하고, 기업의 지배구조의 투명성을 제고하고, 중장기적으로 수익성과 현금흐름을 중시하는 경영을 하게 되면 기업가치가 상승하게 되어 적대적 M&A에 대처할 수 있다. 기업가치의 상승은 주가의 상승을 의미하며, 과도한 주가로 인해 매수자는 막대한 자금부담과 자본차익에 대한 이점이 없기 때문에 적대적 M&A를 포기하게 되는 것이다.

6. 결 론

외국인 투자비중은 1997년 10%대에서 2004년 3월말현재 40%대를 차지하고 있으며, 일부 우량 대형주는 50~70%를 차지하고 있다. 외국자본의 국내유입은 외환보유고의 증가로 인한 외환시장의 안정이라는 긍정적인 면도 있지만 국부의 해외유출이라는 부정적인 면도 있다.

OB맥주는 2004년 3월 자본금을 1345억원에서 538억원으로 줄이는 유상감자를 시행하기로 했는데, 이는 지분을 95%를 차지하고 있는 벨기에 인터브루스사가 투자한 6000억원중 26%정도인 1600억원을 회수하겠다는 의지라고 볼 수 있다. 유상감자의 목적을 재무구조 개선이라고 하지만 자본금을 대주주에게 지급할 경우 외부차입금이 늘어나 오히려 재무구조가 악화될 우려가 크다. 서울증권에 투자한 소로스펀드는 2002년 액면가의 60%에 이르는 고율배당을 통해 투자자금 675억원의 48%인 327억원을 한꺼번에 회수했다. 아람코가 대주주인 S-Oil의 배당률은 85%나 되고, WCC그룹에 편입된 LG애드의 배당률은 100%나 된다.

결국 외국자본에 의한 적대적 M&A가 활성화될 경우 이와 같은 현상은 증가하게 될 것이며, 그로 인한 국부유출은 물론이고 과도한 배당은 기업의 부실화를 초래할 수 있는 것이다. 따라서 정부는 외국자본에 의한 적대적 M&A에 대비한 법령뿐만 아니라 배당을 영업이익 범위 내에서 실시하고, 유상감자 재원의 차입을 금지하는 등 외국자본에 의한 부당한 국부유출을 사전에 예방할 수 있도록 법령을 재정비하여야 할 것이다.

7. 참 고 문 헌

- [1] 강원, 고경일, 김종현, “적대적 M&A의 위협과 대응방안”, 삼성경제연구소 CEO Information, 제399호, 2003. 5.
- [2] 김득갑, “유럽 기업지배구조의 현황과 전망”, 삼성경제연구소 Issue Paper, 2003. 12.
- [3] 금융감독원, “외국인 투자현황”, 보도자료(www.fsc.go.kr).
- [4] 박상수, “적대적 M&A에 대비하라”, LG주간경제, 771호, 2004.3.17
- [5] 장대홍, “기업지배권시장과 계열사 출자”, 상장회사협의회, 추계호, 제42호, 2000, pp.71-82.
- [6] 전국경제인연합회, “외국인 투자동향과 시사점”, 보도자료, 2003. 11.
- [7] 증권거래소, “12월 결산법인 2003사업년도 배당현황”, 보도자료, 2003.3.25. (www.kse.or.kr)
- [8] Baysinger, B. D. and H. D. Butler, “Corporate governance and the board of directors : performance effects of changes in board composition”, Journal of Law Economics and Organizations 1, 1985. pp.101-124.
- [9] Berndt, M., “Global differences in corporate governance systems theory and

- implications for reforms", Discussion paper No.303, 2000. 11.
- [10] Deutsche Bank Research, "Corporate takeovers in Germany and their recent regulation", Frankfurt Voice, 2002. 2. 7.
- [11] Khanna T. and K. Palepu, "Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance", NBER Working Paper W6955, 1999.
- [12] La Porta R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance", Journal of Financial Economics, 58. 2000. pp.3-27.
- [13] Shleifer A. and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", Journal of Finance, 52, 1997. pp.737-783.
- [14] "Corporate Ownership around the World", Journal of Finance, 54, 1999. pp.471-517.

저 자 소 개

이 재 범 : 명지대학교 대학원 경영학 박사, 재무관리전공

현대산업개발(주)근무, 명지대학교, 명지전문대, 서일대학, 신홍대학,
경원전문대 강사. 관심분야는 주식시장의 이상현상에 대한 원인분석, 투자
분석 및 기업지배 구조 분야